

2020. 2. 3



▲ 반도체/디스플레이

Analyst 김선우

02. 6454-4862

sunwoo.kim@meritz.co.kr

RA 서승연

02. 6454-4880

sy.seo@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 114,000 원

현재주가 (1.31) 93,500 원

상승여력 21.9%

KOSPI 2,119.01pt

시가총액 680,682억원

발행주식수 72,800만주

유동주식비율 73.89%

외국인비중 50.74%

52주 최고/최저가 101,000원/63,100원

평균거래대금 2,589.5억원

주요주주(%)

SK텔레콤 외 2 인 20.07

국민연금공단 10.24

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -0.6 21.6 26.5

상대주가 3.1 16.2 31.6

주가그래프



SK하이닉스 000660

회복의 초입

- ✓ 4Q19 영업이익 2,361억원은 컨센서스 하회. 견조한 출하 불구 신규 공정 초기비용이 주 원인. 투자자산 평가손실 탓 세전이익과 순이익은 7년만에 적자 기록
- ✓ 실적설명회 내 낙관적 사업전망은 유지됨. 재고정상화 및 주주환원 배당보완책 발표
- ✓ 메모리는 공급차질 이슈에 기반해 공급자 우위시장으로 변모됨. 수요 및 공급 불확실성 등장했으나 판가는 연말까지 상승 예상. 그 궤적은 급등보다는 완만할 전망
- ✓ 조정 시 비중확대 권고. 투자 의견 Buy, 적정주가 114,000원

기대치를 하회한 4Q19 실적. 선두업체 대비 낙관적 전망 제시

SK하이닉스의 4Q19 영업이익 2,361억원 (-50% QoQ, -95% YoY)은 시장 기대치 4,500억원을 하회했다. 고객사의 선행구매가 이어지며 DRAM과 NAND 공히 출하량이 기대치를 상회했음에도 불구하고, 1Ynm와 96단 등 신규공정 초기 원가부담과 일회성 비용이 실적 악화를 유발했다. Kioxia (구 Toshiba Memory) 투자자산 평가손실 등이 4,690억원 영업외비용으로 인식되며 세전이익과 순이익은 7년만에 적자를 기록했다. 아쉬운 실적에 비해 낙관적 전망은 유지됐다. 특히 올해 DRAM 수요 증가율의 경우, 선두업체는 하반기 불확실성에 기반해 '10%중반'을 전망했음에도 불구하고 동사는 '20%'의 긍정적 계획이 제시됐다. 재고 수준 역시 정상화되었다 밝혔지만, 재고자산 금액이 5.3조원으로 전분기 5.5조원에서 3%만 감소한 점은 아쉬웠다. 한편 배당정책은 기존의 'FCF 기반 30~50%'에서 '1,000원+FCF의 5% 추가' 구조로 변경되었다.

공급차질이 앞당긴 봄날, 회복의 강도와 지속 기간에 찾아온 변수

지난해 하반기부터 DRAM·NAND선두업체들의 정전·화재 등 공급차질 이슈들이 고객사들의 재고 확충 선행수요를 발생시키고 있다. 올해 상반기 메모리 판가의 상승 여력은 충분히 확보됐으나, 1) 신형 코로나 바이러스 발 수요 변수와, 2) 선두업체의 추가투자 등 불확실성이 등장한 상태이다. 당사는 상승폭은 제한될 수 있으나 메모리 판가는 연말까지 지속 완만히 상승하리라 예상한다. 동사 분기별 영업이익은 1Q20 4,340억원에서 4Q20 2,300원까지 증가하며, 연간으로는 4,900원(vs 2019년 2,700원)을 기록하리라 전망된다. 투자 의견 Buy를 유지하며, 실적 상향 조정과 함께 적정주가는 기존 100,000원에서 114,000원으로 상향 조정한다 (12-13년 업황 개선기 평균 1.61x P/B 적용, 표 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	6.4	2.0	2.3	31.5	34.3
2018	40,445.1	20,843.8	15,540.1	21,346	46.0	64,348	4.4	1.5	2.0	33.2	35.9
2019P	26,964.7	2,712.6	2,011.5	2,763	-87.1	66,120	33.8	1.4	5.4	4.2	34.5
2020E	32,354.8	4,896.2	3,928.7	5,397	95.3	70,584	17.3	1.3	4.0	7.9	38.0
2021E	43,994.0	11,416.9	8,924.5	12,259	127.2	81,328	7.6	1.1	2.3	16.1	33.3

