

## SK하이닉스(000660)

## 재고감소로 수급개선

## 2019년 영업이익 4.5조원으로 7% 상향

1분기 디램 bit growth가 예상보다 높아 재고증가가 우려만큼 크지 않았다. 재고조절이 이루어지고 3분기부터 수요증가와 가격하락폭 축소로 이익이 다시 증가할 것이다. 메모리업체 설비투자 축소와 수요회복으로 2020년 영업이익은 10.2조원으로 전년대비 129% 증가할 전망이다. 수요 및 가격전망을 조정해 2019년 영업이익 추정치를 4.5조원으로 기존 대비 7% 상향하고 투자 의견을 '매수'로, 목표주가는 2020년 추정BPS에 목표PBR 1.3배를 적용한 100,000원으로 제시한다.

## 재고는 예상보다 빠른 1분기에 고점

재고가 예상보다 빠른 1분기에 고점을 지날 전망이다. 상반기 가격하락폭이 확대되기는 했지만 일부 고객들의 구매 증가로 이어져 재고가 우려만큼 높아지지 않았다는 점은 긍정적이다. 하반기 수요회복으로 재고가 감소하면서 가격하락폭이 줄어들고 실적도 개선될 것이다.

## 가격하락으로 hyperscaler의 서버디램 구매력 증가

서버디램 가격하락으로 주요 hyperscaler의 서버디램 구매력이 증가하고 있다. 주요 hyperscaler의 2019년 설비투자 계획에는 아직 큰 변화가 없지만 디램가격 하락으로 구매력은 높아지고 있다. 가격하락으로 수요가 증가한다면 공급업체의 재고가 감소하면서 수급이 안정화될 수 있다.

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	30,109	40,445	27,262	36,856	40,542
영업이익(십억원)	13,721	20,844	4,467	10,244	18,678
세전이익(십억원)	13,440	21,341	4,387	10,164	18,627
순이익(십억원)	10,642	15,540	3,202	7,420	13,598
EBITDA(십억원)	18,748	27,272	11,672	18,745	28,463
순차입금(십억원)	(4,386)	2,404	668	(1,446)	(5,013)
영업이익률(%)	45.6	51.5	16.4	27.8	46.1
ROE(%)	36.8	38.5	6.7	14.3	22.4
배당수익률(%)	1.3	2.5	1.9	2.5	3.8
EPS(원)	15,073	22,255	4,682	10,847	19,880
(EPS 증가율, %)	260.3	47.6	(79.0)	131.7	83.3
BPS(원)	47,510	67,794	70,691	78,911	94,679
DPS(원)	1,000	1,500	1,500	2,000	3,000
PER(x)	5.1	2.7	17.0	7.3	4.0
PBR(x)	1.6	0.9	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA(x)	2.7	1.6	4.8	2.9	1.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(상향)

목표주가: 100,000원

## Stock Data

KOSPI(4/15)	2,243
주가(4/15)	79,700
시가총액(십억원)	58,022
발행주식수(백만)	728
52주 최고/최저가(원)	95,300/57,700
일평균거래대금(6개월, 백만원)	241,124
유동주식비율/외국인지분율(%)	73.9/51.1
주요주주(%)	SK텔레콤 외 2인 20.1
	국민연금 9.1

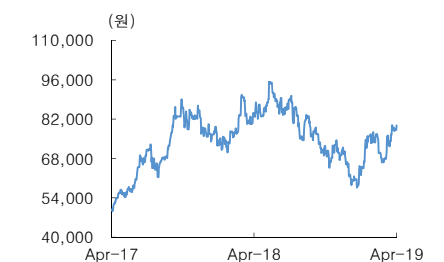
## EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2019F	4,377	4,682	6.9
2020F	8,983	10,847	20.8
2021F	14,695	19,880	35.3

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	17.0	13.4	(5.3)
KOSPI 대비(%p)	14.0	8.8	3.3

## 주가추이



자료: FnGuide

유종우

jongwoo.yoo@truefriend.com

# Contents

I. 투자 전략	2
밸류에이션 부담은 시간이 해결해 준다	
II. 디램 - 재고 고점 통과	5
재고가 고점을 지나고 있다	
가파른 가격하락으로 수요 회복도 빨라진다	
Hyperscaler의 서버디램 구매여력 높아지는 중	
III. 낸드 - 공급조절로 수급 개선	11
모든 공급업체 가동률 조절 시작	
IV. 설비투자는 2020년 회복	14
업황 회복 확인 후 설비투자 증가	
V. 실적은 3분기부터 회복	15
2Q19가 실적 저점	

## 리포트 작성 목적

- SK하이닉스의 투자의견 변경 배경과 목표주가 산정 근거
- 2H19 및 2020년 디램 및 낸드 수급 전망
- 서버디램 수요 회복 전망의 근거와 메모리업체 재고 추이 전망

# I. 투자 전략

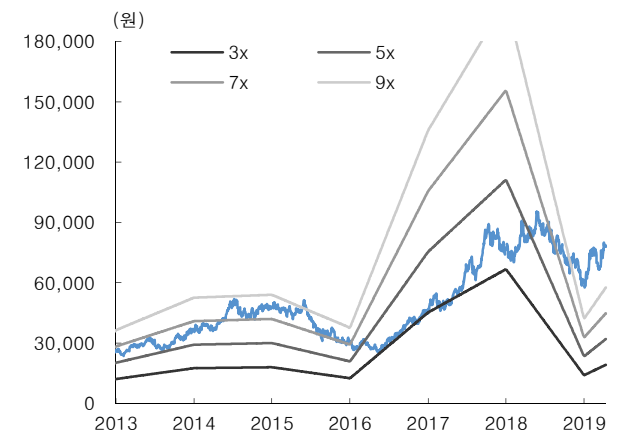
## 밸류에이션 부담은 시간이 해결해 준다

목표주가 100,000원, 2020년 목표 PBR 1.3배 적용

2020년 BPS에 목표PBR  
1.3배 적용

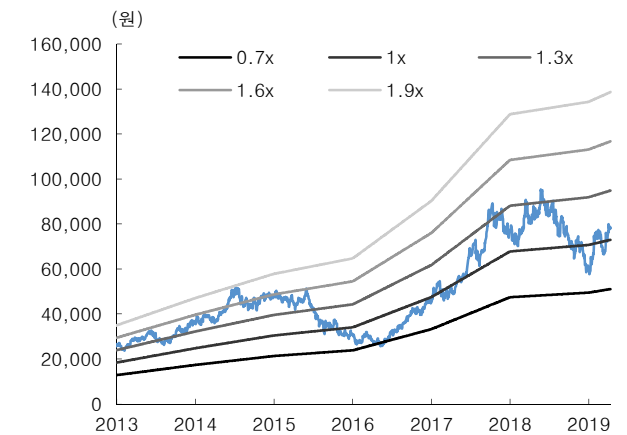
SK하이닉스에 대한 투자의견을 ‘매수’로 상향하고 목표주가 100,000원을 제시한다. 실적은 2019년 2분기를 저점으로 하반기부터 개선될 전망이다. 메모리 가격상승으로 2020년 영업이익은 10.2조원으로 전년대비 129% 증가할 것이다. 2019년이 아닌 2020년을 기준으로 목표주가를 제시하는 배경은 수급개선이 나타나는 2019년 하반기부터 주가는 2020년 이익전망에 근거해 움직일 것으로 예상되기 때문이다. 2019년초 주식 시장 유동성의 힘으로 주가가 먼저 상승해 현재 주가는 2019년 기준 PER 17배, PBR 1.1배로 밸류에이션 매력이 높지 않다. 하지만 2020년 기준으로는 PER 7배, PBR 1.0배로 부담스럽지 않은 수준이다.

[그림 1] 12개월 forward PER 밴드



자료: 한국투자증권

[그림 2] 12개월 forward PBR 밴드

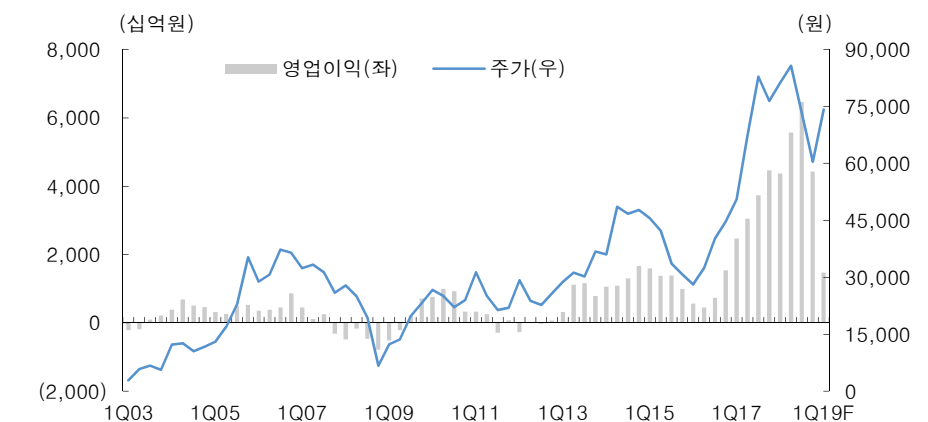


자료: 한국투자증권

**빨라진 주가 움직임을  
따르자**

SK하이닉스의 주가는 연초 57,700원을 저점으로 38% 상승했다. 그 기간 동안 메모리가격과 실적 전망은 지속적으로 하향됐다. 결과적으로 현재 주가는 과거 밸류에이션으로도, 올해 실적으로는 설명하기 어려운 수준까지 높아졌다. 하지만 작년 SK하이닉스 주가는 5월 23일 고점을 보였고 디램 고정가격 하락은 10월부터 시작됐다. 영업이익도 2018년 4분기부터 감소하기 시작했다. 주가가 메모리 가격과 실적에 약 6개월 선행한 셈이다. 직전 하락사이클의 저점이 2016년 6월에, 주가는 5월에 저점을 보였던 과거와는 다른 주가 움직임이다. 주가의 업황 선행이 더 빨라졌다.

