

SK하이닉스(000660)

하반기 서버디램 수요에 대한 확신

1Q19 영업이익 1.37조원으로 우리 예상 및 컨센서스에 부합
2Q19 영업이익은 0.96조원으로 감소하겠지만 3분기부터 증익 전망
낸드 wafer capa 감소로 생산량 증가율 30% 초반으로 낮아져 재고소진 가능

Facts : 낸드 감산 결정

낸드 가격하락으로 인한 수익성 악화폭이 예상보다 확대되면서 낸드 생산량 조절에 나섰다. 기존 2D낸드에서 3D낸드로 전환하면서 발생하는 웨이퍼 손실을 보완하는 장비투입을 하지 않기로 해 웨이퍼 input이 감소하게 된다. 낸드 공급업체 중 도시바, 마이크론에 이어 SK하이닉스도 낸드 생산량 조절을 공식적으로 언급한 것이다. 하반기부터는 낸드 산업 전체의 공급량 증가율 둔화가 나타나면서 수급이 개선될 전망이다. 낸드 웨이퍼 투입을 줄이면서 2019년 SK하이닉스의 낸드 생산 bit growth는 30% 초반으로 낮아져 재고가 감소할 것이다.

Pros & cons : 중국향 모바일 디램 수요 회복

1분기 디램 bit growth는 -8%로 당초 회사의 가이드를 상회했다. 모바일디램과 서버디램 출하가 예상보다 좋았는데 중국 스마트폰업체의 모바일디램 수요가 예상보다 강세를 보였다. 스마트폰 시장에서 점유율이 상승하고 있는 화웨이의 디램 수요 중 SK하이닉스의 점유율이 상대적으로 높아 산업 전체의 수요보다도 양호한 디램 출하가 가능했고 당분간 이러한 추세가 지속될 전망이다. 다만 화웨이 외의 스마트폰업체 수요가 부진할 경우 하반기 모바일디램 수요에는 부정적 영향이 발생할 수 있다.

Action : 밸류에이션 부담보다는 업황 개선을 보고 사자

2분기 영업이익은 0.96조원으로 전분기대비 감소하겠지만 3분기부터는 이익이 증가추세로 전환될 것이다. 하반기 재고가 감소하면서 디램과 낸드 가격하락폭이 줄어들고 출하량이 회복되면서 매출액이 증가하고 고정비 부담이 줄어 수익성이 회복세로 전환될 것이다. 서버디램 수요는 이제 다운사이드 위험보다는 업사이드가 생기고 있다. 주요 hyperscaler의 1분기 설비투자가 대부분 전분기대비 감소한 것으로 나타나고 있고 마이크로소프트의 경우 전년대비해서도 13% 감소했다. 하지만 2분기부터 설비투자 증가율이 회복되면서 서버디램 구매량 증가로 이어질 수 있다. 하반기부터 실적이 회복되는 SK하이닉스에 대해 '매수' 추천한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 100,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(4/25)	2,191
주가(4/25)	80,200
시가총액(십억원)	58,386
발행주식수(백만)	728
52주 최고/최저가(원)	95,300/57,700
일평균거래대금(6개월, 백만원)	237,992
유동주식비율/외국인지분율(%)	73.9/51.4
주요주주(%)	SK텔레콤 외 2인 20.1
	국민연금 9.1

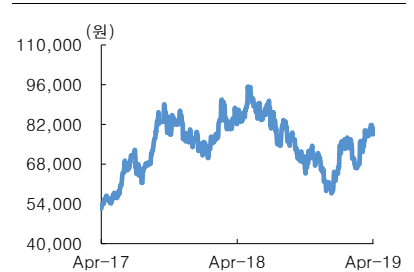
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	2.7	15.9	6.2
PBR(x)	0.9	1.1	1.0
ROE(%)	38.5	7.2	16.6
DY(%)	2.5	1.9	2.5
EV/EBITDA(x)	1.4	4.7	2.7
EPS(원)	22,255	5,033	12,869
BPS(원)	67,794	71,021	81,141

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	10.0	24.0	(2.7)
KOSPI 대비(%p)	7.9	17.8	7.9