표1 SK하이닉스 4Q19P 실적 Review

(십억원)	4Q19P	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	6,927.0	9,938.1	-30%	6,839.2	1%	6,786.0	2%	6,756.4	3%
DRAM	5,252.2	7,929.4	-34%	5,175.7	1%			5,048.0	4%
NAND	1,429.8	1,794.3	-20%	1,338.5	7%			1,489.9	-4%
영업이익	236.1	4,430.1	-95%	473.3	-50%	414.8	-43%	467.7	-50%
DRAM	916.3	4,492.7	-80%	1,118.7	-18%			820.2	12%
NAND	-691.2	-77.7	nm	-658.4	nm			-363.4	nm
Others	11.0	15.2	-27%	13.0	-15%			10.9	1%
세전이익	-233.4	4,711.5	nm	520.3	nm	389.2	nm	501.0	nm
순이익	-118.4	3,397.9	nm	495.5	nm	304.8	nm	450.9	nm
영업이익률(%)	3%	45%		7%		6%		7%	
DRAM	17%	57%		22%				16%	
NAND	-48%	-4%		-49%				-24%	

자료: SK하이닉스, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 DRAM/NAND Bit growth/ASP 차이 (4Q19P 매출 가정비교)

(전분기 대비)	DRAM		NAND	
	Bit growth	ASP 변화	Bit growth	ASP 변화
실제 변화율	+8%	-7%	+10%	0%
메리츠 추정치	+10%	-8%	+10%	+5%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 SK하이닉스 실적 추정치 변경

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	1Q20E	2020E	1Q20E	2020E	1Q20E	2020E
매출액	6,851.6	32,354.8	6,053.0	27,423.9	13%	18%
DRAM	4,928.8	23,090.5	4,225.2	18,484.2	17%	25%
NAND	1,644.5	8,054.2	1,549.5	7,729.7	6%	4%
영업이익	433.7	4,896.2	42.6	2,523.6	918%	94%
DRAM	863.2	6,012.1	301.8	2,870.9	186%	109%
NAND	-457.2	-1,236.9	-287.0	-468.3	nm	nm
Others	27.8	121.0	27.8	121.0	0%	0%
세전이익	443.0	4,846.1	-17.1	2,260.1	nm	114%
순이익	376.6	3,928.7	-15.4	2,033.0	nm	93%
영업이익률	6%	15%	1%	9%		
DRAM	18%	26%	7%	16%		
NAND	-28%	-15%	-19%	-6%		

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019P	2020E
매출액	6,773.0	6,452.0	6,839.2	6,927.0	6,851.6	7,449.3	8,489.0	9,564.9	40,445.1	26,964.7	32,354.8
DRAM	5,394.1	4,848.4	5,175.7	5,252.2	4,928.8	5,276.7	6,040.8	6,844.2	32,295.0	20,670.4	23,090.5
NAND	1,162.2	1,263.8	1,338.5	1,429.8	1,644.5	1,882.2	2,133.6	2,393.9	7,418.3	5,194.3	8,054.2
영업이익	1,365.6	637.6	473.3	236.1	433.7	722.7	1,477.0	2,262.8	20,843.8	2,712.6	4,896.2
DRAM	1,891.2	1,295.3	1,118.7	916.3	863.2	1,048.5	1,713.4	2,387.0	19,887.0	5,221.6	6,012.1
NAND	-539.7	-670.6	-658.4	-691.2	-457.2	-354.8	-267.9	-156.9	907.5	-2,559.9	-1,236.9
기타	14.1	12.9	13.0	11.0	27.8	29.0	31.5	32.7	49.3	51.0	121.0
세전이익	1,479.6	676.0	520.3	-233.4	443.0	688.9	1,436.1	2,278.2	21,341.0	2,442.5	4,846.1
당기순이익	1,102.1	537.0	495.5	-118.4	376.6	585.5	1,148.9	1,822.5	15,540.1	2,011.5	3,928.7
영업이익률 (%)	20%	10%	7%	3%	6%	10%	17%	24%	52%	10%	15%
DRAM	35%	27%	22%	17%	18%	20%	28%	35%	62%	25%	26%
NAND	-46%	-53%	-49%	-48%	-28%	-19%	-13%	-7%	12%	-49%	-15%

