

2020. 6. 1



▲ 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) 110,000 원

현재주가 (5.29) 81,500 원

상승여력 35.0%

KOSPI 2,029.60pt

시가총액 593,322억원

발행주식수 72,800만주

유동주식비율 73.49%

외국인비중 48.04%

52주 최고/최저가 105,000원/63,100원

평균거래대금 4,360.5억원

주요주주(%)

SK텔레콤 외 2 인 20.07

국민연금공단 11.20

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -2.6 0.7 23.3

상대주가 -6.6 3.6 22.9

주가그래프



SK하이닉스 000660

NAND의 재발견

- ✓ SK하이닉스 실적회복의 걸림돌이었던 NAND 사업부문의 3Q20 턴어라운드 전망: 1) 출하량 급증 기반 영업레버리지, 2) 공정효율화 통한 원가절감, 3) 일부 일회성이익
- ✓ 동사 NAND OPM은 4Q19 -48%에서 3Q20 +2%로 회사 전망 대비 조기 달성
- ✓ DRAM 시장 관련 코로나19 영향 탓 후행적 우려가 드리워지는 중. 데이터센터 고객들의 판가인상 저항이 일부 발생하고 있지만, 선두업체의 공급 제한과 재고 소진을 감안 시 결국 4Q20~1Q21의 중단기 소폭 조정기간에 그칠 전망
- ✓ SK하이닉스 2Q20 영업이익은 1.6조원, 3Q20 2.0조원으로 시장 기대치 상회. Buy

예상보다 견조한 NAND 수요. 선두업체 공급증가는 2H21부터 시작

Kioxia 등 NAND 업체들과의 채널 체크에 따르면, NAND 산업 수요는 3Q20까지 두자릿수% 수준 또는 그에 가까운 견조한 QoQ 출하 증가가 예상된다. 코로나19로 인한 모바일 수요 둔화에도 불구하고, 삼성전자의 제한적 공급여력 (올해 공급증가율 28% vs 산업 수요증가율 35%) 탓에 SSD 등 하반기 계절성이 동반된 응용처에서의 수요는 시장 기대를 상회할 전망이다. 특히 삼성전자의 P2 하층 NAND 투자가 지연되며 당장 투자에 나서더라도 내년 6~7월해야 양산이 가능한 만큼, 한동안 NAND 업황은 시장의 우려 섞인 기대치를 크게 상회할 가능성이 높다. 4Q20부터 일부 가격하락이 발생 가능하겠지만 이는 중단기에 그칠 전망이다.

SK하이닉스의 비약적 원가절감. 영업레버리지와 홀에칭 효율 개선에 기반

SK하이닉스의 NAND 사업은 실적회복의 걸림돌이었다. NAND 특유의 다자 경쟁 구도 속 2nd tier 업체로서 3D 낸드 구조 전환과 컨트롤러 경쟁력 확보 등이 다소 지연되며 영업이익률은 17년 20%대에서 19년 -49%까지 급락했다. 하지만 최근 업계 내 가장 견조한 출하량 증가를 시현하며 고정비 분배의 영업레버리지가 강하게 발생하고 있고 (그림 2), 홀에칭의 효율성 증가가 70단대까지 개선되며 128단 투스택 구조에서의 원가경쟁력이 크게 향상되고 있다. 더불어 NAND 판가 상승이 이어지며 재고평가손충당금 환입이 3Q20까지 1,000억원대 가량 환입이 예상된다. 결국 동사의 분기 영업이익은 2Q20과 3Q20 각각 1.6조원과 2.0조원으로 시장 기대치를 상회할 전망이다. 비록 상반기 코로나 영향을 뒤늦게 반영해 DRAM 판가 관련 서버 고객들의 저항이 발생하고 있지만 이 역시 선두업체의 제한적 공급여력과 재고 능력을 감안 시 4Q20~1Q21의 중단기 소폭 조정에 그칠 전망이다. SK하이닉스에 대한 투자 의견 Buy과 적정주가를 110,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	40,445.1	20,843.8	15,540.1	22,719	50.7	64,348	3.6	1.3	2.0	33.2	35.9
2019	26,990.7	2,712.7	2,013.3	2,765	-87.8	65,836	29.5	1.2	5.5	4.2	35.1
2020E	33,473.9	6,151.5	4,958.4	6,811	146.3	71,237	12.0	1.1	4.5	9.9	37.4
2021E	41,157.1	11,081.0	8,685.8	11,931	75.2	81,916	6.8	1.0	3.0	15.6	31.9
2022E	49,681.1	13,297.5	10,256.5	14,089	18.1	94,445	5.8	0.9	2.3	16.0	27.1

