

## 중립(하향)

### Stock Data

KOSPI(7/7)	2,380
주가(7/7)	66,600
시가총액(십억원)	48,485
발행주식수(백만)	728
52주 최고/최저가(원)	69,200/30,650
일평균거래대금(6개월, 백만원)	202,495
유동주식비율/외국인지분율(%)	76.2/50.4
주요주주(%)	SK텔레콤 외 4 인 20.8
	국민연금 10.1

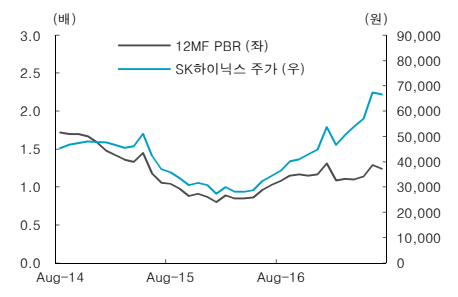
### EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2017F	12,857	14,073	9.5
2018F	7,274	9,819	35.0
2019F	10,468	11,214	7.1

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	17.9	38.8	117.3
상대주가(%p)	17.0	22.6	96.7

### 12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

유종우 3276-6178  
jongwoo.yoo@truefriend.com

김정환 3276-6820  
junghwan.kim@truefriend.com

## 디램 수요 둔화로 상승여력 제한적

### 최근 서버디램 수요 강세는 데이터 트래픽 증가 대응 차원

우리는 최근 서버디램 수요 강세의 배경에 예상보다 강한 데이터 트래픽(Data Traffic) 증가가 있다고 판단한다. 2016년 전 세계 IP 데이터 트래픽은 32%(시스코 추정치 기준) 증가해 당초 예상을 8.3%p 상회하며 지난 2011년 53% 이후 가장 높았다. 예상을 웃도는 데이터 트래픽 증가에 대응하기 위해 서버업체들이 메모리 수요를 늘리는 것이다. 반면, xSP업체들의 대규모 데이터센터 투자나 설비투자(capex) 증가는 서버 및 서버디램 수요 강세를 제대로 설명하지 못한다.

### 데이터 트래픽 증가에 대응하기 위한 서버디램 수요는 변동성 확대 요인

예상을 상회하는 데이터 트래픽 증가에 대응하기 위한 서버디램 수요 강세는 점차 약해질 가능성이 높다. xSP업체들의 서버디램 확충이 단기적으로 데이터센터 서버 디램의 overcapacity를 만들 수 있기 때문이다. 2016년 2분기부터 강세가 시작된 서버디램의 수요 강세는 트래픽 증가율이 낮아지면서 약세로 전환될 수 있다. 서버 디램 수요 둔화는 PC디램 및 모바일디램의 수요둔화와 함께 디램수급 약세로 이어질 전망이다.

### PBR 1.4배까지 높아진 SK하이닉스에 대해 투자 의견 '중립' 하향

디램수급 약세로 이익모멘텀 둔화가 예상되는 SK하이닉스에 대해 투자 의견을 '중립'으로 하향한다. 기대하지 않은 서버디램 수요강세로 디램 가격 상승세가 3분기까지 지속되겠지만 이에 대한 기대감은 이미 주가에 반영됐고 디램 업황은 업사이드보다 다운사이드 리스크가 크다. 낸드는 수급이 안정화 되겠지만 아직 이익기여도가 낮아 주가의 방향성은 디램 업황에 좌우될 전망이다.

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액(십억원)	18,798	17,198	29,726	29,223	31,269
영업이익(십억원)	5,336	3,277	12,436	8,725	9,936
세전이익(십억원)	5,269	3,216	12,428	8,685	9,918
순이익(십억원)	4,322	2,954	9,936	6,932	7,917
EBITDA(십억원)	9,289	7,733	17,786	15,248	17,696
순차입금(십억원)	(976)	197	(4,688)	(4,801)	(10,369)
영업이익률(%)	28.4	19.1	41.8	29.9	31.8
ROE(%)	21.9	13.0	34.9	19.3	18.7
배당수익률(%)	1.6	1.3	2.3	2.3	2.3
EPS(원)	6,002	4,184	14,073	9,819	11,214
(EPS 증가율, %)	2.7	(30.3)	236.4	(30.2)	14.2
BPS(원)	30,438	34,051	46,283	54,391	63,850
DPS(원)	500	600	1,500	1,500	1,500
PER(x)	5.1	10.7	4.7	6.8	5.9
PBR(x)	1.0	1.3	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA(x)	2.2	4.1	2.4	2.8	2.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

# Contents

I. 서버디램 수요에 대한 과도한 기대감.....	2
1. xSP업체들의 설비투자과 서버수요 간 상관관계 낮아	
2. 서버디램 수요의 지표: 서버수요, 그리고 데이터 트래픽	
3. 서버수요 회복이 서버디램 수요증가 지속의 전제	
II. 디램수급 악화와 높은 밸류에이션.....	8
1. 디램 가격 상승으로 수요 둔화 예상	
2. 높아진 밸류에이션	
3. 2018년 영업이익 20% 감소 예상	
기업개요 및 용어해설.....	14

## 리포트 작성 목적

- 서버디램 수요강세의 배경과 향후 전망에 의견 제시
- 디램 수급 전망과 SK하이닉스 2018년 실적 추정
- SK하이닉스 투자전략 등에 대한 차별화된 의견/시각 등을 제시

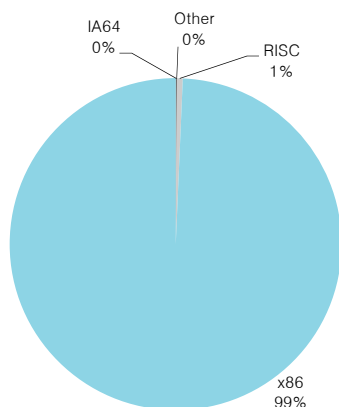
## I. 서버 디램 수요에 대한 과도한 기대감

## 1. xSP업체들의 설비투자과 서버수요 간 상관관계 낮아

서버수요 약세 지속 - 인텔  
DCG 매출 증가율 둔화

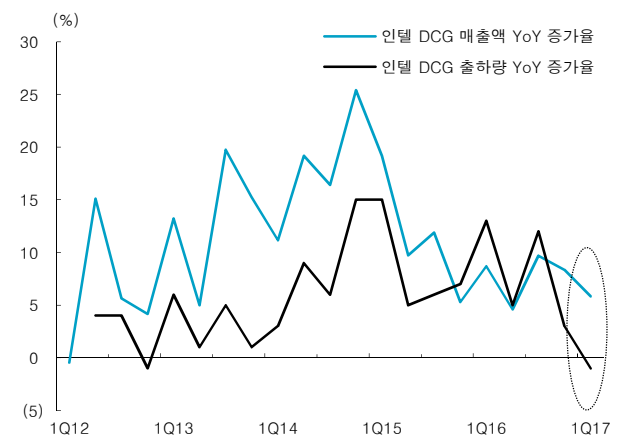
최근 서버디램 수요 강세의 근거로 xSP(인터넷 혹은 클라우드컴퓨팅 서비스제공업체, Service Provider)업체들의 서버수요를 제시하는 주장이 있지만 이는 옳지 않다. 현재 전 세계에서 판매되는 서버의 99%는 인텔의 x86 CPU를 기반으로 한다. 아마존, 구글 등의 xSP 업체가 ODM방식으로 구매하는 서버도 마찬가지다. 따라서, 서버수요와 인텔의 데이터센터 그룹(DataCenterGroup) 매출액은 상관관계가 높을 수 밖에 없고 실제로도 그렇다. 그런데 최근 인텔의 DCG 매출증가율이 둔화되는 가운데 서버수요도 약세를 지속하고 있다. 서버수요가 약세지만 DCG 매출액이 플러스 성장세를 유지하는 것은 인텔이 서버용 CPU의 ASP를 높이고 있기 때문이다.

