

SK하이닉스(000660)

주가는 미리 빠졌으니 모멘텀 회복을 기다리자

3분기 영업이익 6.5조원으로 기대치 소폭 상회
 4분기 영업이익은 6.0조원으로 전분기 대비 9% 감소
 2019년 기준 PBR 0.8배로 충분히 싸지만 모멘텀 회복 기다려야

Facts : 3분기 고점으로 내년 2분기까지 감익

3분기 매출액은 11.4조원으로 우리 예상을 5% 하회했지만, 영업이익은 6.5조원으로 우리 예상을 3% 상회했다. 디램과 낸드 원가절감폭이 예상보다 컸고 낸드 가격 하락폭이 예상보다 작아 수익성이 우리 예상보다 좋았다. 하지만, 4분기부터 디램가격이 본격적으로 하락하고 낸드가격 하락폭도 확대되면서 내년 2분기까지는 이익이 감소할 전망이다. 메모리가격 하락에 대한 우려와 주식시장 불안요인으로 주가는 이미 2019년 추정BPS 기준 0.8배까지 하락해 사이클 저점 수준까지 낮아졌다. 하지만, 주가 상승을 위해서는 모멘텀 회복이 필요하다.

Pros & cons : 수요 불확실성 확대 vs. 설비투자 감소

3분기에도 디램가격은 1% 상승했다. 하지만, 디램가격은 4분기에 전분기 대비 7%, 1Q19에는 비수기 영향으로 10% 하락할 전망이다. PC 및 모바일디램 수요 부진이 지속되는 가운데 hyperscaler들의 서버디램 수요도 둔화되고 있어 디램수요 불확실성이 커지고 있다. 게다가 미국과 중국의 무역분쟁으로 인한 거시경제 불안요인도 전반적인 메모리 수요에 불확실성을 더하고 있다. 모바일디램의 경우 최근 스마트폰업체들이 수요전망 하향조정 움직임을 보이고 있어 수요 약세가 지속될 전망이다. 디램 구매업체들의 수요전망이 낮아지면서 공급업체들의 2019년 설비투자도 전년 대비 줄어들 전망이다. 설비투자 감소로 인한 공급조절이 나타나면 2019년 하반기부터 디램수급은 다시 안정화될 수 있을 전망이다.

Action : 아직은 좀 더 기다려보자

SK하이닉스 주가는 지난 5월 고점 이후 32% 하락했다. 이익 정점보다 대략 2분기 정도 빠르게 주가가 고점을 보였고 주가는 PBR 밸류에이션 기준으로는 충분히 낮아졌다. 하지만, 서버디램의 수요 불확실성이 커지고 가격하락폭도 시장예상보다 커지면서 당장 주가 반등을 기대하기는 어려운 상황이다. 가격하락으로 메모리수요 회복이 나타나기까지는 시간이 좀 더 필요하다. 공급업체들의 설비투자 축소로 공급증가율이 낮아지는 시기도 내년 하반기로 예상된다. 밸류에이션과 주가 상승을 위해서는 모멘텀 회복이 필요하다. 좀 더 기다려보자.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

종립(유지)

Stock Data

KOSPI(10/25)	2,063
주가(10/25)	64,700
시가총액(십억원)	47,102
발행주식수(백만)	728
52주 최고/최저가(원)	95,300/64,700
일평균거래대금(6개월, 백만원)	301,046
유동주식비율/외국인지분율(%)	73.9/48.4
주요주주(%)	SK텔레콤 외 3인 20.1
	국민연금 9.1

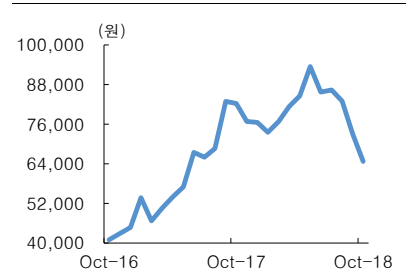
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	5.1	2.7	3.3
PBR(x)	1.6	1.0	0.8
ROE(%)	36.8	40.4	25.2
DY(%)	1.3	4.6	4.6
EV/EBITDA(x)	2.7	1.4	1.3
EPS(원)	15,073	23,603	19,608
BPS(원)	47,510	66,750	81,775