표1 SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	6,773.0	6,452.0	6,839.2	6,927.0	7,199.0	8,384.4	9,004.5	8,886.0	26,990.7	33,503.0	41,189.2
DRAM	5,394.1	4,848.4	5,175.7	5,252.2	5,256.5	6,071.2	6,409.1	6,267.2	20,670.4	24,004.0	28,741.6
NAND	1,162.2	1,263.8	1,338.5	1,429.8	1,745.2	2,022.8	2,280.8	2,211.1	5,194.3	8,259.9	11,084.5
영업이익	1,365.6	637.6	473.3	236.1	800.3	1,593.7	2,047.7	1,709.8	2,712.7	6,154.5	11,084.2
DRAM	1,891.2	1,295.3	1,118.7	916.3	1,149.0	1,799.4	1,995.9	1,765.7	5,221.6	6,709.9	10,078.4
NAND	-539.7	-670.6	-658.4	-691.2	-375.9	-234.7	20.4	-96.6	-2,559.9	-686.8	869.5
기타	14.1	12.9	13.0	11.0	27.2	29.0	31.5	40.8	51.1	131.4	136.3
세전이익	1,479.6	676.0	520.3	-233.1	928.5	1,559.4	2,025.4	1,807.7	2,442.7	6,323.9	11,144.7
당기순이익	1,102.1	537.0	495.5	-118.3	649.1	1,247.5	1,620.3	1,446.2	2,013.3	4,960.7	8,688.3
영업이익률 (%)	20%	10%	7%	3%	11%	19%	23%	19%	10%	18%	27%
DRAM	35%	27%	22%	17%	22%	30%	31%	28%	25%	28%	35%
NAND	-46%	-53%	-49%	-48%	-22%	-12%	1%	-4%	-49%	-8%	8%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 SK하이닉스 실적 추정치 변경

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	2Q20E	2020E	2021E	2Q20E	2020E	2021E	2Q20E	2020E	2021E
매출액	8,384.4	33,473.9	41,157.1	8,163.6	32,863.8	42,318	3%	2%	-3%
DRAM	6,071.2	24,004.0	28,741.6	5,866.0	23,750.9	30,349	3%	1%	-5%
NAND	2,022.8	8,259.9	11,084.5	2,007.2	7,902.9	10,637	1%	5%	4%
영업이익	1,593.7	6,151.5	11,081.0	1,372.9	5,464.0	10,141	16%	13%	9%
DRAM	1,799.4	6,709.9	10,078.4	1,594.2	6,663.8	9,727	13%	1%	4%
NAND	-234.7	-686.8	869.5	-250.3	-1,328.3	281	nm	nm	209%
Others	29.0	128.5	133.1	29.0	128.5	133	0%	0%	0%
세전이익	1,559.4	6,321.0	11,141.6	1,465.6	5,628.6	10,384	6%	12%	7%
순이익	1,247.5	4,958.4	8,685.8	1,172.5	4,406.4	8,096	6%	13%	7%
영업이익률	19%	18%	27%	17%	17%	24%			
DRAM	30%	28%	35%	27%	28%	32%			
NAND	-12%	-8%	8%	-12%	-17%	3%			

