

반도체

Company Report
 2017.10.26

투자 의견(유지)

매수

목표주가(12M,상향) ▲ **110,000원**

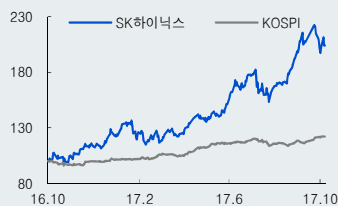
현재주가(17/10/25) 81,700원

상승여력 35%

영업이익(17F,십억원)	13,405
Consensus 영업이익(17F,십억원)	13,388
EPS 성장률(17F,%)	260.3
MKT EPS 성장률(17F,%)	45.4
P/E(17F,x)	5.6
MKT P/E(17F,x)	10.3
KOSPI	2,492.50

시가총액(십억원)	59,478
발행주식수(백만주)	728
유동주식비율(%)	76.3
외국인 보유비중(%)	47.9
베타(12M) 일간수익률	1.24
52주 최저가(원)	39,650
52주 최고가(원)	89,100

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.3	55.9	99.0
상대주가	-9.6	37.4	62.7



[반도체]

도현우

02-3774-3803
 hwdoh@miraeeasset.com

이수연

02-3774-7162
 sy_lee@miraeeasset.com

SK하이닉스 (000660)

4Q17 실적 지속 증가 예상

3Q17 영업이익 3.74조원(+23% QoQ) 기록

SK하이닉스가 3Q17 실적을 발표했다. 매출액 8.10조원(+21% QoQ), 영업이익 3.74조원(+23% QoQ), 순이익 3.06조원(+24% QoQ)을 기록했다. 영업이익은 컨센서스 및 우리 추정치와 유사했다. DRAM이 아주 좋았다. 성수기 진입으로 인해 출하량이 17% QoQ 증가했고 가격도 6% 상승했다. NAND도 M14 2층 신규 3D NAND 캐파 가동으로 출하량이 16% 증가했다. 가격은 모바일 제품 믹스 변화로 인해 3% 하락했다.

4Q17 영업이익 4.15조원(+11% QoQ) 예상

SK하이닉스의 4Q17 실적은 매출액 9.05조원(+12% QoQ), 영업이익 4.15조원(+11% QoQ)을 기록해 사상최대치를 지속 갱신할 전망이다. DRAM 출하량 +3% QoQ, ASP +7% QoQ, NAND 출하량 +14% QoQ, ASP Flat QoQ로 추정한다. DRAM은 최신 공정인 18nm 양산이 4Q17 중으로 시작될 것이다. 선두 업체와의 격차가 축소된다. 4Q에는 PC와 모바일 제품 출하가 시작되고 1Q18 중으로 서버 제품 양산을 시작할 계획이다. NAND는 M14 2층 신규 캐파가 본격 가동을 시작할 것이고 72단 3D NAND 제품 양산이 의미있게 시작될 것이다.

현재 서버 수요가 클라우드, 머신러닝 등 신규 수요의 강세로 꾸준하다. PC는 여전히 부진하지만 NAND에선 HDD에서 SSD로 전환하는 수요가 좋다. 모바일DRAM 수요는 상반기 대비 개선되고 있다. 모바일DRAM 가격은 4Q17에 크게 오를 전망이다. 최근 일부 스마트폰의 수율 이슈 및 판매 전망에 대해 노이즈가 많다. 하지만 우리는 생산이 곧 원활해질 것이고 수요는 1Q18로 이연되어 발생할 것으로 전망 중이다. 이는 IT 비수기인 1Q18의 실적에 도움을 줄 것이다.

2018년 업계의 DRAM 생산량 증가 추세는 올해와 큰 차이가 없을 것이다. NAND는 삼성전자를 제외한 타 업체들의 3D NAND 생산 본격화로 증가 폭이 조금 커 보인다. 하지만 실생활에 파고들기 시작한 머신러닝 수요로 인한 IT 업체의 데이터센터 확충 등이 증가량을 흡수할 수 있을 것이다.

