

SK하이닉스(000660)

악재의 50% 이상, 주가에 반영

8/21 금요일, SK하이닉스 주가는 전일 대비 3.76% 반등

금요일 주가 반등은 기술적 반등으로 판단된다. (1) 8/11부터 7영업일 연속 하락했었다. (2) 수~목요일의 Forward PBR이 0.9배를 기록해 3월 급락장 수준까지 하락했었다.

주요 지표의 현주소는? PC DRAM 현물가격은 사상 최저 수준

메모리 반도체 현물가격은 방향성을 예단하기 어렵다. 주가처럼 PBR 밸류에이션이나 시총비중 등 가늠할 수 있는 보조 지표가 없기 때문이다. PC DRAM 현물 중에서 시계열이 긴 <DDR3 4Gb 256Mx16 1600/1866Mbps의 가격은 1.371달러이다. 2016년과 2019년의 최저수준보다도 낮다. 2016년이나 2019년에 PC DRAM 현물가격이 바닥에서 반등했던 원인은 <DRAM 업황의 수급 개선>이 아니라 <현물가격이 지나치게 하락해 추가적인 가격 인하를 감내하기 어려운 수준까지 내려갔었기> 때문이다. 최근에 화웨이 제재조치 강화와 데이터센터 수요 부진을 계기로 PC DRAM 현물가격이 급락한 것은 역설적으로 반등을 기대할 수 있다는 점에서 긍정적이다.

바이사이드 눈높이 대비 실적 추정치 컨센서스 높아 부담

동종업종에서 DRAM 공급사 난야테크의 7월 매출 (-7.7% M/M) 발표와 마이크론의 FQ1 (9~11월) 매출 톤다운 (컨센서스는 58.2억 달러이고 기업 측 예상치는 이보다 낮은 54~56억 달러) 이후 SK하이닉스의 FQ3 (7~9월) 영업이익에 대한 눈높이는 1조 원 중반에서 1조 원 초반으로 내려갔다. 하나금융투자 추정치는 1.2조 원이다. 최근 1개월 동안 시장 컨센서스는 1.8조 원에서 1.5조 원으로 하향 조정됐다. 그러나 눈높이 대비 여전히 높다.

주머니에서 꺼낼 수 있는 최선의 투자포인트는 <악재 반영>

SK하이닉스의 실적 추정은 복잡하지 않다. 그러나 주가 추정은 부담스럽다. <악재가 모두 반영되었을 때> SK하이닉스 주가가 거의 모두의 예상을 뒤엎고 반등했던 적이 있기 때문이다. 업황지표의 개선이 전무하던 2019년 1~3월의 주가 반등은 애널리스트 입장에서 당황스러운 주가 흐름이었다. 최선을 다해 주가를 예상한다면, [2020/8/14 발간자료](#)에 언급했던, 연내 반등의 3가지 조건 (①미국 대선 전후의 미중 무역갈등 바닥 통과, ②DRAM 현물가격 하락 중단, ③SK하이닉스 하반기 실적 컨센서스 하향 조정 완료) 중에서 절반은 충족됐다. 화웨이 제재조치가 확대됐고 (즉, 악재가 마침내 발생했고), DRAM 현물가격이 역사적 최하단 수준까지 하락했다. 악재 반영이 주가 반등의 최상위 조건이라 생각하는 투자자들이라면 SK하이닉스를 채워도 부담 없을 것으로 전망된다. 동종업종의 마이크론 주가가 \$42.66로 5년 PBR 밴드에서 1.2배 (40달러 초반)까지 하락한 것도 긍정적이다.

