

# SK하이닉스(000660)

## 가격상승 부담이 수요둔화로 이어지고 있다

아이폰X 수요둔화로 스마트폰 부품스펙 업그레이드 제동 걸릴 듯  
메모리 채용량 증가추세도 둔화 중이고 가격모멘텀도 둔화 전망  
서버 application의 메모리 수요강세만 지속

### Facts : 아이폰X 수요둔화로 스마트폰 스펙 업그레이드 제동

아이폰X 수요가 부진한 것으로 나타나고 있다. 지난 10월부터 판매되기 시작한 아이폰X의 부품주문량 감소가 1월부터 나타나기 시작해 1분기 전체 아이폰출하량에 대한 시장전망치가 약 9% 정도 하향조정됐다. 아이폰X 수요부진의 가장 큰 이유는 높은 가격이다. 가격이 전모델 대비 20%(아이폰7Plus기준) 상승했지만 하드웨어 변화에 대해 사용자들이 느끼는 가치에는 큰 변화가 없기 때문이다. 스마트폰업체들은 2017년초부터 부품원가 상승을 제품가격에 반영해 왔다. 하지만 이번 아이폰X의 수요부진으로 앞으로 스마트폰 가격 상승 추세에 제동이 걸리고 하드웨어 업그레이드도 둔화될 것이다.

### Pros & cons : 1분기 디램가격 상승 vs. 낸드가격 하락 시작

1분기에도 디램가격은 상승을 지속할 전망이다. 일부 수요둔화와 비수기 영향으로 디램 bit growth는 -5%로 예상되지만 공급업체들의 재고가 여전히 낮고 생산량 증가도 제한적이어서 수급은 안정적인 전망이다. 다만, 디램가격 상승폭은 4Q17 9%에서 1Q18 4%로 둔화될 전망이다. 낸드의 경우 경쟁업체들의 64단 제품 양산이 본격화되면서 수급이 완화된 가격하락이 시작될 전망이다. 1Q18 SK하이닉스의 낸드가격 하락률은 -5%로 전망한다. 낸드 또한 모바일 application의 수요 둔화와 PC용 client SSD의 낸드채용량 둔화로 2018년 공급과잉이 지속될 것이다.

### Action : 모멘텀 둔화로 주가상승 제한적

서버 application을 제외한 나머지 메모리 application에서 지난 1.5년간의 가격상승으로 인한 수요모멘텀 둔화가 나타나고 있다. 모바일디램 뿐만 아니라 PC디램의 경우도 채용량 둔화와 재고조정 등으로 수요 둔화가 예상된다. 서버 application의 수요강세에도 불구하고 나머지 application의 수요둔화로 수급약세가 예상된다. SK하이닉스의 매출액대비 재고비중도 과거 사이클 고점 수준을 통과해 향후 수급완화 가능성이 높다(그림2 참조). SK하이닉스에 대해 투자의견 '중립'을 유지한다.

하 회 부 합 상 회

주: 영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 중립(유지)

### Stock Data

KOSPI(1/25)	2,562
주가(1/25)	75,800
시가총액(십억원)	55,183
발행주식수(백만)	728
52주 최고/최저가(원)	89,100/46,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	349,426
유동주식비율/외국인지분율(%)	76.9/47.7
주요주주(%)	SK텔레콤 외 3인 20.1
	국민연금 9.9

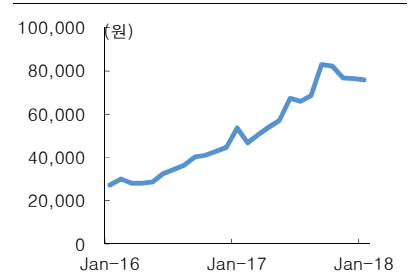
### Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	10.7	5.1	4.1
PBR(x)	1.3	1.6	1.2
ROE(%)	13.0	36.9	33.3
DY(%)	1.3	2.0	2.0
EV/EBITDA(x)	4.1	2.6	1.9
EPS(원)	4,184	15,040	18,694
BPS(원)	34,051	47,221	63,935

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.2)	7.7	46.6
KOSPI 대비(%p)	(6.2)	2.7	22.7

### 주가추이



자료: WISEfn

### 유종우

jongwoo.yoo@truefriend.com

### 김정환

junghwan.kim@truefriend.com

### 매출액 대비 재고비중 저점 통과한 듯

과거 SK하이닉스의 매출액대비 재고비중과 디램 영업이익률 추이는 뚜렷한 역의 상관관계를 보여왔다. 그런데 이번 4Q17 기준 매출액대비 재고비중이 전분기 대비 1.4%p 높아져 저점을 통과한 모습이다. 과거 매출액대비 재고비중이 저점을 통과하면서 디램 수익성 개선세가 둔화되고 주가 상승도 같이 둔화됨을 확인할 수 있다. 앞으로 디램의 수익성 개선폭은 크지 않아 주가상승을 견인하기 힘들 전망이다.

