

SK하이닉스(000660)

모바일, PC 디램 수요 회복 확인. 서버디램만 남았다

2분기 서버디램 수요 부진으로 디램 bit growth 가이드언스 하회
낸드 수요는 가격하락에 따른 회복세 강해
Hyperscaler 설비투자 회복으로 하반기에는 서버디램 수요도 회복 전망

Facts : 2분기 낸드가격 하락폭 예상보다 커 영업이익 추정치 하회

2분기 영업이익은 6,376억원으로 컨센서스와 우리 추정치를 하회했다. 서버디램 수요부진으로 디램 bit growth가 소폭 낮았고 제품 믹스 악화로 낸드 ASP 하락폭이 25%로 당초 예상보다 컸기 때문이다. 디램 bit growth가 예상보다 낮았던 이유는 서버디램 수요가 부진했기 때문이다. 하지만 모바일과 PC디램 수요는 회복 중이다. 모바일디램은 스마트폰 수요의 부진에도 불구하고 가격하락에 따른 채용량 회복이 나타나고 있고, PC디램은 윈도우10 교체와 PC용 CPU 공급부족 해소로 PC수요가 회복되면서 같이 수요가 회복되고 있다. 하반기에도 수요회복세는 지속될 전망이다. 모바일과 PC디램 수요회복과 더불어 서버디램의 수요도 점진적으로 회복할 것이다.

Pros & cons : 2019년 디램 bit growth 하향

2019년 디램 bit growth 가이드언스를 서버디램의 수요부진을 반영해 당초 10% 중후반에서 10% 초중반으로 하향했다. 상반기 서버와 PC디램 수요가 전년대비 역성장을 하면서 2019년 연간 디램수요 증가율도 13%로 2018년 15%에서 다시 낮아질 전망이다. 2017년 디램 수요증가율은 22%였다. 하지만 수요증가율은 2019년 1분기를 저점으로 점차 회복되고 있고, 낮아진 수요증가율에 맞춰 공급조절을 계획하고 있어 디램 수급은 점차 개선되고 있다.

Action : 이제 고정가격 상승을 기다리자. 목표주가 100,000원 유지

디램 ASP는 3분기 -12%, 4분기 -5%로 4분기부터 하락폭이 크게 줄어들기 시작해 SK하이닉스의 실적도 3분기를 저점으로 개선될 것이다. 낸드 가격도 3분기부터 안정화되면서 적자폭 축소가 시작될 것이다. 지금까지 메모리 현물가격 반등이 주가상승을 이끌었다면 이제는 고정가격 회복이 주가상승의 모멘텀을 제공할 것이다. 2020년 연간 영업이익은 7.1조원으로 2019년 대비 153% 증가할 전망이다. 내년 메모리업체의 설비투자 규모도 다시 감소해 공급증가율은 낮게 유지되고 수급개선이 지속될 것이다. 메모리 사이클은 저점을 지났다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 100,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(7/25)	2,074
주가(7/25)	79,200
시가총액(십억원)	57,658
발행주식수(백만)	728
52주 최고/최저(원)	86,300/57,700
일평균거래대금(6개월, 백만원)	248,632
유동주식비율/외국인지분율(%)	73.5/51.4
주요주주(%)	SK텔레콤 외 2인 20.1
	국민연금공단 9.1

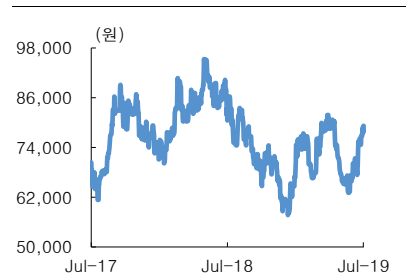
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	2.7	23.7	10.5
PBR(x)	0.9	1.1	1.1
ROE(%)	38.5	4.8	10.3
DY(%)	2.5	1.9	2.5
EV/EBITDA(x)	1.4	4.8	3.1
EPS(원)	22,255	3,344	7,524
BPS(원)	67,794	69,434	74,531

