

Company Update

Analyst 김운호
02) 6915-5656
unokim88@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	90,000원
현재가 (6/28)	69,500원

KOSPI (6/28)	2,130.62pt		
시가총액	50,596십억원		
발행주식수	728,002천주		
액면가	5,000원		
52주 최고가	90,300원		
최저가	57,700원		
60일 일평균거래대금	251십억원		
외국인 지분율	50.5%		
배당수익률 (2019F)	2.2%		
주주구성			
SK텔레콤 외 2인	20.07%		
국민연금공단	9.10%		
주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	1%	10%	-10%
절대기준	5%	15%	-17%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	90,000	99,000	▼
EPS(19)	4,322	6,161	▼
EPS(20)	5,649	8,850	▼



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

SK하이닉스 (000660)

바닥 다지는 구간

2019년 2분기 매출액은 6조 4,910억원, 영업이익은 7,470억원으로 예상

SK하이닉스의 2019년 2분기 매출액은 2019년 1분기 대비 4.0% 감소한 6조 4,910억원으로 예상된다. DRAM 매출액은 1분기 대비 6.7% 감소할 것으로 예상된다. B/G는 14.0% 증가하고, ASP는 21% 하락할 것으로 예상된다. NAND 매출액은 1분기 대비 8.1% 증가할 것으로 예상된다. B/G는 23% 증가, ASP는 15% 하락할 것으로 전망한다. 2019년 2분기 영업이익은 1분기 대비 45.3% 감소한 7,470억원으로 예상된다. 가격 하락에 따른 비용구조 악화로 수익성도 하락할 전망이다.

하반기는 바닥 다지는 구간

하반기 영업이익 변동성은 크지 않겠지만 3분기가 저점일 것으로 예상된다. DRAM은 가격하락으로 수익성이 점차 악화될 전망이다. 영업이익의 추세 전환은 2020년 2분기에 가능할 것으로 예상된다. NAND는 상반기 큰 폭의 적자 이후 하반기에는 적자 규모가 감소할 것으로 전망한다. M15라인 양산과 가격 하락 속도 둔화에 따른 영향으로 추정된다. 이로 인해 2019년 NAND Bit Growth는 40%에 이를 전망이다. 꾸준한 공정 개선으로 가격하락을 최대한 방어할 수 있을 것으로 기대한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 90,000원으로 하향

SK하이닉스에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 이는 DRAM 시장은 숨 고르는 과정에서 가격 하락이 진행되는 시점이나 IDC 업체들의 재고 감소로 수요는 점차 개선될 것으로 기대하고, NAND 시장은 DRAM보다 빠르게 수요 반등의 여건이 조성될 것으로 예상되고, 3분기 M15 라인의 양산으로 상반기대비 비용구조는 개선될 것으로 예상되고, 아직 주가 상승여력은 남아 있다고 판단하기 때문이다. 목표주가는 90,000원으로 하향 조정한다.

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	30,109	40,445	26,107	25,974	30,114
영업이익	13,721	20,844	3,696	5,993	7,327
세전이익	13,440	21,341	4,289	5,626	7,000
지배주주순이익	10,642	15,540	3,147	4,112	5,117
EPS(원)	14,617	21,346	4,322	5,649	7,029
증가율(%)	260.3	46.0	-79.8	30.7	24.4
영업이익률(%)	45.6	51.5	14.2	23.1	24.3
순이익률(%)	35.3	38.4	12.0	15.8	17.0
ROE(%)	36.8	38.5	6.6	8.1	9.4
PER	5.2	2.8	16.1	12.3	9.9
PBR	1.6	0.9	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	2.8	1.7	4.6	3.8	3.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