[그림 1] 전 세계 서버시장 CPU 종류별 점유율



자료: Gartner, 한국투자증권

[그림 2] 인텔 DCG 매출액, 출하량 증가율 추이



자료: 한국투자증권

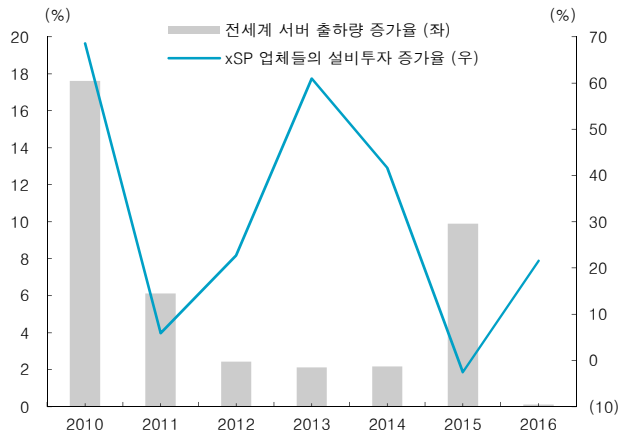
클라우드컴퓨팅업체들의  
설비투자과도 상관관계  
높지 않아

xSP업체들의 설비투자과 서버나 서버디램의 수요를 설명하려는 주장도 있다. 이는 xSP업체들이 대부분 소프트웨어 기반의 기업으로 생산라인이 없고 대부분의 설비투자가 데이터센터에 대한 투자라는 점을 근거로 든다. 하지만, 이러한 주장은 설득력이 떨어진다. 우선, 서버수요를 보자. 앞에서 언급했듯이 서버수요는 2015년 이후 약세를 지속하고 있다. xSP업체들이 대규모 데이터센터 투자를 지속하고 있지만 일반 기업들의 서버투자가 줄어들어 전체 서버시장 규모는 늘어나지 않고 있다. 이러한 서버수요의 구조적 변화는 2010년 중반 이후 지속되어 전 세계 서버수요는 2015년을 제외하고는 매년 0~2%의 낮은 성장에 그치고 있다. Amazon, Facebook, Google, Microsoft 등의 대규모 데이터센터 운용업체가 모여있는 북미 시장의 서버수요는 이러한 변화가 더욱 극적이어서 2016년을 기점으로 이미 전체 서버수요의 50% 이상이 이들 클라우드컴퓨팅 혹은 IDC 업체로부터 발생하고 있다.

### 서버디램 수요도 xSP업체들의 설비투자자와 상관관계 낮아

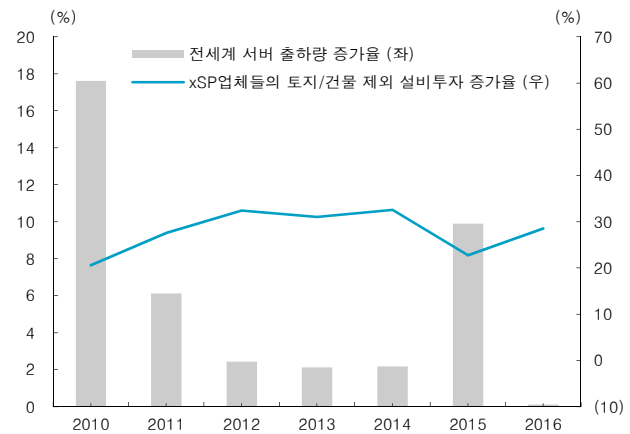
xSP업체들의 설비투자자와 서버시장 혹은 서버디램시장의 상관관계도 높지 않다. xSP업체들의 설비투자자가 크게 감소했던 2015년과 크게 증가했던 2016년의 서버디램 출하량 증가율은 33% 수준으로 거의 유사했다. 설비투자 중 토지와 건물을 제외한 기계장치 설비투자자의 변화와는 상관관계가 더욱 낮다. 이들의 설비투자를 근거로 서버 혹은 서버디램 수요를 예측하기 어렵다는 의미다. 게다가 2017년 이들 xSP업체의 설비투자는 2016년에 비해 둔화될 전망이라 현재의 서버디램 수요강세를 적절히 설명하지 못한다.

[그림 3] xSP업체들의 설비투자 증가율 vs. 서버 출하량 증가율



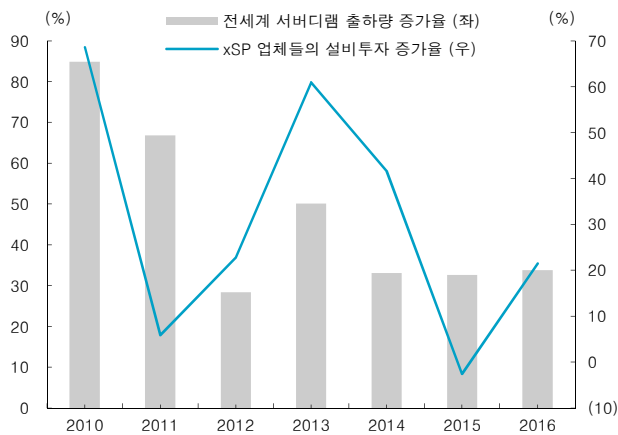
주: xSP 업체는 구글, 아마존, 마이크로소프트, Salesforce 4개 사  
자료: Bloomberg, Gartner, 한국투자증권

[그림 4] xSP업체들의 토지/건물 제외 설비투자 증가율 vs. 서버 출하량 증가율



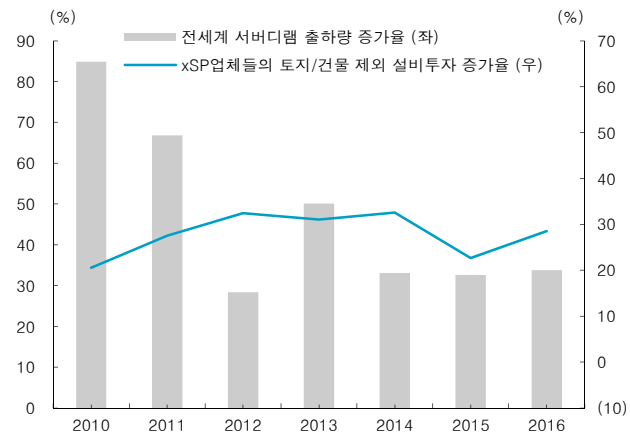
주: xSP 업체는 구글, 아마존, 마이크로소프트, Salesforce 4개 사  
자료: Bloomberg, Gartner, 한국투자증권

[그림 5] xSP업체들의 설비투자 증가율 vs. 서버 디램 출하량 증가율



주: xSP 업체는 구글, 아마존, 마이크로소프트, Salesforce 4개 사  
자료: Bloomberg, Gartner, 한국투자증권

[그림 6] xSP업체들의 토지/건물 제외 설비투자 증가율 vs. 서버 디램 출하량 증가율

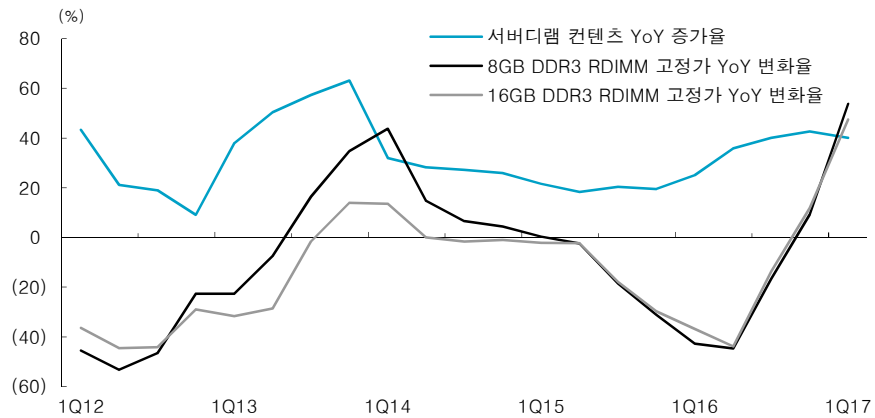


주: xSP 업체는 구글, 아마존, 마이크로소프트, Salesforce 4개 사  
자료: Bloomberg, Gartner, 한국투자증권

### 높아지는 서버디램 수요 기대감

서버디램이 디램 수요의 기대주로 등장했다. PC디램에서 모바일디램으로 수요 중심이 이동했던 것과 같이 앞으로 디램 수요의 주축이 모바일디램에서 서버디램으로 이동할 것이라는 기대감이 높아지고 있다. 서버디램의 수요강세에 대한 기대감은 IoT/빅데이터/클라우드컴퓨팅으로 연결되는 IT산업의 구조적 변화로 반도체 수요가 크게 늘어날 것이라는 예상에 근거를 두고 있다. 그런데, 이 같은 IT산업의 구조적 변화가 메모리, 특히 디램 수요에 긍정적 영향을 준다는 명확한 근거를 찾기가 쉽지 않다. 현재의 서버디램 수요강세에 대해서는 디램 업체들조차 명확하게 설명하지 못한다. 서버 디램 가격이 크게 상승했음에도 수요 강세가 지속되고 있기 때문이다.