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	18.7	6.2	(1.6)
KOSPI 대비(%p)	21.0	10.9	7.1

주가추이

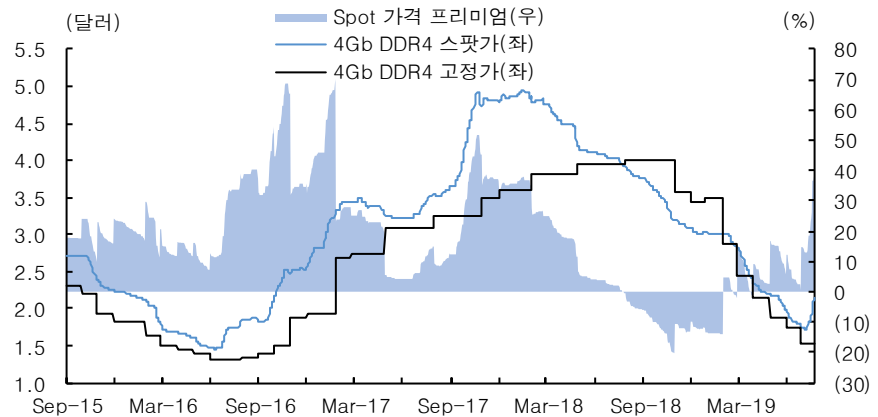


자료: FnGuide

유종우

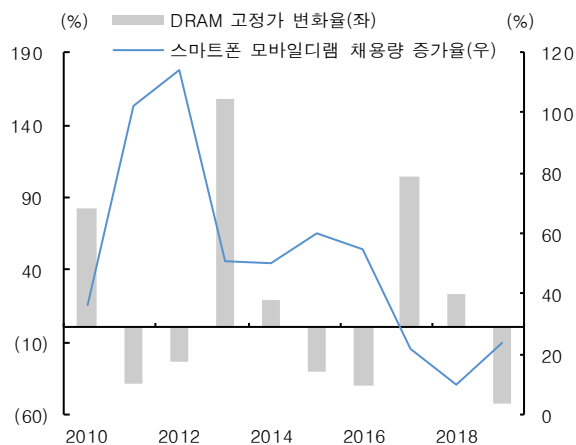
jongwoo.yoo@truefriend.com

[그림 1] 디램 현물가 vs. 고정가 추이



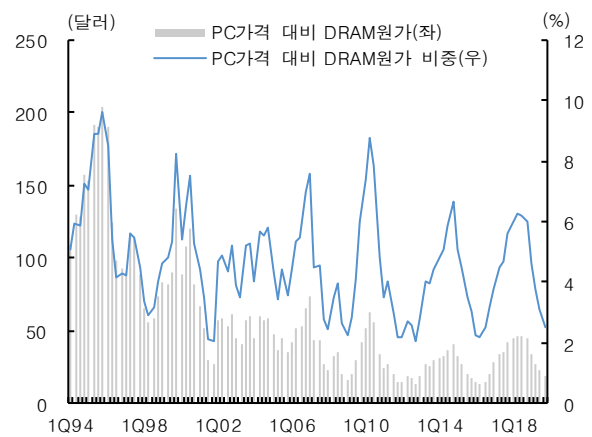
자료: DRAMeXchange, 한국투자증권

[그림 2] 연간 디램 고정가 변화율 vs. 스마트폰용 모바일디램 채용량 증가율



자료: Trendforce, 한국투자증권

[그림 3] PC가격 대비 PC디램 BOM 추이



자료: Gartner, 한국투자증권

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	10,370.5	11,416.8	9,938.1	6,772.7	6,452.2	(4.7)	(37.8)	6,429.2
영업이익	5,573.9	6,472.4	4,430.1	1,366.5	637.6	(53.3)	(88.6)	744.1
영업이익률(%)	53.7	56.7	44.6	20.2	9.9			11.6
세전이익	5,903.5	6,435.2	4,711.5	1,479.5	676.0	(54.3)	(88.5)	852.2
순이익	4,329.9	4,693.6	3,396.3	1,102.8	537.0	(51.3)	(87.6)	605.0