주가추이

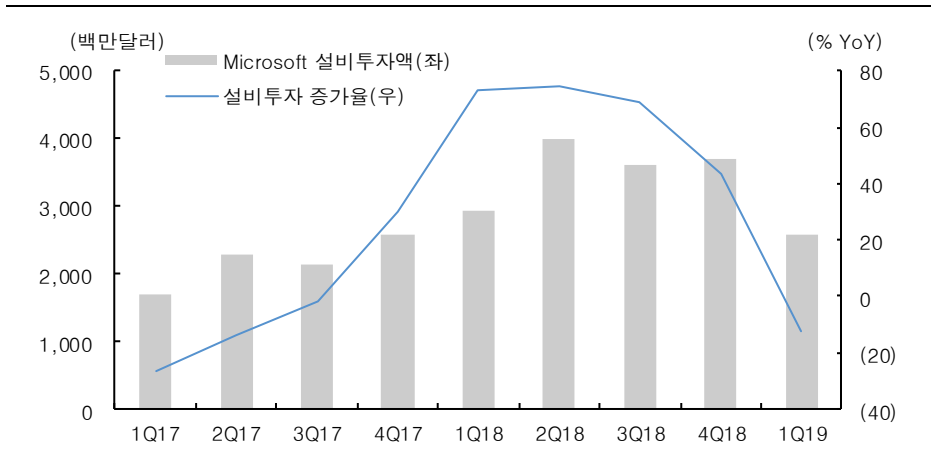


자료: FnGuide

유종우

jongwoo.yoo@truefriend.com

[그림 1] Microsoft의 설비투자액 및 증가율 추이



자료: Microsoft, 한국투자증권

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	8,719.7	10,370.5	11,416.8	9,938.1	6,772.6	(31.9)	(22.3)	6,298.7
영업이익	4,367.3	5,573.9	6,472.4	4,430.1	1,365.9	(69.2)	(68.7)	1,304.5
영업이익률(%)	50.1	53.7	56.7	44.6	20.2			20.7
세전이익	4,290.8	5,903.5	6,435.2	4,711.5	1,345.9	(71.4)	(68.6)	1,387.2
지배주주순이익	3,120.3	4,329.9	4,693.6	3,396.3	982.5	(71.1)	(68.5)	1,028.1

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 SK하이닉스 실적추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q19P			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	6,773	6,834	(0.9)	27,408	27,262	0.5
DRAM	5,486	5,405	1.5	21,793	21,021	3.7
NAND	1,151	1,246	(7.6)	4,918	5,496	(10.5)
영업이익	1,366	1,457	(6.3)	4,796	4,467	7.4
DRAM	2,072	2,176	(4.8)	7,155	7,216	(0.8)
NAND	(722)	(709)	NM	(2,404)	(2,770)	NM
영업이익률	20.2	21.3	(1.2)	17.5	16.4	1.1
DRAM	37.8	40.3	(2.5)	32.8	34.3	(1.5)
NAND	(62.7)	(56.9)	(5.8)	(48.9)	(50.4)	1.5
당기순이익	983	1,049	(6.4)	3,443	3,202	7.5
순이익률	14.5	22.2	(7.7)	12.6	16.8	(4.3)