2019년 2분기 매출액은 6조 4,910억원, 영업이익은 7,470억원으로 예상

2분기 바닥 다지는 중

SK하이닉스의 2019년 2분기 매출액은 2019년 1분기 대비 4.0% 감소한 6조 4,910억원으로 예상된다. 제품별로는

- 1) DRAM 매출액은 1분기 대비 6.7% 감소할 것으로 예상된다. B/G는 14.0% 증가하고, ASP는 21% 하락할 것으로 예상된다. 1분기에 이어 모바일 수요가 여전히 증가세를 보일 것으로 예상된다. 모바일 매출 비중은 1분기 30% 후반에서 2분기에는 40%로 상승할 전망이다.
- 2) NAND 매출액은 1분기 대비 8.1% 증가할 것으로 예상된다. B/G는 23% 증가, ASP는 15% 하락할 것으로 전망한다. 수요는 모바일이 견인할 전망이다.

2019년 2분기 영업이익은 1분기 대비 45.3% 감소한 7,470억원으로 예상된다. DRAM 영업이익은 ASP 하락에 따른 영향으로 1분기 대비 영업이익률이 하락할 것으로 전망한다. NAND는 M15라인 양산 전에 발생하는 비용이 1분기와 같은 수준으로 발생할 것으로 예상하기 때문에 적자 규모는 1분기 대비 확대될 것으로 전망한다.

표 1. SK하이닉스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2018				2019				2018	2019E	2020E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE				
매출액	DRAM	6,889	8,297	9,133	8,054	5,487	5,117	5,093	4,993	32,373	20,690	19,764
	NAND	1,733	1,867	2,055	1,786	1,151	1,234	1,230	1,188	7,440	4,802	5,500
	기타	99	207	229	98	135	140	160	180	633	615	710
	합계	8,720	10,371	11,417	9,938	6,773	6,491	6,483	6,361	40,445	26,108	25,974
영업이익	DRAM	4,064	5,269	6,046	4,510	2,217	1,637	1,375	1,398	19,889	6,628	5,915
	NAND	295	299	411	-89	-867	-901	-676	-534	915	-2,979	38
	기타	8	7	10	10	16	10	10	10	35	46	40
	합계	4,367	5,574	6,467	4,431	1,366	747	709	874	20,839	3,696	5,993
영업이익률	DRAM	59.0%	63.5%	66.2%	56.0%	40.4%	32.0%	27.0%	28.0%	61.4%	32.0%	29.9%
	NAND	17.0%	16.0%	20.0%	-5.0%	-75.3%	-73.0%	-55.0%	-45.0%	12.3%	-62.0%	0.7%
	합계	50.1%	53.7%	56.6%	44.6%	20.2%	11.5%	10.9%	13.7%	51.5%	14.2%	23.1%
EBITDA	5,816	7,149	8,140	6,134	3,065	3,438	3,874	4,224	27,272	11,801	14,602	
세전이익	4,291	5,903	6,431	4,261	1,244	1,049	1,537	1,797	21,341	4,289	5,626	
순이익	3,121	4,329	4,689	3,110	926	769	1,120	1,296	15,540	3,146	4,112	

자료: SK하이닉스, IBK투자증권

표 2. SK하이닉스의 분기별 실적 추이 및 전망

항목	2019년 2분기 실적			2019년 연간 실적		
	신규추정치	이전 추정치	차이	신규추정치	이전 추정치	변화폭
DRAM	5117	5,079	0.7%	20,690	21,667	-4.5%
NAND	1233	1,304	-5.4%	4,802	5,070	-5.5%
매출액	6491	6,524	-0.5%	26,108	27,353	-4.6%
DRAM	1637	1,422	15.1%	6,628	7,123	-6.9%
NAND	-900	-587	적자 확대	-2,979	-1,635	적자 확대
영업이익	747	845	-11.6%	3,695	5,534	-33.2%
DRAM	32.0%	28.0%	4.0%p	32.0%	32.9%	-0.9%p
NAND	-73.0%	-45.0%	-28.0%p	-62.2%	-32.2%	-30.0%p
영업이익률	11.5%	13.0%	-1.5%p	14.2%	20.2%	-6.0%p