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(15.6)	(21.5)	(20.8)
KOSPI 대비(%p)	(3.9)	(5.7)	(3.6)

주가추이



자료: WISEfn

유종우

jongwoo.yoo@truefriend.com

〈표 1〉 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	8,100.1	9,027.6	8,719.7	10,370.5	11,416.8	10.1	40.9	11,800
영업이익	3,737.2	4,465.8	4,367.3	5,573.9	6,472.4	16.1	73.2	6,324
영업이익률	46.1	49.5	50.1	53.7	56.7	2.9	10.6	53.6
세전이익	3,842.9	4,157.3	4,290.8	5,903.5	6,435.2	9.0	67.5	6,347
순이익	3,054.3	3,220.8	3,120.3	4,330.0	4,693.6	8.4	53.7	4,689

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 SK하이닉스 실적추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q18F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	11,626	11,729	(0.9)	40,463	40,191	0.7
DRAM	9,036	9,368	(3.5)	31,758	32,371	(1.9)
NAND	2,346	2,136	9.9	7,808	6,944	12.4
영업이익	5,903	5,790	1.9	17,276	16,493	4.7
DRAM	5,517	5,587	(1.2)	17,109	16,866	1.4
NAND	303	187	62.3	(135.9)	(436.5)	NM
영업이익률	50.8	49.4	1.4	42.7	41.0	1.7
DRAM	61.1	59.6	1.4	53.9	52.1	1.8
NAND	12.9	8.8	4.2	(1.7)	(6.3)	4.5
당기순이익	4,341	4,282	1.4	13,413	12,802	4.8
순이익률	37.3	36.5	0.8	33.1	31.9	1.3

주: IFRS 연결기준

자료: SK하이닉스, 한국투자증권

〈표 3〉 SK하이닉스 분기실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	8,720	10,371	11,417	11,626	9,782	9,441	10,256	10,984	30,109	42,133	40,463
DRAM	6,889	8,296	9,134	9,036	7,626	7,383	8,071	8,678	23,010	33,354	31,758
NAND	1,657	1,867	2,055	2,346	1,973	1,840	1,946	2,050	6,669	7,925	7,808
영업이익	4,367	5,574	6,472	5,903	4,493	3,924	4,238	4,621	13,721	22,316	17,276
DRAM	4,093	5,153	5,963	5,517	4,390	3,918	4,229	4,572	12,418	20,727	17,109
NAND	301	351	469	303	41	(68)	(72)	(37)	1,565	1,424	(136)
영업이익률	50.1	53.7	56.7	50.8	45.9	41.6	41.3	42.1	45.6	53.0	42.7
DRAM	59.4	62.1	65.3	61.1	57.6	53.1	52.4	52.7	54.0	62.1	53.9
NAND	18.2	18.8	22.8	12.9	2.1	(3.7)	(3.7)	(1.8)	23.5	18.0	(1.7)
당기순이익	3,121	4,329	4,692	4,341	3,489	3,045	3,290	3,589	10,642	16,482	13,413
순이익률	35.8	41.7	41.1	37.3	35.7	32.3	32.1	32.7	35.3	39.1	33.1
주요 가정											
DRAM 출하량 (1Gb eq., 백만개)	6,981	8,098	8,517	8,949	8,483	9,295	10,294	11,002	26,529	32,545	39,074
출하량 변화율 QoQ, YoY	(5.0)	16.0	5.2	5.1	(5.2)	9.6	10.8	6.9	25.4	22.7	20.1
DRAM ASP (달러)	0.97	1.00	1.01	0.94	0.84	0.76	0.72	0.72	0.77	0.94	0.74
ASP 변화율 QoQ, YoY	8.7	4.0	0.6	(7.2)	(10.2)	(10.0)	(5.3)	0.1	53.0	21.3	(21.4)
NAND 출하량 (8Gb eq., 백만개)	4,947	5,867	6,981	9,177	8,728	9,211	10,102	10,970	18,574	26,971	39,012
출하량 변화율 QoQ, YoY	(9.2)	18.6	19.0	31.5	(4.9)	5.5	9.7	8.6	17.6	45.2	44.6
NAND ASP (달러)	0.33	0.30	0.27	0.23	0.21	0.18	0.17	0.17	0.32	0.27	0.18
ASP 변화율 QoQ, YoY	(1.9)	(9.0)	(10.0)	(15.0)	(10.0)	(10.0)	(7.0)	(3.0)	35.7	(15.6)	(32.8)

