

반도체

Company Report
2019.3.4

투자여건(유지)

중립

목표주가(12M)

-

현재주가(19/02/28)

70,000원

상승여력

-

영업이익(18F,십억원) 20,844
Consensus 영업이익(18F,십억원) 21,517

EPS 성장률(18F,%) 44.9
MKT EPS 성장률(18F,%) 4.7
P/E(18F,x) 2.9
MKT P/E(18F,x) 9.2
KOSPI 2,195.44

시가총액(십억원) 50,960
발행주식수(백만주) 728
유동주식비율(%) 73.9
외국인 보유비중(%) 50.1
베타(12M) 일간수익률 1.65
52주 최저가(원) 57,700
52주 최고가(원) 95,300

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월
절대주가 -2.5 -15.0 -8.9
상대주가 -3.3 -10.9 0.8



[반도체]

김영건

02-3774-1448

younggun.kim.a@miraesaset.com

SK하이닉스 (000660)

재고(在庫)에 대한 재고(再考)

시장에 축적된 DRAM 재고에 대한 우려

1월 이후 동사를 비롯한 메모리 업체의 주가는 마치 DRAM 업황 반전이 단시일에 올 것을 반영한 듯한 상승을 기록했다. 그러나 당사는 시장에 형성된 재고에 대한 우려를 짚고 넘어가야 할 필요가 있다고 판단한다.

DRAM 재고 부담의 시작은 M/S 선두인 삼성전자에서 비롯된다. 삼성전자의 4Q18 bit growth는 -18.5%를 기록했을 것으로 추정된다. 3Q18동안 업계 전반적으로 타이트하게 유지된 재고(1주초반)를 기준으로, 4Q18에 누적된 삼성전자의 DRAM 재고량은 약 24억Gb(단순환산) 수준일 것으로 추정된다. 가동률 조정과, migration에 의한 급격한 Capa loss가 일어나지 않았음을 가정했다.

2월 DRAM 수출액은 전월 대비 감소폭이 확대된 -16.1%를 기록했다. PC DRAM과 Server DRAM 2월 고정가격은 각각 전월 대비 14.5%, 10.0% 하락했다. 1월과 유사한 폭으로 하락했다. 전반적인 제품 가격에 비해 수출액이 큰 폭으로 하락하는 것으로 보아 거래량이 감소 중인 것으로 추정된다.

1Q19 bit growth에 따라 2019년간 감당해야 할 재고의 양이 정해진다. 1Q19에 -8%(high-single 감소)를 기록할 경우 1Q19까지 누적되는 재고량은 약 57억Gb다. 스마트폰 평균 대당 탑재량이 3.4GB임을 고려해 단순계산 하면 약 2억대를 소화할 수 있는 규모다. 해당 재고량이 누적될 경우 1Q20은 되어야 3Q18 이전의 정상 재고 수준으로 회복할 것으로 예상된다.

Set의 수요는 상저하고를 기대할 수도 있다. 신규 스마트폰의 출시가 예정되어 있다. PC DRAM의 수요를 결정적으로 위축시켰던 Intel CPU의 공급 부족도 하반기에는 개선될 것으로 기대한다. 삼성전자를 비롯한 DRAM 공급자들이 출하 경쟁을 하지 않을 수 있다. 그럼에도 불구하고, 상기 언급한 시장의 재고는 수급과 가격에 부담이 될 것으로 예상된다.

당사는 SK하이닉스의 1Q19 DRAM bit growth를 기존 -10%에서 -22%로, ASP 하락율을 22%에서 26%로 변경한다. 이를 반영한 1Q19 영업이익은 1.31조원으로 기존 추정치 대비 33% 하향 조정한다.

투자여건 '중립' 유지

당사의 추정 EPS와 현재주가를 반영한 SK하이닉스의 12개월 선행 P/E는 10배 수준이다. 컨센서스를 기반으로한 12개월 선행 P/E는 약 7배로 당사 추정치와 괴리가 크다. 향후 실적에 대한 시장의 기대치가 낮아지는 과정에서 밸류에이션 부담이 가중될 수 있다고 판단한다. DRAM의 시장 재고(在庫)에 대한 재고(再考)가 선행되어야 할 것으로 사료된다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	18,798	17,198	30,109	40,445	27,883	33,863
영업이익 (십억원)	5,336	3,277	13,721	20,844	6,788	10,966
영업이익률 (%)	28.4	19.1	45.6	51.5	24.3	32.4
순이익 (십억원)	4,322	2,954	10,642	15,425	4,973	8,043
EPS (원)	5,937	4,057	14,617	21,188	6,831	11,048
ROE (%)	21.9	13.0	36.8	38.3	10.2	14.8
P/E (배)	5.2	11.0	5.2	2.9	10.2	6.3
P/B (배)	1.0	1.3	1.6	0.9	1.0	0.8
배당수익률 (%)	1.6	1.3	1.3	2.5	2.1	2.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: SK하이닉스, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. SK하이닉스 분기별 실적 추이