자료: IBK투자증권 리서치센터
 주: 내부거래 제외

표 3. SK하이닉스 실적 추정 주요 가정

		2018				2019				2018	2019E	2020E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE			
원/달러	평균	1,072	1,075	1,120	1,120	1,125	1,166	1,160	1,140	1,105	1150	1150
	기말	1,067	1,085	1,125	1,125	1,138	1,160	1,155	1,140	1,125	1140	1150
DRAM	B/G	-6.0%	15.8%	6.1%	-2.2%	-8.0%	14.0%	15.0%	5.0%	19.7%	16.3%	18.5%
	ASP	8.1%	3.8%	1.9%	-11.1%	-27.0%	-21.0%	-13.0%	-5.0%	17.4%	-45.0%	-19.4%
NAND	B/G	-10%	18%	19%	10%	-6%	23%	10%	3%	37%	40%	36%
	ASP	-1%	-10%	-10%	-21%	-32%	-15%	-9%	-5%	-18%	-54%	-15%

자료: IBK투자증권

표 4. SK하이닉스 주요 가정 변화

		2019년 2분기			2019년 연간		
		신규추정치	이전 추정치	차이	신규추정치	이전추정치	변화폭
원/달러	평균	1,166	1,133	2.9%	1150	1135	1.3%
	기말	1,160	1,140	1.8%	1140	1140	0.0%
DRAM	B/G	14.0%	15.0%	-1.0%p	16.3%	17.7%	-1.4%p
	ASP	-21.0%	-20.0%	-1.0%p	-45.0%	-43.2%	-1.8%p
NAND	B/G	23%	25%	-2.0%p	40%	38%	2.0%p
	ASP	-15%	-10%	-5.0%p	-54%	-50%	-4.0%p

자료: IBK투자증권

Check Point

1. 수요 반등은 아직

수요 바닥 확인 중

메모리 반도체에 대한 수요 반등은 예상보다 더디게 진행 중이다. 모바일 관련 수요는 비교적 예상 수준으로 진행 중이나 Huawei 이슈는 단기적으로 수요에 부정적으로 작용할 것으로 전망된다. PC는 여전히 Intel CPU 문제로 수요 회복이 가시권에 있다고 보기는 어렵다고 판단한다.

메모리 수요의 핵심인 서버에 대한 수요는 아직 개선의 움직임을 보이고 있지 않다. 다만 IDC 업체들의 보유 물량이 줄어 들고 있어서 하반기에는 주문 확대에 대한 기대감이 높아지고 있다. 서버가 전체 수요에서 차지하는 비중을 20% 후반으로 예상하고 있으나 상반기 매출에서 차지하는 비중은 10% 후반에 불과해서 대부분이 재고로 남아 있는 상황이다.

2. 공급 증가는 제한적일 전망

공급 제한 효과는 제한적 영향

2019년에 투자를 적극적으로 진행하겠다는 메모리업체는 없다. 최소한의 투자로 Wafer 증가 없이 B/G를 달성하겠다는 전략이다. 마이크론이 감산에 가장 적극적으로 움직이고 있다. SK하이닉스도 이와 유사한 전략인 것으로 판단한다.

DRAM 신규 생산라인인 Wuxi Fab은 기존 라인의 공정전환을 백업하는 역할을 할 것으로 예상된다. 이에 따른 Wafer 증가는 없을 것으로 전망한다.

공급량 감소는 현 상황의 악화를 막는 역할은 할 수 있지만 업황 개선의 본질적 변수는 아니기 때문에 업황 개선에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다.

3. 하반기에도 가격 하락은 부담되는 수준

원가절감 < 가격하락

하반기 가격하락도 꾸준히 이어지면서 원가절감 규모를 상회할 것으로 예상된다. DRAM은 3분기에도 13% 하락하고 NAND는 9% 하락할 전망이다. 이는 선풍 개선 및 3D 비중 확대로는 수익성 개선을 기대하기는 어려울 전망이다.