투자 의견 매수 유지, 목표주가 110,000원으로 상향

SK하이닉스에 대한 투자 의견 매수를 유지하고 목표주가는 기존 100,000원에서 110,000원으로 상향한다. 목표주가 상향 근거는 향후 이익 추정치 상향이다. 목표주가는 향후 3개년(2017~2019년) 추정 ROE 26.8%를 Cost of Equity 11.0%와 비교해서 산정하였다. SK하이닉스는 2017년 기준 PER 5.6배에 거래 중이다. 글로벌 IT 업체들 대비해서 저평가 되어 있다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	17,126	18,798	17,198	30,127	36,288	33,854
영업이익 (십억원)	5,109	5,336	3,277	13,405	14,922	9,105
영업이익률 (%)	29.8	28.4	19.1	44.5	41.1	26.9
순이익 (십억원)	4,195	4,322	2,954	10,642	11,350	6,962
EPS (원)	5,842	5,937	4,057	14,618	15,591	9,563
ROE (%)	27.0	21.9	13.0	36.9	29.0	14.5
P/E (배)	8.2	5.2	11.0	5.6	5.2	8.5
P/B (배)	1.9	1.0	1.3	1.7	1.3	1.1
배당수익률 (%)	0.6	1.6	1.3	0.7	0.7	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: SK하이닉스, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. SK하이닉스 밸류에이션 (%,x, 원)

구분	비고	
sustain COE	Risk Free 2.8%, Beta 1.3, Risk Premium 6.1%	11.0%
sustain ROE	3-year Average (2017~2019)	26.8%
Terminal G		0.0%
Target PBR	$(ROE - \text{Terminal } g) / (COE - \text{Terminal } g)$	2.44
BPS	Expectation 2017	47,323
Fair Value Per Share	Target PBR * BPS	110,000

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 실적 추정 변경 내역 (십억원,%)

구분	변경 전		변경 후		변경률		변경 사유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	28,958	31,520	30,127	36,288	4.0	15.1	
DRAM	21,653	22,668	23,312	27,672	7.7	22.1	
NAND	7,025	8,478	6,662	8,436	-5.2	-0.5	
영업이익	13,270	13,447	13,405	14,922	1.0	11.0	투자 확대에 의한 생산량 증가
DRAM	11,391	10,928	11,839	12,666	3.9	15.9	
NAND	1,974	2,501	1,712	2,247	-13.3	-10.2	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 3. SK하이닉스 실적 추정