[그림 7] 서버디램 콘텐츠 증가율 vs. 서버디램 가격 변화율



자료: Gartner, DRAmExchange, 한국투자증권

인텔 차세대 CPU 출시와  
고용량 서버디램 수요 증가는  
예상된 이벤트

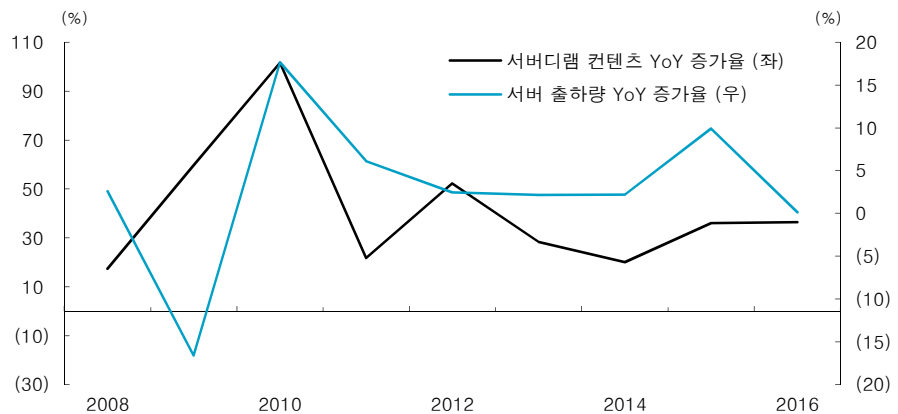
서버디램의 수요강세를 인텔의 서버용 CPU 신모델 출시와 고용량 서버디램의 채용 증가로 설명하려는 시도가 있다. 하지만 인텔의 서버용 CPU 신모델 출시는 시장에서 예상하는 일정 이었고, 고용량 서버디램을 사용할 수 있는 메인보드의 변화는 수요강세의 또 다른 결과이지 원인으로 보기는 어렵다.

## 2. 서버디램 수요의 지표: 서버수요, 그리고 데이터 트래픽

기본적으로는 서버수요가  
서버디램 수요의 선행지표

그렇다고 서버디램 수요를 가늠할 수 있는 지표가 없는 건 아니다. PC디램, 모바일디램 수요가 완제품, 즉 PC 및 스마트폰 수요와 높은 연관성을 보이는 것과 같이 서버디램 수요도 서버 수요와 상관관계가 높다. 서버디램 수요는 일정 시차를 두고 서버 수요와 상관관계가 높은 것으로 나타났다. 2015년 서버수요의 강세와 2016년 서버디램 채용량 확대는 과거의 패턴을 따르는 것이라 할 수 있다. 일부에서는 서버디램의 수요강세가 서버수요와는 상관없는 채용량 증가에 기인하는 것이라 하지만 채용량 증가의 기반인 서버수요가 지속적으로 약세를 보일 경우 채용량 증가에도 한계가 있을 수 밖에 없다. 서버수요는 여전히 서버디램 수요를 좌우하는 가장 중요한 요인이다.

[그림 8] 서버 출하량 증가율 vs. 서버디램 콘텐츠 증가율 (N-1)

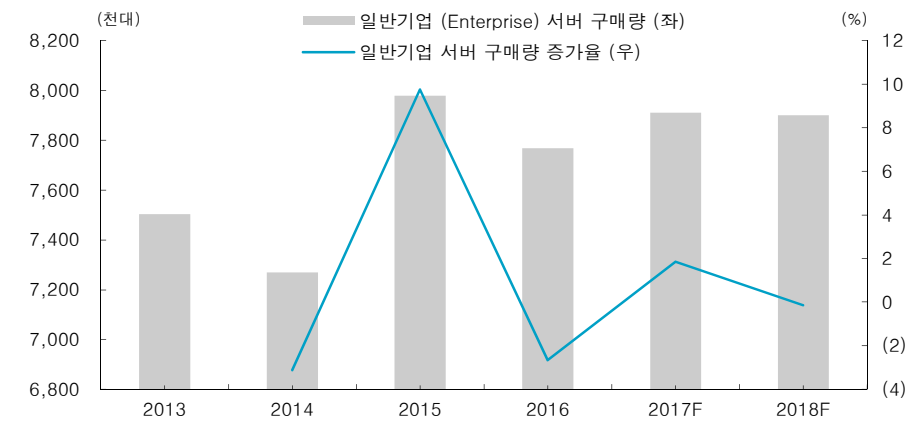


주: 서버디램 콘텐츠 증가율은 1년 후의 증가율을 선행해 표시했음. 예) 2010년에 대응하는 값은 2010년 서버 출하량 증가율과 2011년 서버디램 콘텐츠 증가율임  
자료: Gartner, 한국투자증권

### 서버수요 약세의 원인은 일반 기업의 수요 감소

xSP업체들의 대규모 데이터센터 건설에도 전체 서버수요가 약세를 보이는 것은 일반 기업들의 수요가 감소하고 있기 때문이다. xSP업체들의 클라우드컴퓨팅 산업이 성장한다는 것은 많은 기업들이 자체 서버를 운용하기보다는 xSP업체들의 데이터센터를 이용한다는 의미이다. 일반 기업들의 서버수요는 2015년을 제외하고는 거의 성장하지 못하고 있다. 데이터센터가 증가해 서버수요가 증가할 것이라고 예상하는 것은 서버수요의 구조적 변화를 절반만 보고 판단하는 것이다.

[그림 9] 일반기업의 서버 구매량 및 증가율 추이



자료: Gartner, 한국투자증권

### 서버디램 채용량 증가를 이끄는 또 다른 요인은 데이터 트래픽

우리는 서버디램 채용량 증가를 견인하는 요인을 데이터 트래픽 증가라고 생각한다. 2012년 이후 데이터 트래픽 증가율은 예상을 하회했다. 동영상 콘텐츠 증가, 빅데이터 기반의 서비스 산업 성장 등으로 데이터 트래픽이 고성장할 것으로 예상했지만 2013~2015년 데이터 트래픽 증가율은 연평균 19%로 이전 3년 평균 44%에 비해 크게 낮아졌다. 하지만 2016년에는 데이터 트래픽이 32% 증가해 2011년 이후 처음으로 예상을 상회했다. 우리는 이 같이 데이터 트래픽이 예상보다 큰 폭으로 증가하면서 서버디램 수요가 강세를 보이고 있다고 판단한다. 2016년과 같이 데이터 트래픽이 예상보다 크게 증가했던 2011년의 경우 서버수요 증가율은 전년 대비 낮아졌지만 서버디램 채용량은 102% 증가해 2010년의 60%에 비해 크게 높아졌다. 샘플 수가 많지는 않지만 데이터 트래픽이 예상 외로 증가하면서 xSP업체들 혹은 서버업체들의 디램 채용량이 급증한 것으로 추정할 수 있다.

