

2019. 10. 25



▲ 반도체/디스플레이
Analyst 김선우
02. 6454-6688
sunwoo.kim@meritz.co.kr
RA 서승연
02. 6454-6676
sy.seo@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	84,000 원		
현재주가 (10.24)	80,000 원		
상승여력	5.0%		
KOSPI	2,085.66pt		
시가총액	582,402억원		
발행주식수	72,800만주		
유동주식비율	73.53%		
외국인비중	50.86%		
52주 최고/최저가	84,300원/57,700원		
평균거래대금	2,149.0억원		
주요주주(%)			
SK텔레콤 외 2인	20.07		
국민연금공단	9.10		
The Capital Group Companies, Inc. 외	6.51		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.1	1.9	19.9
상대주가	-3.4	7.5	20.6

주가그래프



SK하이닉스 000660

앞서나간 수요기대, 재점화되는 공급부담

- ✓ 3Q19 영업이익 4,733억원은 컨센서스 4,032억원 소폭 상회. 한일무역갈등 관련생산 차질 불안심리 속 DRAM 평가 하락폭 확대가 수요의 탄력적 일시 회복 유발
- ✓ DRAM 평가 반등 시점은 2Q20말~3Q20초로 지연. 수요 회복세 불구 선두업체의 라인효율화 작업 이후 웨이퍼투입량 재점증. 공급사 재고는 여전히 부담스러운 수준
- ✓ NAND 평가는 1H20 다시 소폭 하락하며 동사 실적에 부담으로 작용. 1H20 영업손실 기록 후 하반기 턴어라운드 전망. 투자 의견 Hold, 적정주가 84,000원

기대를 소폭 상회한 실적, 공급조절 가능성 시사와 평가 인하의 합작작품

SK 하이닉스의 3Q19 영업이익은 4,733억원 (-26% QoQ, -93% YoY)으로 시장 기대치 4,032억원을 소폭 능가했다. 한일무역분쟁 관련 수요자들의 생산차질 불안심리 속 재고 부담을 덜기 위한 평가하락이 견조한 DRAM 출하 증가를 견인했다(표 2). 4Q19 DRAM 과 NAND 평가는 각각 -8%와 +5% QoQ 변동하며 영업이익은 2,890억원으로 재차 감소가 예상된다. 변수는 보너스 및 재고평가 손충당금 환입 가능성이며, 발생할 경우 실적에 Upside risk 로 작용할 전망이다. 한편 3Q19 내 무려 23%의 DRAM QoQ 출하증가가 발생했음에도 불구하고 재고금액은 2%만 감소한 5.5조원을 기록한 만큼, 생산량 역시 매우 견조한 수준으로 추정된다. 순부채는 6.4 조원(vs 전분기 5.6 조원) 수준으로, 기존의 FCF 기반 배당정책은 금년에 작동할 수 없는 만큼 보완책을 검토 중이라 밝혔다.

DRAM 평가 반등 시점 소폭 후퇴. 재점화되는 공급부담에 기인

모바일 DRAM 을 중심으로 Pull-in 수요가 발생하고 있으나 지속성을 확산하기에는 다소 무리가 있다. 당사는 지난해부터 DRAM 평가 반등 시점을 2Q20 초입으로 예상해왔으나, 그 시점이 소폭 지연될 전망이다. 주로 공급 확대 때 문인데, 선두업체 중심으로 일부 라인효율화 작업 이후 Bit 당 원가 감소를 위한 적지 않은 수준의 웨이퍼 투입 증가가 감지되기 시작했으며 신규 Capa 가동 역시 내년 초로 예상된다. NAND 의 경우 1H20 내 계절성에 기반한 완만한 하락세가 예상된다. 결국 동사 실적은 2Q20 1,870 억원 영업손실까지 하락한 이후 개선될 전망이다. 당사의 투자등급 정책변경에 따라 투자 의견을 Trading Buy 에서 Hold 로 변경하며, 적정주가는 2020 년 BPS 를 적용해 기존 81,000 원에서 84,000 원으로 소폭 상향 조정한다 (1.26x P/B 유지, 투자등급 세부사항은 P.6 참고).