Update

BUY

| TP(12M): 100,000원 | CP(8월 21일): 74,500원

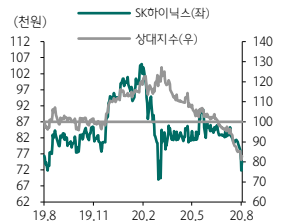
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,304.59
52주 최고/최저(원)	105,000/69,000
시가총액(십억원)	54,236.2
시가총액비중(%)	4.50
발행주식수(천주)	728,002.4
60일 평균 거래량(천주)	3,932.4
60일 평균 거래대금(십억원)	327.8
20년 배당금(예상, 원)	1,000
20년 배당수익률(예상, %)	1.34
외국인지분율(%)	47.23
주요주주 지분율(%)	
SK텔레콤 외 2인	20.07
국민연금공단	11.30
추가상승률	1M 6M 12M
절대	(11.4) (27.7) (1.7)
상대	(14.3) (32.1) (16.2)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	31,759.1	37,906.1
영업이익(십억원)	5,711.0	10,147.8
순이익(십억원)	4,187.6	7,526.7
EPS(원)	5,691	10,323
BPS(원)	75,069	84,477

Stock Price



Financial Data

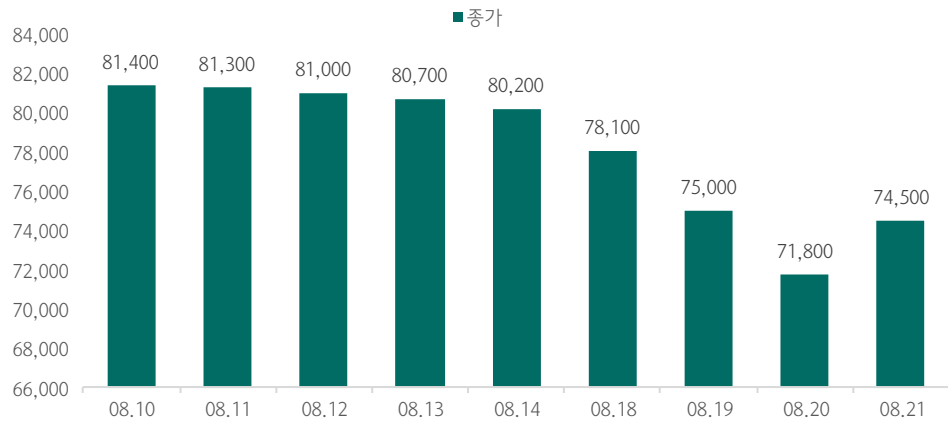
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	40,445.1	26,990.7	30,567.7	35,695.2	39,826.3
영업이익	십억원	20,843.8	2,712.7	4,945.2	9,738.7	13,190.8
세전이익	십억원	21,341.0	2,442.7	4,475.4	8,826.3	12,172.8
순이익	십억원	15,540.1	2,013.3	3,244.1	6,460.0	8,909.3
EPS	원	21,346	2,765	4,456	8,874	12,238
증감률	%	46.0	(87.0)	61.2	99.1	37.9
PER	배	2.83	34.03	16.72	8.40	6.09
PBR	배	0.89	1.36	1.03	0.93	0.82
EV/EBITDA	배	1.50	6.77	4.52	3.18	2.45
ROE	%	38.53	4.25	6.62	12.18	14.93
BPS	원	67,794	69,281	72,323	80,257	90,616
DPS	원	1,500	1,000	1,000	2,000	2,800



Semiconductor Analyst
김경민, CFA
dairekm.kim@hanafn.com

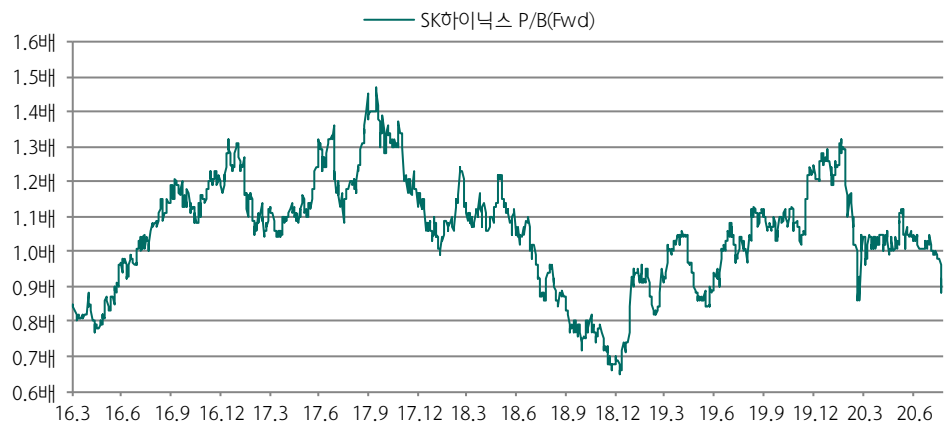
Semiconductor RA
김주연
kim_juyeon@hanafn.com