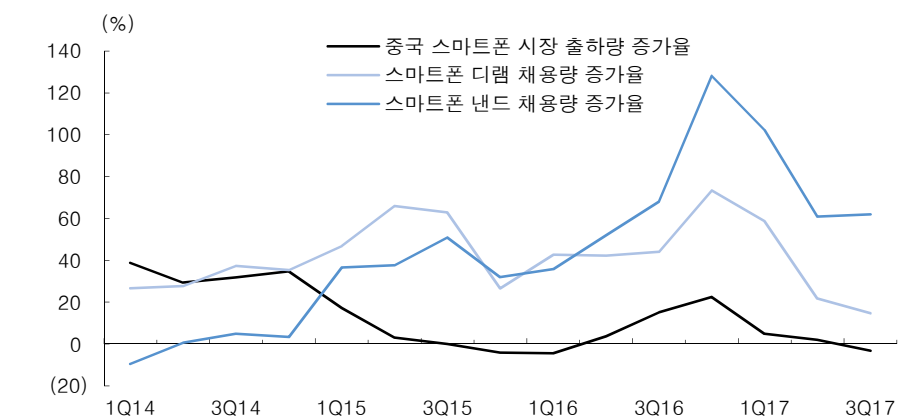
〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	5,357.7	6,289.5	6,692.3	8,100.1	9,027.7	11.5	68.5	8,986.0
영업이익	1,536.1	2,467.6	3,050.7	3,737.2	4,465.6	19.5	190.7	4,306.6
영업이익률(%)	28.7	39.2	45.6	46.1	49.5			47.9
세전이익	1,571.1	2,370.1	3,069.3	3,842.9	4,156.8	8.2	164.6	4,287.4
순이익	1,628.6	1,898.7	2,468.5	3,055.5	3,220.0	5.4	97.7	3,408.2