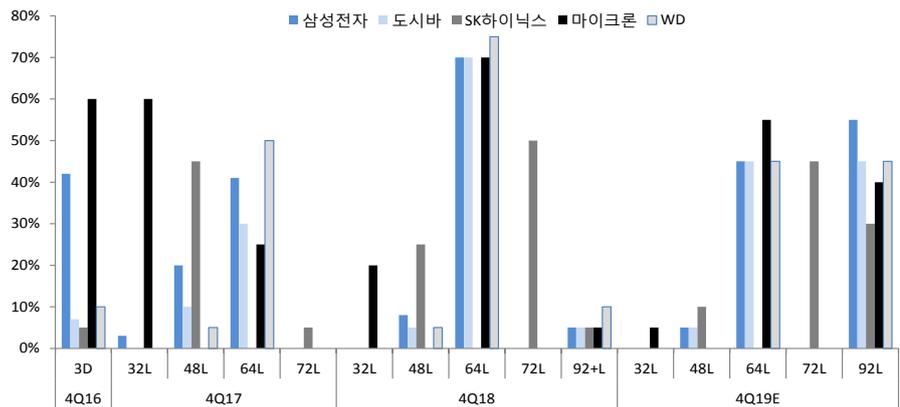
SK하이닉스 DRAM 1x nm 비중은 1분기 30% 중반에서 연말에는 50% 중반까지 상승할 것으로 예상하고, 1y nm는 연말에 10~15% 수준일 것으로 예상된다. NAND 72L 비중은 1분기 75%, 4분기에는 72L가 60%, 96L는 20%에 이를 것으로 기대한다.

그림 1. 메모리 업황 요약



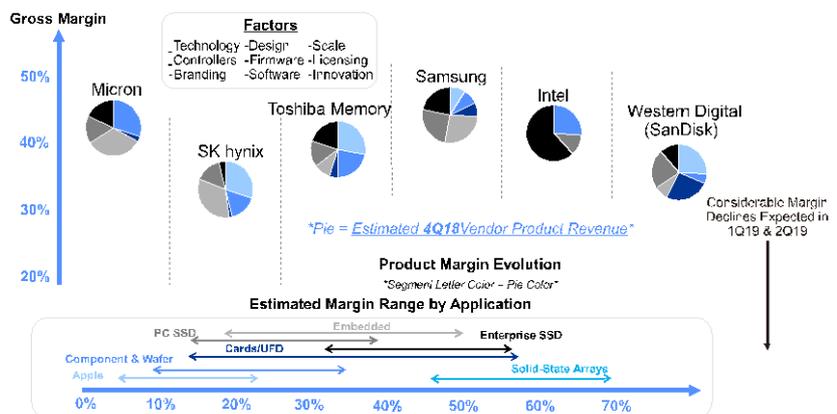
자료: IBK투자증권 리서치센터

그림 2. 3D NAND 업체별 현황



자료: Gartner

그림 3. NAND 제품별 이익률 및 업체별 제품 비중



자료: Gartner

투자의견 매수, 목표주가 90,000원으로 하향

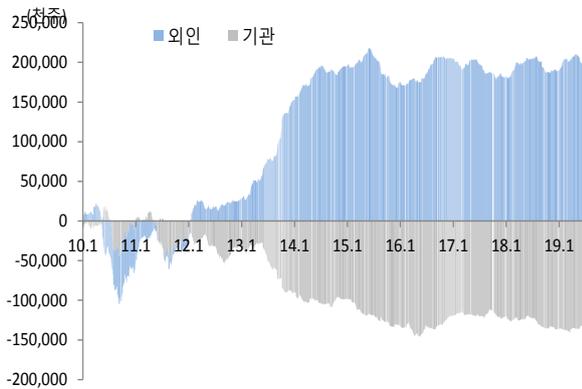
업황 바닥 검증 구간

SK하이닉스에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 이는

- 1) DRAM 시장은 숨 고르는 과정에서 가격 하락이 진행되는 시점이나 IDC 업체들의 재고 감소로 수요는 점차 개선될 것으로 기대하고
- 2) NAND 시장은 DRAM보다 빠르게 수요 반등의 여건이 조성될 것으로 예상되고,
- 3) 3분기 M15 라인의 양산으로 상반기대비 비용구조는 개선될 것으로 예상되고
- 4) 아직 주가 상승여력은 남아 있다고 판단하기 때문이다.