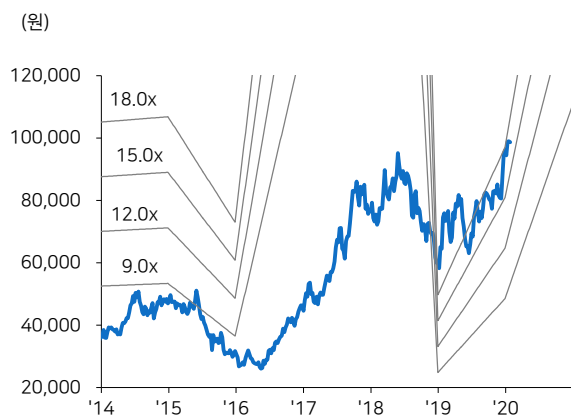
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 SK하이닉스 생산 추정 가정

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019P	2020E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	7,352	8,340	10,295	11,160	10,602	10,708	11,350	11,691	30,587	37,146	44,350
	% QoQ	-8%	13%	23%	8%	-5%	1%	6%	3%			
	% YoY	10%	7%	26%	40%	44%	28%	10%	5%	21%	21%	19%
	NAND	52,288	73,203	72,837	79,757	89,327	93,794	102,235	112,459	183,625	278,085	397,815
	% QoQ	-6%	40%	-1%	10%	12%	5%	9%	10%			
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.65	0.50	0.42	0.40	0.40	0.43	0.46	0.51	0.96	0.48	0.45
	% QoQ	-27%	-24%	-16%	-5%	1%	6%	8%	10%			
	% YoY	-32%	-50%	-58%	-55%	-38%	-14%	10%	27%	21%	-50%	-5%
	NAND	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.04	0.02	0.02
	% QoQ	-32%	-25%	4%	-1%	5%	9%	4%	2%			
	% YoY	-56%	-64%	-58%	-47%	-19%	18%	18%	21%	-16%	-56%	10%

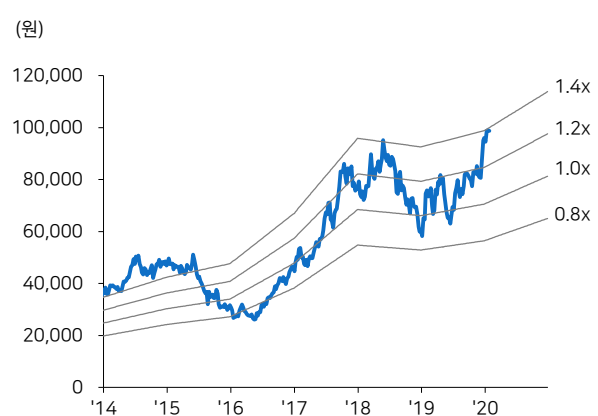
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 SK하이닉스 PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 SK하이닉스 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 SK하이닉스 적정주가

(원)	2020E
BVPS	70,584
적정배수 (배) *	1.61
적정가치	113,640
적정주가	114,000
현재주가	93,500
상승여력 (%)	21.9%

참고: * 적정배수는 적자 기록 이후 업황 회복기 12-13년 평균 PBR 배수 (vs 종전 1.55x)