**[그림 3] SK하이닉스 분기 영업이익과 주가**



자료: SK하이닉스, 한국투자증권

**주가는 비정상적인  
(abnormal) 상황을  
반영하지 않았다**

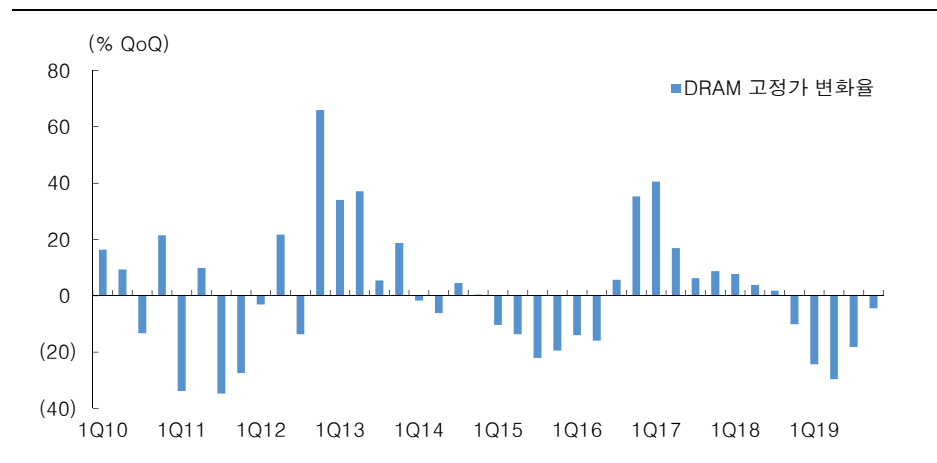
주가가 실적이나 업황의 움직임을 과거 대비 더 빠르게 반영하는 이유는 메모리, 특히 디램의 가격 상승과 하락이 정상적인 범위를 벗어났다고 봤기 때문이다. 2016년 3분기부터 상승하기 시작한 디램가격은 2018년 3분기까지 109%(PC 디램 고정가격 기준) 상승했다. 하지만 그 기간 수요는 서버디램을 제외하고는 모두 약세로 돌아섰다. 디램가격이 상승하면서 구매자들의 수요둔화가 나타났기 때문이다. 서버디램을 제외한 디램수요가 약세를 보이고 있음에도 가격이 지속적으로 상승했던 2018년 이익증가 부분에 대해서 주가는 반영하지 않아 SK하이닉스 주가 밸류에이션은 실적 대비 상승하지 못했다. 2017년에는 PER 3배 수준에 머물렀고, 2018년 5월 주가 고점에서 SK하이닉스 PER은 6.2배, PBR은 1.4배 수준에 머물렀다

2018년 4분기에 서버디램 수요가 급감하면서 디램가격도 급락하기 시작했다. 하지만 지난 4분기 서버디램은 전분기대비 33%, 전년대비 13% 감소해 과거에 경험하지 못한 약세를 보였다. 서버디램을 포함한 전체 디램 수요도 전분기대비 11% 감소, 전년대비 5% 증가했다. 디램 수요가 전분기대비 11% 감소한 경우는 지난 4분기가 처음이다. 주가는 일시적으로 연초 57,700원까지 하락해 PBR 0.8배까지 하락했지만 이후 급반등 했고 현재 주가는 PBR 1.1배 수준이다. 결국 주가는 비정상적인 가격상승과 수요부진을 오래 반영하지는 않는다고 할 수 있다.

목표PBR은 1.3배, 직전  
사이클 고점 PBR 1.4배  
대비 7% 낮아

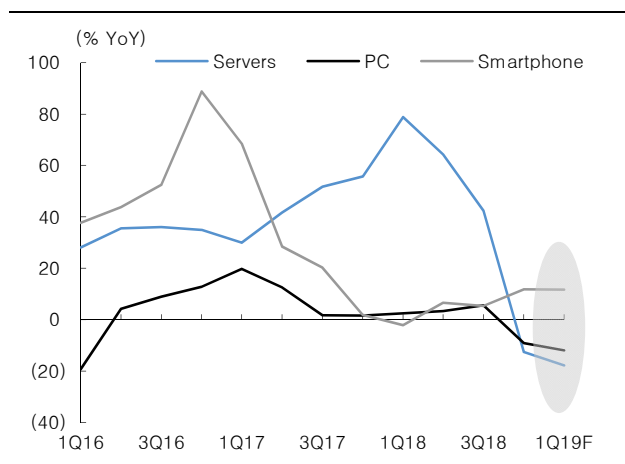
SK하이닉스 목표PBR은 1.3배다. SK하이닉스의 사이클 고점에서의 PBR은 지속적으로 낮아져왔다. 직전 사이클이었던 지난 2018년 5월 고점에서의 PBR은 1.4배였다. 이번 상승 사이클에서 적용받을 수 있는 PBR은 1.4배 미만일 것이다. 1.3배로 적용한 이유는 2020년 추정 ROE가 14%이지만 하반기로 갈수록 ROE도 높아지기 때문이다. 사이클의 상승폭과 길이가 커지고 길어질수록 이익추정치가 높아지면서 목표주가도 추가 상향될 것이다.

[그림 4] 디램 가격 변화율 추이 및 전망



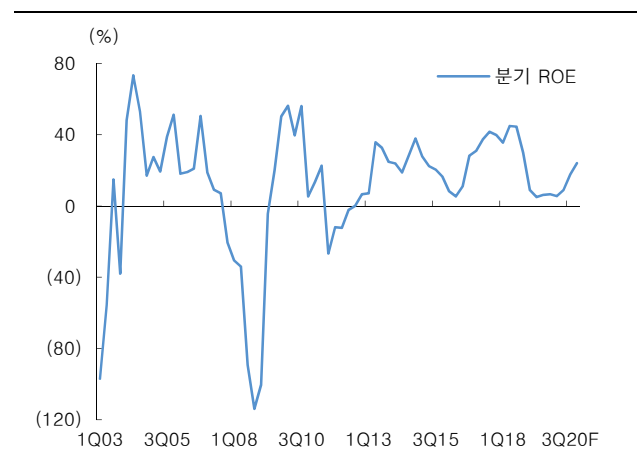
자료: TrendForce, 한국투자증권

[그림 5] 디램 application별 수요 증가율



자료: Gartner, 한국투자증권

[그림 6] 분기 ROE 추이 및 전망



자료: SK하이닉스, 한국투자증권

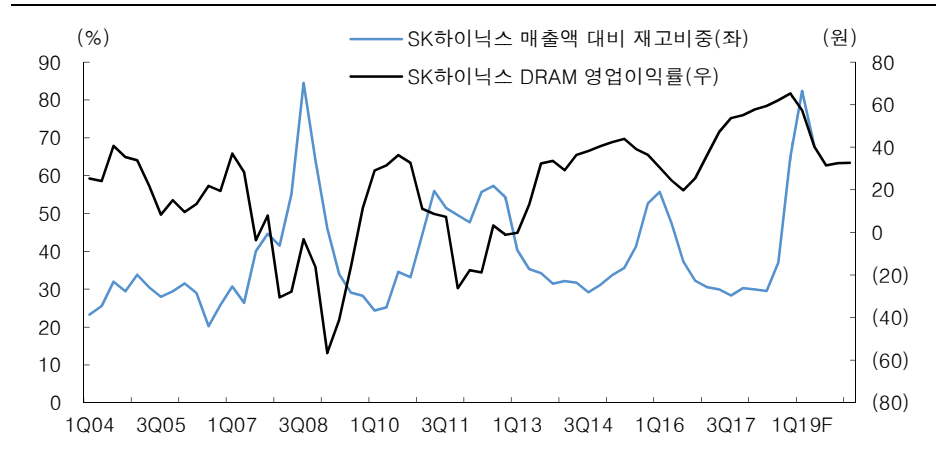
## II. 디램 - 재고 고점 통과

### 재고가 고점을 지나고 있다

1Q19 재고증가 우려만큼  
높지 않았다

지난 2018년말 삼성전자 반도체부문과 SK하이닉스의 재고금액은 전분기대비 각각 22%, 20% 증가했다. 메모리가격이 하락을 본격화했음에도 생산물량에 비해 출하가 부족해지면서 재고물량이 크게 증가했기 때문이다. 1분기에도 매출액 대비 재고 비중은 더 높아지겠지만 2분기부터는 하락 반전할 수 있을 것이다. 역사적으로 매출액 대비 재고비중과 메모리가격 또는 메모리사업의 수익성과는 일정 시차를 두고 역의 상관관계가 있음을 확인할 수 있다. 매출액 대비 재고비중이 하락하기 시작하는 2분기부터 주가의 본격적인 상승이 나타날 것이다.