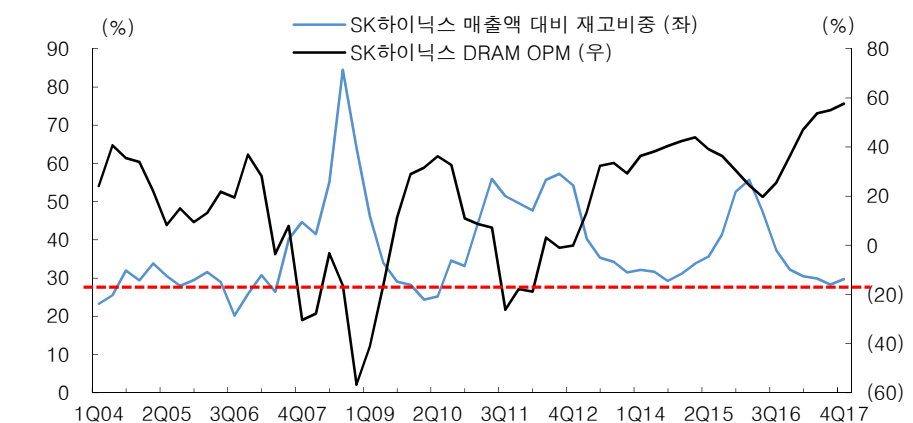
자료: 한국투자증권

〔그림 1〕 중국 스마트폰 시장 출하량 YoY 증가율 vs. 스마트폰 디램 채용량 증가율 vs. 스마트폰 낸드 채용량 증가율



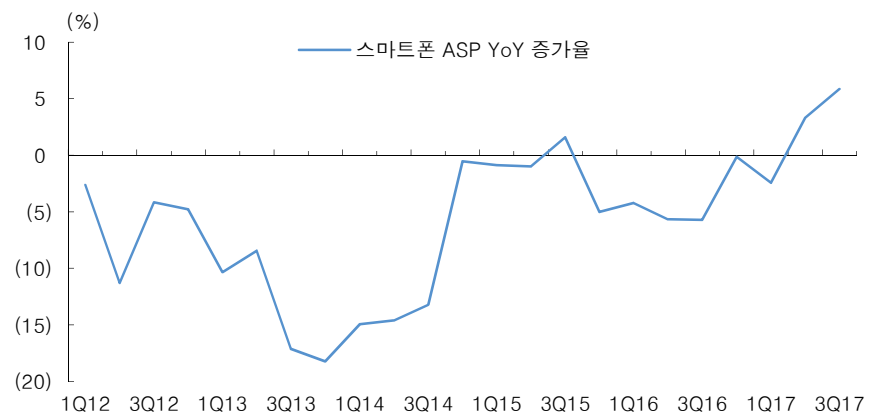
자료: SA, Gartner, 한국투자증권

〔그림 2〕 SK하이닉스 매출액대비 재고비중 추이 vs 디램 영업이익률 추이



자료: 각 사, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] 스마트폰 ASP 증가율 추이



자료: SA, 한국투자증권

〈표 2〉 SK하이닉스 실적추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q17P			2018F		
	변경후	변경전	%	변경후	변경전	%
<b>매출액</b>	<b>9,028</b>	<b>9,022</b>	<b>0.1</b>	<b>37,008</b>	<b>36,243</b>	<b>2.1</b>
DRAM	6,952	6,821	1.9	29,018	28,448	2.0
NAND	1,986	2,009	(1.1)	7,537	7,149	5.4
<b>영업이익</b>	<b>4,466</b>	<b>4,374</b>	<b>2.1</b>	<b>16,579</b>	<b>16,277</b>	<b>1.9</b>
DRAM	4,004	3,916	2.3	15,782	15,561	1.4
NAND	503	498	1.0	1,197	796	50.4
<b>영업이익률</b>	<b>49.5</b>	<b>48.5</b>	<b>1.0</b>	<b>44.8</b>	<b>44.9</b>	<b>(0.1)</b>
DRAM	57.6	57.4	0.2	54.4	54.7	(0.3)
NAND	25.3	24.8	0.5	15.9	11.1	4.7
<b>당기순이익</b>	<b>3,219</b>	<b>3,518</b>	<b>(8.5)</b>	<b>13,072</b>	<b>12,990</b>	<b>0.6</b>
순이익률	35.7	39.0	(3.3)	35.3	35.8	(0.5)