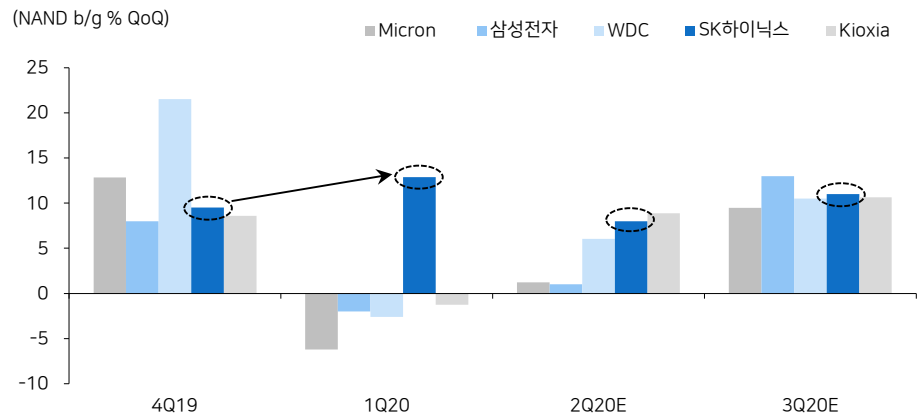
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 SK하이닉스 생산 추정 가정

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	7,352	8,340	10,295	11,160	10,713	10,713	11,356	11,810	37,146	44,593	51,897
	% QoQ	-8%	13%	23%	8%	-4%	0%	6%	4%			
	% YoY	10%	7%	26%	40%	46%	28%	10%	6%	21%	20%	16%
	NAND	52,288	73,203	72,837	79,757	90,045	97,249	107,946	109,026	278,085	404,266	557,897
	% QoQ	-6%	40%	-1%	10%	13%	8%	11%	1%			
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.65	0.50	0.42	0.40	0.41	0.46	0.46	0.45	0.48	0.45	0.48
	% QoQ	-27%	-24%	-16%	-5%	3%	13%	0%	-4%			
	% YoY	-32%	-50%	-58%	-55%	-37%	-7%	10%	11%	-50%	-6%	6%
	NAND	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
	% QoQ	-32%	-25%	4%	-1%	7%	5%	2%	-2%			
	% YoY	-56%	-64%	-58%	-47%	-18%	15%	13%	12%	-56%	6%	1%

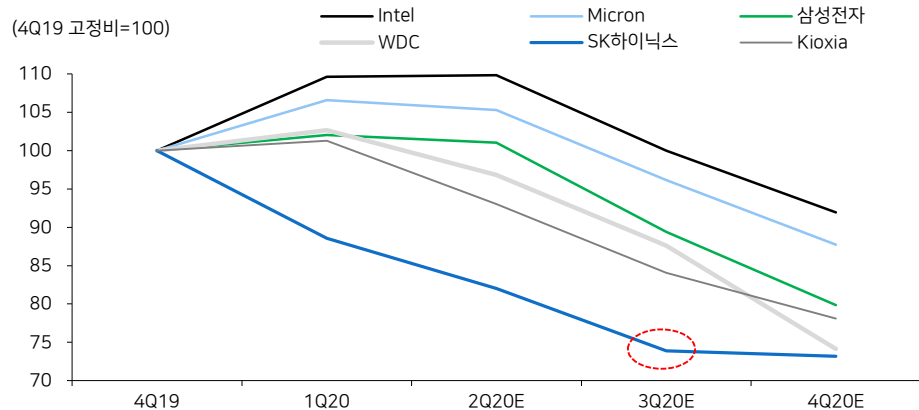
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q20부터 SSD 위주 견조한 출하 증가 시현 중



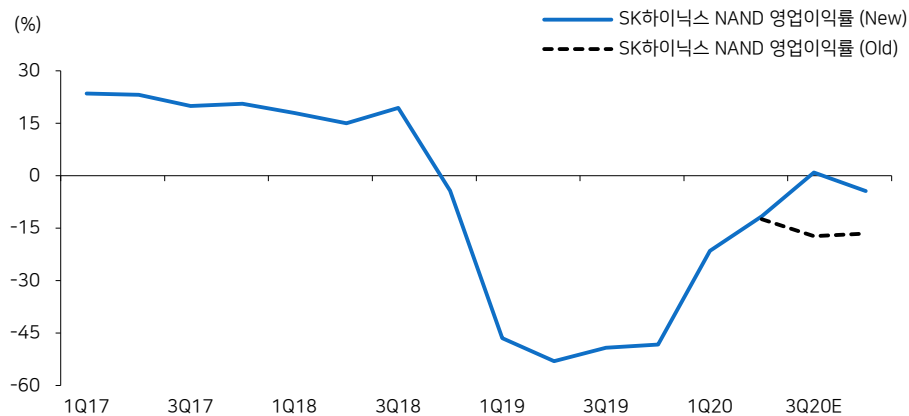
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK하이닉스 - 강력한 출하 증가를 바탕으로 고정비 분배 영업레버리지 효과 발생