[그림 7] SK하이닉스 매출액 대비 재고 비중 vs. 디램 영업이익률 추이 및 전망

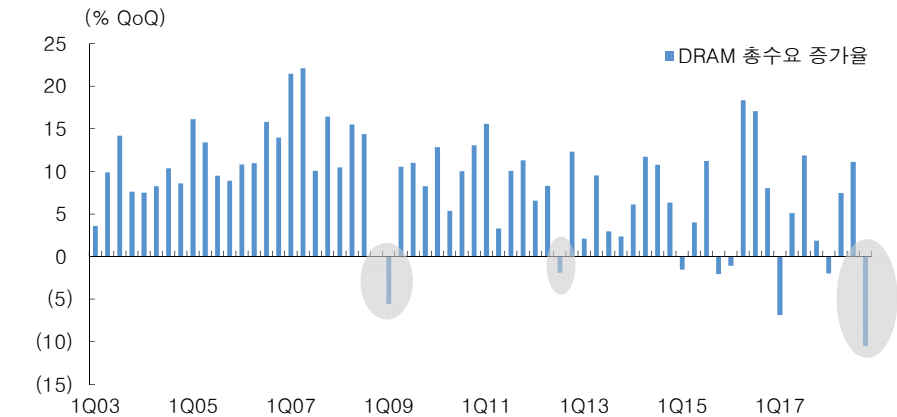


자료: SK하이닉스, 한국투자증권

수요는 4Q18 매크로 충격  
이후 회복 중

지난 4분기 전세계 디램수요는 전년대비 5% 증가했고 전분기대비 11% 감소했다. 지난 2015년 4분기 하락사이클에서 디램수요가 전분기대비 2% 감소한 후 3년 만에 4분기 디램수요가 전분기대비 감소했다. 감소폭으로는 데이터가 제공되는 기간 중 가장 크고 디램수요 증가율이 낮아지고 있다는 점을 고려해도 감소폭이 크다. 이유는 미중 무역분쟁 등으로 인한 매크로 우려의 영향이 가장 크다. 과거에도 이러한 매크로 충격은 확인할 수 있는데 2008년 4분기 금융위기, 2012년 3분기 유럽재정위기 고조 등으로 일시적으로 디램수요가 크게 위축됐던 경험 있다. 하지만, 일시적으로 위축됐던 수요는 이후 정상적인 수준으로 회복되면서 수급도 개선됐다.

[그림 8] DRAM산업 총수요 증가율 추이

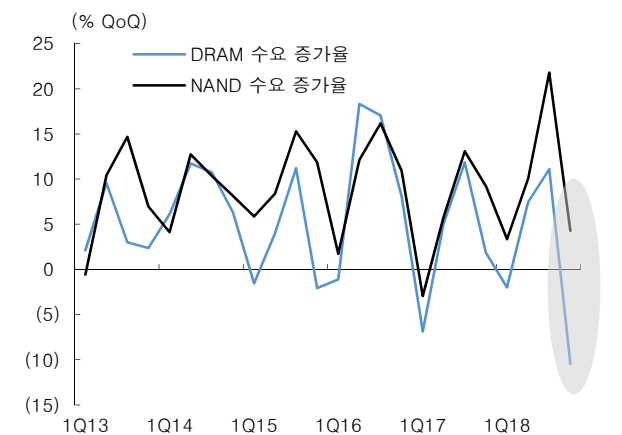


자료: 한국투자증권

매크로 충격은 business application에 더 크게 나타나

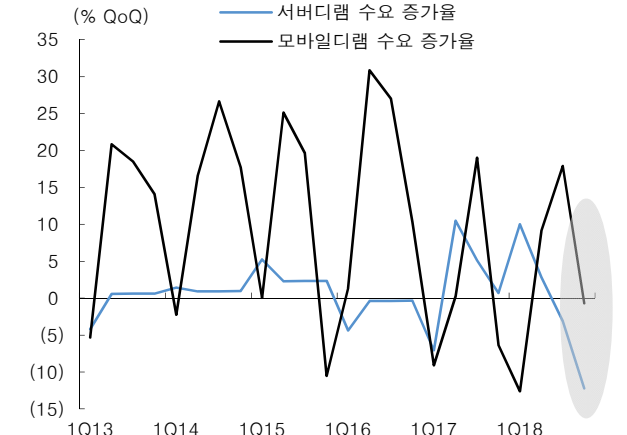
지난 4분기 매크로 충격의 영향은 컨슈머 application보다는 business application에 더 크게 나타났다. Business application 비중이 상대적으로 높은 디램이 낸드보다 더 크게 나타났다, 디램 application 중에서도 서버디램 수요가 모바일디램 수요보다 더 크게 영향을 받은 것으로 나타났다. 디램과 낸드를 비교해 보면 지난 4분기 디램 수요는 전분기대비 11% 감소해 전에 없던 부진한 수요를 보인 반면 낸드 수요는 5% 증가해 충격이 크게 두드러지지 않았다. 디램 중에서 서버디램의 수요는 전분기대비 33%, 전년대비 13% 감소한 반면 스마트폰용 모바일디램은 전분기대비 1% 감소, 전년대비는 12% 증가했고 채용량 증가율도 flat으로 과거 4분기 계절정보보다 오히려 더 나은 모습을 보였다. 매크로 충격에 business 영역이 더 민감하게 반응을 해 재고를 줄이는 모습이 나타난 것으로 볼 수 있고, 향후 수요는 실제 수요 수준으로 회복할 것으로 예상할 수 있다.

[그림 9] 디램, 낸드 수요 증가율 추이



자료: 한국투자증권

[그림 10] 서버디램, 모바일디램 수요 증가율 추이

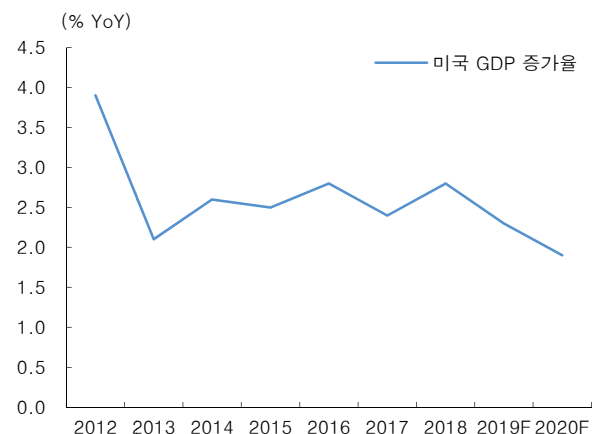


자료: 한국투자증권

**2012년 매크로 충격 후  
2013년 회복 시나리오와  
유사**

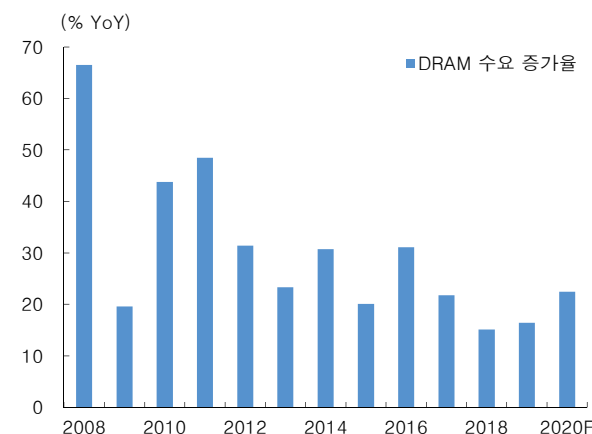
지난 4분기 매크로 충격 이후의 디램수급 상황은 2012년 3분기 이후의 상황과 좀 더 유사할 전망이다. 매크로 전망이 회복되고 있지만 당분간 매크로 환경은 우호적이지 않을 것이라는 점이 2013년 환경과 유사하기 때문이다. 2012년 하반기 매크로 충격 후 나타났던 메모리산업의 가장 큰 특징은 설비투자의 축소이다. 2012년 메모리산업의 설비투자 규모는 전년대비 33% 감소했다. 2019년 메모리산업 설비투자는 전년대비 6% 감소하지만 장비설비투자는 20~30% 줄어든다. 2013년 디램 출하 증가율이 23%로 전년의 31% 대비 둔화됐음에도 디램가격이 회복할 수 있었던 이유는 설비투자 감소로 인한 공급조절이 있었기 때문이다. 2019년 디램 수요증가율이 16%로 전년의 매크로 충격이 있던 2018년 15% 대비 크게 회복하기는 어렵지만 2020년 수요 증가율이 22%로 높아지고 공급업체의 설비투자 축소 효과가 나타나면서 수급은 회복할 것이다.