주: IFRS 연결기준

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 선두 권으로 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)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	9,839	17,310	20,958	27,815	30,906
현금성자산	614	2,950	2,949	2,832	4,249
매출채권및기타채권	3,274	5,588	6,741	6,069	6,373
재고자산	2,026	2,640	4,213	4,046	4,673
비유동자산	22,377	28,108	41,220	48,890	53,681
투자자산	285	414	580	557	585
유형자산	18,777	24,063	35,754	43,642	48,170
무형자산	1,916	2,247	2,949	2,832	2,974
자산총계	32,216	45,418	62,178	76,706	84,587
유동부채	4,161	8,116	11,291	15,341	12,003
매입채무및기타채무	3,032	4,864	6,807	6,537	6,864
단기차입금및단기사채	0	193	385	578	771
유동성장기부채	705	581	86	0	0
비유동부채	4,032	3,481	3,058	2,597	2,145
사채	1,535	1,317	881	444	8
장기차입금및금융부채	2,096	2,080	2,060	2,040	2,019
부채총계	8,192	11,598	14,349	17,938	14,148
지배주주지분	24,017	33,815	47,823	58,761	70,430
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,144	4,144	4,144	4,144
기타자본	(772)	(771)	(771)	(771)	(771)
이익잉여금	17,067	27,287	41,717	53,077	65,168
비지배주주지분	7	6	7	8	8
자본총계	24,024	33,821	47,829	58,768	70,439

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	5,549	14,691	22,903	26,538	19,280
당기순이익	2,960	10,642	16,482	13,413	14,145
유형자산감가상각비	4,134	4,619	6,063	7,868	9,227
무형자산상각비	323	407	577	554	582
자산부채변동	(1,459)	(3,190)	292	4,846	(4,539)
기타	(409)	2,213	(511)	(143)	(135)
투자활동현금흐름	(6,230)	(11,919)	(20,092)	(24,251)	(15,546)
유형자산투자	(5,956)	(9,128)	(18,000)	(16,000)	(14,000)
유형자산매각	162	245	245	245	245
투자자산순증	91	(2,256)	(46)	(258)	(309)
무형자산순증	(529)	(782)	(1,279)	(437)	(724)
기타	2	2	(1,012)	(7,801)	(758)
재무활동현금흐름	117	(352)	(2,812)	(2,403)	(2,317)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	470	72	(759)	(350)	(264)
배당금지급	(353)	(424)	(706)	(2,052)	(2,052)
기타	0	0	(1,347)	(1)	(1)
기타현금흐름	3	(83)	0	0	0
현금의증가	(562)	2,336	(1)	(117)	1,416