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	30,109.4	40,445.1	26,964.7	32,354.8	43,994.0
매출액증가율 (%)	75.1	34.3	-33.3	20.0	36.0
매출원가	12,701.8	15,180.8	18,799.4	20,895.9	23,652.3
매출총이익	17,407.6	25,264.2	8,165.3	11,458.9	20,341.7
판매비와관리비	3,686.3	4,420.5	5,452.5	6,562.7	8,924.9
영업이익	13,721.3	20,843.8	2,712.6	4,896.2	11,416.9
영업이익률 (%)	45.6	51.5	10.1	15.1	26.0
금융수익	-253.2	549.8	382.5	-68.0	13.0
종속/관계기업관련손익	12.4	13.0	19.0	17.9	17.9
기타영업외손익	-240.8	562.8	-270.3	-50.1	30.9
세전계속사업이익	13,439.6	21,341.0	2,442.5	4,846.1	11,447.8
법인세비용	2,797.4	5,801.1	426.2	912.6	2,518.5
당기순이익	10,642.2	15,540.0	2,016.3	3,933.5	8,929.3
지배주주지분 손익	10,641.5	15,540.1	2,011.5	3,928.7	8,924.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
유동자산	17,310.4	19,894.2	14,597.8	20,803.2	28,646.1
현금및현금성자산	2,950.0	2,349.3	2,212.4	4,482.9	8,412.5
매출채권	5,552.8	6,320.0	4,405.1	5,082.6	5,543.4
재고자산	2,640.4	4,422.7	5,382.7	7,432.5	9,568.6
비유동자산	28,108.0	43,764.2	50,177.5	50,118.9	50,305.9
유형자산	24,062.6	34,952.6	39,222.8	39,422.8	40,922.8
무형자산	2,247.3	2,678.8	2,638.4	2,465.8	1,979.3
투자자산	403.1	562.2	733.5	759.9	786.3
자산총계	45,418.5	63,658.3	64,775.2	70,922.1	78,952.0
유동부채	8,116.1	13,031.9	7,468.5	10,888.8	14,074.8
매입채무	758.6	1,096.4	764.2	1,055.2	1,358.5
단기차입금	192.7	585.8	1,072.1	1,072.1	1,072.1
유동성장기부채	581.1	1,028.5	716.9	989.9	774.4
비유동부채	3,481.4	3,774.2	9,158.8	8,635.9	5,657.9
사채	1,317.2	1,506.1	3,782.8	3,762.5	1,762.5
장기차입금	2,080.3	2,161.6	4,408.0	3,884.2	2,884.2
부채총계	11,597.6	16,806.0	16,627.4	19,524.7	19,732.7
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	-164.9	-164.9	-164.9
이익잉여금	27,287.3	42,033.6	43,004.3	46,253.8	54,075.7
비지배주주지분	5.6	6.6	12.3	12.3	12.3
자본총계	33,820.9	46,852.3	48,147.9	51,397.4	59,219.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
영업활동현금흐름	14,690.6	22,227.2	7,370.7	14,052.2	21,179.0
당기순이익(손실)	10,642.2	15,540.0	2,016.3	3,933.5	8,929.3
유형자산감가상각비	4,618.9	5,904.2	7,930.0	8,800.0	9,500.0
무형자산상각비	407.4	524.1	718.9	835.0	1,148.9
운전자본의 증감	-3,190.1	-1,996.9	-4,244.6	-2,666.6	-1,778.9
투자활동 현금흐름	-11,919.2	-21,428.8	-10,769.9	-10,826.5	-12,926.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-9,128.3	-16,036.2	-13,921.0	-9,000.0	-11,000.0
투자자산의 감소(증가)	-114.7	-233.8	-120.3	-8.5	-8.5
재무활동 현금흐름	-351.9	-1,395.3	3,229.7	-955.1	-4,322.9
차입금증감	71.7	1,047.2	4,454.3	-271.1	-3,215.5
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	2,336.2	-600.7	-136.9	2,270.5	3,929.6
기초현금	613.8	2,950.0	2,349.3	2,212.4	4,482.9
기말현금	2,950.0	2,349.3	2,212.4	4,482.9	8,412.5

Key Financial Data

	2017	2018	2019P	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	41,359	55,556	37,039	44,443	60,431
EPS(지배주주)	14,617	21,346	2,763	5,397	12,259
CFPS	3,209	-825	-188	3,119	5,398
EBITDAPS	25,752	37,462	15,606	19,960	30,310
BPS	46,449	64,348	66,120	70,584	81,328
DPS	1,000	1,500	1,000	1,619	3,678
배당수익률(%)	1.1	1.6	1.1	1.7	3.9
Valuation(Multiple)					
PER	6.4	4.4	33.8	17.3	7.6
PCR	29.1	-113.3	-497.0	30.0	17.3
PSR	2.3	1.7	2.5	2.1	1.5
PBR	2.0	1.5	1.4	1.3	1.1
EBITDA	18,747.6	27,272.1	11,361.6	14,531.2	22,065.8
EV/EBITDA	2.3	2.0	5.4	4.0	2.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	31.5	33.2	4.2	7.9	16.1
EBITDA 이익률	80.4	67.5	10.4	30.3	48.8
부채비율	34.3	35.9	34.5	38.0	33.3
금융비용부담률	0.2	0.1	0.8	0.7	0.4
이자보상배율(x)	110.7	220.2	10.9	14.9	41.2
매출채권회전율(x)	6.8	6.8	5.0	6.8	8.3
재고자산회전율(x)	5.4	4.3	3.8	3.3	2.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 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)	
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	-0.8	1.8	
2019.11.19	산업분석	Buy	100,000	김선우	-9.4	1.0	
2020.02.03	기업브리프	Buy	114,000	김선우	-	-	