**[그림 11] 미국 GDP 증가율 추이 및 전망**



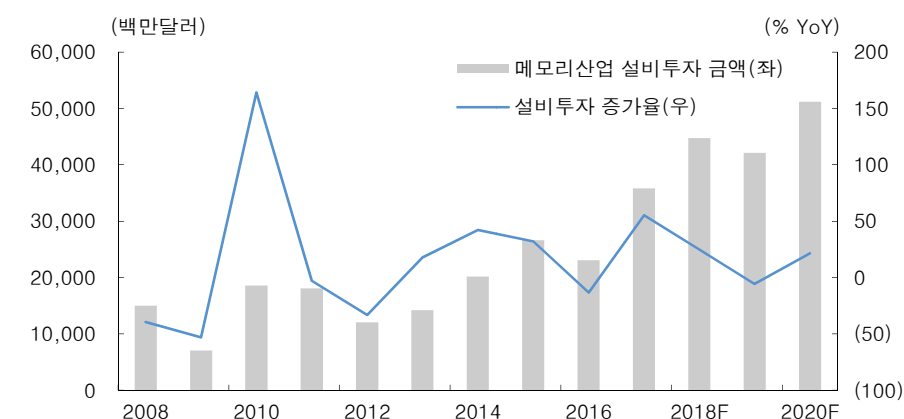
자료: Bloomberg, 한국투자증권

**[그림 12] 디램 수요 증가율 추이 및 전망**



자료: 한국투자증권

**[그림 13] 메모리산업 설비투자 및 증가율 추이 및 전망**



자료: 한국투자증권

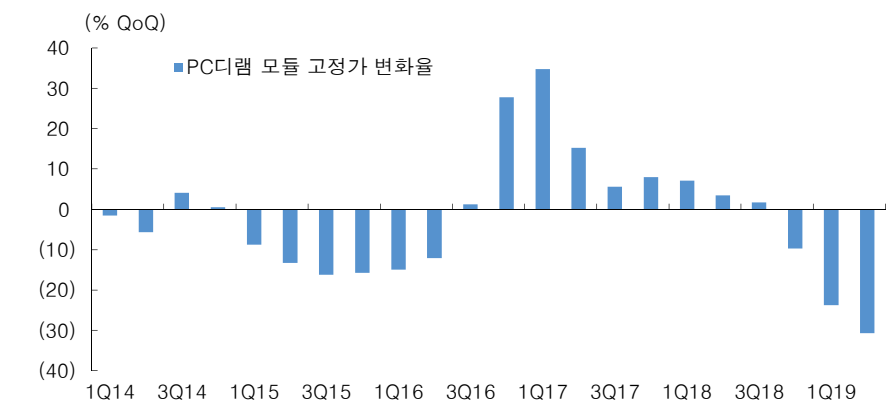


## 가파른 가격하락으로 수요 회복도 빨라진다

디램가격 고점 대비 44%  
하락으로 구매자들의 구매력  
회복

디램가격(PC디램 고정가격 기준)은 지난 2018년 10월 고점 대비 지난 3월말까지 44% 하락했다. 2분기에도 20% 추가 하락할 경우 누적으로 8개월간 55% 하락하는 셈이다. 지난 2015~2016년 하락사이클 기간 PC디램 고정가격은 고점 대비 59% 하락했다. 가격하락 기간은 19개월이었다. 이번 2분기에 PC디램가격이 20% 하락할 경우 지난 하락사이클 대비 훨씬 짧은 기간에 비슷한 가격이 하락하는 셈이다. 짧지만 가파르게 가격이 하락하면서 디램 구매자들의 구매력이 회복하는데 필요한 시간도 짧아질 것이다. 2019년 하반기~2020년 디램가격 하락에 따른 수요회복은 점진적으로 나타날 것이다.

[그림 14] PC디램 고정가격 기준 변화율 추이



자료: TrendForce, 한국투자증권

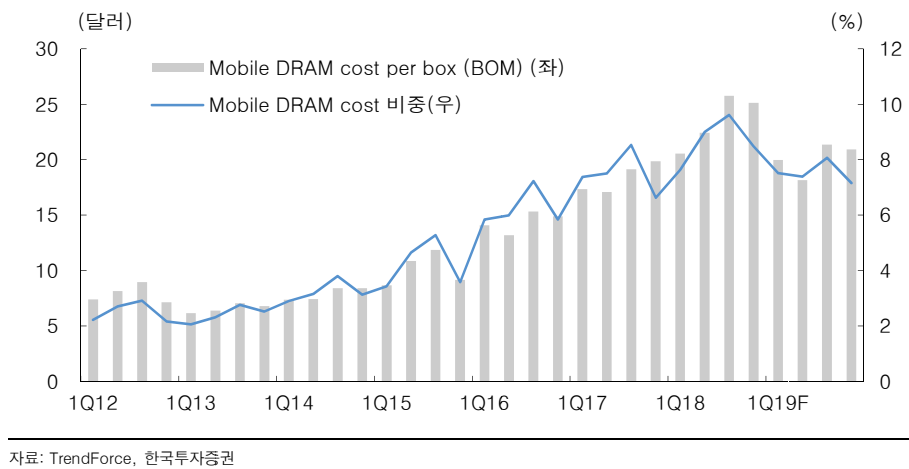
모바일디램 수요 2019년  
21%, 2020년 30% 증가

디램가격 하락에 따라 모바일디램 수요가 점차 회복할 것이다. 2018년 모바일디램 수요는 5% 증가에 그쳤다. 채용량은 13% 증가했지만 스마트폰 수요가 6% 감소하면서 전체 모바일디램 수요는 5% 증가에 그쳤다. 가격이 하락하면서 채용량이 점차 회복할 전망이다. 스마트폰 평균가격 대비 디램의 원가비중은 지난 2018년 2분기 22%로 가장 높았고 1분기에는 20%까지 낮아졌다. 2분기에는 가격하락으로 디램 원가비중이 18%까지 낮아져 2017년 3분기 수준까지 낮아질 전망이다. 원가비중이 낮아지면서 스마트폰 업체의 채용량 증가로 인한 원가부담도 낮아져 2020년 5G 모델 출시로 인한 채용량 증가도 기대할 수 있을 것이다. 모바일디램 수요는 2019년 21%, 2020년 30% 증가할 전망이다.

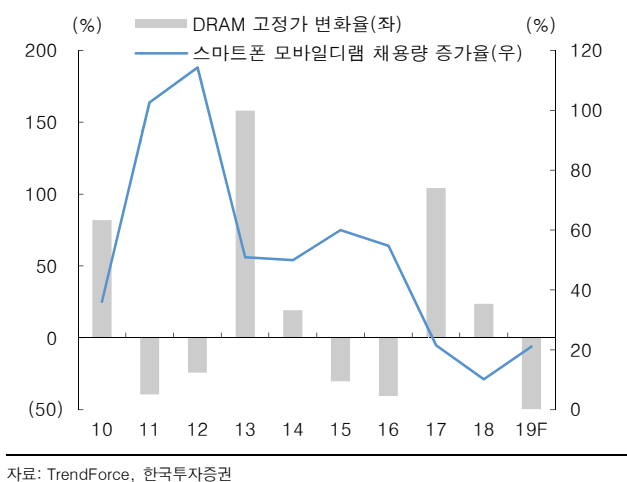
2020년 5G 모델 출시로  
인한 교체수요 증가로  
채용량 증가를 회복

전세계 통신사업자들의 5G망 설비투자가 2018년 시작돼 2022년까지 연평균 98%씩 투자규모가 증가할 전망이다. 같은 기간 5G 스마트폰의 출시와 판매도 증가해 2019년 9백만대에서 2020년 65백만대로 570% 증가할 전망이다(가트너 추정치). 통신기술의 변화가 반드시 디램 채용량의 증가로 이어진다고 보기는 어렵지만 5G 통신기술에 기반한 새로운 application과 하드웨어 업그레이드 등 많은 디램을 필요로 할 것이다. 디램가격이 본격적으로 하락하기 시작한 2019년 보다는 충분히 하락한 2020년 5G 스마트폰 모델 출시와 더불어 디램 채용량은 더 크게 증가할 것이다.