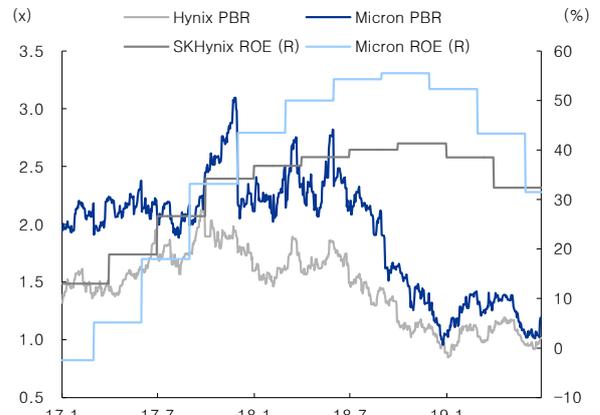
목표주가는 90,000원으로 하향 조정한다. 2019년 예상 BPS에 PBR 1.3배를 적용하였다. 하반기 수요 반등이 지연되면서 이전 전망에 비해서 이익이 하향 조정된 점을 반영하였다.

그림 4. SK하이닉스 투자자별 순매수 추이



자료: 와이즈에프엔

그림 5. SK하이닉스 마이크론 밸류에이션 비교



자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	30,109	40,445	26,107	25,974	30,114
증가율(%)	75.1	34.3	-35.4	-0.5	15.9
매출원가	12,702	15,181	16,984	14,590	16,915
매출총이익	17,408	25,264	9,123	11,384	13,199
매출총이익률 (%)	57.8	62.5	34.9	43.8	43.8
판매비	3,686	4,420	5,427	5,391	5,872
판매비율(%)	12.2	10.9	20.8	20.8	19.5
영업이익	13,721	20,844	3,696	5,993	7,327
증가율(%)	318.7	51.9	-82.3	62.2	22.3
영업이익률(%)	45.6	51.5	14.2	23.1	24.3
순금융손익	-253	550	249	-276	-244
이자손익	-70	-32	-136	-161	-154
기타	-184	582	385	-115	-90
기타영업외손익	-41	-66	335	-110	-102
중속/관계기업손익	12	13	9	19	19
세전이익	13,440	21,341	4,289	5,626	7,000
법인세	2,797	5,801	1,143	1,515	1,884
법인세율	20.8	27.2	26.7	26.9	26.9
계속사업이익	10,642	15,540	3,146	4,112	5,116
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	10,642	15,540	3,146	4,112	5,116
증가율(%)	259.5	46.0	-79.8	30.7	24.4
당기순이익률 (%)	35.3	38.4	12.0	15.8	17.0
지배주주당기순이익	10,642	15,540	3,147	4,112	5,117
기타포괄이익	-422	-67	237	0	0
총포괄이익	10,220	15,473	3,383	4,112	5,116
EBITDA	18,748	27,272	11,801	14,602	16,037
증가율(%)	142.4	45.5	-56.7	23.7	9.8
EBITDA마진율(%)	62.3	67.4	45.2	56.2	53.3