<표 1> 전 세계 데이터 트래픽 (IP 트래픽)

(단위: 1개월 당 페타바이트(Petabyte))

추정시기	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F
전세계 IP 트래픽	4,234	6,577	10,174	14,686	20,181	30,734	43,570	51,168	59,850	72,521	96,054	
전세계 IP트래픽 증가율 (%)				44.3	37.2	52.5	41.8	17.4	17.0	21.2	32.4	26.7
전년도 예상치			10,747	14,832	20,396	28,023	43,441	55,553	62,476	72,434	88,443	121,694
전년도 예상치 대비 실제치 괴리율 (%)			(5.3)	(1.0)	(1.2)	9.7	0.3	(7.9)	(4.2)	0.1	8.3	
부문별 IP 트래픽	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F
소비자향	2,641	4,359	7,071	11,602	15,774	25,792	35,049	40,956	47,743	58,539	78,250	99,776
소비자향 증가율 (%)				64.1	36.0	63.5	35.9	16.9	16.6	22.6	33.7	27.5
비디오 (스트리밍/TV 등)			1,262	2,776	4,672	10,423	14,818	17,506	21,625	28,768	42,029	57,116
비디오 트래픽 증가율 (%)				120.0	68.3	123.1	42.2	18.1	23.5	33.0	46.1	35.9
기업향	1,586	2,192	3,103	3,084	3,930	4,942	8,522	10,263	12,120	13,983	17,804	21,918
기업향 증가율 (%)				(0.6)	27.4	25.8	72.4	20.4	18.1	15.4	27.3	23.1

자료: CISCO, 한국투자증권

〈표 2〉 전 세계 데이터 트래픽 추정치 변경

(단위: 1개월 당 페타바이트(Petabyte))

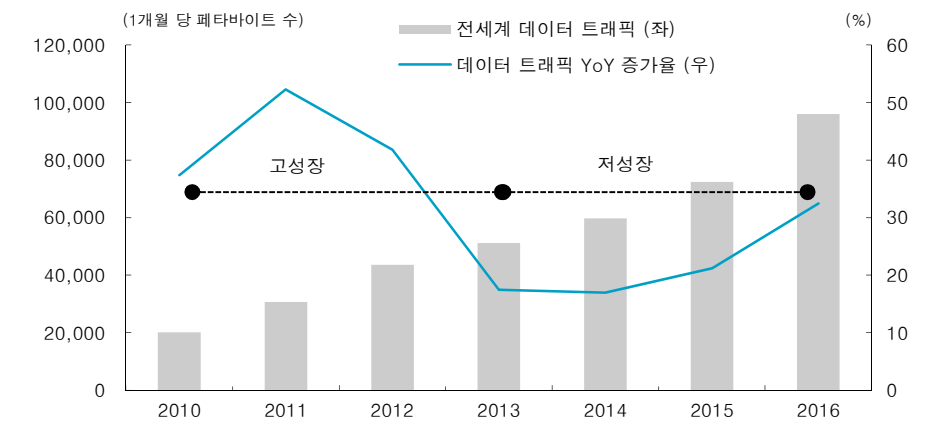
추정 시기	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
2017년 6월	96,054	121,694	150,910	186,453	228,411	278,108
추정치 변화율 (%)	8.3	12.1	14.2	16.1	17.5	
2016년 6월	88,719	108,533	132,101	160,561	194,374	

주: CISCO의 데이터 트래픽 관련 보고서는 매년 발간되며, 2017년 6월 7일에 발간된 보고서가 가장 최근 추정치임  
 자료: CISCO, 한국투자증권

### 하지만 데이터 트래픽 증가율 자체는 둔화

데이터 트래픽은 지속적으로 증가하지만 증가율은 둔화될 전망이다. 데이터 트래픽 증가를 주도하는 동영상 콘텐츠의 트래픽 증가율이 낮아지고 있기 때문이다. 데이터 트래픽 증가 속도가 최근 높아지고는 있지만 장기적으로는 2010년~2013년 연평균 증가율 37%에서 2014년~2016년 연평균 23%로 낮아졌다. 서버디램의 채용량 증가율도 2010년~2013년 연평균 56%로 높았지만 이후 2014년~2016년 채용량 증가율은 연평균 28%로 낮아졌다. 시스코의 중장기 데이터 트래픽 증가율 전망도 점차 낮아지는 추세다.

[그림 10] 전 세계 데이터 트래픽 추이 및 증가율



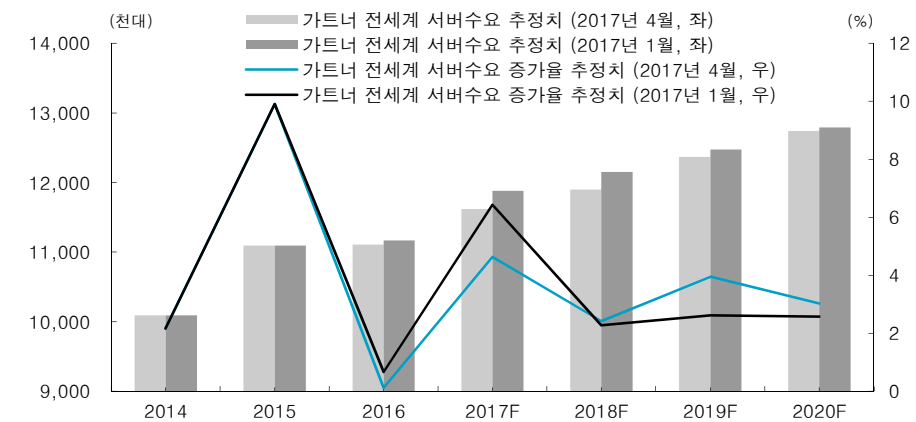
자료: CISCO, 한국투자증권

### 3. 서버수요 회복이 서버디램 수요증가 지속의 전제

#### 데이터 트래픽의 지속적인 증가가 기대된다면 서버수요가 회복해야 함

데이터 트래픽 증가로 인한 서버디램 수요강세가 지속되기 위해서는 결국 서버수요가 회복되어야 한다. 서버수요의 회복 없이는 서버디램 채용량 증가에 한계가 있기 때문이다. xSP업체들에게 데이터 트래픽은 수요다. 수요회복에 대한 확신이 서버 및 서버디램 구매로 이어질 것이다. 서버디램의 수요강세는 예상 외의 데이터 트래픽 증가에 대응하기 위한 부품구매로 해석할 수 있다. 데이터 트래픽에 대한 전망이 긍정적이라면 서버수요 전망도 상향되겠지만 최근까지도 전 세계 서버수요 전망은 여전히 밝지 않다. 물론, xSP의 서버구매 비중은 지속적으로 높아지겠지만 이들의 수요 증가가 일반 기업의 수요 감소를 상쇄하고 전체 서버시장을 성장시킬 정도에는 미치지 못한다.

[그림 11] 전 세계 서버수요 추정치 변경

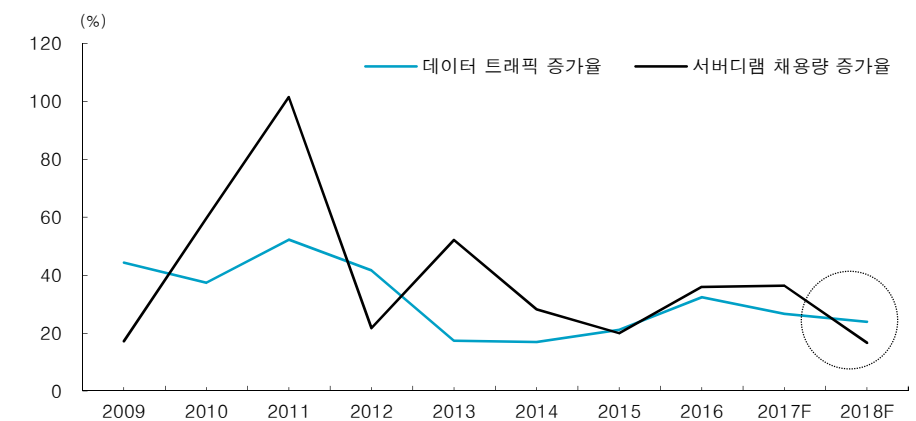


자료: Gartner, 한국투자증권

### 데이터 트래픽 증가율 둔화될 경우 서버디램 수요 둔화될 듯

현재의 서버디램 수요강세에는 한계가 있을 전망이다. 서버용 CPU시장을 독점하고 있는 인텔이 CPU 신모델을 출시하면서 ASP를 높이고 있지만 2017년 DCG 매출액 증가율은 2016년 8%보다 둔화될 것으로 예상된다. 데이터 트래픽 증가율이 다시 낮아질 경우 완제품업체들의 부품재고조정에서 보는 바와 같이 xSP업체들의 서버 및 서버디램 수요증가율은 더 큰 폭으로 낮아질 수 있다. 우리는 2013년 서버디램 출하량 증가율과 데이터 트래픽 증가율 간의 괴리가 이후 서버디램 수요증가율을 33% 수준으로 낮추는 요인이었다고 판단한다. 따라서, 데이터 트래픽 증가로 인한 서버디램 수요강세는 장기간 지속될 가능성이 높지 않다.