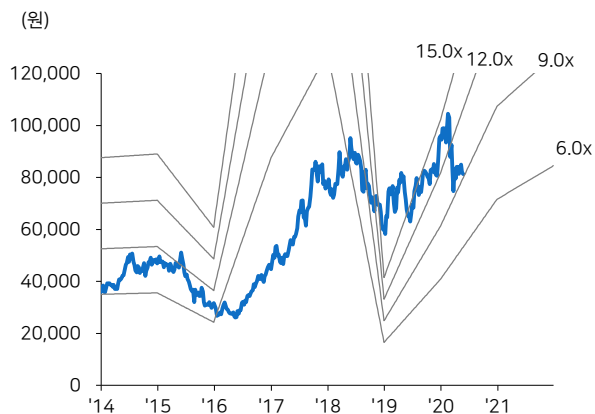
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 SK하이닉스 - 19년 대폭 NAND 영업손실에서 3Q20 턴어라운드 조기도달



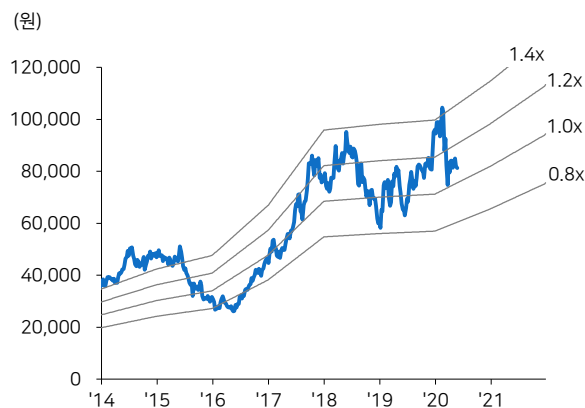
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 SK하이닉스 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 SK하이닉스 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 SK하이닉스 적정주가

(원)	2020E
BVPS	71,237
적정배수 (배) *	1.55
적정가치	110,418
적정주가	110,000
현재주가	81,500
상승여력 (%)	35.0%

참고: * 적정배수는 업황 회복기 14-15년 평균 PBR 배수

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	40,445.1	26,990.7	33,473.9	41,157.1	49,681.1
매출액증가율 (%)	34.3	-33.3	24.0	23.0	20.7
매출원가	15,180.8	18,825.3	20,669.7	21,874.6	26,480.3
매출총이익	25,264.2	8,165.5	12,804.2	19,282.5	23,200.8
판매비와관리비	4,420.5	5,452.7	6,652.7	8,201.5	9,903.3
영업이익	20,843.8	2,712.7	6,151.5	11,081.0	13,297.5
영업이익률 (%)	51.5	10.1	18.4	26.9	26.8
금융수익	549.8	-267.2	143.5	29.0	-173.8
종속/관계기업관련손익	13.0	22.6	31.6	31.6	31.6
기타영업외손익	562.8	-244.6	169.4	60.6	-142.2
세전계속사업이익	21,341.0	2,442.7	6,321.0	11,141.6	13,155.3
법인세비용	5,801.1	426.3	1,358.0	2,451.2	2,894.2
당기순이익	15,540.0	2,016.4	4,963.0	8,690.5	10,261.2
지배주주지분 손익	15,540.1	2,013.3	4,958.4	8,685.8	10,256.5