주: IFRS 연결기준  
자료: 한국투자증권

〈표 3〉 SK하이닉스 분기실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017P	2018F
<b>매출액</b>	<b>6,290</b>	<b>6,692</b>	<b>8,100</b>	<b>9,028</b>	<b>8,892</b>	<b>9,309</b>	<b>9,636</b>	<b>9,171</b>	<b>17,198</b>	<b>30,110</b>	<b>37,008</b>
DRAM	4,655	5,086	6,318	6,952	6,928	7,362	7,621	7,107	12,362	23,010	29,018
NAND	1,510	1,472	1,701	1,986	1,832	1,807	1,930	1,969	4,293	6,669	7,537
<b>영업이익</b>	<b>2,468</b>	<b>3,051</b>	<b>3,737</b>	<b>4,466</b>	<b>4,261</b>	<b>4,399</b>	<b>4,268</b>	<b>3,651</b>	<b>3,277</b>	<b>13,722</b>	<b>16,579</b>
DRAM	2,196	2,733	3,478	4,004	3,990	4,172	4,080	3,540	3,377	12,411	15,782
NAND	322	358	376	503	372	326	288	211	21	1,559	1,197
<b>영업이익률</b>	<b>39.2</b>	<b>45.6</b>	<b>46.1</b>	<b>49.5</b>	<b>47.9</b>	<b>47.3</b>	<b>44.3</b>	<b>39.8</b>	<b>19.1</b>	<b>45.6</b>	<b>44.8</b>
DRAM	47.2	53.7	55.0	57.6	57.6	56.7	53.5	49.8	27.3	53.9	54.4
NAND	21.3	24.3	22.1	25.3	20.3	18.1	14.9	10.7	0.5	23.4	15.9
<b>당기순이익</b>	<b>1,899</b>	<b>2,469</b>	<b>3,056</b>	<b>3,219</b>	<b>3,293</b>	<b>3,509</b>	<b>3,384</b>	<b>2,887</b>	<b>2,960</b>	<b>10,643</b>	<b>13,072</b>
순이익률	30.2	36.9	37.7	35.7	37.0	37.7	35.1	31.5	17.2	35.3	35.3
<b>주요 가정</b>											
<b>DRAM 출하량 (1Gb eq., 백만개)</b>	<b>5,920</b>	<b>6,111</b>	<b>7,149</b>	<b>7,375</b>	<b>7,029</b>	<b>7,336</b>	<b>8,340</b>	<b>8,728</b>	<b>21,150</b>	<b>26,556</b>	<b>31,433</b>
출하량 변화율 QoQ, YoY	(4.9)	3.2	17.0	3.2	(4.7)	4.4	13.7	4.6	25.5	25.6	18.4
<b>DRAM ASP (달러)</b>	<b>0.68</b>	<b>0.75</b>	<b>0.81</b>	<b>0.89</b>	<b>0.92</b>	<b>0.91</b>	<b>0.80</b>	<b>0.72</b>	<b>0.50</b>	<b>0.77</b>	<b>0.82</b>
ASP 변화율 QoQ, YoY	23.8	10.6	7.5	9.1	4.2	(1.0)	(12.7)	(10.1)	(32.8)	52.8	6.5
<b>NAND 출하량 (8Gb eq., 백만개)</b>	<b>4,335</b>	<b>4,073</b>	<b>4,717</b>	<b>5,473</b>	<b>5,264</b>	<b>5,664</b>	<b>6,725</b>	<b>8,146</b>	<b>15,790</b>	<b>18,597</b>	<b>25,799</b>
출하량 변화율 QoQ, YoY	(2.3)	(6.1)	15.8	16.0	(3.8)	7.6	18.7	21.1	47.4	17.8	38.7
<b>NAND ASP (달러)</b>	<b>0.31</b>	<b>0.33</b>	<b>0.32</b>	<b>0.33</b>	<b>0.32</b>	<b>0.28</b>	<b>0.25</b>	<b>0.21</b>	<b>0.24</b>	<b>0.32</b>	<b>0.26</b>
ASP 변화율 QoQ, YoY	15.1	7.9	(3.3)	3.6	(5.0)	(10.0)	(12.0)	(15.0)	(32.4)	35.5	(18.5)

주: IFRS 연결기준

자료: 한국투자증권

## 기업개요

SK하이닉스의 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	18,476	24,189	29,431
현금성자산	1,176	614	2,108	2,220	7,920
매출채권및기타채권	2,686	3,274	5,732	7,045	5,940
재고자산	1,923	2,026	3,312	4,071	3,960
비유동자산	19,918	22,377	27,294	35,228	41,359
투자자산	260	285	499	614	657
유형자산	16,966	18,777	22,972	29,361	35,081
무형자산	1,705	1,916	2,258	3,331	3,564
자산총계	29,678	32,216	45,770	59,417	70,790
유동부채	4,841	4,161	7,880	9,320	12,885
매입채무및기타채무	3,168	3,032	5,308	6,524	6,981
단기차입금및단기사채	148	0	0	0	0
유동성장기부채	865	705	677	565	453
비유동부채	3,450	4,032	4,254	4,263	4,171
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	12,135	13,583	17,056
지배주주지분	21,387	24,017	33,605	45,773	53,651
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	26,626	38,765	46,614
비지배주주지분	1	7	31	61	84
자본총계	21,388	24,024	33,636	45,834	53,734

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	9,320	5,549	16,249	19,284	23,291
당기순이익	4,324	2,960	10,642	13,228	9,990
유형자산감가상각비	3,695	4,134	5,143	6,450	8,117
무형자산상각비	258	323	402	593	635
자산부채변동	832	(1,459)	(409)	(888)	4,755
기타	211	(409)	471	(99)	(206)
투자활동현금흐름	(7,126)	(6,230)	(13,567)	(17,818)	(15,188)
유형자산투자	(6,775)	(5,956)	(9,500)	(13,000)	(14,000)
유형자산매각	220	162	162	162	162
투자자산순증	25	91	(355)	192	269
무형자산순증	(616)	(529)	(745)	(1,666)	(868)
기타	20	2	(3,129)	(3,506)	(751)
재무활동현금흐름	(1,462)	117	(1,189)	(1,353)	(2,404)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(472)	470	(106)	(264)	(264)
배당금지급	(218)	(353)	(424)	(1,059)	(1,059)
기타	(772)	0	(659)	(30)	(1,081)
기타현금흐름	7	3	0	0	0
현금의증가	739	(562)	1,494	113	5,699