주: IFRS 연결기준

자료: SK하이닉스, 한국투자증권

〈표 3〉 SK하이닉스 분기실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
매출액	6,773	6,588	7,002	7,045	6,461	7,669	10,230	11,400	40,445	27,408	35,760
DRAM	5,486	5,128	5,526	5,653	5,017	5,918	7,927	8,998	32,368	21,793	27,860
NAND	1,151	1,242	1,237	1,287	1,302	1,522	2,051	2,292	7,367	4,918	7,168
영업이익	1,366	960	1,188	1,282	1,419	2,038	3,757	4,924	20,843	4,796	12,138
DRAM	2,072	1,543	1,721	1,819	1,916	2,508	4,081	5,045	19,819	7,155	13,550
NAND	(722)	(593)	(557)	(532)	(497)	(470)	(324)	(121)	976	(2,404)	(1,412)
영업이익률	20.2	14.6	17.0	18.2	22.0	26.6	36.7	43.2	51.5	17.5	33.9
DRAM	37.8	30.1	31.1	32.2	38.2	42.4	51.5	56.1	61.2	32.8	48.6
NAND	(62.7)	(47.8)	(45.1)	(41.3)	(38.1)	(30.9)	(15.8)	(5.3)	13.2	(48.9)	(19.7)
당기순이익	983	686	852	922	1,021	1,473	2,728	3,580	15,540	3,443	8,802
순이익률	14.5	10.4	12.2	13.1	15.8	19.2	26.7	31.4	38.4	12.6	24.6
주요 가정											
DRAM 출하량(1Gb eq., 백만개)	7,648	8,815	10,425	10,899	9,851	11,014	12,840	13,237	31,915	37,787	46,942
출하량 변화율	(8.2)	15.3	18.3	4.5	(9.6)	11.8	16.6	3.1	20.3	18.4	24.2
DRAM ASP(달러)	0.64	0.53	0.48	0.48	0.49	0.52	0.59	0.65	0.92	0.51	0.56
ASP 변화율	(27.0)	(17.7)	(8.5)	(0.4)	1.0	7.0	14.3	9.6	19.7	(44.3)	8.1
NAND 출하량(8Gb eq., 백만개)	7,224	9,130	9,651	10,276	11,145	13,207	16,954	18,045	25,497	36,281	59,350
출하량 변화율	(6.1)	26.4	5.7	6.5	8.5	18.5	28.4	6.4	37.3	42.3	63.6
NAND ASP(달러)	0.14	0.12	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.12	0.26	0.12	0.11
ASP 변화율	(31.6)	(15.0)	(5.0)	0.0	(5.0)	0.0	5.0	5.0	(17.6)	(54.1)	(6.4)

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	13,125	17,840	21,591
현금성자산	2,950	2,349	1,644	2,503	2,754
매출채권및기타채권	5,588	6,334	4,111	5,364	5,900
재고자산	2,640	4,423	2,741	3,934	4,327
비유동자산	28,108	43,764	45,971	51,616	59,810
투자자산	414	4,916	3,331	2,285	4,480
유형자산	24,063	34,953	40,000	45,886	51,541
무형자산	2,247	2,679	1,815	2,368	2,605
자산총계	45,418	63,658	59,096	69,456	81,401
유동부채	8,116	13,032	5,884	8,585	9,185
매입채무및기타채무	4,864	6,709	4,546	5,932	6,525
단기차입금및단기사채	193	586	979	979	479
유동성장기부채	581	1,029	1,476	1,476	976
비유동부채	3,481	3,774	4,010	4,302	4,582
사채	1,317	1,506	1,695	1,884	2,073
장기차입금및금융부채	2,080	2,162	2,243	2,324	2,405
부채총계	11,598	16,806	9,894	12,887	13,766
지배주주지분	33,815	46,846	49,195	56,563	67,628
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	44,450	51,885	63,018
비지배주주지분	6	7	7	7	6
자본총계	33,821	46,852	49,202	56,569	67,635

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	14,691	22,227	7,521	17,809	24,034
당기순이익	10,642	15,540	3,443	8,802	13,185
유형자산감가상각비	4,619	5,904	6,821	7,982	9,214
무형자산상각비	407	524	386	504	554
자산부채변동	(3,190)	(1,997)	(3,657)	(19)	553
기타	2,213	2,256	528	540	528
투자활동현금흐름	(11,919)	(21,429)	(8,310)	(15,852)	(21,002)
유형자산투자	(9,128)	(16,036)	(12,000)	(14,000)	(15,000)
유형자산매각	245	132	132	132	132
투자자산순증	(2,234)	(579)	965	456	(2,784)
무형자산순증	(782)	(931)	477	(1,057)	(791)
기타	(20)	(4,015)	2,116	(1,383)	(2,559)
재무활동현금흐름	(352)	(1,395)	85	(1,098)	(2,782)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	72	1,047	1,111	270	(730)
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)	(705)	859	250

