

SK하이닉스(000660)

중립(유지)

4Q18 Preview: 가격과 물량 모두 예상보다 약세

4분기 매출액 11.0조원, 영업이익 5.5조원으로 예상 하회

메모리수요 둔화가 예상보다 심하다. 메모리업체의 4분기 디램 및 낸드 출하량이 당초 가이드를 하회할 전망이다. SK하이닉스의 4분기 디램 및 낸드 bit growth는 각각 1%, 27%로 회사가 제시했던 가이드라인인 한 자리 중반, 30% 초반 증가를 하회할 것이다. 수요부진에 가격하락폭도 커질 전망이다. 전분기대비 디램은 8%, 낸드는 18% 하락할 전망이다. 가격과 물량 모두 예상보다 부진하면서 4분기 매출액과 영업이익도 당초 추정 대비 7%, 10% 낮을 것이다. 수요가 부진하지만 단기적으로 생산량 조절을 할 수 있는 여지가 크지 않아 메모리업체의 재고가 빠르게 늘어날 전망이다. 높아진 재고가 다시 낮아지는 시점까지 메모리가격과 주가의 상승 모멘텀은 기대하기 어렵다.

Hyperscaler업체의 과잉투자로 서버디램 수요 둔화

서버디램 수요가 빠르게 둔화되고 있다. 2016년 하반기부터 올해 중반까지 고성장하던 모습과는 사뭇 다르다. 데이터센터 투자를 주도하는 hyperscaler업체들의 설비투자 증가가 둔화되고 있기 때문인데 이는 2017~2018년 실제 데이터 수요 증가에 비해 설비투자가 많이 집행돼 데이터센터의 가동률이 낮아졌기 때문으로 추정된다. 서버디램 가격하락에도 불구하고 데이터센터 과잉투자가 해소되기까지 hyperscaler업체의 설비투자 및 서버디램 수요 둔화가 지속될 것이다. 2017년, 2018년 서버디램 수요증가율은 각각 46%, 41%로 높았지만 2019년에는 26%로 하락할 전망이다.

2019년 영업이익 15.1조원으로 31% 감소

메모리 가격하락폭 확대를 반영해 2019년 영업이익 추정치를 15.1조원으로 당초 예상보다 14% 하향조정한다. 전년대비 31% 감소한다. 2019년 상반기에는 디램 가격이 분기 10% 이상 하락할 전망이다. 설비투자 축소를 지금 결정한다고 해도 그 영향은 2019년 하반기부터 나타날 수 있다. 하지만 현재 증가하는 재고를 부진한 수요가 언제 해소시킬지는 아직 불확실하다. 투자의견 '중립'을 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	17,198	3,277	2,954	4,184	(30.3)	7,733	10.7	4.1	1.3	13.0	1.3
2017A	30,109	13,721	10,642	15,073	260.3	18,748	5.1	2.7	1.6	36.8	1.3
2018F	41,474	21,875	16,160	23,143	53.5	28,507	2.9	1.5	1.0	39.3	2.2
2019F	38,237	15,085	11,703	17,109	(26.1)	23,476	3.9	1.6	0.8	21.8	2.2
2020F	40,149	19,174	14,933	21,832	27.6	28,951	3.1	1.1	0.7	22.9	3.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

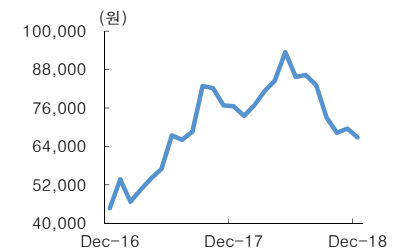
Stock Data

KOSPI(12/7)	2,076
주가(12/7)	66,800
시가총액(십억원)	48,631
발행주식수(백만)	728
52주 최고/최저(원)	95,300/64,700
일평균거래대금(6개월, 백만원)	277,475
유동주식비율/외국인지분율(%)	73.9/48.7
주요주주(%)	SK텔레콤 외 2인 20.1
국민연금	9.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.6)	(26.5)	(12.1)
KOSPI 대비(%p)	(5.5)	(10.5)	3.6