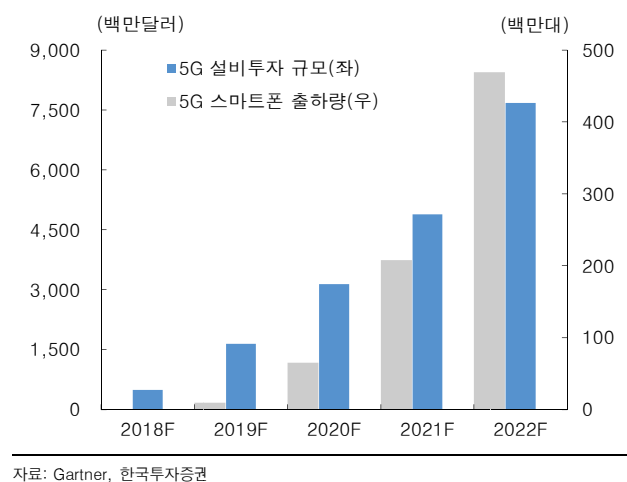
[그림 15] 스마트폰 모바일디램 원가, 원가 비중 추이 및 전망



[그림 16] 디램 고정가 변화율 vs. 스마트폰 모바일디램 채용량 증가율



[그림 17] 전세계 5G 네트워크 설비투자 규모 및 5G 스마트폰 출하량 전망



## Hyperscaler의 서버디램 구매여력 높아지는 중

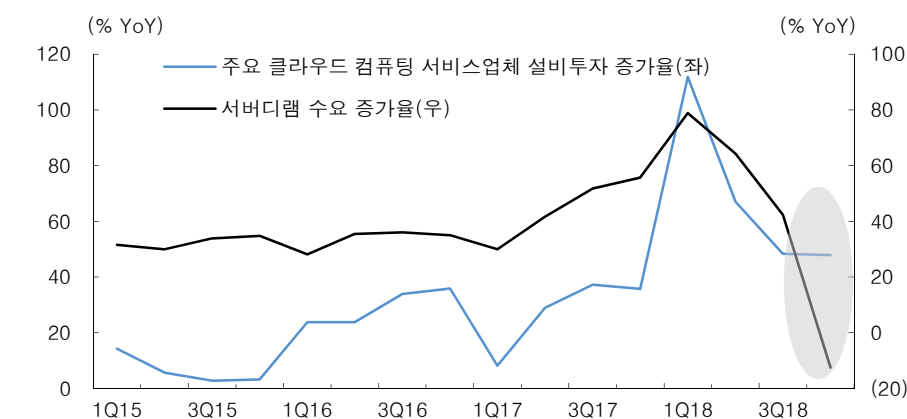
2019년 서버디램  
수요 증가율 15%로  
상향 조정

2019년 상반기 서버디램 가격하락폭이 확대되면서 hyperscaler의 서버디램 구매가 당초 계획 대비 증가할 여지가 높아지고 있다. 이를 반영해 서버디램 수요 증가율을 당초 7%에서 15%로 상향한다. Hyperscaler의 서버디램 수요는 타 application 대비 가격에 대한 수요민감도가 낮다. 2018년 디램가격 상승 기간에 서버디램 수요가 강세를 보인 이유도 가격보다는 hyperscaler의 설비투자 계획에 따른 구매가 지속됐기 때문이다. 그런데 2019년 주요 hyperscaler의 설비투자 증가율은 전년 52% 대비 크게 둔화될 전망이다. 하지만 가격하락폭 확대에 따라 같은 설비투자 규모 내에서 구매량을 증가시킬 가능성은 점차 높아지고 있어 언제든 예상보다 더 많은 서버디램 구매로 이어질 수 있다.

## 4Q18 매크로 충격에서 벗어나는 중

게다가 지난 4분기 서버디램의 전년대비 수요 증가율은 -13%로 2009년 3분기 이후 10년 만에 처음으로 역성장했다. 그만큼 외부 매크로 충격이 심하게 작용했다고 할 수 있다. PC, 스마트폰과 달리 최종 수요자가 기업인 점도 매크로의 충격이 더 강하게 작용한 요인일 것이다. 하지만 매크로 충격에서 벗어나면 기업들의 설비투자 심리가 회복되면서 서버디램 수요회복으로 이어질 것이다.

[그림 18] 주요 hyperscaler 설비투자 증가율 vs. 서버디램 수요 증가율

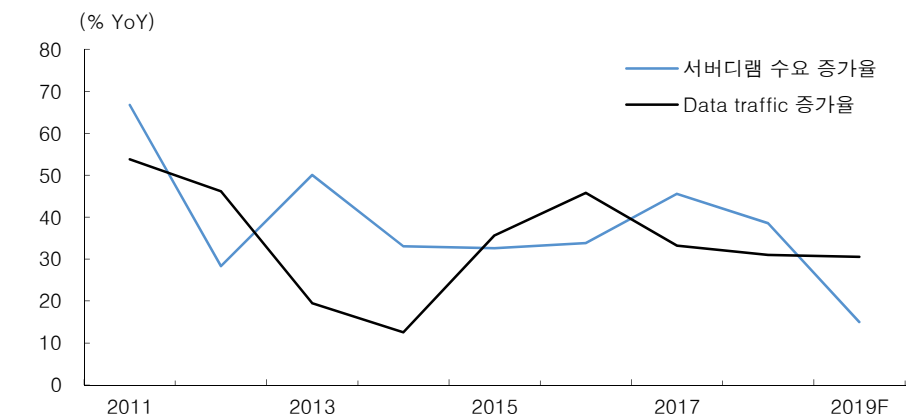


자료: Bloomberg, 한국투자증권

## 2017~2018년 과잉투자 영향으로 인한 가동률 저하에서도 서서히 벗어날 듯

2017년, 2018년 각각 46%, 39%의 높은 증가율을 보였던 서버디램 수요는 2019년 15%로 성장이 둔화될 전망이다. 2019년 과잉투자로 인한 데이터센터의 가동률 저하로 서버디램에 대한 설비투자가 둔화될 수밖에 없는 시기이다. 다만 과거 경험에 비추어보면 대략 1년이 지나면서부터 가동률 회복으로 인한 서버디램 수요가 발생할 가능성이 높다. 시기적으로 서버디램 수요부진이 나타날 시기는 2018년 4분기~2019년 3분기의 1년으로 예상하고 4분기부터는 수요회복이 나타날 전망이다.

[그림 19] 데이터센터 데이터트래픽 증가율 vs. 서버디램 수요 증가율



자료: CISCO, 한국투자증권

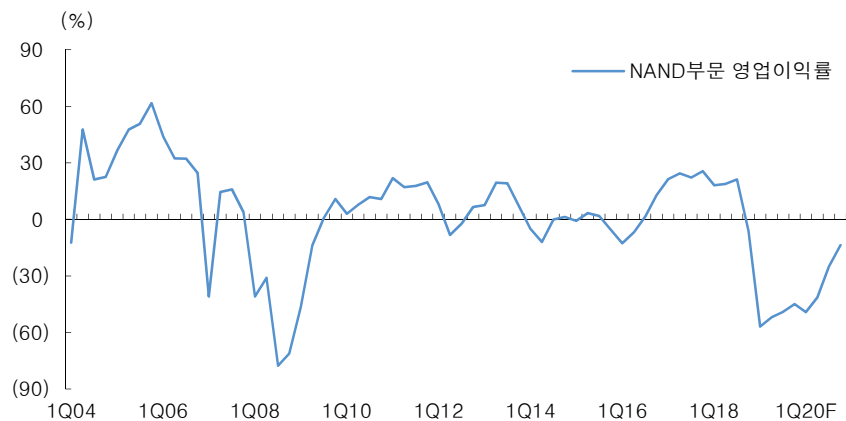
### III. 낸드 - 공급조절로 수급 개선

#### 모든 공급업체 가동률 조절 시작

##### SK하이닉스 가동률 조절

1분기 SK하이닉스의 낸드사업 영업이익률은 -57%로 전분기대비 크게 악화될 것이다. 매출액 감소로 고정비부담 증가, 가격하락에 따른 재고평가손 발생, 72단 생산초기비용 등이 원인이다. 2분기에도 가격이 12% 하락하면서 수익성은 소폭 더 악화될 전망이다. 수익성 악화폭이 예상보다 확대되고 매출총이익률이 적자전환되면서 가동률 조절에 나선 것으로 파악된다. SK하이닉스를 포함해 산업 전체의 재고가 크게 높아졌다는 점도 가동률 조절에 나선 또 다른 배경이다.