그림 1. 8월 11일부터 7영업일 연속 하락 이후 8월 21일 반등



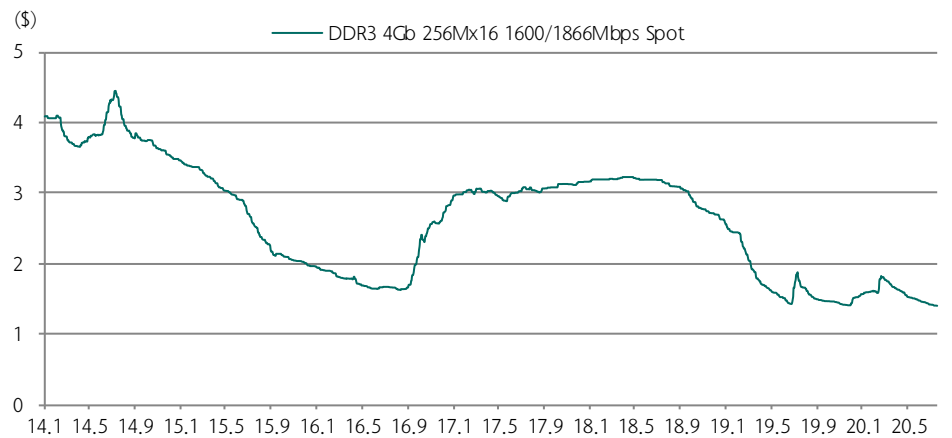
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 2. 12개월 Forward PBR이 0.9배 기록해 3월 급락장 수준까지 하락



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 3. 주요 지표의 현주소 중에 PC DRAM 현물가격은 사상 최저 수준



자료: 하나금융투자

그림 4. 주요 지표의 현주소 중에 현물가격은 하락폭 완화되거나 일부 반등

DRAM Spot Price <small>MORE</small> Last Update: Aug.21 2020 18:10 (GMT+8) <Price Notice>							
Early notice was announced at 17:50. (20 minutes in advance)							
Item	Daily High	Daily Low	Session High	Session Low	Session Average	Session Change	History
DDR4 8G (1G*8) 2400 Mbps	3.15	2.44	3.15	2.44	2.537	0.00 %	
DDR4 4G (512M*8) 2400 Mbps	1.80	1.65	1.80	1.66	1.733	-0.23 %	
DDR3 4Gb 512Mx8 600/1866Mbps	1.55	1.27	1.55	1.27	1.368	-0.44 %	
DDR3 4Gb 512Mx8 eTT	1.15	1.08	1.15	1.08	1.115	0.00 %	
DDR3 4Gb 256Mx16 600/1866Mbps	1.55	1.26	1.55	1.26	1.371	0.81 %	
DDR3 2Gb 256Mx8 600/1866Mbps	1.05	0.94	1.05	0.94	0.990	0.00 %	

Flash Spot Price <small>MORE</small> Last Update: Aug.21 2020 18:10 (GMT+8) <Price Notice>							
Early notice was announced at 17:50. (20 minutes in advance)							
Item	Daily High	Daily Low	Session High	Session Low	Session Average	Session Change	History
SLC 2Gb 256MBx8	1.40	0.77	1.40	0.77	0.974	0.00 %	
SLC 1Gb 128MBx8	1.80	0.55	1.80	0.55	0.962	0.31 %	
MLC 64Gb 8GBx8	3.85	2.00	3.85	2.00	2.527	0.00 %	
MLC 32Gb 4GBx8	3.40	1.83	3.40	1.83	2.131	0.28 %	
3D TLC 256Gb	3.10	2.95	3.10	2.95	2.980	0.00 %	