(십억원, %, %p)

구분	2018				2019F				2018	2019F	2020F	1Q19F			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF				YoY	QoQ	기존	차이
매출액	8,720	10,371	11,417	9,938	5,889	6,181	7,789	8,023	40,445	27,883	33,863	-32.5	-40.7	6,879	-14.4
DRAM	6,889	8,296	9,179	8,050	4,665	4,906	6,395	6,491	32,414	22,458	27,173	-32.3	-42.0	5,600	-16.7
NAND	1,657	1,867	2,055	1,789	1,224	1,275	1,394	1,532	7,367	5,425	6,690	-26.1	-31.6	1,279	-4.3
영업이익	4,367	5,574	6,472	4,430	1,308	1,142	2,025	2,313	20,844	6,788	10,966	-70.0	-70.5	1,953	-33.0
DRAM	3,968	5,328	6,159	4,488	1,661	1,579	2,483	2,661	19,942	8,384	11,756	-58.1	-63.0	2,286	-27.4
NAND	251	60	227	-100	-353	-437	-458	-348	438	-1,596	-789	-240.6	253.6	-333	적확
영업이익률	50.1%	53.7%	56.7%	44.6%	22.2%	18.5%	26.0%	28.8%	51.5%	24.3%	32.4%	-27.9	-22.4	28.4	-6.2
DRAM	57.6%	64.2%	67.1%	55.7%	35.6%	32.2%	38.8%	41.0%	61.5%	37.3%	43.3%	-22.0	-20.1	40.8	-5.2
NAND	15.1%	3.2%	11.0%	-5.6%	-28.8%	-34.3%	-32.9%	-22.7%	5.9%	-29.4%	-11.8%	-44.0	-23.2	-26	-2.8
당기순이익	2,908	3,581	4,530	3,398	821	727	1,417	1,647	14,418	4,612	7,659	-71.8	-75.8	1,512	-45.7
순이익률	33.4%	34.5%	39.7%	34.2%	13.9%	11.8%	18.2%	20.5%	35.6%	16.5%	22.6%	-19.4	-20.3	22	-8.1
EBITDA	5,816	7,149	8,124	6,181	3,253	3,168	4,092	4,390	27,270	14,904	20,157	-44.1	-47.4	3,880	-16.2
EBITDA 마진	66.7%	68.9%	71.2%	62.2%	55.2%	51.3%	52.5%	54.7%	67.4%	53.5%	59.5%	-11.5	-7.0	56.4	-1.2

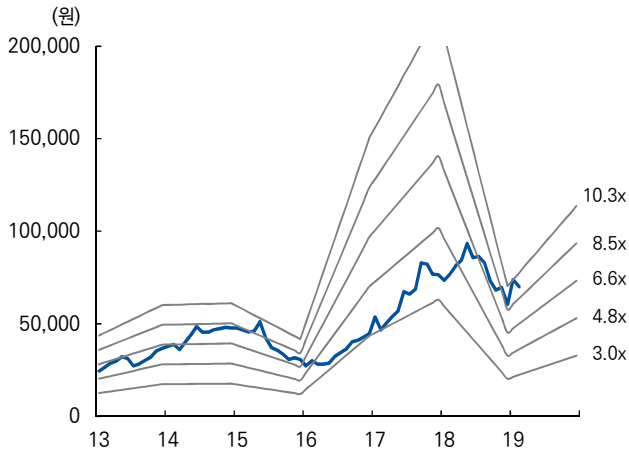
자료: SK하이닉스, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. SK하이닉스 실적 추정 주요 가정