[그림 20] SK하이닉스 낸드사업 영업이익률 추이 및 전망

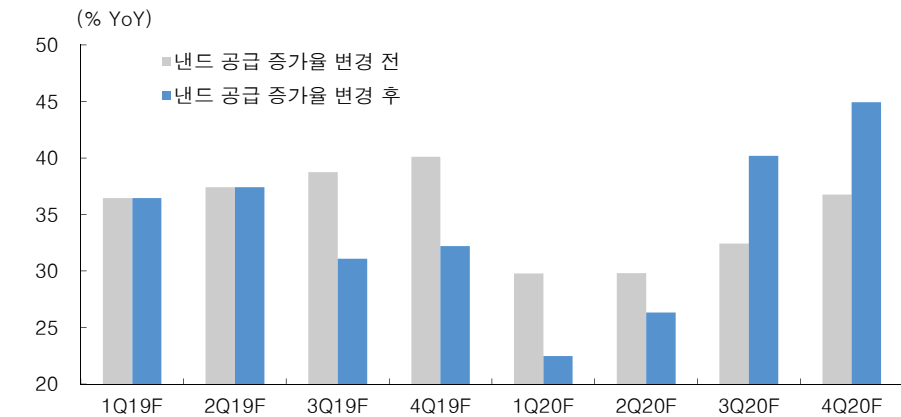


자료: SK하이닉스, 한국투자증권

##### 삼성전자도 가동률 조절 시작

낸드가격 하락폭이 확대되고 공급업체의 수익성이 크게 악화되면서 모든 낸드 공급업체가 가동률 조절에 나서고 있다. 공식적으로 가동률 조절을 언급한 도시바, 마이크론테크놀로지 외에 국내 낸드 공급업체도 가동률 조절에 나선 것으로 파악된다. 낸드업체들의 가동률 조절 효과는 하반기에 가시화될 것이다. 우리는 2019년 하반기 낸드산업의 공급 증가율을 32%로 기존 40%에서 하향조정하고 수급이 개선될 것으로 전망한다.

[그림 21] 낸드산업 공급 증가율 전망치 변경전 vs. 변경후

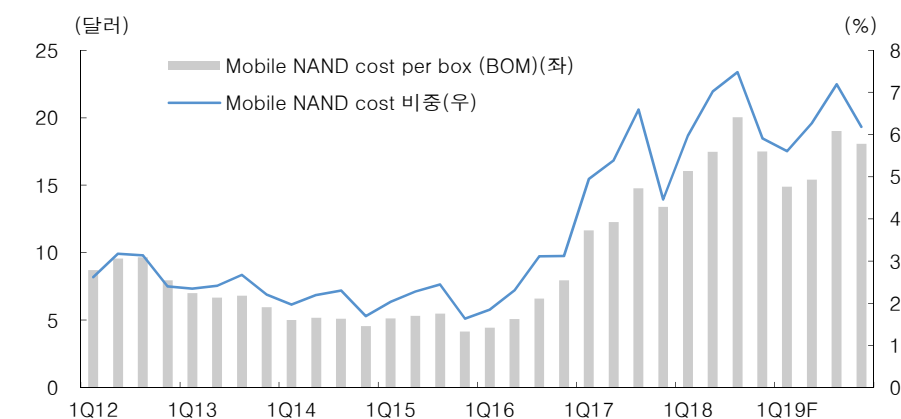


자료: 한국투자증권

**낸드가격은 고점 대비 59% 하락해 하반기부터 수요회복**

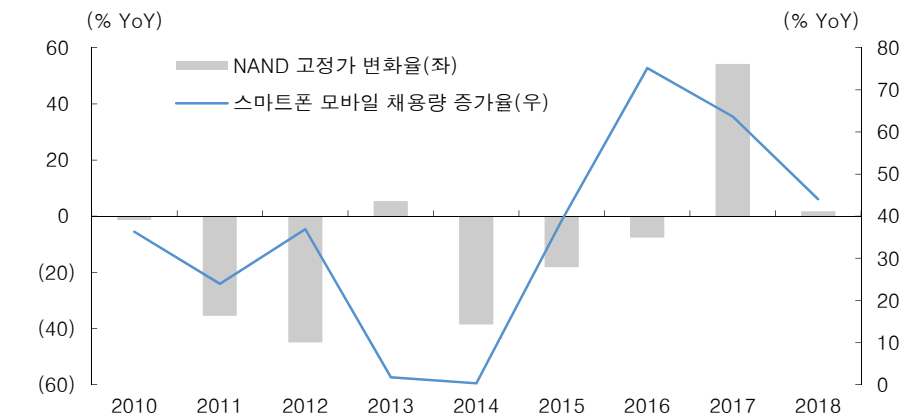
디램보다 먼저 하락하기 시작한 낸드 가격은 이미 고점 대비 54% 하락했고 2분기에 추가 하락할 경우 고점 대비 59% 가까이 하락할 전망이다. 가격하락으로 낸드 수요는 하반기부터 회복할 가능성이 높다. Application으로 보면 우선 모바일용 낸드 수요가 먼저 회복하고, PC용 client SSD의 채용량 증가를 기대할 수 있다. 이미 지난 3월에 출시해 판매되기 시작한 갤럭시 S10의 경우도 가장 많이 팔리는 모델의 낸드 용량이 128GB로 전작인 갤럭시 S9의 64GB 모델 대비 2배 많아졌다. 2016년 하반기~2018년 상반기 동안의 낸드 가격상승으로 모바일용 낸드 수요 증가율은 2018년 34%로 낮아졌다. 하지만 가격하락폭이 확대되면서 2019년에는 47%, 2020년에는 49%로 수요 증가율이 회복될 것이다.

[그림 22] 스마트폰 모바일낸드 원가, 원가 비중 추이 및 전망



자료: TrendForce, 한국투자증권

[그림 23] 낸드 고정가 변화율 vs. 스마트폰 모바일낸드 채용량 증가율



자료: TrendForce, 한국투자증권

<표 1> 삼성전자 갤럭시 S10과 S9 가격과 낸드 저장용량

(단위: GB, 원)

	S10		S10+			S9	S9+	
낸드 저장용량	128	512	128	512	1024	64	64	256
가격	1,056,000	1,298,000	1,155,000	1,397,000	1,749,000	957,000	1,056,000	1,155,000

자료: 삼성전자, 한국투자증권

<표 2> 화웨이 P30과 P20 가격과 낸드 저장용량

(단위: GB, 유로)

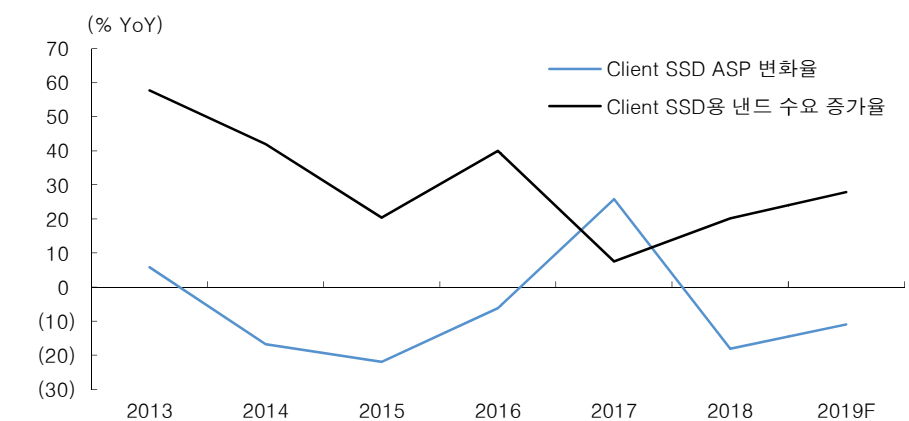
	P30	P30 Pro			P20	P20 pro
낸드 저장용량	128	128	256	512	64	128
가격	799	999	1,099	1,249	650	900

자료: 화웨이, 한국투자증권

## PC용 SSD 낸드 수요 회복 중

모바일용 낸드 외에 PC용 SSD수요도 가격하락에 따른 수요회복이 나타날 전망이다. 2018년 PC용 SSD 낸드수요는 20% 증가해 가격하락에 따른 수요회복이 나타나기 시작했다. 2019년 상반기 가격하락에 따른 채용량 및 수요증가율 회복이 지속될 것이다.

[그림 24] 낸드 ASP 변화율 vs. Client SSD용 낸드 수요 증가율 추이 및 전망



자료: Gartner, 한국투자증권

## IV. 설비투자는 2020년 회복

### 업황 회복 확인 후 설비투자 증가

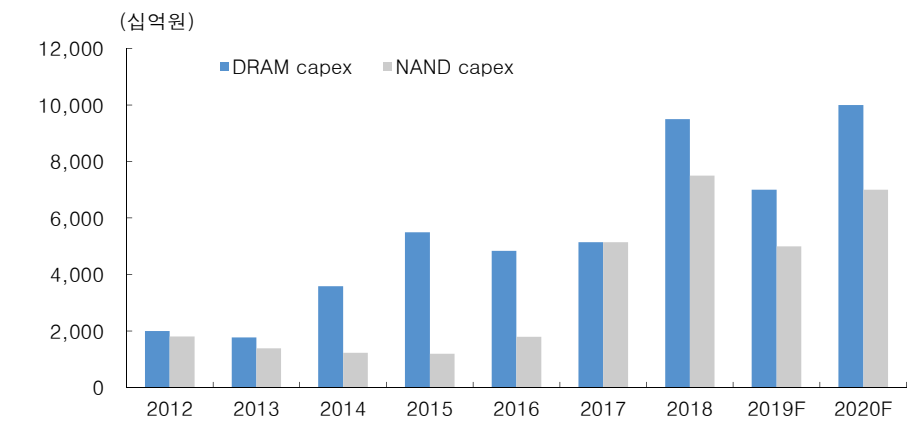
SK하이닉스가 설비투자를  
증가시키기는 어려워

하반기 업황이 회복 조짐을 보인다고 하더라도 SK하이닉스가 설비투자를 다시 증가추세로 전환하기는 어려운 상황이다. 2019년 SK하이닉스의 추정 영업이익은 4.5조원, EBITDA는 12.1조원으로 설비투자 12조원과 비슷한 규모이다. 배당 지급액까지 고려하면 올해 하반기까지 설비투자 계획을 상향 조정할 가능성은 낮다. SK하이닉스의 2019년 설비투자 규모는 12조원으로 전년대비 29% 감소할 전망이다. 디램은 7조원, 낸드는 5조원으로 전년대비 각각 26%, 33% 감소하고 건설투자를 제외한 장비설비투자 규모는 각각 18%, 67% 감소할 것이다.