주가추이



자료: FnGuide

유종우

jongwoo.yoo@truefriend.com

〈표 1〉 SK하이닉스 실적추정 변경

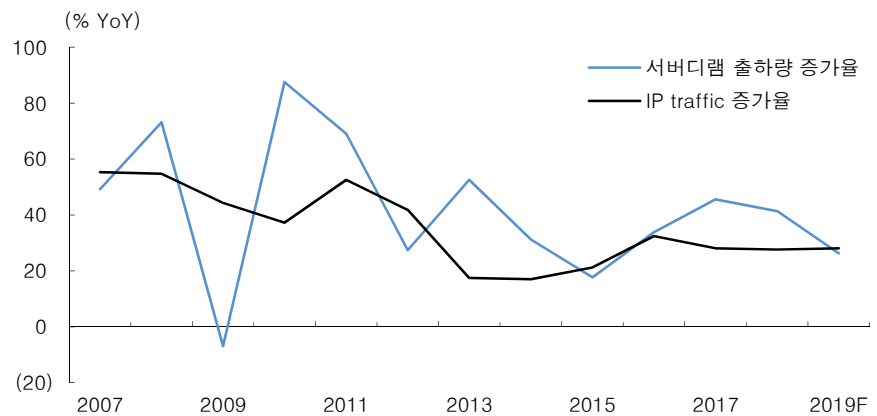
(단위: 십억원, %, %p)

	4Q18F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	10,967	11,807	(7.1)	38,237	40,431	(5.4)
DRAM	8,598	9,245	(7.0)	29,932	31,873	(6.1)
NAND	2,126	2,318	(8.3)	7,408	7,661	(3.3)
영업이익	5,462	6,096	(10.4)	15,085	17,548	(14.0)
DRAM	5,251	5,714	(8.1)	15,508	17,378	(10.8)
NAND	129	300	(56.8)	(726.0)	(133.0)	NM
영업이익률	49.8	51.6	(1.8)	39.5	43.4	(4.0)
DRAM	61.1	61.8	(0.7)	51.8	54.5	(2.7)
NAND	6.1	12.9	(6.8)	(9.8)	(1.7)	(8.1)
당기순이익	4,019	4,481	(10.3)	11,704	13,625	(14.1)
순이익률	36.6	38.0	(1.3)	30.6	33.7	(3.1)

주: IFRS 연결기준

자료: SK하이닉스, 한국투자증권

[그림 1] 전세계 IP data traffic vs. 서버디램 출하 증가율



자료: Cisco, Gartner, 한국투자증권

〈표 2〉 SK하이닉스 분기실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	8,720	10,371	11,417	10,967	9,726	9,226	9,379	9,905	30,109	41,474	38,237
DRAM	6,889	8,296	9,134	8,598	7,582	7,200	7,361	7,789	23,010	32,916	29,932
NAND	1,657	1,867	2,055	2,126	1,961	1,808	1,779	1,860	6,669	7,704	7,408
영업이익	4,367	5,574	6,472	5,462	4,170	3,527	3,566	3,822	13,721	21,875	15,085
DRAM	4,093	5,153	6,015	5,251	4,221	3,670	3,698	3,920	12,418	20,511	15,508
NAND	301	351	449	129	(113)	(216)	(213)	(184)	1,565	1,230	(726)
영업이익률	50.1	53.7	56.7	49.8	42.9	38.2	38.0	38.6	45.6	52.7	39.5
DRAM	59.4	62.1	65.9	61.1	55.7	51.0	50.2	50.3	54.0	62.3	51.8
NAND	18.2	18.8	21.8	6.1	(5.7)	(12.0)	(12.0)	(9.9)	23.5	16.0	(9.8)
당기순이익	3,121	4,329	4,692	4,019	3,237	2,735	2,766	2,965	10,642	16,161	11,704
순이익률	35.8	41.7	41.1	36.6	33.3	29.6	29.5	29.9	35.3	39.0	30.6
주요 가정											
DRAM 출하량(1Gb eq., 백만개)	6,981	8,098	8,291	8,356	8,221	8,939	9,864	10,452	26,529	31,727	37,476
출하량 변화율	(5.0)	16.0	2.4	0.8	(1.6)	8.7	10.3	6.0	25.4	19.6	18.1
DRAM ASP(달러)	0.97	1.00	1.01	0.93	0.80	0.72	0.68	0.68	0.77	0.94	0.70
ASP 변화율	8.7	4.0	0.8	(8.3)	(13.7)	(10.0)	(5.3)	(0.6)	53.0	22.4	(25.9)
NAND 출하량(8Gb eq., 백만개)	4,947	5,867	6,746	8,542	8,350	8,814	9,571	10,321	18,574	26,102	37,056
출하량 변화율	(9.2)	18.6	15.0	26.6	(2.2)	5.6	8.6	7.8	17.6	40.5	42.0
NAND ASP(달러)	0.33	0.30	0.27	0.22	0.20	0.18	0.17	0.16	0.32	0.27	0.17
ASP 변화율	(1.9)	(9.0)	(10.0)	(18.0)	(10.0)	(10.0)	(7.0)	(3.0)	35.7	(16.1)	(34.7)