[그림 12] 데이터 트래픽 증가율 vs. 서버디램 채용량 증가율



자료: Gartner, CISCO, 한국투자증권



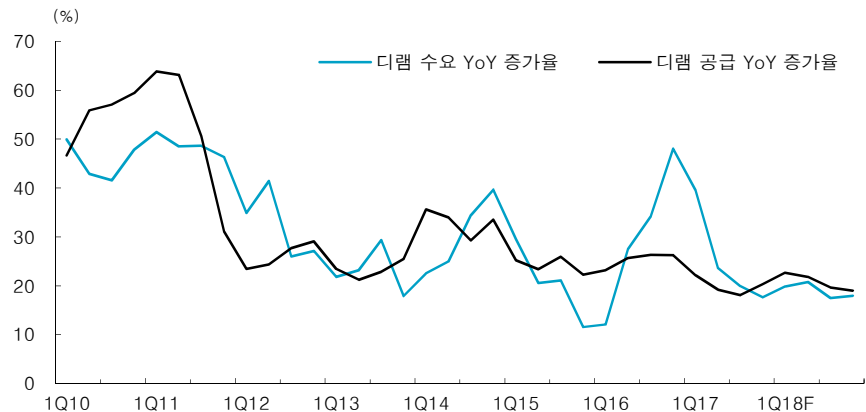
## II. 디램 수급 악화와 높은 밸류에이션

### 1. 디램 가격 상승으로 수요 둔화 예상

2017년 하반기 디램 수요  
증가율 19%로 낮아질 전망

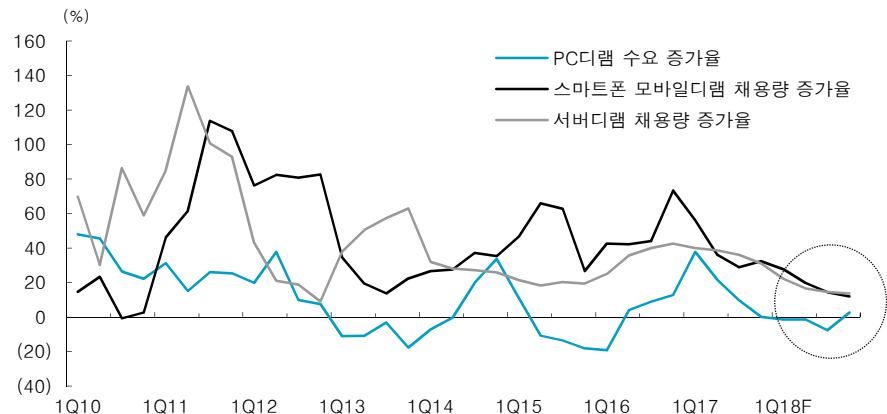
디램 가격 상승으로 인한 제조업체들의 원가상승과 PC 및 서버수요 부진에 따른 채용량 증가의 한계로 디램 수요증가율이 둔화될 전망이다. 2017년 하반기 디램 수요증가율은 19%로 상반기 31% 대비 크게 낮아져 디램 수급 약세의 원인이 될 것이다. 하반기 PC디램, 모바일 디램, 서버디램의 수요증가율을 각각 5%, 36%, 29%로 예상한다. 디램 공급증가율은 2017년 20%, 2018년 21%로 낮게 유지되겠지만 수요둔화로 디램 수급이 약세를 보일 것으로 예상된다.

[그림 13] 디램 수요증가율 vs. 공급증가율 추이



자료: Gartner, 한국투자증권

[그림 14] PC디램 수요증가율 vs. 스마트폰 모바일디램 채용량 증가율 vs. 서버디램 채용량 증가율 추이

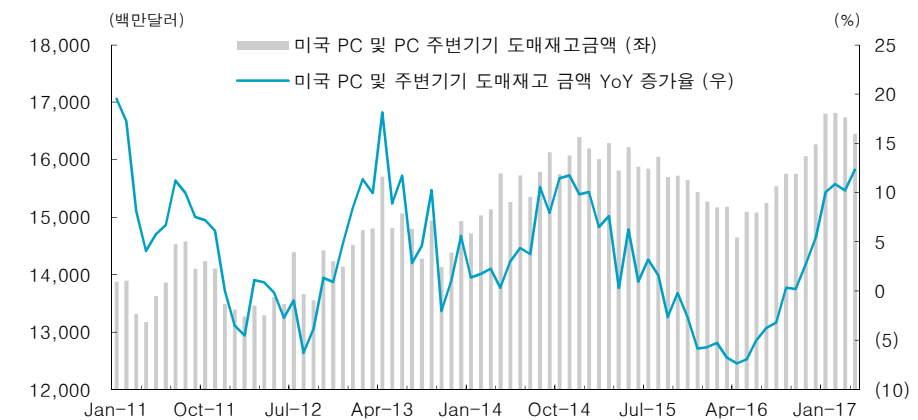


자료: Gartner, 한국투자증권

PC supply chain 재고조정  
이미 시작

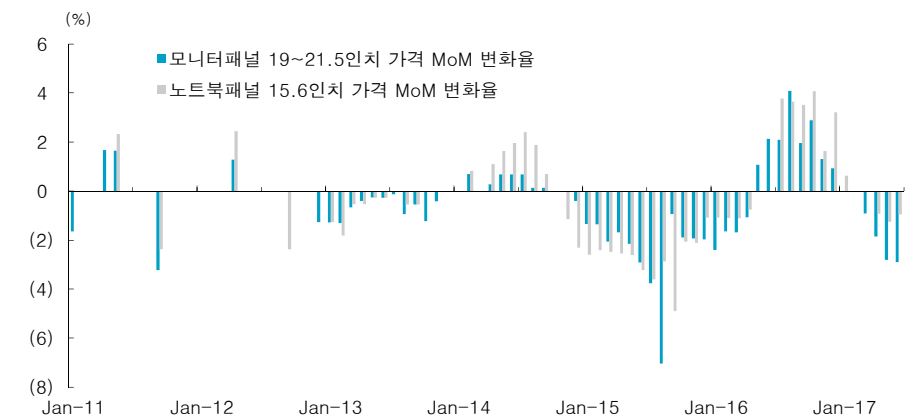
PC supply chain의 재고증가와 수요 부진으로 PC supply chain의 부품재고조정은 이미 시작됐다. 미국의 PC 및 주변기기 재고 금액은 지난 2월을 정점으로 감소하기 시작했다. PC DRAM 가격이 강세를 유지하고 있음에도 PC 관련 제품과 부품의 재고 금액이 감소하기 시작했다는 것은 부품구매를 줄이기 시작했다는 의미로 볼 수 있다. 간접적이기는 하지만 지난 4월 이후 PC용 LCD패널 가격 하락폭이 확대되고 있다는 점으로도 PC supply chain의 재고조정을 확인할 수 있다.