DRAM (1Gb eq)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
출하량 (백만개)	6,908	7,986	8,361	8,194	6,391	7,861	10,612	10,931	26,332	31,448	35,795	44,246
<i>Bit growth</i>	-5%	16%	5%	-2%	-22%	23%	35%	3%	25%	19%	14%	24%
ASP (달러)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5	0.9	1.0	0.6	0.6
<i>% QoQ</i>	9%	4%	1%	-11%	-26%	-13%	-3%	-1%	48%	18%	-39%	-2%
NAND (16Gb eq)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
출하량 (백만개)	2,561	3,048	3,627	3,989	3,231	3,877	4,731	5,677	9,710	13,224	18,263	26,708
<i>Bit growth</i>	-10%	19%	19%	10%	-19%	20%	22%	20%	15%	36%	38%	46%
ASP (달러)	0.6	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.7	0.6	0.3	0.3
<i>% QoQ</i>	-1%	-9%	-10%	-21%	-15%	-12%	-10%	-8%	33%	-19%	-43%	-18%
원/달러 환율	1,073	1,079	1,122	1,127	1,115	1,100	1,095	1,090	1,131	1,100	1,100	1,085

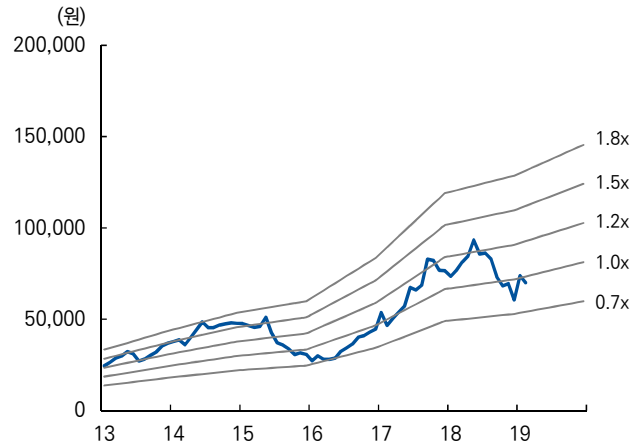
자료: SK하이닉스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. SK하이닉스 12개월 선행 P/E band



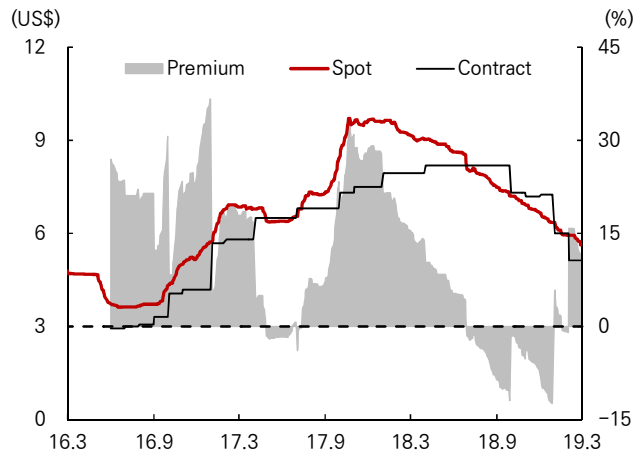
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. SK하이닉스 12개월 선행 P/B band



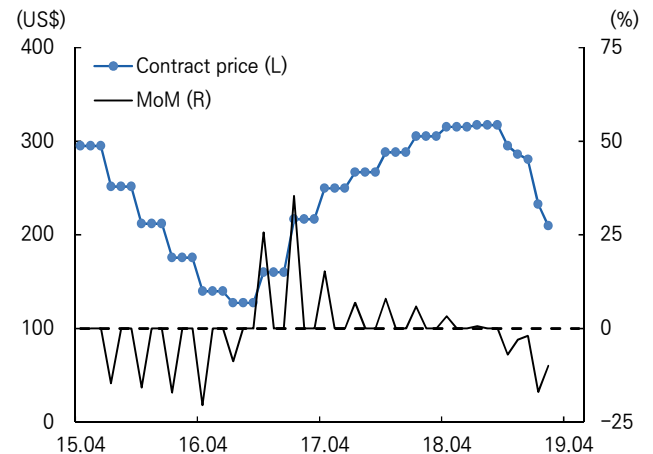
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. PC DRAM(DDR4 8Gb 1Gbx8) 고정 가격(2월 MoM -14.5%)



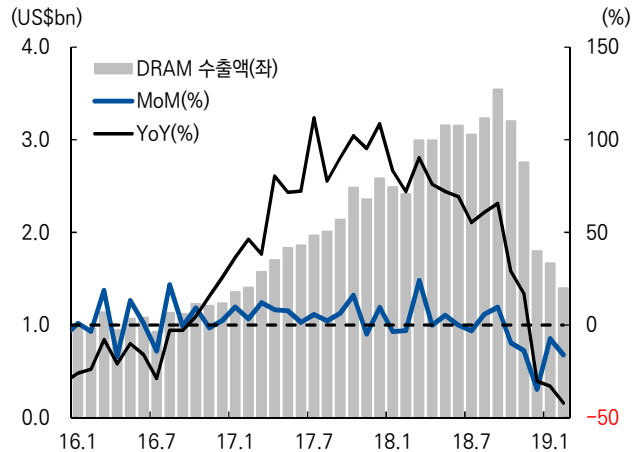
자료: DRAMeXchange, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. Server DRAM(32GB RDIMM) 고정 가격(2월 MoM -10.0%)