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

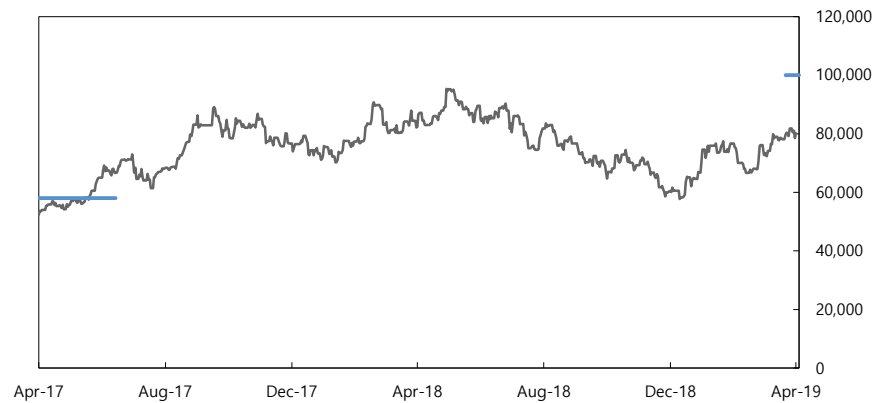
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	30,109	40,445	27,408	35,760	39,336
매출원가	12,702	15,181	17,446	19,771	16,915
매출총이익	17,408	25,264	9,962	15,990	22,422
판매관리비	3,686	4,420	5,166	3,851	4,299
영업이익	13,721	20,844	4,796	12,138	18,122
금융수익	996	1,692	1,682	1,680	1,698
이자수익	54	62	52	50	68
금융비용	1,250	1,142	1,164	1,178	1,174
이자비용	124	95	117	131	126
기타영업외손익	(41)	(66)	(44)	(58)	(64)
관계기업관련손익	12	13	(553)	(524)	(521)
세전계속사업이익	13,440	21,341	4,716	12,058	18,062
법인세비용	2,797	5,801	1,273	3,256	4,877
연결당기순이익	10,642	15,540	3,443	8,802	13,185
지배주주지분순이익	10,642	15,540	3,443	8,802	13,185
기타포괄이익	(422)	(67)	(67)	(67)	(67)
총포괄이익	10,220	15,473	3,376	8,735	13,118
지배주주지분포괄이익	10,221	15,472	3,376	8,735	13,118
EBITDA	18,748	27,272	12,004	20,624	27,890

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	15,073	22,255	5,033	12,869	19,276
BPS	47,510	67,794	71,021	81,141	96,341
DPS	1,000	1,500	1,500	2,000	3,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	75.1	34.3	(32.2)	30.5	10.0
영업이익증가율	318.7	51.9	(77.0)	153.1	49.3
순이익증가율	260.3	46.0	(77.8)	155.7	49.8
EPS증가율	260.3	47.6	(77.4)	155.7	49.8
EBITDA증가율	142.4	45.5	(56.0)	71.8	35.2
수익성(%)					
영업이익률	45.6	51.5	17.5	33.9	46.1
순이익률	35.3	38.4	12.6	24.6	33.5
EBITDA Margin	62.3	67.4	43.8	57.7	70.9
ROA	27.4	28.5	5.6	13.7	17.5
ROE	36.8	38.5	7.2	16.6	21.2
배당수익률	1.3	2.5	1.9	2.5	3.7
배당성향	6.6	6.6	29.8	15.5	15.6
안정성					
순차입금(십억원)	(4,386)	(3,092)	637	(1,205)	(4,688)
차입금/자본총계비율(%)	12.3	11.3	13.0	11.8	8.8
Valuation(X)					
PER	5.1	2.7	15.9	6.2	4.2
PBR	1.6	0.9	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	2.7	1.4	4.7	2.7	1.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK하이닉스 (000660)	2017.04.06	매수	58,000원	-0.7	19.3
	2017.07.09	중립	-	-	-
	2018.07.09	1년경과	-	-	-
	2019.04.15	매수	100,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 4월 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 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

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

■ 투자등급 비율 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	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.