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 SK하이닉스 실적추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q19P			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	6,452	6,426	0.4	25,900	25,898	0.0
DRAM	4,968	4,946	0.4	20,063	20,147	(0.4)
NAND	1,290	1,261	2.3	5,164	5,053	2.2
영업이익	638	758	(15.8)	2,815	2,921	(3.7)
DRAM	1,504	1,398	7.6	5,999	5,423	10.6
NAND	(934)	(651)	(283)	(3,275)	(2,548)	(727)
영업이익률	9.9	11.8	(1.9)	10.9	11.3	(0.4)
DRAM	30.3	28.3	2.0	29.9	26.9	3.0
NAND	(72.4)	(51.6)	(20.8)	(63.4)	(50.4)	(13.0)
당기순이익	537	539	(0.3)	2,287	2,074	10.3
순이익률	8.3	8.4	(0.1)	8.8	8.0	0.8

주: IFRS 연결기준

자료: SK하이닉스, 한국투자증권

〈표 3〉 SK하이닉스 분기실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
매출액	6,773	6,452	6,171	6,504	6,047	6,742	8,875	9,969	40,445	25,900	31,634
DRAM	5,486	4,968	4,630	4,979	4,476	4,869	6,423	7,402	32,368	20,063	23,171
NAND	1,151	1,290	1,301	1,422	1,428	1,670	2,201	2,458	7,367	5,164	7,756
영업이익	1,366	638	289	521	469	814	2,363	3,483	20,843	2,815	7,129
DRAM	2,084	1,504	1,142	1,269	1,170	1,360	2,691	3,626	19,819	5,999	8,848
NAND	(722)	(934.0)	(877)	(742)	(694)	(557)	(353)	(153)	976	(3,275)	(1,757)
영업이익률	20.2	9.9	4.7	8.0	7.8	12.1	26.6	34.9	51.5	10.9	22.5
DRAM	38.0	30.3	24.7	25.5	26.1	27.9	41.9	49.0	61.2	29.9	38.2
NAND	(62.7)	(72.4)	(67.4)	(52.2)	(48.6)	(33.3)	(16.1)	(6.2)	13.2	(63.4)	(22.7)
당기순이익	1,103	537	239	408	328	579	1,711	2,528	15,540	2,287	5,146
순이익률	16.3	8.3	3.9	6.3	5.4	8.6	19.3	25.4	38.4	8.8	16.3
주요 가정											
DRAM 출하량(1Gb eq., 백만개)	7,608	8,596	9,301	10,585	9,829	10,436	11,680	12,161	31,915	36,090	44,107
출하량 변화율	(8.7)	13.0	8.2	13.8	(7.1)	6.2	11.9	4.1	20.3	13.1	22.2
DRAM ASP(달러)	0.64	0.49	0.43	0.41	0.41	0.43	0.50	0.55	0.92	0.48	0.48
ASP 변화율	(26.6)	(23.9)	(12.1)	(5.1)	1.2	4.3	15.7	10.7	19.7	(47.5)	(1.1)
NAND 출하량(8Gb eq., 백만개)	7,224	10,124	10,425	10,792	11,335	12,854	15,842	16,853	25,497	38,566	56,885
출하량 변화율	0.0	40.1	3.0	3.5	5.0	13.4	23.2	6.4	37.3	51.3	47.5
NAND ASP(달러)	0.14	0.11	0.11	0.11	0.11	0.12	0.13	0.13	0.26	0.12	0.12
ASP 변화율	(31.6)	(24.9)	2.0	6.0	0.0	5.0	5.0	5.0	(17.6)	(55.7)	6.7