[그림 15] 미국 PC 및 PC 주변기기 도매재고금액 및 증가율 추이



자료: US Census Bureau, 한국투자증권

[그림 16] IT패널 가격 변화를 추이

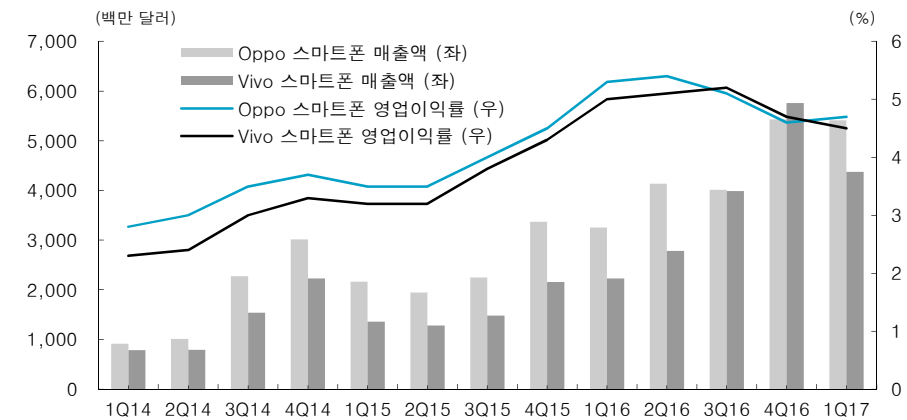


자료: iHS, 한국투자증권

## 모바일디램 채용량 증가율 둔화 예상

모바일디램의 채용량 증가율도 둔화될 것으로 예상된다. 2017년 1분기 전 세계 스마트폰의 평균 디램 채용량은 2.8GB로 전년대비 56% 증가했다. 이는 2016년 4분기의 73% 대비 크게 낮아진 수준이다. 모바일디램의 가격이 지속 상승하면서 스마트폰업체들의 수익성이 낮아지고, 디램 채용량 증가세가 둔화되고 있는 것이다. 2015년 이후 매출액이 크게 증가한 중국 스마트폰업체 Oppo, Vivo의 2017년 1분기 스마트폰 영업이익률은 각각 4.7%, 4.5%로 전년대비 0.6%p, 0.5%p 낮아졌다. 삼성전자도 2분기 IM부문 매출액은 전년대비 16% 증가하나 패널 및 메모리부품의 원가상승으로 영업이익률은 12.4%로 3.8%p 낮아질 것으로 예상된다.

[그림 17] 중국 Oppo, Vivo 스마트폰 매출액 및 영업이익률 추이

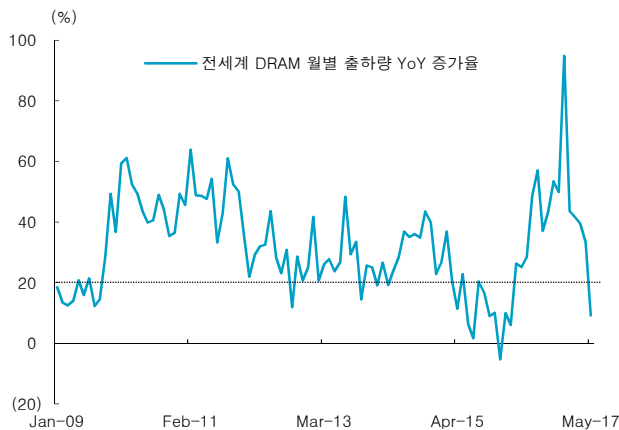


자료: SA, 한국투자증권

### 5월 WSTS 디램 출하량 증가율 9%로 하락

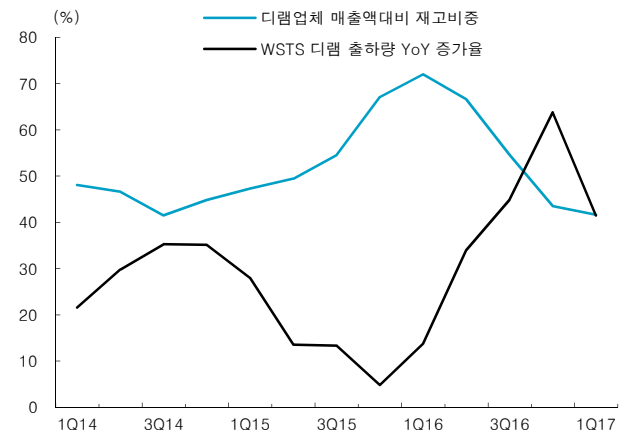
WSTS가 발표한 5월 전 세계 디램 출하량(1Gb 기준) 증가율이 9.2%로 낮아졌다. 출하량 증가율은 4월까지 33%로 공급증가율을 크게 상회, 디램 수급이 타이트함을 확인할 수 있었는데 5월 출하량 증가율이 크게 낮아진 것이다. 하반기 공급증가율을 20%로 보면 출하량 증가율이 20% 미만으로 유지될 경우 업체들의 재고가 증가할 수 있다. 실제로 디램 수급은 2016년 3월부터 출하량 증가율이 26%로 높아지면서 개선되기 시작했다. 5월 출하량 증가율은 지난 3월 이후 가장 낮은 수준으로 처음으로 20%를 밑돌았다.

[그림 18] WSTS기준 전 세계 월별 디램 출하량 증가율 추이



자료: WSTS, 한국투자증권

[그림 19] WSTS기준 전 세계 분기별 디램 출하량 증가율 vs. 디램업체 매출액 대비 재고비중 추이



주: 매출액 및 재고금액은 SK하이닉스와 마이크론의 금액을 합산해 적용  
 자료: WSTS, Bloomberg, 한국투자증권

## 2. 높아진 밸류에이션

### SK하이닉스 12MF PBR 1.4배 수준

SK하이닉스 주가는 12개월 forward BPS 기준 1.4배 수준이다. 직전 사이클 고점이었던 2014년 하반기~2015년 상반기의 PBR이 1.8배였던 점을 고려하면 현재 밸류에이션은 충분히 높다고 판단한다. 디램사업의 수익성 변동폭이 과거 대비 줄어들었지만 성장성이 낮아져 밸류에이션 리레이팅(re-rating)의 근거가 약하다. 낸드사업의 수익성이 높아졌지만 변동성은 더욱 확대될 가능성이 크고, 디램과 비교할 때 경쟁력이 떨어진다는 점도 현재의 밸류에이션이 부담스러운 이유이다.

### 리레이팅의 조건은 낸드사업 경쟁력

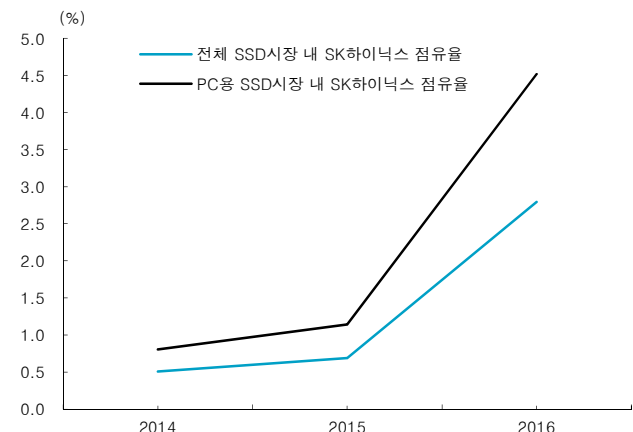
SK하이닉스 주가의 리레이팅 조건은 디램이 아닌 낸드사업의 경쟁력 상승에 있다는 판단이다. 현재 누리고 있는 디램사업의 높은 수익성은 변동성이 있을 수 밖에 없다는 점에서 높은 밸류에이션을 주기 어렵다. 높은 성장이 예상되는 낸드사업, 특히 3D낸드에서 경쟁력을 높이는 것이 밸류에이션 상승의 조건이다. 낸드산업 성장을 이끌어 가는 SSD(Solid State Disk) 시장에서 SK하이닉스의 점유율은 큰 변동이 없다. 2016년 전 세계 SSD시장에서 SK하이닉스의 점유율은 2.8%로 전년 0.7%에서 약간 올랐고 이마저 대부분 PC용 SSD 시장에서 점유율이 오른 덕분이다. 삼성전자의 Enterprise SSD시장 점유율이 35%로 17%p 상승한 것과는 대조적이다.