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)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	9,839	17,310	20,631	23,609	31,213
현금성자산	614	2,950	2,903	3,824	6,022
매출채권및기타채권	3,274	5,588	6,636	5,736	6,022
재고자산	2,026	2,640	4,147	3,824	4,416
비유동자산	22,377	28,108	41,134	48,602	53,378
투자자산	285	414	571	526	553
유형자산	18,777	24,063	35,754	43,642	48,170
무형자산	1,916	2,247	2,903	2,677	2,810
자산총계	32,216	45,418	61,765	72,210	84,591
유동부채	4,161	8,116	10,175	10,831	10,518
매입채무및기타채무	3,032	4,864	6,700	6,177	6,486
단기차입금및단기사채	0	193	385	578	771
유동성장기부채	705	581	86	0	0
비유동부채	4,032	3,481	3,056	2,590	2,139
사채	1,535	1,317	881	444	8
장기차입금및금융부채	2,096	2,080	2,060	2,040	2,019
부채총계	8,192	11,598	13,231	13,421	12,657
지배주주지분	24,017	33,815	48,527	58,782	71,925
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	42,421	53,098	66,663
비지배주주지분	7	6	7	7	8
자본총계	24,024	33,821	48,534	58,789	71,934

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	5,549	14,691	21,652	21,831	23,106
당기순이익	2,960	10,642	16,161	11,704	14,934
유형자산감가상각비	4,134	4,619	6,063	7,868	9,227
무형자산상각비	323	407	568	524	550
자산부채변동	(1,459)	(3,190)	(627)	1,896	(1,457)
기타	(409)	2,213	(513)	(161)	(148)
투자활동현금흐름	(6,230)	(11,919)	(19,913)	(19,534)	(19,274)
유형자산투자	(5,956)	(9,128)	(18,000)	(16,000)	(14,000)
유형자산매각	162	245	245	245	245
투자자산순증	91	(2,256)	(38)	(224)	(295)
무형자산순증	(529)	(782)	(1,224)	(297)	(684)
기타	2	2	(896)	(3,258)	(4,540)
재무활동현금흐름	117	(352)	(1,786)	(1,377)	(1,633)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	470	72	(759)	(350)	(264)
배당금지급	(353)	(424)	(706)	(1,026)	(1,026)
기타	0	0	(321)	(1)	(343)
기타현금흐름	3	(83)	0	0	0
현금의증가	(562)	2,336	(47)	920	2,199

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	17,198	30,109	41,474	38,237	40,149
매출원가	10,787	12,702	15,322	18,615	16,059
매출총이익	6,411	17,408	26,153	19,622	24,089
판매관리비	3,134	3,686	4,277	4,537	4,915
영업이익	3,277	13,721	21,875	15,085	19,174
금융수익	815	996	1,018	1,038	1,085
이자수익	34	54	76	96	143
금융비용	846	1,250	1,236	1,220	1,211
이자비용	120	124	110	94	85
기타영업외손익	(52)	(41)	(56)	(52)	(55)
관계기업관련손익	23	12	541	154	153
세전계속사업이익	3,216	13,440	22,141	15,005	19,147
법인세비용	256	2,797	5,980	3,301	4,212
연결당기순이익	2,960	10,642	16,161	11,704	14,934
지배주주지분순이익	2,954	10,642	16,160	11,703	14,933
기타포괄이익	29	(422)	(422)	(422)	(422)
총포괄이익	2,989	10,220	15,739	11,282	14,512
지배주주지분포괄이익	2,983	10,221	15,738	11,281	14,511
EBITDA	7,733	18,748	28,507	23,476	28,951

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	4,184	15,073	23,143	17,109	21,832
BPS	34,051	47,510	67,718	81,805	99,859
DPS	600	1,000	1,500	1,500	2,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(8.5)	75.1	37.7	(7.8)	5.0
영업이익증가율	(38.6)	318.7	59.4	(31.0)	27.1
순이익증가율	(31.7)	260.3	51.9	(27.6)	27.6
EPS증가율	(30.3)	260.3	53.5	(26.1)	27.6
EBITDA증가율	(16.8)	142.4	52.1	(17.6)	23.3
수익성(%)					
영업이익률	19.1	45.6	52.7	39.5	47.8
순이익률	17.2	35.3	39.0	30.6	37.2
EBITDA Margin	45.0	62.3	68.7	61.4	72.1
ROA	9.6	27.4	30.2	17.5	19.0
ROE	13.0	36.8	39.3	21.8	22.9
배당수익률	1.3	1.3	2.2	2.2	3.0
배당성향	14.3	6.6	6.3	8.8	9.2
안정성					
순차입금(십억원)	197	(4,386)	(5,712)	(10,321)	(17,277)
차입금/자본총계비율(%)	18.1	12.3	7.0	5.2	3.9
Valuation(X)					
PER	10.7	5.1	2.9	3.9	3.1
PBR	1.3	1.6	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.1	2.7	1.5	1.6	1.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK하이닉스 (000660)	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 12월 10일 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%

※ 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 높게 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.