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	30,109.4	13,721.3	10,641.5	14,617	260.3	46,449	5.4	1.7	2.3	31.5	34.3
2018	40,445.1	20,843.8	15,540.1	21,346	46.0	64,348	3.7	1.2	2.2	33.2	35.9
2019E	26,591.2	2,765.0	2,418.4	3,322	-84.4	66,594	23.8	1.2	5.2	5.1	30.4
2020E	26,730.7	1,088.8	732.1	1,006	-69.7	66,665	78.8	1.2	5.7	1.5	43.0
2021E	38,912.3	10,918.4	8,321.6	11,431	1,036.6	77,814	6.9	1.0	2.6	15.8	42.1

(십억원)	3Q19P	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	6,839.2	11,416.8	-40%	6,452.0	6%	6,177.0	11%	5,875.6	16%
DRAM	5,175.7	9,141.3	-43%	4,848.4	7%			4,507.8	15%
NAND	1,338.5	2,066.3	-35%	1,263.8	6%			1,214.9	10%
영업이익	473.3	6,472.4	-93%	637.6	-26%	403.2	17%	327.5	45%
DRAM	1,118.7	6,058.6	-82%	1,295.3	-14%			963.6	16%
NAND	-658.4	400.8	nm	-670.6	nm			-642.2	nm
Others	13.0	13.0	0%	12.9	1%			6.1	112%
세전이익	520.1	6,435.2	-92%	676.0	-23%	379.0	37%	269.8	93%
순이익	495.1	4,692.2	-89%	537.0	-8%	297.2	67%	210.5	135%
영업이익률(%)	7%	57%		10%		7%		6%	
DRAM	22%	66%		27%				21%	
NAND	-49%	19%		-53%				-53%	

자료: SK하이닉스, 메리츠증권증권 리서치센터

(전분기 대비)	DRAM		NAND	
	Bit growth	ASP 변화	Bit growth	ASP 변화
실제 변화율	+23%	-16%	-1%	+4%
메리츠 추정치	+9%	-15%	+3%	-7%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	4Q19E	2019E	2020E	4Q19E	2019E	2020E	4Q19E	2019E	2020E
매출액	6,527.0	26,591.2	26,730.7	5,584.3	24,684.9	24,555	17%	8%	9%
DRAM	4,818.6	20,236.7	18,084.1	4,306.6	19,056.8	17,827	12%	6%	1%
NAND	1,489.9	5,254.4	7,436.7	1,182.2	4,823.1	5,843	26%	9%	27%
영업이익	288.5	2,765.0	1,088.8	-168.4	2,162.2	733	nm	28%	49%
DRAM	847.0	5,152.2	1,826.2	464.0	4,614.1	1,469	83%	12%	24%
NAND	-569.3	-2,438.1	-858.4	-637.2	-2,489.7	-824	nm	nm	nm
Others	10.9	50.9	121.0	4.8	37.9	89	129%	34%	37%
세전이익	317.0	2,992.6	814.7	-22.2	2,403.2	746	nm	25%	9%
순이익	285.3	2,418.4	2,418.4	-19.9	1,831.4	1,831	nm	32%	32%
영업이익률	4%	10%	4%	-3%	9%	3%			
DRAM	18%	25%	10%	11%	24%	8%			
NAND	-38%	-46%	-12%	-54%	-52%	-14%			

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	6,773.0	6,452.0	6,839.2	6,527.0	5,948.9	6,090.5	6,787.8	7,903.6	40,445.1	26,591.2	26,730.7
DRAM	5,394.1	4,848.4	5,175.7	4,818.6	4,167.6	4,152.6	4,533.8	5,230.2	32,295.0	20,236.7	18,084.1
NAND	1,162.2	1,263.8	1,338.5	1,489.9	1,503.0	1,647.5	1,939.4	2,346.7	7,418.3	5,254.4	7,436.7
영업이익	1,365.6	637.6	473.3	288.5	-125.4	-187.2	361.2	1,040.2	20,843.8	2,765.0	1,088.8
DRAM	1,891.2	1,295.3	1,118.7	847.0	215.8	148.1	529.3	932.9	19,887.0	5,152.2	1,826.2
NAND	-539.7	-670.6	-658.4	-569.3	-369.0	-364.4	-199.6	74.6	907.5	-2,438.1	-858.4
기타	14.1	12.9	13.0	10.9	27.8	29.0	31.5	32.7	49.3	50.9	121.0
세전이익	1,479.5	676.0	520.1	317.0	-185.2	-255.4	272.7	982.5	21,341.0	2,992.6	814.7
당기순이익	1,102.1	537.0	495.1	285.3	-166.6	-229.8	245.4	884.3	15,540.1	2,418.4	2,418.4
영업이익률 (%)	20%	10%	7%	4%	-2%	-3%	5%	13%	52%	10%	4%
DRAM	35%	27%	22%	18%	5%	4%	12%	18%	62%	25%	10%
NAND	-46%	-53%	-49%	-38%	-25%	-22%	-10%	3%	12%	-46%	-12%