주: 1. IFRS 연결기준, 2. 변화율 분기는 QoQ, 연간은 YoY 기준

자료: SK하이닉스, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

SK하이닉스는 PC, 서버 등 컴퓨팅 제품, 스마트폰, 태블릿 등 모바일 제품의 핵심 부품인 DRAM, NAND 및 MCP 등 메모리 반도체를 생산, 판매하는 종합 반도체 회사. 메모리 세계 2위 업체일 뿐만 아니라 제품 원가경쟁력 선두권으로 시장지배력을 확고히 하고 있음. SK하이닉스는 현재 이천, 청주의 국내 사업장을 비롯하여 중국 장쑤(江蘇)성 우시(無錫)시에 생산공장을 운영. 2000년 유동성 위기로 2001년 채권단 공동관리 하의 워크아웃에 들어갔으나, 조기 정상화를 통해 2005년 워크아웃을 졸업하고, 2012년 2월 SK텔레콤에 인수된 이후, 재무 안정성이 높아짐.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	17,310	19,894	15,252	20,527	23,275
현금성자산	2,950	2,349	1,813	2,214	3,480
매출채권및기타채권	5,588	6,334	3,885	4,745	5,220
재고자산	2,640	4,423	5,180	5,061	5,220
비유동자산	28,108	43,764	44,182	43,690	49,577
투자자산	414	4,916	3,148	2,021	3,963
유형자산	24,063	34,953	38,539	38,622	42,262
무형자산	2,247	2,679	1,715	2,095	2,305
자산총계	45,418	63,658	59,434	64,217	72,852
유동부채	8,116	13,032	7,652	8,709	7,788
매입채무및기타채무	4,864	6,709	4,296	5,247	5,772
단기차입금및단기사채	193	586	979	979	479
유동성장기부채	581	1,029	1,476	1,476	976
비유동부채	3,481	3,774	3,736	3,751	3,759
사채	1,317	1,506	1,506	1,506	1,506
장기차입금및금융부채	2,080	2,162	2,162	2,162	2,162
부채총계	11,598	16,806	11,388	12,460	11,547
지배주주지분	33,815	46,846	48,040	51,751	61,298
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,144	4,144	4,144	4,144
기타자본	(771)	(2,506)	(2,506)	(2,506)	(2,506)
이익잉여금	27,287	42,034	43,295	47,073	56,688
비지배주주지분	6	7	7	7	6
자본총계	33,821	46,852	48,046	51,757	61,305

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	14,691	22,227	7,103	15,062	21,279
당기순이익	10,642	15,540	2,287	5,146	11,667
유형자산감가상각비	4,619	5,904	8,282	8,785	9,228
무형자산상각비	407	524	365	446	490
자산부채변동	(3,190)	(1,997)	(4,052)	127	(657)
기타	2,213	2,256	221	558	551
투자활동현금흐름	(11,919)	(21,429)	(7,453)	(13,293)	(16,962)
유형자산투자	(9,128)	(16,036)	(12,000)	(9,000)	(13,000)
유형자산매각	245	132	132	132	132
투자자산순증	(2,234)	(579)	1,451	513	(2,554)
무형자산순증	(782)	(931)	598	(826)	(700)
기타	(20)	(4,015)	2,366	(4,112)	(840)
재무활동현금흐름	(352)	(1,395)	(185)	(1,368)	(3,052)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	72	1,047	841	0	(1,000)
배당금지급	(424)	(706)	(1,026)	(1,026)	(1,368)
기타	0	(1,736)	0	(342)	(684)
기타현금흐름	(83)	(4)	0	0	0
현금의증가	2,336	(601)	(536)	401	1,265