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

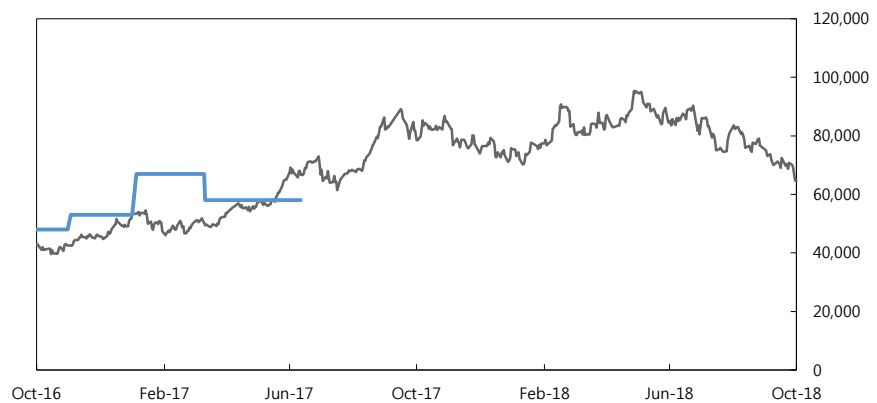
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	17,198	30,109	42,133	40,463	42,486
매출원가	10,787	12,702	15,465	18,370	19,119
매출총이익	6,411	17,408	26,668	22,093	23,367
판매관리비	3,134	3,686	4,352	4,817	5,201
영업이익	3,277	13,721	22,316	17,276	18,166
금융수익	815	996	1,018	1,054	1,097
이자수익	34	54	76	112	154
금융비용	846	1,250	1,236	1,220	1,211
이자비용	120	124	110	94	85
기타영업외손익	(52)	(41)	(57)	(55)	(58)
관계기업관련손익	23	12	541	141	141
세전계속사업이익	3,216	13,440	22,582	17,196	18,134
법인세비용	256	2,797	6,100	3,783	3,990
연결당기순이익	2,960	10,642	16,482	13,413	14,145
지배주주지분순이익	2,954	10,642	16,481	13,412	14,144
기타포괄이익	29	(422)	(422)	(422)	(422)
총포괄이익	2,989	10,220	16,060	12,991	13,723
지배주주지분포괄이익	2,983	10,221	16,059	12,990	13,722
EBITDA	7,733	18,748	28,957	25,698	27,975

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	4,184	15,073	23,603	19,608	20,678
BPS	34,051	47,510	66,750	81,775	97,805
DPS	600	1,000	3,000	3,000	3,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(8.5)	75.1	39.9	(4.0)	5.0
영업이익증가율	(38.6)	318.7	62.6	(22.6)	5.2
순이익증가율	(31.7)	260.3	54.9	(18.6)	5.5
EPS증가율	(30.3)	260.3	56.6	(16.9)	5.5
EBITDA증가율	(16.8)	142.4	54.5	(11.3)	8.9
수익성(%)					
영업이익률	19.1	45.6	53.0	42.7	42.8
순이익률	17.2	35.3	39.1	33.1	33.3
EBITDA Margin	45.0	62.3	68.7	63.5	65.8
ROA	9.6	27.4	30.6	19.3	17.5
ROE	13.0	36.8	40.4	25.2	21.9
배당수익률	1.3	1.3	4.6	4.6	4.6
배당성향	14.3	6.6	12.5	15.3	14.5
안정성					
순차입금(십억원)	197	(4,386)	(5,857)	(13,932)	(16,321)
차입금/자본총계비율(%)	18.1	12.3	7.1	5.2	4.0
Valuation(X)					
PER	10.7	5.1	2.7	3.3	3.1
PBR	1.3	1.6	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.1	2.7	1.4	1.3	1.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK하이닉스(000660)	2016.10.25	매수	48,000원	-13.6	-10.3
	2016.11.28	매수	53,000원	-11.2	0.6
	2017.01.30	매수	67,000원	-25.4	-18.5
	2017.04.06	매수	58,000원	-0.7	19.3
	2017.07.09	중립	-	-	-
	2018.07.09	1년경과	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 10월 26일 현재 SK하이닉스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 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 (2018.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0.0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 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.