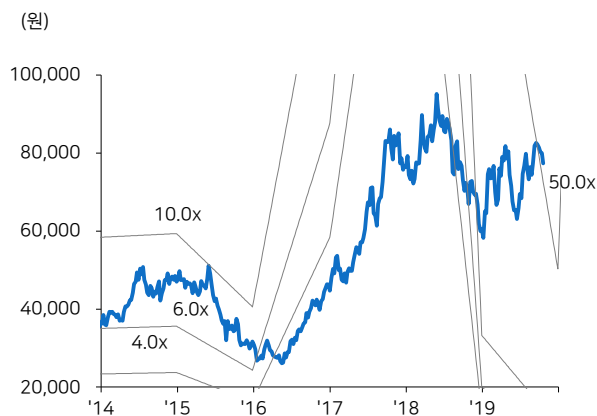
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 SK하이닉스 생산 추정 가정

		1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	7,352	8,340	10,295	10,810	10,053	10,656	11,296	11,634	25,360	30,587	36,796
	% QoQ	-8%	13%	23%	5%	-7%	6%	6%	3%			
	% YoY	10%	7%	26%	36%	37%	28%	10%	8%	23%	21%	20%
	NAND	52,288	73,203	72,837	80,121	83,326	94,158	102,632	112,895	133,749	183,625	278,449
	% QoQ	-6%	40%	-1%	10%	4%	13%	9%	10%			
% YoY	47%	73%	45%	45%	59%	29%	41%	41%	15%	37%	52%	
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.65	0.50	0.42	0.39	0.36	0.34	0.35	0.39	0.80	0.96	0.47
	% QoQ	-27%	-24%	-16%	-8%	-7%	-6%	3%	12%			
	% YoY	-32%	-50%	-58%	-56%	-45%	-32%	-17%	1%	54%	21%	-51%
	NAND	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.04	0.04	0.02
	% QoQ	-32%	-25%	4%	5%	-3%	-3%	8%	10%			
% YoY	-56%	-64%	-58%	-44%	-21%	3%	7%	12%	35%	-16%	-56%	

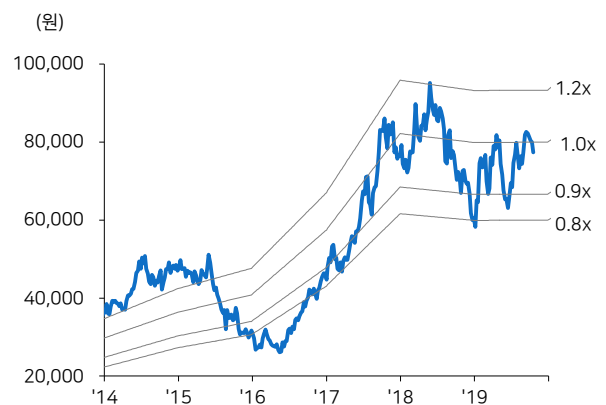
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 SK하이닉스 PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 SK하이닉스 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 SK하이닉스 적정주가 산출 (밸류에이션 기준을 19년에서 20년으로 변경)

(원)	2020E
BVPS	66,665
적정배수 (배) *	1.26
적정가치	83,998
적정주가	84,000
현재주가	80,000
상승여력 (%)	5.0%