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

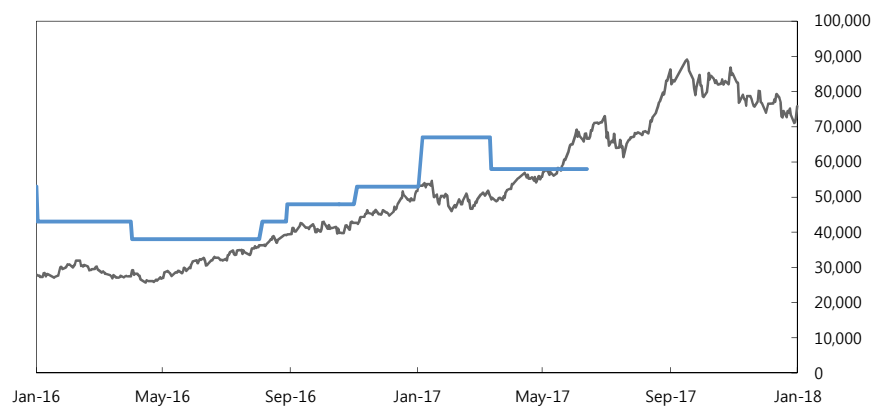
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	18,798	17,198	30,110	37,008	39,598
매출원가	10,515	10,787	12,702	15,695	19,799
매출총이익	8,283	6,411	17,408	21,312	19,799
판매관리비	2,947	3,134	3,687	4,533	7,216
영업이익	5,336	3,277	13,722	16,779	12,583
금융수익	847	815	830	861	899
이자수익	41	34	49	80	118
금융비용	830	846	852	847	839
이자비용	119	120	126	121	113
기타영업외손익	(108)	(52)	(90)	(111)	(119)
관계기업관련손익	25	23	(170)	277	284
세전계속사업이익	5,269	3,216	13,439	16,959	12,807
법인세비용	946	256	2,796	3,731	2,818
연결당기순이익	4,324	2,960	10,642	13,228	9,990
지배주주지분순이익	4,322	2,954	10,618	13,198	9,967
기타포괄이익	18	29	29	29	29
총포괄이익	4,342	2,989	10,671	13,257	10,018
지배주주지분포괄이익	4,341	2,983	10,647	13,227	9,996
EBITDA	9,289	7,733	19,267	23,822	21,335

## 주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	6,002	4,184	15,040	18,694	14,117
BPS	30,438	34,051	47,221	63,935	74,756
DPS	500	600	1,500	1,500	3,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	9.8	(8.5)	75.1	22.9	7.0
영업이익증가율	4.4	(38.6)	318.8	22.3	(25.0)
순이익증가율	3.0	(31.7)	259.5	24.3	(24.5)
EPS증가율	2.7	(30.3)	259.5	24.3	(24.5)
EBITDA증가율	8.6	(16.8)	149.1	23.6	(10.4)
수익성(%)					
영업이익률	28.4	19.1	45.6	45.3	31.8
순이익률	23.0	17.2	35.3	35.7	25.2
EBITDA Margin	49.4	45.0	64.0	64.4	53.9
ROA	15.3	9.6	27.3	25.2	15.3
ROE	21.9	13.0	36.9	33.3	20.0
배당수익률	1.6	1.3	2.0	2.0	4.0
배당성향	8.2	14.3	10.0	8.0	21.3
안정성					
순차입금(십억원)	(976)	197	(4,502)	(8,247)	(14,909)
차입금/자본총계비율(%)	17.9	18.1	12.6	8.7	6.9
Valuation(X)					
PER	5.1	10.7	5.1	4.1	5.4
PBR	1.0	1.3	1.6	1.2	1.0
EV/EBITDA	2.2	4.1	2.6	1.9	1.9

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
SK하이닉스(000660)	2015.12.13	매수	53,000원	-44.5	-38.3
	2016.01.26	매수	43,000원	-32.7	-25.7
	2016.04.26	매수	38,000원	-18.9	-4.6
	2016.08.29	매수	43,000원	-12.1	-8.7
	2016.09.22	매수	48,000원	-14.0	-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	-	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 1월 25일 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

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 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
- 중립 : 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.