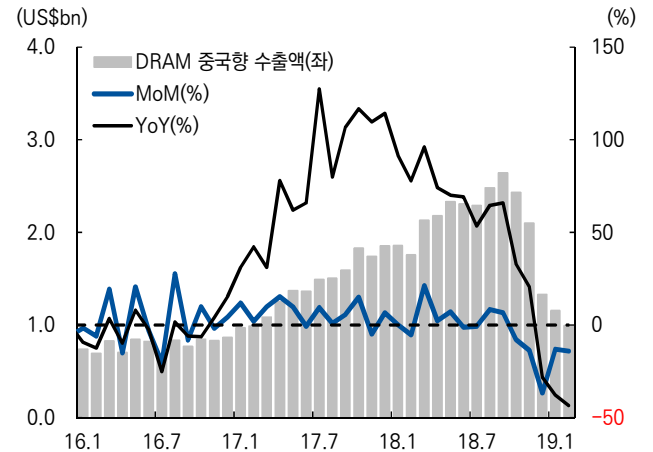
자료: DRAMeXchange, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 월간 DRAM 수출액 추이(2월 MoM -16.1%)



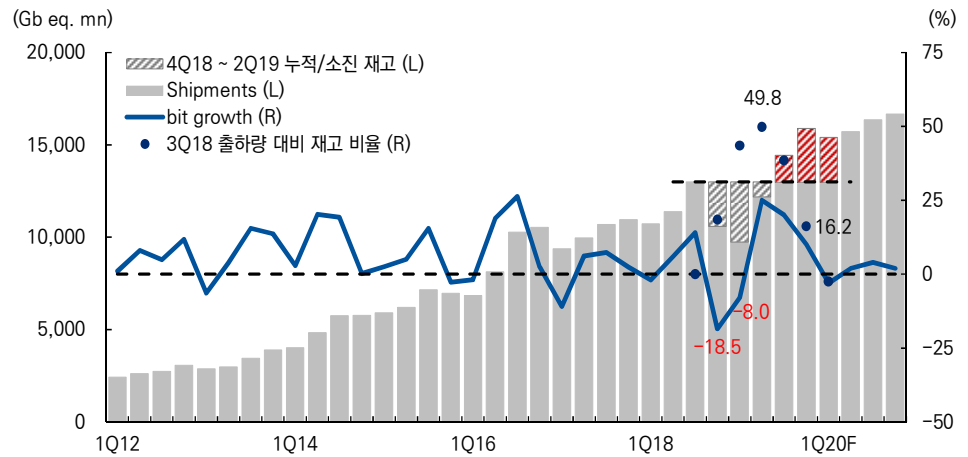
자료: 무역통계, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 월간 DRAM 중국향 수출액 추이(2월 MoM -14.1%)



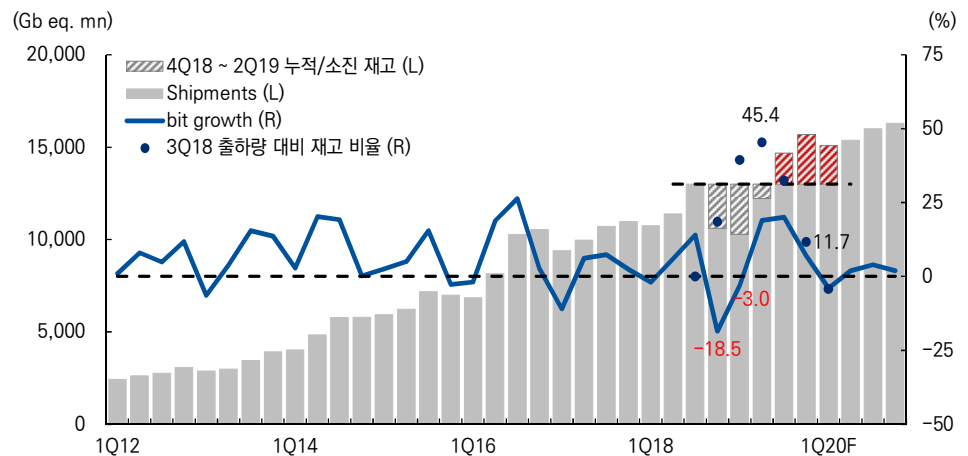
자료: 무역통계, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 삼성전자 1Q19 bit growth -8%(high-single 감소) 가정 → 4Q19내로 재고 수준 과잉