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	14,617	21,346	4,322	5,649	7,029
BPS	46,449	64,348	67,587	71,827	76,976
DPS	1,000	1,500	1,500	2,000	2,000
밸류에이션(배)					
PER	5.2	2.8	16.1	12.3	9.9
PBR	1.6	0.9	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	2.8	1.7	4.6	3.8	3.3
성장성지표(%)					
매출증가율	75.1	34.3	-35.4	-0.5	15.9
EPS증가율	260.3	46.0	-79.8	30.7	24.4
수익성지표(%)					
배당수익률	1.3	2.5	2.2	3.0	3.0
ROE	36.8	38.5	6.6	8.1	9.4
ROA	27.4	28.5	4.8	5.9	6.9
ROIC	42.0	43.8	7.1	8.8	10.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	34.3	35.9	37.8	37.7	35.8
순차입금 비율(%)	-10.2	5.1	7.2	8.3	3.0
이자보상배율(배)	110.7	220.3	19.9	28.1	32.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.8	6.8	5.0	5.9	5.9
재고자산회전율	12.9	11.5	5.5	6.0	7.8
총자산회전율	0.8	0.7	0.4	0.4	0.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	17,310	19,894	19,129	18,433	22,739
현금및현금성자산	2,950	2,349	2,745	2,457	4,802
유가증권	4,675	524	998	1,039	1,081
매출채권	5,553	6,320	4,171	4,704	5,463
재고자산	2,640	4,423	5,089	3,587	4,165
비유동자산	28,108	43,764	48,697	53,569	53,376
유형자산	24,063	34,953	38,662	43,477	43,111
무형자산	2,247	2,679	2,268	1,844	1,500
투자자산	414	4,916	5,328	5,710	6,123
자산총계	45,418	63,658	67,825	72,002	76,115
유동부채	8,116	13,032	14,092	15,313	15,749
매입채무및기타채무	759	1,096	895	1,009	1,172
단기차입금	193	586	1,630	2,170	1,909
유동성장기부채	581	1,029	1,303	1,453	1,553
비유동부채	3,481	3,774	4,524	4,394	4,322
사채	1,317	1,506	1,506	1,506	1,506
장기차입금	2,080	2,162	1,930	1,780	1,680
부채총계	11,598	16,806	18,616	19,706	20,071
자배주주지분	33,815	46,846	49,204	52,290	56,039
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,144	4,144	4,144	4,144
자본조정등	-771	-2,506	-2,506	-2,506	-2,506
기타포괄이익누계액	-502	-483	-240	-240	-240
이익잉여금	27,287	42,034	44,148	47,235	50,983
비자배주주지분	6	7	6	6	5
자본총계	33,821	46,852	49,210	52,296	56,044
비이자부채	7,426	11,524	11,316	11,867	12,492
총차입금	4,171	5,282	7,300	7,839	7,579
순차입금	-3,454	2,409	3,557	4,343	1,696

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	14,691	22,227	11,443	14,026	12,848
당기순이익	10,642	15,540	3,146	4,112	5,116
비현금성 비용 및 수익	7,921	12,282	7,996	8,975	9,036
유형자산감가상각비	4,619	5,904	7,540	8,185	8,365
무형자산상각비	407	524	565	423	344
운전자본변동	-3,190	-1,997	456	1,100	-1,151
매출채권등의 감소	-2,964	-547	2,387	-533	-759
재고자산의 감소	-635	-1,782	-642	1,502	-579
매입채무등의 증가	515	59	-376	114	163
기타 영업현금흐름	-683	-3,598	-155	-161	-154
투자활동 현금흐름	-11,919	-21,429	-13,173	-14,025	-9,104
유형자산의 증가(CAPEX)	-9,128	-16,036	-12,350	-13,000	-8,000
유형자산의 감소	245	132	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-782	-931	-148	0	0
투자자산의 감소(증가)	-114	-234	-294	-382	-413
기타	-2,140	-4,360	-382	-644	-691
재무활동 현금흐름	-352	-1,395	2,105	-288	-1,399
차입금의 증가(감소)	72	1,047	675	-150	-100
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-424	-2,443	1,431	-138	-1,299
기타 및 조정	-83	-4	20	0	0
현금의 증가	2,336	-601	395	-287	2,344
기초현금	614	2,950	2,349	2,745	2,457
기말현금	2,950	2,349	2,745	2,457	4,802

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자익전 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자익전 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자익전 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.07.01~2019.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	129	86.0
중립	21	14.0
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