2020년 설비투자 회복

업황이 회복되고 이익이 증가하면서 2020년 설비투자 규모는 17조원으로 42% 증가할 것이다. 디램보다는 낸드 설비투자 규모 회복이 더 뚜렷할 전망이다. 디램 사업은 2019년에도 공정전환을 위한 설비투자를 꾸준히 지속하고 있어 전년대비 장비설비투자 감소폭이 상대적으로 적은 반면 낸드는 산업의 공급과잉이 심해 설비투자 감소폭이 컸기 때문이다.

[그림 25] SK하이닉스 디램, 낸드 설비투자 추이 및 전망



자료: SK하이닉스, 한국투자증권

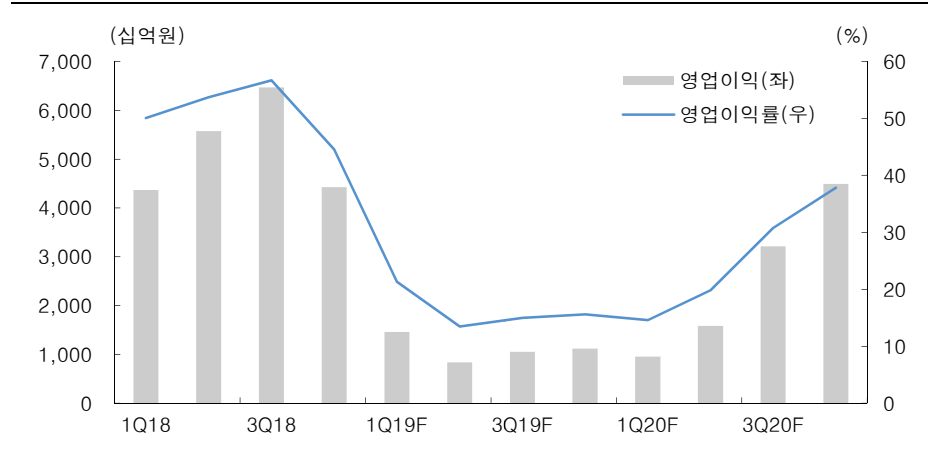
## V. 실적은 3분기부터 회복

### 2Q19가 실적 저점

영업이익률 2분기 저점으로  
회복

메모리 수급 회복으로 3분기부터 실적이 회복할 것이다. 디램은 3분기부터 재고 감소가 뚜렷이 나타나면서 가격하락폭이 줄어들 것이고 낸드는 공급조절 효과로 수급개선이 나타날 전망이다. 디램과 낸드 가격하락폭 축소로 SK하이닉스의 영업이익률은 2분기 13%를 저점으로 3분기 15%, 4분기 16%로 서서히 회복할 것이다. 2020년 실적은 매출액 36.9조원, 영업이익 10조원으로 전년대비 각각 35%, 129% 증가할 전망이다. 가격하락에 따른 수요회복과 5G 수요 확대에 의한 메모리수요 증가도 기대할 수 있어 메모리업황의 회복세는 시간이 지날수록 뚜렷해질 것이다.

[그림 26] SK하이닉스 분기별 영업이익 추이 및 전망



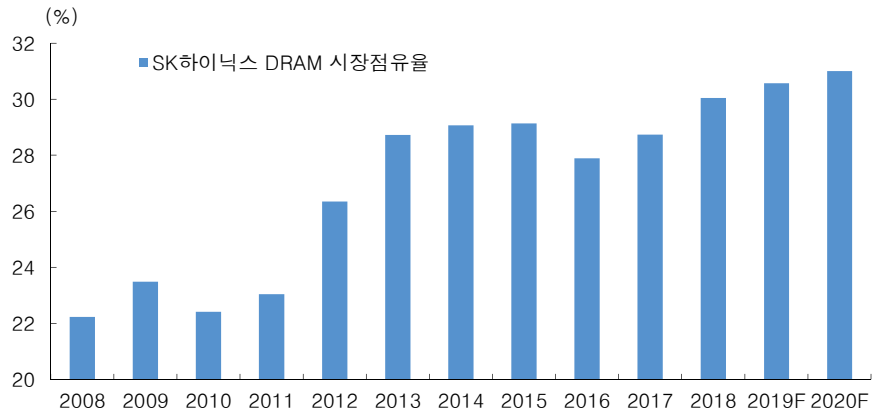
자료: SK하이닉스, 한국투자증권

2019년 디램 bit growth  
18%로 상향

2019년 디램 bit growth 전망을 14%에서 18%로 상향한다. 서버디램 수요전망 상향과 삼성전자 서버디램 불량 이슈로 인한 반사이익이 있을 것으로 가정해 당초 예상보다 디램 bit growth가 높아질 것으로 전망한다. 삼성전자 서버디램 불량 이슈가 어떻게 전개될 지는 여전히 불확실하다. 하지만 hyperscaler에게 삼성전자 서버디램에 대한 제품 신뢰도에는 어느 정도 영향을 줄 수밖에 없고 이러한 변화는 향후 SK하이닉스의 서버디램에서의 점유율 상승으로 이어질 수 있다.



[그림 27] SK하이닉스 디램 시장점유율 추이 및 전망



자료: 한국투자증권

#### 낸드 수익성은 1분기 저점으로 회복

낸드 수익성은 디램보다 빠르게 1분기를 저점으로 회복할 전망이다. 가격하락폭이 줄어들고 가격하락으로 인한 수요회복이 디램보다 먼저 나타나면서 SK하이닉스의 2분기 낸드사업 매출액은 전분기대비 소폭 증가할 전망이다. 매출액 감소가 멈추면서 고정비부담 증가도 완화되고 공정전환으로 인한 원가절감효과도 나타나 수익성 개선이 이루어질 것이다. 하반기에는 가격하락폭이 줄어들고 원가절감이 지속되면서 수익성 개선이 뚜렷해 질 전망이다.

〈표 3〉 SK하이닉스 실적추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	1H19F			2H19F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	13,046	12,159	7.3	14,216	13,639	4.2	27,262	25,799	5.7
DRAM	10,131	9,401	7.8	10,890	10,672	2.0	21,021	20,073	4.7
NAND	2,514	2,358	6.6	2,982	2,623	13.7	5,496	4,981	10.3
영업이익	2,293	2,215	3.5	2,173	1,966	10.5	4,467	4,181	6.8
DRAM	3,660	3,496	4.7	3,555	3,352	6.1	7,216	6,848	5.4
NAND	(1,369)	(1,283)	NM	(1,401)	(1,404)	NM	(2,770)	(2,687)	NM
영업이익률	17.6	19.9	(2.4)	15.3	19.9	(4.7)	16.4	16.2	0.2
DRAM	36.1	39.5	(3.3)	32.6	39.5	(6.8)	34.3	34.1	0.2
NAND	(54.4)	(56.9)	2.5	(47.0)	(56.9)	9.9	(50.4)	(54.0)	3.6
당기순이익	1,645	1,588	3.6	1,557	1,406	10.7	3,202	2,994	7.0
순이익률	12.6	14.3	(1.7)	11.0	14.3	(3.4)	11.7	11.6	0.1