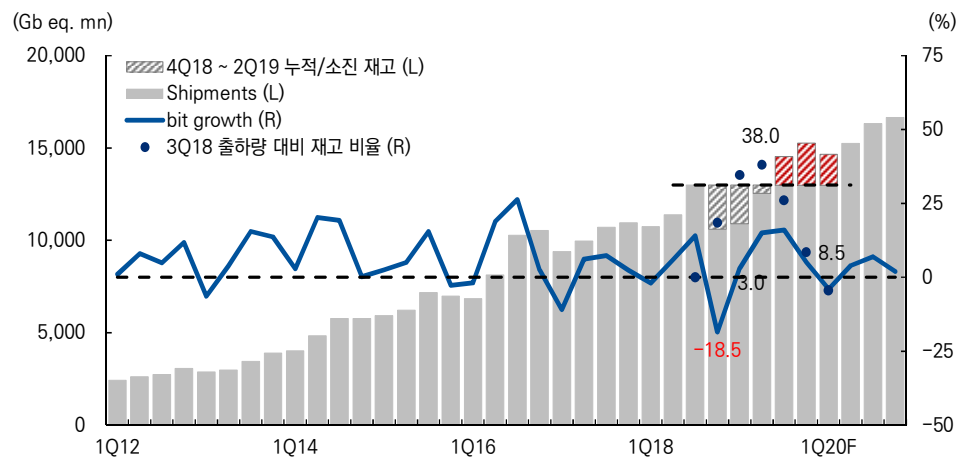
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 삼성전자 1Q19 bit growth -3%(low-single 감소) 가정 → 4Q19내로 재고 수준 과잉



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 삼성전자 1Q19 bit growth +3%(low-single 증가) 가정 → 4Q19내로 재고 수준 적정 가능



자료: 미래에셋대우 리서치센터

SK하이닉스 (000660)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	30,109	40,445	27,883	33,863
매출원가	12,702	15,181	17,957	19,067
매출총이익	17,407	25,264	9,926	14,796
판매비와관리비	3,686	4,420	3,138	3,831
조정영업이익	13,721	20,844	6,788	10,966
영업이익	13,721	20,844	6,788	10,966
비영업손익	-281	211	-18	-19
금융손익	-70	-16	-18	-19
관계기업등 투자손익	12	11	0	0
세전계속사업손익	13,440	21,055	6,770	10,947
계속사업법인세비용	2,797	5,633	1,798	2,906
계속사업이익	10,642	15,422	4,971	8,041
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	10,642	15,422	4,971	8,041
지배주주	10,642	15,425	4,973	8,043
비지배주주	1	-3	-2	-2
총포괄이익	10,220	15,389	4,971	8,041
지배주주	10,221	15,391	4,973	8,043
비지배주주	-1	-2	-1	-2
EBITDA	18,748	27,270	14,904	20,157
FCF	5,562	5,238	735	1,348
EBITDA 마진율 (%)	62.3	67.4	53.5	59.5
영업이익률 (%)	45.6	51.5	24.3	32.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	35.3	38.1	17.8	23.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	17,310	21,194	19,135	20,699
현금 및 현금성자산	2,950	5,385	6,372	5,797
매출채권 및 기타채권	5,564	6,125	4,945	5,773
재고자산	2,640	2,907	2,347	2,740
기타유동자산	6,156	6,777	5,471	6,389
비유동자산	28,108	38,727	43,157	49,713
관계기업투자등	360	396	320	373
유형자산	24,063	34,580	39,619	46,635
무형자산	2,247	2,339	1,817	1,296
자산총계	45,418	59,921	62,291	70,412
유동부채	8,116	9,400	7,842	8,936
매입채무 및 기타채무	3,483	3,834	3,096	3,614
단기금융부채	774	1,317	1,317	1,317
기타유동부채	3,859	4,249	3,429	4,005
비유동부채	3,481	3,753	3,735	3,748
장기금융부채	3,397	3,661	3,661	3,661
기타비유동부채	84	92	74	87
부채총계	11,598	13,153	11,577	12,684
지배주주지분	33,815	46,765	50,712	57,729
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,144	4,144	4,144
이익잉여금	27,287	41,974	45,921	52,938
비지배주주지분	6	4	2	0
자본총계	33,821	46,769	50,714	57,729