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	19,894.2	14,457.6	20,026.0	26,677.0	35,901.4
현금및현금성자산	2,349.3	2,306.1	5,576.0	9,043.2	15,978.7
매출채권	6,320.0	4,261.7	4,966.8	5,459.9	5,472.0
재고자산	4,422.7	5,295.8	5,793.4	7,535.0	8,931.7
비유동자산	43,764.2	50,331.9	51,229.7	51,979.2	51,498.6
유형자산	34,952.6	39,949.9	39,952.5	41,452.5	42,752.5
무형자산	2,678.8	2,571.1	2,261.6	1,927.2	1,596.9
투자자산	562.2	768.8	982.1	1,151.0	1,319.9
자산총계	63,658.3	64,789.5	71,255.7	78,656.2	87,400.0
유동부채	13,031.9	7,874.0	9,428.5	12,223.9	12,777.0
매입채무	1,096.4	1,042.5	1,337.3	1,739.4	2,061.8
단기차입금	585.8	1,168.4	1,371.7	1,371.7	1,371.7
유동성장기부채	1,028.5	1,569.4	2,013.2	2,118.4	2,011.1
비유동부채	3,774.2	8,972.3	9,949.5	6,780.9	5,850.1
사채	1,510.2	2,759.1	3,576.1	1,503.0	1,510.4
장기차입금	2,161.6	5,052.9	5,152.9	4,004.8	3,024.4
부채총계	16,806.0	16,846.3	19,378.0	19,004.8	18,627.0
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	-482.8	-298.9	43.8	43.8	43.8
이익잉여금	42,033.6	42,930.7	46,520.2	54,293.9	63,415.4
비지배주주지분	6.6	14.8	16.7	16.7	16.7
자본총계	46,852.3	47,943.2	51,877.7	59,651.4	68,772.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	22,227.2	6,483.2	13,554.5	20,113.3	21,768.7
당기순이익(손실)	15,540.0	2,016.4	4,963.0	8,690.5	10,261.2
유형자산감가상각비	5,904.2	7,758.2	8,800.0	9,500.0	9,700.0
무형자산상각비	524.1	795.2	936.4	945.5	941.4
운전자본의 증감	-1,996.9	270.1	-1,369.7	-1,419.0	-754.8
투자활동 현금흐름	-21,428.8	-10,450.9	-10,723.5	-12,613.3	-12,613.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-16,036.2	-13,920.2	-8,900.0	-11,000.0	-11,000.0
투자자산의 감소(증가)	-233.8	-177.6	-137.3	-137.3	-137.3
재무활동 현금흐름	-1,395.3	3,903.2	431.6	-4,032.7	-2,220.0
차입금증감	1,047.2	5,248.5	1,169.8	-3,116.0	-1,080.3
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-600.7	-43.3	3,269.9	3,467.3	6,935.4
기초현금	2,950.0	2,349.3	2,306.1	5,576.0	9,043.2
기말현금	2,349.3	2,306.1	5,576.0	9,043.2	15,978.7

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	55,556	37,075	45,980	56,534	68,243
EPS(지배주주)	22,719	2,765	6,811	11,931	14,089
CFPS	-825	-59	4,492	4,763	9,527
EBITDAPS	37,462	15,475	21,824	29,569	32,883
BPS	64,348	65,836	71,237	81,916	94,445
DPS	1,500	1,000	1,340	1,666	1,787
배당수익률(%)	1.8	1.2	1.6	2.0	2.2
Valuation(Multiple)					
PER	3.6	29.5	12.0	6.8	5.8
PCR	-98.8	-1,371.8	18.1	17.1	8.6
PSR	1.5	2.2	1.8	1.4	1.2
PBR	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EBITDA	27,272.1	11,266.1	15,887.9	21,526.5	23,938.9
EV/EBITDA	2.0	5.5	4.5	3.0	2.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	33.2	4.2	9.9	15.6	16.0
EBITDA 이익률	67.5	10.4	36.5	46.4	45.1
부채비율	35.9	35.1	37.4	31.9	27.1
금융비용부담률	0.1	0.8	0.9	0.7	0.5
이자보상배율(x)	220.2	11.4	19.8	39.7	60.7
매출채권회전율(x)	6.8	5.1	7.3	7.9	9.1
재고자산회전율(x)	4.3	3.9	3.7	3.3	3.2

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	78.9%
중립	21.1%
매도	0.0%

2020년 3월 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)	
2018.07.23	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	-22.3	-7.9	
2020.04.24	기업브리프	Buy	110,000	김선우	-	-	