주: IFRS 연결기준

자료: SK하이닉스, 한국투자증권

〈표 4〉 SK하이닉스 분기실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>8,720</b>	<b>10,371</b>	<b>11,417</b>	<b>9,938</b>	<b>6,834</b>	<b>6,212</b>	<b>7,038</b>	<b>7,178</b>	<b>40,445</b>	<b>27,262</b>	<b>36,856</b>
DRAM	6,889	8,296	9,134	8,050	5,405	4,726	5,347	5,543	32,368	21,021	28,003
NAND	1,657	1,867	2,055	1,789	1,246	1,268	1,451	1,531	7,367	5,496	8,071
<b>영업이익</b>	<b>4,367</b>	<b>5,574</b>	<b>6,472</b>	<b>4,430</b>	<b>1,457</b>	<b>836</b>	<b>1,054</b>	<b>1,119</b>	<b>20,843</b>	<b>4,467</b>	<b>10,244</b>
DRAM	4,093	5,153	5,957	4,617	2,176	1,485	1,742	1,813	19,819	7,216	12,597
NAND	301	351	435	(111)	(709)	(659)	(712)	(689)	976	(2,770)	(2,353)
<b>영업이익률</b>	<b>50.1</b>	<b>53.7</b>	<b>56.7</b>	<b>44.6</b>	<b>21.3</b>	<b>13.5</b>	<b>15.0</b>	<b>15.6</b>	<b>51.5</b>	<b>16.4</b>	<b>27.8</b>
DRAM	59.4	62.1	65.2	57.4	40.3	31.4	32.6	32.7	61.2	34.3	45.0
NAND	18.2	18.8	21.1	(6.2)	(56.9)	(52.0)	(49.1)	(45.0)	13.2	(50.4)	(29.2)
<b>당기순이익</b>	<b>3,121</b>	<b>4,329</b>	<b>4,692</b>	<b>3,398</b>	<b>1,049</b>	<b>596</b>	<b>755</b>	<b>802</b>	<b>15,540</b>	<b>3,202</b>	<b>7,419</b>
순이익률	35.8	41.7	41.1	34.2	15.4	9.6	10.7	11.2	38.4	11.7	20.1
<b>주요 가정</b>											
<b>DRAM 출하량(1Gb eq., 백만개)</b>	<b>6,981</b>	<b>8,098</b>	<b>8,503</b>	<b>8,333</b>	<b>7,597</b>	<b>8,530</b>	<b>10,596</b>	<b>11,078</b>	<b>31,915</b>	<b>37,801</b>	<b>46,942</b>
출하량 변화율	(5.0)	16.0	5.0	(2.0)	(8.8)	12.3	24.2	4.5	20.3	18.4	24.2
<b>DRAM ASP(달러)</b>	<b>0.97</b>	<b>1.00</b>	<b>0.99</b>	<b>0.88</b>	<b>0.65</b>	<b>0.52</b>	<b>0.48</b>	<b>0.48</b>	<b>0.92</b>	<b>0.51</b>	<b>0.55</b>
ASP 변화율	8.7	4.0	(1.7)	(11.1)	(26.5)	(18.9)	(8.5)	(0.4)	19.7	(44.8)	8.3
<b>NAND 출하량(8Gb eq., 백만개)</b>	<b>4,947</b>	<b>5,867</b>	<b>6,989</b>	<b>7,694</b>	<b>7,287</b>	<b>8,733</b>	<b>10,617</b>	<b>11,303</b>	<b>25,497</b>	<b>37,939</b>	<b>59,350</b>
출하량 변화율	(9.2)	18.6	19.1	10.1	(5.3)	19.8	21.6	6.5	37.3	48.8	56.4
<b>NAND ASP(달러)</b>	<b>0.33</b>	<b>0.30</b>	<b>0.27</b>	<b>0.21</b>	<b>0.15</b>	<b>0.13</b>	<b>0.13</b>	<b>0.13</b>	<b>0.26</b>	<b>0.13</b>	<b>0.13</b>
ASP 변화율	(1.9)	(9.8)	(10.0)	(21.0)	(28.0)	(12.0)	(5.0)	0.0	(17.6)	(49.5)	(5.4)

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	16,760	23,396	27,762
현금성자산	2,950	2,349	1,636	2,580	2,838
매출채권및기타채권	5,588	6,334	4,089	5,528	6,081
재고자산	2,640	4,423	2,726	4,054	4,460
비유동자산	28,108	43,764	45,939	51,791	60,063
투자자산	414	4,916	3,314	2,355	4,618
유형자산	24,063	34,953	40,000	45,886	51,541
무형자산	2,247	2,679	1,806	2,441	2,685
자산총계	45,418	63,658	62,699	75,187	87,825
유동부채	8,116	13,032	9,728	15,936	16,816
매입채무및기타채무	4,864	6,709	4,522	6,113	6,725
단기차입금및단기사채	193	586	979	979	479
유동성장기부채	581	1,029	1,476	1,476	976
비유동부채	3,481	3,774	4,010	4,305	4,585
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	13,738	20,241	21,401
지배주주지분	33,815	46,846	48,955	54,939	66,418
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	44,210	50,261	61,808
비지배주주지분	6	7	7	7	6
자본총계	33,821	46,852	48,961	54,946	66,424

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	14,691	22,227	12,950	18,309	24,235
당기순이익	10,642	15,540	3,202	7,419	13,598
유형자산감가상각비	4,619	5,904	6,821	7,982	9,214
무형자산상각비	407	524	384	519	571
자산부채변동	(3,190)	(1,997)	2,021	1,822	300
기타	2,213	2,256	522	567	552
투자활동현금흐름	(11,919)	(21,429)	(13,749)	(16,267)	(21,195)
유형자산투자	(9,128)	(16,036)	(12,000)	(14,000)	(15,000)
유형자산매각	245	132	132	132	132
투자자산순증	(2,234)	(579)	987	344	(2,874)
무형자산순증	(782)	(931)	489	(1,155)	(815)
기타	(20)	(4,015)	(3,357)	(1,588)	(2,638)
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)	(714)	944	258

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

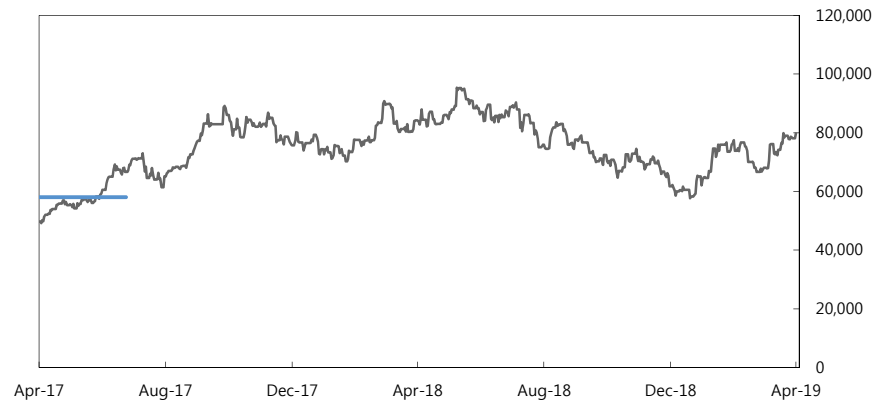
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	30,109	40,445	27,262	36,856	40,542
매출원가	12,702	15,181	19,293	22,648	17,433
매출총이익	17,408	25,264	7,969	14,208	23,109
판매관리비	3,686	4,420	3,503	3,965	4,431
영업이익	13,721	20,844	4,467	10,244	18,678
금융수익	996	1,692	1,676	1,705	1,734
이자수익	54	62	47	76	104
금융비용	1,250	1,142	1,164	1,178	1,174
이자비용	124	95	117	131	126
기타영업외손익	(41)	(66)	(44)	(60)	(66)
관계기업관련손익	12	13	(548)	(547)	(545)
세전계속사업이익	13,440	21,341	4,387	10,164	18,627
법인세비용	2,797	5,801	1,184	2,744	5,029
연결당기순이익	10,642	15,540	3,202	7,419	13,598
지배주주지분순이익	10,642	15,540	3,202	7,420	13,598
기타포괄이익	(422)	(67)	(67)	(67)	(67)
총포괄이익	10,220	15,473	3,135	7,352	13,531
지배주주지분포괄이익	10,221	15,472	3,135	7,352	13,531
EBITDA	18,748	27,272	11,672	18,745	28,463

## 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	15,073	22,255	4,682	10,847	19,880
BPS	47,510	67,794	70,691	78,911	94,679
DPS	1,000	1,500	1,500	2,000	3,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	75.1	34.3	(32.6)	35.2	10.0
영업이익증가율	318.7	51.9	(78.6)	129.3	82.3
순이익증가율	260.3	46.0	(79.4)	131.7	83.3
EPS증가율	260.3	47.6	(79.0)	131.7	83.3
EBITDA증가율	142.4	45.5	(57.2)	60.6	51.8
수익성(%)					
영업이익률	45.6	51.5	16.4	27.8	46.1
순이익률	35.3	38.4	11.7	20.1	33.5
EBITDA Margin	62.3	67.4	42.8	50.9	70.2
ROA	27.4	28.5	5.1	10.8	16.7
ROE	36.8	38.5	6.7	14.3	22.4
배당수익률	1.3	2.5	1.9	2.5	3.8
배당성향	6.6	6.6	32.0	18.4	15.1
안정성					
순차입금(십억원)	(4,386)	2,404	668	(1,446)	(5,013)
차입금/자본총계비율(%)	12.3	11.3	13.1	12.1	8.9
Valuation(X)					
PER	5.1	2.7	17.0	7.3	4.0
PBR	1.6	0.9	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	2.7	1.6	4.8	2.9	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	-	-	-
	2019.04.16	매수	100,000원	-	-



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2019년 4월 15일 현재 SK하이닉스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	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.