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	14,691	21,936	13,368	17,034
당기순이익	10,642	15,422	4,971	8,041
비현금수익비용가감	7,921	12,322	9,932	12,117
유형자산감가상각비	4,619	5,906	7,594	8,670
무형자산상각비	407	520	522	522
기타	2,895	5,896	1,816	2,925
영업활동으로인한자산및부채의변동	-3,190	-1,662	281	-198
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-2,964	-458	1,178	-827
재고자산 감소(증가)	-635	-272	560	-393
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	515	-5	-161	113
법인세납부	-619	-4,140	-1,798	-2,906
투자활동으로 인한 현금흐름	-11,919	-17,976	-11,432	-16,529
유형자산처분(취득)	-8,883	-16,576	-12,633	-15,686
무형자산감소(증가)	-782	-611	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-1,983	-571	1,201	-843
기타투자활동	-271	-218	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-352	-1,691	-1,026	-1,026
장단기금융부채의 증가(감소)	-165	806	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-424	-706	-1,026	-1,026
기타재무활동	237	-1,791	0	0
현금의 증가	2,336	2,435	987	-575
기초현금	614	2,950	5,385	6,372
기말현금	2,950	5,385	6,372	5,797

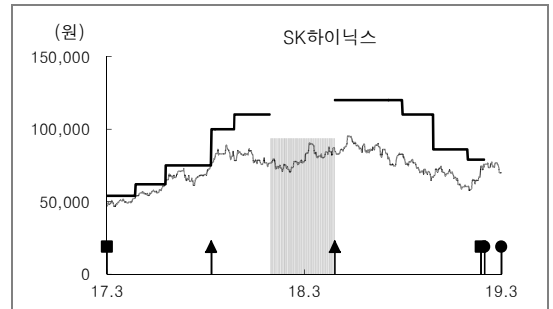
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	5.2	2.9	10.2	6.3
P/CF (x)	3.0	1.6	3.4	2.5
P/B (x)	1.6	0.9	1.0	0.8
EV/EBITDA (x)	2.7	1.4	3.0	2.2
EPS (원)	14,617	21,188	6,831	11,048
CFPS (원)	25,499	38,110	20,472	27,689
BPS (원)	47,510	67,683	73,104	82,743
DPS (원)	1,000	1,500	1,500	1,500
배당성향 (%)	6.6	6.7	20.6	12.8
배당수익률 (%)	1.3	2.5	2.1	2.1
매출액증가율 (%)	75.1	34.3	-31.1	21.4
EBITDA증가율 (%)	142.4	45.5	-45.3	35.2
조정영업이익증가율 (%)	318.7	51.9	-67.4	61.5
EPS증가율 (%)	260.3	45.0	-67.8	61.7
매출채권 회전을 (회)	6.8	6.9	5.0	6.3
재고자산 회전을 (회)	12.9	14.6	10.6	13.3
매입채무 회전을 (회)	17.5	19.1	23.8	26.1
ROA (%)	27.4	29.3	8.1	12.1
ROE (%)	36.8	38.3	10.2	14.8
ROIC (%)	41.7	44.9	12.0	17.2
부채비율 (%)	34.3	28.1	22.8	22.0
유동비율 (%)	213.3	225.5	244.0	231.6
순차입금/자기자본 (%)	-13.0	-14.1	-12.6	-11.5
조정영업이익/금융비용 (x)	110.7	236.3	75.7	122.3

자료: SK하이닉스, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK하이닉스(000660)				
2019.02.01	중립	-	-	-
2019.01.25	Trading Buy	79,000	-16.61	-3.92
2019.01.01	매수	79,000	-19.60	-10.76
2018.10.29	매수	86,000	-21.55	-13.37
2018.09.02	매수	110,000	-33.23	-26.18
2018.04.30	매수	120,000	-28.90	-20.58
2017.12.31	분석 대상 제외		-	-
2017.10.26	매수	110,000	-26.92	-21.09
2017.09.13	매수	100,000	-17.25	-10.90
2017.06.21	Trading Buy	75,000	-9.25	-0.40
2017.04.26	Trading Buy	62,000	-8.19	3.23
2017.03.01	Trading Buy	54,000	-8.06	-2.96



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)	

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
81.28%	9.63%	9.09%	0.00%

* 2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 SK하이닉스(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.