자료: 하나금융투자

그림 5. 3Q20 영업이익 컨센서스는 하향 조정됐지만 바이사이드 눈높이 (1조 원 초반) 대비 높음

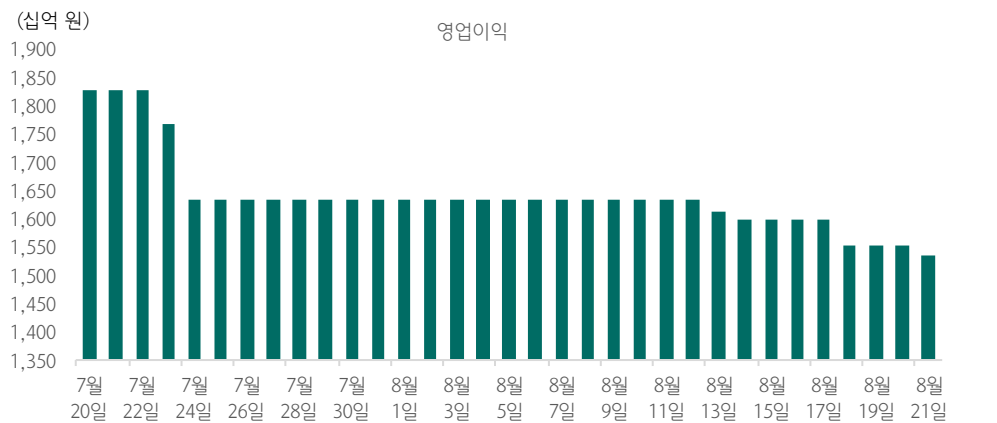
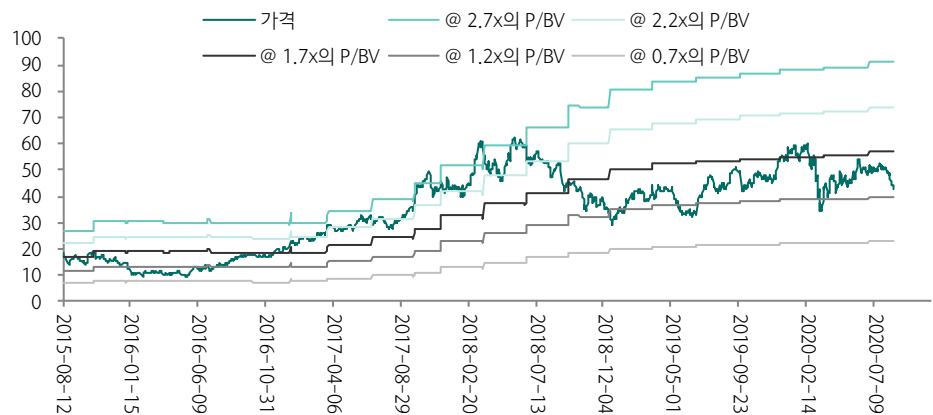


표 1. SK하이닉스 주가의 연내 반등 조건 점검

8/14 발간자료에서 제시한 반등 조건	이후 발생한 이벤트	주가 반영	비고
미국 대선 전후의 미중 무역갈등 바닥 통과	화웨이 제재조치 확대	악재 반영	미중 갈등 추이 지켜봐야
DRAM 현물가격 하락 중단	DRAM 현물가격, 최하단 수준까지 하락	악재 반영	주가에 긍정적
하반기 실적 컨센서스 하향 조정 완료	눈높이 대비 컨센서스 아직 높음	미반영	추가적 하향 조정 필요