[그림 20] SK하이닉스 12MF PBR



자료: 한국투자증권

[그림 21] SK하이닉스 SSD 시장점유율 추이



자료: Gartner, 한국투자증권

### 3. 2018년 영업이익 20% 감소 예상

#### 메모리 수익성 하락으로 2018년 영업이익 8.7조원 예상

디램 수요 약세에 따른 가격하락으로 디램사업 수익성은 2017년 하반기에 고점을 형성할 것이다. SK하이닉스의 2018년 디램사업 영업이익은 8.4조원으로 2017년 10.8조원 대비 22% 감소할 전망이다. 2018년 디램산업의 공급증가율은 21%로 낮게 유지되겠지만 수요증가율도 19%로 2017년 24% 대비 낮아져 수급이 악화될 전망이다. 디램의 영업이익 감소로 SK하이닉스의 2018년 전체 영업이익도 8.7조원으로 전년 대비 30% 감소할 것이다.

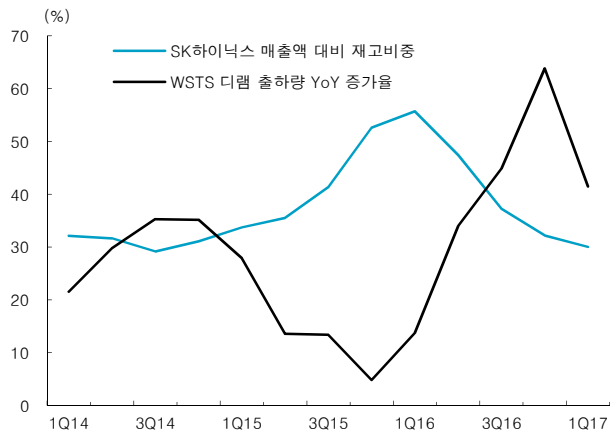
#### 2분기 영업이익 3.0조원 예상

2분기 매출액은 7.1조원, 영업이익은 3.0조원으로 예상된다. 분기 초 추정치 2.9조원을 소폭 상회하는데 디램 가격이 당초 예상을 웃도는 게 주요 이유다. 디램 매출액 중 서버디램의 비중이 33%로 1분기 29%보다 높아진 반면 모바일디램의 비중은 40% 미만으로 낮아진 것으로 추정한다. PC디램 및 모바일디램의 수요증가율은 점차 낮아질 것이다.

#### 투자의견 ‘중립’ 하향

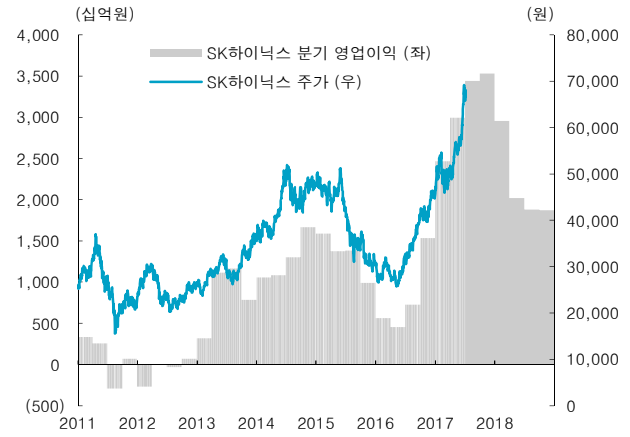
디램 수급 약세 및 디램 수익성 하락으로 이익모멘텀 약화가 예상되는 SK하이닉스에 대한 투자의견을 ‘중립’으로 하향한다. 디램 수요증가를 둔화는 디램업체의 재고증가와 가격하락으로 이어질 것이다. 2014년 이후 디램 사이클은 공급보다는 수요 변동에 좌우되고 있다. 공급증가율은 제한됐지만 경기 혹은 가격 변동으로 수요는 더 큰폭으로 변동하기 때문이다. 수요증가율이 공급증가율을 하회하면 가격은 약세로 전환될 것이다. 예상치 못한 서버디램의 수요강세도 데이터 트래픽 증가율이 둔화되면서 점차 약해질 것이다.

[그림 22] SK하이닉스 매출액 대비 재고비중 vs. WSTS 전세계 디램 출하량 증가율 추이



자료: WSTS, 한국투자증권

[그림 23] SK하이닉스 분기 영업이익 vs. SK하이닉스 주가 추이



자료: SK하이닉스, 한국투자증권

〈표 3〉 SK하이닉스 실적추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q17F			2017F		
	변경후	변경전	%	변경후	변경전	%
<b>매출액</b>	<b>7,098</b>	<b>6,863</b>	<b>3.4</b>	<b>29,726</b>	<b>28,629</b>	<b>3.8</b>
DRAM	5,337	5,142	3.8	21,731	20,665	5.2
NAND	1,637	1,596	2.5	7,415	7,384	0.4
<b>영업이익</b>	<b>2,996</b>	<b>2,852</b>	<b>5.1</b>	<b>12,436</b>	<b>11,362</b>	<b>9.5</b>
DRAM	2,657	2,542	4.5	10,757	9,840	9.3
NAND	379	351	8.2	1,760	1,676	5.0
<b>영업이익률</b>	<b>42.2</b>	<b>41.6</b>	<b>0.6</b>	<b>41.8</b>	<b>39.7</b>	<b>2.1</b>
DRAM	49.8	49.4	0.4	49.5	47.6	1.9
NAND	23.2	22.0	1.2	23.7	22.7	1.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>2,417</b>	<b>2,301</b>	<b>5.0</b>	<b>9,958</b>	<b>9,098</b>	<b>9.5</b>
순이익률	34.0	33.5	0.5	33.5	31.8	1.7

주: IFRS 연결기준, 순이익은 지배주주 귀속분  
 자료: 한국투자증권

〈표 4〉 SK하이닉스 분기실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
<b>매출액</b>	<b>6,290</b>	<b>7,098</b>	<b>7,830</b>	<b>8,508</b>	<b>7,812</b>	<b>6,773</b>	<b>7,143</b>	<b>7,495</b>	<b>17,198</b>	<b>29,726</b>	<b>29,223</b>
DRAM	4,655	5,337	5,692	6,047	5,781	4,834	4,960	5,333	12,362	21,731	20,909
NAND	1,510	1,637	2,005	2,264	1,899	1,808	2,042	1,956	4,293	7,415	7,705
<b>영업이익</b>	<b>2,468</b>	<b>2,996</b>	<b>3,440</b>	<b>3,532</b>	<b>2,956</b>	<b>2,019</b>	<b>1,878</b>	<b>1,872</b>	<b>3,277</b>	<b>12,436</b>	<b>8,725</b>
DRAM	2,120	2,657	2,995	2,985	2,680	1,863	1,831	2,024	3,377	10,757	8,397
NAND	329	379	475	577	296	177	67	(132)	21	1,760	408
<b>영업이익률</b>	<b>39.2</b>	<b>42.2</b>	<b>43.9</b>	<b>41.5</b>	<b>37.8</b>	<b>29.8</b>	<b>26.3</b>	<b>25.0</b>	<b>19.1</b>	<b>41.8</b>	<b>29.9</b>
DRAM	45.5	49.8	52.6	49.4	46.3	38.5	36.9	37.9	27.3	49.5	40.2
NAND	21.8	23.2	23.7	25.5	15.6	9.8	3.3	(6.8)	0.5	23.7	5.3
<b>지배주주순이익</b>	<b>1,899</b>	<b>2,417</b>	<b>2,772</b>	<b>2,870</b>	<b>2,333</b>	<b>1,616</b>	<b>1,503</b>	<b>1,497</b>	<b>2,960</b>	<b>9,958</b>	<b>6,948</b>
순이익률	30.2	34.0	35.4	33.7	29.9	23.9	21.0	20.0	17.2	33.5	23.8
<b>주요 가정</b>											
<b>DRAM 출하량 (1Gb eq., 백만개)</b>	<b>6,167</b>	<b>6,461</b>	<b>6,465</b>	<b>6,853</b>	<b>7,260</b>	<b>7,142</b>	<b>7,743</b>	<b>8,394</b>	<b>21,150</b>	<b>25,946</b>	<b>30,539</b>
출하량 변화율 QoQ, YoY	(0.9)	4.8	0.1	6.0	5.9	(1.6)	8.4	8.4	25.5	22.7	17.7
<b>DRAM ASP (달러)</b>	<b>0.66</b>	<b>0.72</b>	<b>0.74</b>	<b>0.72</b>	<b>0.67</b>	<b>0.57</b>	<b>0.54</b>	<b>0.53</b>	<b>0.50</b>	<b>0.71</b>	<b>0.57</b>
ASP 변화율 QoQ, YoY	18.9	9.7	3.4	(3.4)	(7.1)	(15.0)	(5.4)	(0.8)	(32.8)	41.1	(19.5)
<b>NAND 출하량 (8Gb eq., 백만개)</b>	<b>4,345</b>	<b>4,401</b>	<b>5,394</b>	<b>6,048</b>	<b>5,498</b>	<b>5,816</b>	<b>7,466</b>	<b>8,410</b>	<b>15,790</b>	<b>20,188</b>	<b>27,189</b>
출하량 변화율 QoQ, YoY	(2.0)	1.3	22.5	12.1	(9.1)	5.8	28.4	12.6	47.4	27.9	34.7
<b>NAND ASP (달러)</b>	<b>0.31</b>	<b>0.32</b>	<b>0.31</b>	<b>0.30</b>	<b>0.29</b>	<b>0.26</b>	<b>0.23</b>	<b>0.19</b>	<b>0.24</b>	<b>0.31</b>	<b>0.24</b>
ASP 변화율 QoQ, YoY	15.0	5.0	(3.0)	(3.0)	(5.0)	(10.0)	(12.0)	(15.0)	(32.4)	32.5	(23.9)