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

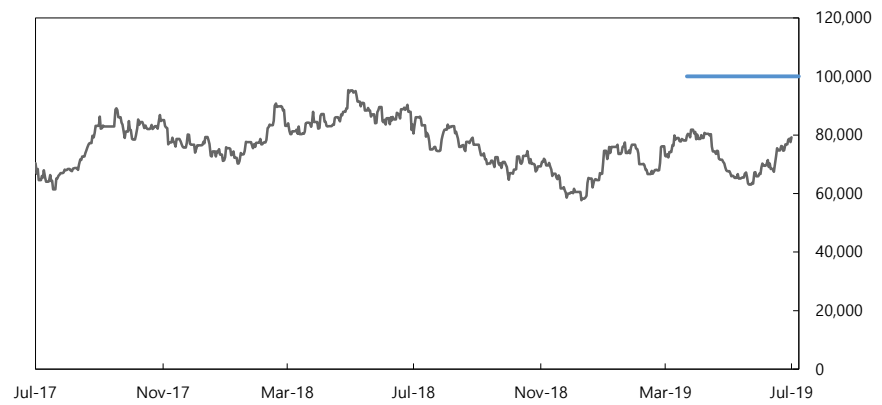
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	30,109	40,445	25,900	31,634	34,797
매출원가	12,702	15,181	17,767	19,161	14,963
매출총이익	17,408	25,264	8,133	12,473	19,834
판매관리비	3,686	4,420	5,318	5,344	3,803
영업이익	13,721	20,844	2,815	7,129	16,031
금융수익	996	1,692	1,681	1,688	1,712
이자수익	54	62	52	58	82
금융비용	1,250	1,142	1,162	1,170	1,160
이자비용	124	95	114	123	113
기타영업외손익	(41)	(66)	(42)	(51)	(56)
관계기업관련손익	12	13	(250)	(547)	(545)
세전계속사업이익	13,440	21,341	3,043	7,049	15,982
법인세비용	2,797	5,801	755	1,903	4,315
연결당기순이익	10,642	15,540	2,287	5,146	11,667
지배주주지분순이익	10,642	15,540	2,287	5,146	11,667
기타포괄이익	(422)	(67)	(67)	(67)	(67)
총포괄이익	10,220	15,473	2,220	5,079	11,599
지배주주지분포괄이익	10,221	15,472	2,220	5,079	11,600
EBITDA	18,748	27,272	11,461	16,360	25,750

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	15,073	22,255	3,344	7,524	17,057
BPS	47,510	67,794	69,434	74,531	87,646
DPS	1,000	1,500	1,500	2,000	3,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	75.1	34.3	(36.0)	22.1	10.0
영업이익증가율	318.7	51.9	(86.5)	153.3	124.9
순이익증가율	260.3	46.0	(85.3)	125.0	126.7
EPS증가율	260.3	47.6	(85.0)	125.0	126.7
EBITDA증가율	142.4	45.5	(58.0)	42.7	57.4
수익성(%)					
영업이익률	45.6	51.5	10.9	22.5	46.1
순이익률	35.3	38.4	8.8	16.3	33.5
EBITDA Margin	62.3	67.4	44.3	51.7	74.0
ROA	27.4	28.5	3.7	8.3	17.0
ROE	36.8	38.5	4.8	10.3	20.6
배당수익률	1.3	2.5	1.9	2.5	3.8
배당성향	6.6	6.6	44.9	26.6	17.6
안정성					
순차입금(십억원)	(4,386)	(3,092)	424	(4,000)	(7,057)
차입금/자본총계비율(%)	12.3	11.3	12.7	11.8	8.4
Valuation(X)					
PER	5.1	2.7	23.7	10.5	4.6
PBR	1.6	0.9	1.1	1.1	0.9
EV/EBITDA	2.7	1.4	4.8	3.1	1.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK하이닉스 (000660)	2017.07.09	중립	—	—	—
	2018.07.09	1년경과	—	—	—
	2019.04.15	매수	100,000원	—	—



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 7월 25일 현재 SK하이닉스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK하이닉스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.