자료: 하나금융투자

그림 6. 동종업종의 마이크론 주가가 5년 PBR 밴드에서 1.2배 (40달러 초반)까지 하락한 것도 긍정적



자료: 하나금융투자

표 2. SK하이닉스의 실적 추정과 주요 가점

(단위: 십억 원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
DRAM												
Q: 1Gb eq./백만대	10,906	11,124	10,790	10,574	10,997	12,097	13,911	15,024	37,916	43,394	52,030	59,370
비트그로스	-4%	+2%	-3%	-2%	+4%	+10%	+15%	+8%	+22%	+14%	+20%	+14%
P: 가격	0.40	0.46	0.42	0.39	0.39	0.40	0.41	0.40	0.49	0.42	0.40	0.38
QoQ%, YoY%	+3%	+15%	-10%	-7%	+0%	+3%	+3%	-3%	-48%	-14%	-4%	-5%
NAND												
Q: 8Gb eq./백만대	12,601	13,206	14,130	14,130	14,554	18,120	19,842	21,726	38,970	54,068	74,242	95,268
비트그로스	+12%	+5%	+7%	+0%	+3%	+25%	+10%	+10%	+53%	+39%	+37%	+28%
P: 가격	0.12	0.13	0.12	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.12	0.12	0.11	0.10
QoQ%, YoY%	+7%	+8%	-5%	-7%	-3%	-2%	-1%	+6%	-57%	+3%	-9%	-5%
매출												
전사	7,199.0	8,606.7	7,690.4	7,071.7	7,271.0	8,380.3	9,651.0	10,392.9	26,990.8	30,567.8	35,695.2	39,826.3
DRAM	5,249.0	6,300.6	5,388.6	4,911.2	5,107.6	5,787.0	6,854.7	7,180.9	20,932.0	21,849.4	24,930.2	26,895.0
NAND	1,807.0	2,089.1	2,080.4	1,934.8	1,933.0	2,358.5	2,556.7	2,967.6	5,302.0	7,911.3	9,815.9	11,904.0
영업이익												
전사	800.3	1,947.0	1,224.8	972.4	1,133.9	1,959.5	3,043.1	3,602.2	2,712.7	4,944.5	9,738.7	13,190.8
DRAM	1,154.8	2,205.2	1,454.9	1,080.5	1,225.8	1,765.0	2,707.6	3,016.0	5,998.8	5,895.4	8,714.4	10,462.8
NAND 및 기타	-354.5	-258.2	-230.2	-108.0	-91.9	194.5	335.6	586.2	-3,285.3	-950.9	1,024.3	2,728.0
영업이익률%												
전사	11%	23%	16%	14%	16%	23%	32%	35%	10%	16%	27%	33%
DRAM	22%	35%	27%	22%	24%	31%	40%	42%	29%	27%	35%	39%
NAND 및 기타	-18%	-11%	-10%	-5%	-4%	8%	12%	18%	-54%	-11%	10%	21%
순이익												
전사	649.1	1,264.0	752.5	579.4	693.9	1,277.4	2,046.7	2,442.0	2,016.4	3,245.0	6,460.0	8,909.3
순이익률%	9%	15%	10%	8%	10%	15%	21%	23%	7%	11%	18%	22%