(십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
매출액	3,656	3,941	4,244	5,358	6,290	6,692	8,100	9,045	9,537	9,339	8,920	8,493	17,198	30,127	36,288
(QoQ, %)	(17.2)	7.8	7.7	26.3	17.4	6.4	21.0	11.7	5.4	(2.1)	(4.5)	(4.8)			
(YoY, %)	(24.1)	(15.0)	(13.8)	21.3	72.0	69.8	90.9	68.8	51.6	39.6	10.1	(6.1)	(8.5)	75.2	20.5
DRAM	2,816	2,866	2,994	3,981	4,658	5,173	6,404	7,077	7,524	7,177	6,713	6,258	12,657	23,312	27,672
NAND	792	1,035	1,200	1,375	1,532	1,513	1,693	1,923	1,966	2,115	2,163	2,193	4,402	6,662	8,436
매출총이익	1,318	1,252	1,451	2,390	3,305	3,833	4,702	5,552	5,879	5,490	4,889	4,288	6,411	17,392	20,546
(QoQ, %)	(24.6)	(5.0)	15.9	64.7	38.3	16.0	22.7	18.1	5.9	(6.6)	(10.9)	(12.3)			
(YoY, %)	(42.4)	(40.8)	(31.8)	36.6	150.8	206.2	224.1	132.3	77.9	43.2	4.0	(22.8)	(22.6)	171.3	18.1
DRAM	1,164	1,127	1,203	2,074	2,826	3,320	4,089	4,689	5,027	4,573	3,976	3,380	5,568	14,923	16,955
NAND	75	116	207	402	526	554	659	854	843	907	905	899	800	2,593	3,554
영업이익	562	453	726	1,536	2,468	3,051	3,737	4,150	4,401	4,042	3,507	2,971	3,277	13,405	14,922
(QoQ, %)	(43.2)	(19.4)	60.3	111.6	60.6	23.6	22.5	11.0	6.1	(8.2)	(13.2)	(15.3)			
(YoY, %)	(64.6)	(67.1)	(47.5)	55.3	339.2	573.7	414.8	170.1	78.4	32.5	(6.2)	(28.4)	(38.6)	309.1	11.3
DRAM	581	546	692	1,439	2,206	2,715	3,326	3,592	3,861	3,461	2,935	2,410	3,258	11,839	12,666
NAND	(88)	(94)	2	183	322	377	457	556	538	580	569	560	2	1,712	2,247
영업이익률(%)	15.4	11.5	17.1	28.7	39.2	45.6	46.1	45.9	46.1	43.3	39.3	35.0	19.1	44.5	41.1
DRAM	20.6	19.0	23.1	36.2	47.4	52.5	51.9	50.7	51.3	48.2	43.7	38.5	25.7	50.8	45.8
NAND	(11.2)	(9.1)	0.2	13.3	21.0	24.9	27.0	28.9	27.4	27.4	26.3	25.5	0.0	25.7	26.6
세전이익	558	383	704	1,571	2,370	3,069	3,843	4,047	4,389	4,040	3,621	2,885	3,216	13,329	14,934
(QoQ, %)	(42.9)	(31.3)	83.8	123.1	50.9	29.5	25.2	5.3	8.4	(7.9)	(10.4)	(20.3)			
(YoY, %)	(65.2)	(72.2)	(46.3)	60.8	324.8	701.0	445.7	157.6	85.2	31.6	(5.8)	(28.7)	(39.0)	314.4	12.0
순이익	448	286	598	1,629	1,899	2,469	3,056	3,219	3,335	3,071	2,752	2,192	2,960	10,641	11,350
(QoQ, %)	(48.6)	(36.1)	108.9	172.4	16.6	30.0	23.8	5.3	3.6	(7.9)	(10.4)	(20.3)			
(YoY, %)	(65.4)	(74.2)	(43.0)	86.9	323.8	762.7	411.2	97.6	75.7	24.4	(9.9)	(31.9)	(31.5)	259.4	6.7
NPM (%)	12.3	7.3	14.1	30.4	30.2	36.9	37.7	35.6	35.0	32.9	30.8	25.8	17.2	35.3	31.3
DRAM															
출하량 (1Gb기준. 백만개)	4,297	5,075	5,489	6,203	5,868	6,018	7,039	7,263	7,689	7,910	8,100	8,418	21,064	26,188	32,118
(QoQ, YoY %)	(2.8)	18.1	8.2	13.0	(5.4)	2.6	17.0	3.2	5.9	2.9	2.4	3.9	25.4	24.3	22.6
ASP (US\$)	0.55	0.49	0.49	0.55	0.69	0.76	0.80	0.86	0.87	0.80	0.73	0.66	0.52	0.78	0.76
(QoQ, YoY %)	(14.0)	(11.0)	0.2	14.0	24.0	10.7	5.6	7.3	0.4	(7.3)	(8.7)	(10.3)	(30.2)	51.3	(2.8)
NAND															
출하량 (16Gb기준. 백만개)	1,372	2,079	2,337	2,277	2,211	2,075	2,398	2,729	2,875	3,257	3,619	3,989	8,065	9,413	13,740
(QoQ, YoY %)	(10.8)	51.6	12.4	(2.6)	(2.9)	(6.2)	15.6	13.8	5.4	13.3	11.1	10.2	47.3	16.7	46.0
ASP (US\$)	0.48	0.43	0.46	0.52	0.60	0.65	0.62	0.62	0.61	0.57	0.53	0.49	0.47	0.62	0.54
(QoQ, YoY %)	(12.0)	(11.0)	7.0	14.0	15.0	7.6	(3.4)	0.0	(3.0)	(5.0)	(8.0)	(8.0)	(30.3)	32.0	(12.8)

자료: SK하이닉스, 미래에셋대우 리서치센터

SK하이닉스 (000660)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	17,198	30,127	36,288	33,854
매출원가	10,787	12,736	15,742	19,502
매출총이익	6,411	17,391	20,546	14,352
판매비와관리비	3,134	3,987	5,625	5,247
조정영업이익	3,277	13,405	14,922	9,105
영업이익	3,277	13,405	14,922	9,105
비영업손익	-61	-75	12	56
금융손익	-86	-89	-38	12
관계기업등 투자손익	23	11	16	18
세전계속사업손익	3,216	13,330	14,934	9,161
계속사업법인세비용	256	2,687	3,584	2,199
계속사업이익	2,960	10,642	11,350	6,962
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	2,960	10,642	11,350	6,962
지배주주	2,954	10,642	11,350	6,962
비지배주주	7	1	0	0
총포괄이익	2,989	10,439	11,350	6,962
지배주주	2,983	10,438	11,350	6,962
비지배주주	7	0	0	0
EBITDA	7,733	18,564	21,486	16,227
FCF	-407	5,129	8,114	5,922
EBITDA 마진율 (%)	45.0	61.6	59.2	47.9
영업이익률 (%)	19.1	44.5	41.1	26.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	17.2	35.3	31.3	20.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	9,839	18,329	23,908	28,348
현금 및 현금성자산	614	3,509	9,993	14,765
매출채권 및 기타채권	3,263	5,780	5,426	5,297
재고자산	2,026	3,276	3,076	3,003
기타유동자산	3,936	5,764	5,413	5,283
비유동자산	22,377	27,124	32,059	34,019
관계기업투자등	131	153	144	140
유형자산	18,777	23,080	27,789	29,659
무형자산	1,916	2,295	2,543	2,641
자산총계	32,216	45,454	55,967	62,367
유동부채	4,161	7,352	7,010	6,920
매입채무 및 기타채무	2,303	3,839	3,604	3,519
단기금융부채	705	861	916	971
기타유동부채	1,153	2,652	2,490	2,430
비유동부채	4,032	4,416	4,344	4,296
장기금융부채	3,631	3,795	3,761	3,727
기타비유동부채	401	621	583	569
부채총계	8,192	11,768	11,354	11,216
지배주주지분	24,017	33,679	44,606	51,145
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,144	4,144	4,144
이익잉여금	17,067	26,923	37,850	44,389
비지배주주지분	7	7	6	6
자본총계	24,024	33,686	44,612	51,151