자료: 한국투자증권

## 기업개요

### ■ 기업개요

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

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	9,760	9,839	18,538	18,224	22,615
현금성자산	1,176	614	2,378	877	5,628
매출채권및기타채권	2,686	3,274	5,659	5,563	4,690
재고자산	1,923	2,026	3,270	3,215	3,127
비유동자산	19,918	22,377	24,929	31,079	33,983
투자자산	260	285	493	485	519
유형자산	16,966	18,777	20,663	26,446	29,026
무형자산	1,705	1,916	2,229	2,630	2,814
자산총계	29,678	32,216	43,467	49,303	56,598
유동부채	4,841	4,161	6,270	6,352	6,846
매입채무및기타채무	3,168	3,032	5,240	5,152	5,512
단기차입금및단기사채	148	0	0	0	0
유동성장기부채	865	705	677	565	453
비유동부채	3,450	4,032	4,245	4,082	3,977
사채	1,293	1,535	1,466	1,328	1,190
장기차입금및금융부채	1,513	2,096	2,087	2,073	2,059
부채총계	8,290	8,192	10,515	10,433	10,824
지배주주지분	21,387	24,017	32,923	38,825	45,711
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,144	4,144	4,144	4,144
기타자본	(772)	(772)	(772)	(772)	(772)
이익잉여금	14,359	17,067	25,943	31,817	38,675
비지배주주지분	1	7	29	45	63
자본총계	21,388	24,024	32,952	38,870	45,774

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	9,320	5,549	13,613	13,801	17,167
당기순이익	4,324	2,960	9,958	6,948	7,935
유형자산감가상각비	3,695	4,134	4,953	6,055	7,258
무형자산상각비	258	323	397	469	501
자산부채변동	832	(1,459)	(1,883)	371	1,458
기타	211	(409)	188	(42)	15
투자활동현금흐름	(7,126)	(6,230)	(10,661)	(13,964)	(11,075)
유형자산투자	(6,775)	(5,956)	(7,000)	(12,000)	(10,000)
유형자산매각	220	162	162	162	162
투자자산순증	25	91	(76)	83	42
무형자산순증	(616)	(529)	(711)	(869)	(686)
기타	20	2	(3,036)	(1,340)	(593)
재무활동현금흐름	(1,462)	117	(1,187)	(1,338)	(1,341)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(472)	470	(106)	(264)	(264)
배당금지급	(218)	(353)	(424)	(1,059)	(1,059)
기타	(772)	0	(657)	(15)	(18)
기타현금흐름	7	3	0	0	0
현금의증가	739	(562)	1,764	(1,501)	4,752

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	18,798	17,198	29,726	29,223	31,269
매출원가	10,515	10,787	13,462	15,746	15,634
매출총이익	8,283	6,411	16,264	13,477	15,634
판매관리비	2,947	3,134	3,828	4,752	5,698
영업이익	5,336	3,277	12,436	8,725	9,936
금융수익	847	815	831	848	868
이자수익	41	34	50	68	87
금융비용	830	846	852	847	839
이자비용	119	120	126	121	113
기타영업외손익	(108)	(52)	(89)	(88)	(94)
관계기업관련손익	25	23	103	46	47
세전계속사업이익	5,269	3,216	12,428	8,685	9,918
법인세비용	946	256	2,470	1,737	1,984
연결당기순이익	4,324	2,960	9,958	6,948	7,935
지배주주지분순이익	4,322	2,954	9,936	6,932	7,917
기타포괄이익	18	29	29	29	29
총포괄이익	4,342	2,989	9,987	6,977	7,964
지배주주지분포괄이익	4,341	2,983	9,965	6,961	7,946
EBITDA	9,289	7,733	17,786	15,248	17,696

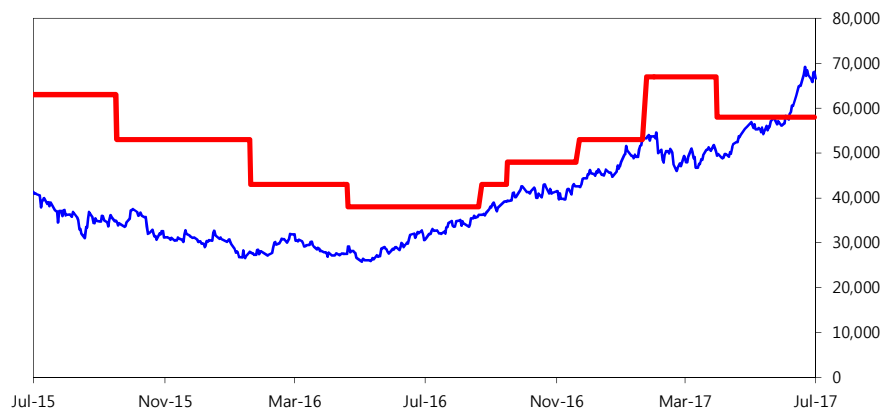
## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	6,002	4,184	14,073	9,819	11,214
BPS	30,438	34,051	46,283	54,391	63,850
DPS	500	600	1,500	1,500	1,500
성장성(% , YoY)					
매출증가율	9.8	(8.5)	72.8	(1.7)	7.0
영업이익증가율	4.4	(38.6)	279.5	(29.8)	13.9
순이익증가율	3.0	(31.7)	236.4	(30.2)	14.2
EPS증가율	2.7	(30.3)	236.4	(30.2)	14.2
EBITDA증가율	8.6	(16.8)	130.0	(14.3)	16.0
수익성(%)					
영업이익률	28.4	19.1	41.8	29.9	31.8
순이익률	23.0	17.2	33.4	23.7	25.3
EBITDA Margin	49.4	45.0	59.8	52.2	56.6
ROA	15.3	9.6	26.3	15.0	15.0
ROE	21.9	13.0	34.9	19.3	18.7
배당수익률	1.6	1.3	2.3	2.3	2.3
배당성향	8.2	14.3	10.7	15.3	13.4
안정성					
순차입금(십억원)	(976)	197	(4,688)	(4,801)	(10,369)
차입금/자본총계비율(%)	17.9	18.1	12.8	10.2	8.1
Valuation(X)					
PER	5.1	10.7	4.7	6.8	5.9
PBR	1.0	1.3	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	2.2	4.1	2.4	2.8	2.1



## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
SK하이닉스(000660)	2015.07.14	매수	63,000원
	2015.09.23	매수	53,000원
	2016.01.26	매수	43,000원
	2016.04.26	매수	38,000원
	2016.08.29	매수	43,000원
	2016.09.22	매수	48,000원
	2016.11.28	매수	53,000원
	2017.01.30	매수	67,000원
	2017.04.06	매수	58,000원
	2017.07.07	중립	-



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 7월 7일 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 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※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.