자료: SK하이닉스, 하나금융투자

그림 7. SK하이닉스의 시가총액 및 주가 추이와 월별 이벤트



자료: WISEfn, 하나금융투자

추정 재무제표

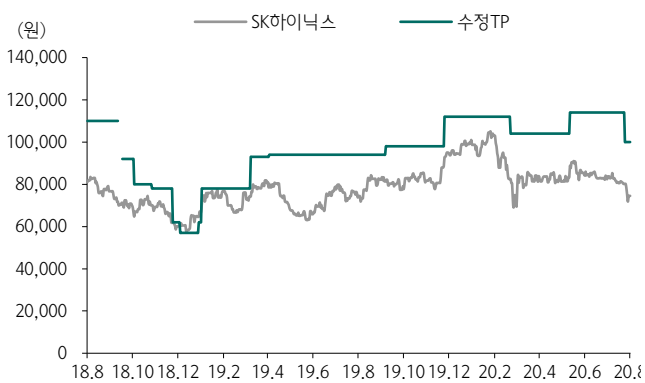
손익계산서		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
매출액	40,445.1	26,990.7	30,567.7	35,695.2	39,826.3	
매출원가	15,180.8	18,825.3	20,840.9	21,137.6	21,258.9	
매출총이익	25,264.3	8,165.4	9,726.8	14,557.6	18,567.4	
판관비	4,420.5	5,452.7	4,781.7	4,818.8	5,376.6	
영업이익	20,843.8	2,712.7	4,945.2	9,738.7	13,190.8	
금융손익	549.8	(267.2)	(240.1)	(270.6)	(232.3)	
총속/관계기업손익	13.0	22.6	7.9	0.0	0.0	
기타영업외손익	(65.5)	(25.4)	(237.6)	(641.9)	(785.8)	
세전이익	21,341.0	2,442.7	4,475.4	8,826.3	12,172.8	
법인세	5,801.0	426.3	1,230.4	2,366.3	3,263.5	
계속사업이익	15,540.0	2,016.4	3,245.0	6,460.0	8,909.3	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	15,540.0	2,016.4	3,245.0	6,460.0	8,909.3	
비지배주주지분	(0.1)	3.1	0.9	0.0	0.0	
지배주주순이익	15,540.1	2,013.3	3,244.1	6,460.0	8,909.3	
지배주주지분포괄이익	15,471.8	2,107.0	3,582.2	6,456.5	8,904.5	
NOPAT	15,177.9	2,239.3	3,585.6	7,127.8	9,654.4	
EBITDA	27,272.1	11,266.1	13,965.1	19,240.8	23,001.5	
성장성(%)						
매출액증가율	34.3	(33.3)	13.3	16.8	11.6	
NOPAT증가율	39.7	(85.2)	60.1	98.8	35.4	
EBITDA증가율	45.5	(58.7)	24.0	37.8	19.5	
영업이익증가율	51.9	(87.0)	82.3	96.9	35.4	
(지배주주)순이익증가율	46.0	(87.0)	61.1	99.1	37.9	
EPS증가율	46.0	(87.0)	61.2	99.1	37.9	
수익성(%)						
매출총이익률	62.5	30.3	31.8	40.8	46.6	
EBITDA이익률	67.4	41.7	45.7	53.9	57.8	
영업이익률	51.5	10.1	16.2	27.3	33.1	
계속사업이익률	38.4	7.5	10.6	18.1	22.4	
투자지표						
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
주당지표(원)						
EPS	21,346	2,765	4,456	8,874	12,238	
BPS	67,794	69,281	72,323	80,257	90,616	
CFPS	38,217	15,868	18,923	25,549	30,517	
EBITDAPS	37,462	15,475	19,183	26,430	31,595	
SPS	55,556	37,075	41,988	49,032	54,706	
DPS	1,500	1,000	1,000	2,000	2,800	
주가지표(배)						
PER	2.8	34.0	16.7	8.4	6.1	
PBR	0.9	1.4	1.0	0.9	0.8	
PCFR	1.6	5.9	3.9	2.9	2.4	
EV/EBITDA	1.5	6.8	4.5	3.2	2.4	
PSR	1.1	2.5	1.8	1.5	1.4	
재무비율(%)						
ROE	38.5	4.2	6.6	12.2	14.9	
ROA	28.5	3.1	4.8	9.0	11.4	
ROIC	41.1	4.8	7.0	13.1	16.8	
부채비율	35.9	35.1	38.1	31.9	29.3	
순부채비율	(6.6)	16.1	17.7	12.4	3.3	
이자보상배율(배)	220.3	11.4	16.4	32.6	48.1	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
유동자산	19,894.1	14,457.6	15,399.5	16,901.6	23,150.1	
금융자산	8,374.2	4,001.6	4,737.2	4,579.6	9,490.8	
현금성자산	2,349.3	2,306.1	2,210.0	2,000.2	6,869.3	
매출채권 등	6,333.6	4,278.4	4,367.7	5,100.3	5,690.6	
재고자산	4,422.7	5,295.8	5,406.4	6,313.3	7,044.0	
기타유동자산	763.6	881.8	888.2	908.4	924.7	
비유동자산	43,764.2	50,331.9	53,850.6	56,894.4	58,907.7	
투자자산	4,916.2	5,186.8	5,538.7	5,676.4	5,787.4	
금융자산	28.4	35.6	36.3	42.4	47.3	
유형자산	34,952.6	39,949.9	43,624.5	47,044.2	49,331.9	
무형자산	2,678.8	2,571.0	2,054.6	1,540.8	1,155.6	
기타비유동자산	1,216.6	2,624.2	2,632.8	2,633.0	2,632.8	
자산총계	63,658.3	64,789.5	69,250.1	73,796.0	82,057.8	
유동부채	13,031.9	7,874.0	8,986.7	7,726.5	8,422.8	