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	5,549	14,629	18,056	14,124
당기순이익	2,960	10,642	11,350	6,962
비현금수익비용가감	4,985	7,825	10,112	9,231
유형자산감가상각비	4,134	4,777	6,040	6,552
무형자산상각비	323	381	525	570
기타	528	2,667	3,547	2,109
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1,459	-1,784	157	58
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-471	-2,683	352	129
재고자산 감소(증가)	-111	-1,261	200	73
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-232	480	-65	-24
법인세납부	-876	-2,006	-3,584	-2,199
투자활동으로 인한 현금흐름	-6,230	-12,010	-10,480	-8,795
유형자산처분(취득)	-5,794	-9,491	-9,942	-8,202
무형자산감소(증가)	-529	-848	-865	-713
장단기금융자산의 감소(증가)	78	-1,677	327	120
기타투자활동	15	6	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	117	-341	-403	-403
장단기금융부채의 증가(감소)	517	320	21	21
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-353	-777	-424	-424
기타재무활동	-47	116	0	0
현금의 증가	-562	2,895	6,484	4,772
기초현금	1,176	614	3,509	9,993
기말현금	614	3,509	9,993	14,765

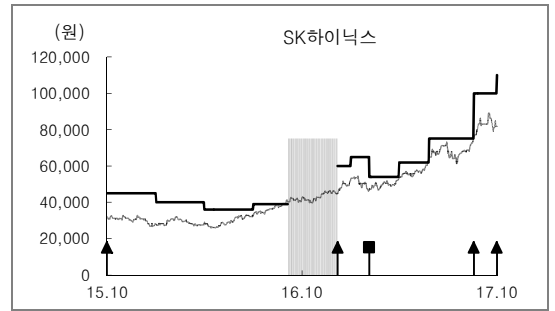
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	11.0	5.6	5.2	8.5
P/CF (x)	4.1	3.2	2.8	3.7
P/B (x)	1.3	1.7	1.3	1.1
EV/EBITDA (x)	4.2	3.0	2.3	2.8
EPS (원)	4,057	14,618	15,591	9,563
CFPS (원)	10,915	25,367	29,481	22,244
BPS (원)	34,051	47,323	62,332	71,314
DPS (원)	600	600	600	600
배당성향 (%)	14.3	4.0	3.7	6.1
배당수익률 (%)	1.3	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	-8.5	75.2	20.5	-6.7
EBITDA증가율 (%)	-16.8	140.1	15.7	-24.5
조정영업이익증가율 (%)	-38.6	309.1	11.3	-39.0
EPS증가율 (%)	-31.7	260.3	6.7	-38.7
매출채권 회전을 (회)	5.8	6.7	6.5	6.3
재고자산 회전을 (회)	8.7	11.4	11.4	11.1
매입채무 회전을 (회)	14.5	14.4	15.2	19.6
ROA (%)	9.6	27.4	22.4	11.8
ROE (%)	13.0	36.9	29.0	14.5
ROIC (%)	13.7	40.5	35.9	19.8
부채비율 (%)	34.1	34.9	25.5	21.9
유동비율 (%)	236.5	249.3	341.0	409.7
순차입금/자기자본 (%)	0.8	-11.8	-22.7	-28.9
조정영업이익/금융비용 (x)	27.3	93.7	93.9	57.1

자료: SK하이닉스, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK하이닉스(000660)				
2017.10.26	매수	110,000	-	-
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
2017.01.26	매수	65,000	-21.81	-16.00
2017.01.01	매수	60,000	-17.91	-13.83
2016.09.30	분석 대상 제외		-	-
2016.07.27	매수	39,000	-6.37	5.64
2016.04.26	매수	36,000	-18.10	-8.19
2016.01.27	매수	40,000	-27.63	-20.13
2015.10.22	매수	45,000	-32.40	-26.89



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

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
74.52%	12.50%	12.98%	0.00%

* 2017년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 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.