참고: 적정배수는 NAND 업황 회복 기간인 15-17년 평균 PBR 배수

자료: 메리츠증권리서치센터

SK 하이닉스 (000660)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	30,109.4	40,445.1	26,591.2	26,730.7	38,912.3
매출액증가율 (%)	75.1	34.3	-34.3	0.5	45.6
매출원가	12,701.8	15,180.9	18,467.4	20,273.1	20,189.6
매출총이익	17,407.6	25,264.2	8,123.7	6,457.6	18,722.7
판매비와관리비	3,686.3	4,420.5	5,357.8	5,368.8	7,804.3
영업이익	13,721.3	20,843.8	2,765.0	1,088.8	10,918.4
영업이익률 (%)	45.6	51.5	10.4	4.1	28.1
금융수익	-253.1	549.9	107.7	-296.5	-270.7
종속/관계기업관련손익	12.4	13.0	21.2	22.4	22.4
기타영업외손익	-240.7	562.9	226.5	-274.1	-248.3
세전계속사업이익	13,439.6	21,341.0	2,992.6	814.7	10,670.1
법인세비용	2,797.3	5,801.0	573.1	81.5	2,347.4
당기순이익	10,642.3	15,540.0	2,419.5	733.2	8,322.7
지배주주지분 순이익	10,641.5	15,540.1	2,418.4	732.1	8,321.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	17,310.4	19,894.1	17,085.9	20,675.0	27,672.4
현금및현금성자산	2,950.0	2,349.3	2,600.5	1,689.9	3,578.4
매출채권	5,552.8	6,320.0	4,150.7	5,026.2	7,160.7
재고자산	2,640.4	4,422.7	5,204.7	6,302.4	8,979.0
비유동자산	28,108.0	43,764.2	46,143.4	48,724.4	52,845.3
유형자산	24,062.6	34,952.6	38,998.7	40,098.7	41,598.7
무형자산	2,247.3	2,678.8	2,770.4	2,753.9	2,469.9
투자자산	403.1	562.2	715.7	741.7	767.7
자산총계	45,418.4	63,658.3	63,229.3	69,399.4	80,517.7
유동부채	8,116.1	13,031.9	5,947.6	10,255.1	17,430.1
매입채무	758.6	1,096.4	720.1	871.9	1,242.3
단기차입금	192.7	585.8	1,072.0	1,072.0	1,072.0
유동성장기부채	581.1	1,028.5	675.5	817.9	1,165.3
비유동부채	3,481.4	3,774.2	8,790.5	10,601.6	6,428.5
사채	1,317.2	1,506.1	2,471.9	2,771.9	1,771.9
장기차입금	2,080.3	2,161.6	4,746.9	4,546.9	3,546.9
부채총계	11,597.5	16,806.0	14,738.1	20,856.7	23,858.6
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,143.7	4,143.7	4,143.7	4,143.7	4,143.7
기타포괄이익누계액	-502.3	-482.8	-230.1	-230.1	-230.1
이익잉여금	27,287.3	42,033.6	43,415.0	43,466.5	51,582.9
비지배주주지분	5.6	6.6	10.6	10.6	10.6
자본총계	33,820.9	46,852.3	48,491.2	48,542.7	56,659.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	14,690.6	22,227.2	7,765.1	10,172.9	15,913.1
당기순이익(손실)	10,642.2	15,540.0	2,419.5	733.2	8,322.7
유형자산감가상각비	4,618.9	5,904.2	7,850.0	8,800.0	9,500.0
무형자산상각비	407.4	524.1	614.2	592.6	859.9
운전자본의 증감	-3,190.1	-1,996.9	-5,759.0	-2,074.8	-5,059.1
투자활동 현금흐름	-11,919.2	-21,428.7	-9,979.4	-10,686.8	-12,186.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-9,128.3	-16,036.1	-13,200.0	-9,900.0	-11,000.0
투자자산의 감소(증가)	-114.7	-233.8	-117.8	-3.6	-3.6
재무활동 현금흐름	-351.9	-1,395.3	3,040.3	1,260.8	-4,059.0
차입금증감	71.7	1,047.2	4,199.7	1,942.5	-3,852.6
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	2,336.2	-600.7	844.5	746.9	-332.7
기초현금	613.8	2,950.0	2,349.3	3,193.8	3,940.7
기말현금	2,950.0	2,349.3	3,193.8	3,940.7	3,608.0

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	41,359	55,556	36,526	36,718	53,451
EPS(지배주주)	14,617	21,346	3,322	1,006	11,431
CFPS	3,209	-825	1,160	1,026	-457
EBITDAPS	25,752	37,462	15,425	14,397	29,228
BPS	46,449	64,348	66,594	66,665	77,814
DPS	1,000	1,500	997	302	3,429
배당수익률(%)	1.3	1.9	1.3	0.4	4.3
Valuation(Multiple)					
PER	5.4	3.7	23.8	78.8	6.9
PCR	24.7	-96.0	68.3	77.2	-173.3
PSR	1.9	1.4	2.2	2.2	1.5
PBR	1.7	1.2	1.2	1.2	1.0
EBITDA	18,747.6	27,272.1	11,229.2	10,481.4	21,278.3
EV/EBITDA	2.3	2.2	5.2	5.7	2.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	31.5	33.2	5.1	1.5	15.8
EBITDA 이익률	80.4	67.5	12.6	6.7	52.4
부채비율	34.3	35.9	30.4	43.0	42.1
금융비용부담률	0.2	0.1	1.0	1.5	1.0
이자보상배율(x)	110.7	220.3	9.9	2.7	27.8
매출채권회전율(x)	6.8	6.8	5.1	5.8	6.4
재고자산회전율(x)	5.4	4.3	3.8	3.5	2.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.7%
중립	5.3%
매도	0.0%

2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 하이닉스 (000660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.12.04	산업분석	Buy	103,000	김선우	-21.7	-7.5	
2018.06.01	산업분석	Buy	118,000	김선우	-26.0	-22.5	
2018.07.23	산업브리프	Hold	89,000	김선우	-13.6	-3.0	
2018.10.26	기업브리프	Trading Buy	78,000	김선우	-14.8	-4.5	
2019.01.14	산업분석	Trading Buy	74,000	김선우	-2.2	10.5	
2019.07.26	기업브리프	Trading Buy	81,000	김선우	-3.2	4.1	
2019.10.25	기업브리프	Hold	84,000	김선우	-	-	