금융부채	1,614.3	2,943.0	3,705.7	1,616.4	1,644.7	
매입채무 등	6,708.6	4,728.6	4,827.4	5,637.1	6,289.5	
기타유동부채	4,709.0	202.4	453.6	473.0	488.6	
비유동부채	3,774.2	8,972.3	10,103.8	10,133.8	10,158.0	
금융부채	3,667.6	8,796.9	9,924.7	9,924.7	9,924.7	
기타비유동부채	106.6	175.4	179.1	209.1	233.3	
부채총계	16,806.0	16,846.3	19,090.4	17,860.3	18,580.8	
지배주주지분	46,845.7	47,928.4	50,143.0	55,919.0	63,460.3	
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	
자본조정	(2,506.5)	(2,504.7)	(2,504.3)	(2,504.3)	(2,504.3)	
기타포괄이익누계액	(482.8)	(298.9)	43.8	43.8	43.8	
이익잉여금	42,033.6	42,930.7	44,802.1	50,578.1	58,119.4	
비지배주주지분	6.6	14.8	16.7	16.7	16.7	
자본총계	46,852.3	47,943.2	50,159.7	55,935.7	63,477.0	
금융부채	(3,092.2)	7,738.3	8,893.2	6,961.5	2,078.6	
현금흐름표						
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	22,227.2	6,483.2	12,222.0	15,161.4	18,074.9	
당기순이익	15,540.0	2,016.4	3,245.0	6,460.0	8,909.3	
조정	8,684.1	4,196.7	9,267.4	9,502.0	9,810.6	
감가상각비	6,428.3	8,553.4	9,019.9	9,502.0	9,810.6	
외환거래손익	55.1	(21.7)	(36.7)	0.0	0.0	
지분법손익	(13.0)	(22.6)	(7.9)	0.0	0.0	
기타	2,213.7	(4,312.4)	292.1	0.0	0.0	
영업활동 자산부채 변동	(1,996.9)	270.1	(290.4)	(800.6)	(645.0)	
투자활동 현금흐름	(21,428.7)	(10,450.9)	(13,056.2)	(12,598.0)	(11,866.1)	
투자자산감소(증가)	(4,501.7)	(270.6)	(351.9)	(137.7)	(111.0)	
유형자산감소(증가)	(15,904.4)	(13,866.4)	(12,090.5)	(12,408.0)	(11,713.0)	
기타	(1,022.6)	3,686.1	(613.8)	(52.3)	(42.1)	
재무활동 현금흐름	(1,395.3)	3,903.2	731.0	(2,773.3)	(1,339.7)	
금융부채증가(감소)	1,110.7	6,457.9	1,890.5	(2,089.3)	28.3	
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(1,800.0)	(1,528.7)	(475.5)	0.0	0.0	
배당지급	(706.0)	(1,026.0)	(684.0)	(684.0)	(1,368.0)	
현금의 증감	(600.7)	(43.2)	(96.0)	(209.9)	4,869.2	
Unlevered CFO	27,821.9	11,552.2	13,775.9	18,599.7	22,216.5	
Free Cash Flow	6,191.1	(7,437.1)	115.1	2,753.4	6,361.9	

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK하이닉스



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.17	BUY	100,000		
20.6.4	BUY	114,000	-26.20%	-20.18%
20.3.16	BUY	104,000	-21.47%	-17.50%
19.12.18	BUY	112,000	-14.04%	-6.25%
19.9.30	BUY	98,000	-16.54%	-9.59%
19.4.26	BUY	94,000	-21.41%	-10.32%
19.4.1	BUY	93,000	-15.03%	-12.04%
19.1.25	Neutral	78,000	-6.96%	-0.77%
19.1.21	Neutral	62,000	7.74%	8.06%
18.12.27	Neutral	57,000	8.89%	14.56%
18.12.17	Neutral	62,000	-2.53%	0.32%
18.11.19	BUY	78,000	-12.62%	-7.82%
18.10.26	BUY	80,000	-11.95%	-6.88%
18.10.10	BUY	92,000	-24.17%	-21.30%

투자등급 관련사항 및 투자이견 비율공시

- 투자이견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.2%	7.8%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 08월 24일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민, CFA)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 08월 24일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민, CFA)는 2020년 08월 24일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.