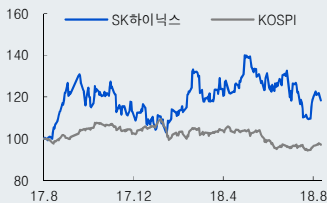


투자여건(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	110,000원
현재주가(18/09/03)	80,600원
상승여력	36%

영업이익(18F, 십억원)	22,259
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	22,319
EPS 성장률(18F, %)	59.2
MKT EPS 성장률(18F, %)	11.8
P/E(18F, x)	3.5
MKT P/E(18F, x)	9.2
KOSPI	2,307.03
시가총액(십억원)	58,677
발행주식수(백만주)	728
유동주식비율(%)	74.9
외국인 보유비중(%)	50.0
베타(12M) 일간수익률	1.24
52주 최저가(원)	68,100
52주 최고가(원)	95,300

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.2	4.1	17.3
상대주가	-4.1	8.4	19.9



[반도체]

김영건  
 02-3774-1583  
 younggun.kim.a@miraeasset.com

# SK하이닉스 (000660)

## 중장기적 매수 시기

### 비구조적 요인에 의한 DRAM 가격 하락 구간

DRAM 가격 하락에 대한 우려가 많은 상황이다. 과거 DRAM 고정가격은 경험상 2년 이상의 장기 하락 구간을 겪었다. 주된 원인은 급격한 공급 증가였다. Wafer capa 증설과 공정 미세화가 동시에 진행되며 초과 공급 상황이 도래했다.

4Q18부터는 DRAM 가격 하락이 예상된다. DDR4 4Gb/8Gb 기준으로 2년만의 하락 반전이다. 하락폭은 5% 전후가 될 것으로 추정한다. 하지만, 과거의 하락 구간과는 원인이 다르다. 공급은 여전히 제한적이다. 2019년 DRAM Bit growth는 최대 19.9%로 추정한다.

공급이 제한적임에도 불구하고 가격이 하락하는 구간이다. 모바일 세트 업체의 단가 인하 압력을 주요 원인으로 추정한다. '19년 이후 5G, Tri-cam 등의 신규 기능은 더 높은 수준의 DRAM 탑재량을 필요로 할 것이다. 세트 업체들의 가격 하락 유도가 절실한 시기다.

가격이 하락하는 구간에서는 구매자의 측면에서 수요를 지연시키는 효과를 일으킨다. 대신에 축적해 놓은 재고를 소진하는 방식을 택한다. 메모리 가격의 즉시 반등이 어려운 이유다. 그러나 이번 DRAM 가격 하락 기간과 폭은 과거에 비해 제한적일 것으로 예상된다. 비구조적 가격 조정이기 때문이다.

SK하이닉스의 ASP 기준으로 4Q18 4%, 2019년 연간 10% 수준의 DRAM 가격 인하를 예상한다. '19년 하반기 모바일 성수기 도래를 기점으로 DRAM 가격의 반등을 예상한다. 전체적인 ASP 하락구간의 길이는 3~4분기로 예상된다.

### 주가와 밸류에이션은 가격 하락 우려를 상당 부분 반영한 상황

SK하이닉스의 P/B와 12개월 선행 P/B는 이미 3Q17을 정점으로 하락해왔다. DRAM 가격 하락에 대한 시장의 우려를 선반영한 것이다. 주가 측면에서는 이미 하락 구간 깊숙히 들어온 상황이라고 할 수 있다.

내년에도 동사의 이익 증가는 지속될 것으로 예상된다. ASP 하락을 원가 개선으로 보완할 것이다. DRAM ASP 9% 하락에도 불구하고 전사 영업이익은 2% 증가할 것으로 추정한다. Wuxi 2공장의 완공을 시작으로 1Xnm 공정의 비중이 증가하면서 생산성 향상도 기대된다.

DRAM 가격 하락 폭에 대한 기대치 형성 과정에서 일시적 주가 하락 가능성이 있다. 12개월 선행 월간 P/B의 3년래 저점은 0.87배다. 현재 기준 0.96배와 9%의 괴리가 있다. 추가적인 주가 하락폭은 괴리 내로 제한적일 것으로 예상된다. 중장기적 관점에서 매수할만한 시기다.

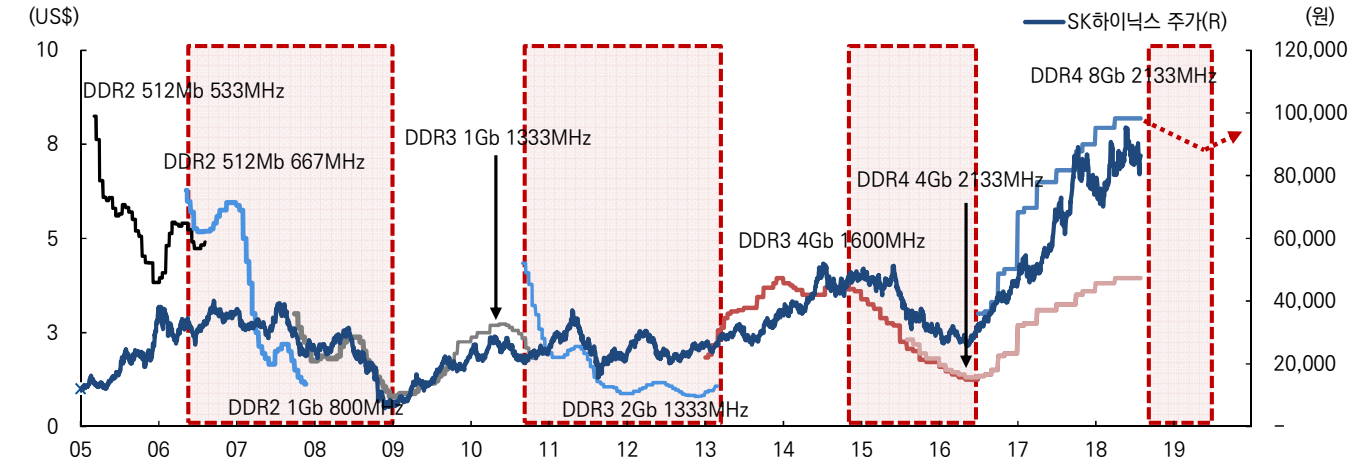
목표주가는 110,000원을 제시한다. 12개월 선행 BPS 85,058원에 최근 2개년 12개월 선행 P/B 평균(1.25배) 적용했다. Global peer인 Micron의 2019년 P/B 1.5배 비해서도 18.9% 저평가된 상태다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	18,798	17,198	30,109	42,644	45,072	51,177
영업이익 (십억원)	5,336	3,277	13,721	22,259	22,804	28,341
영업이익률 (%)	28.4	19.1	45.6	52.2	50.6	55.4
순이익 (십억원)	4,322	2,954	10,642	16,941	17,637	21,878
EPS (원)	5,937	4,057	14,617	23,270	24,227	30,052
ROE (%)	21.9	13.0	36.8	40.5	30.2	28.3
P/E (배)	5.2	11.0	5.2	3.5	3.3	2.7
P/B (배)	1.0	1.3	1.6	1.2	0.9	0.7
배당수익률 (%)	1.6	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2

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

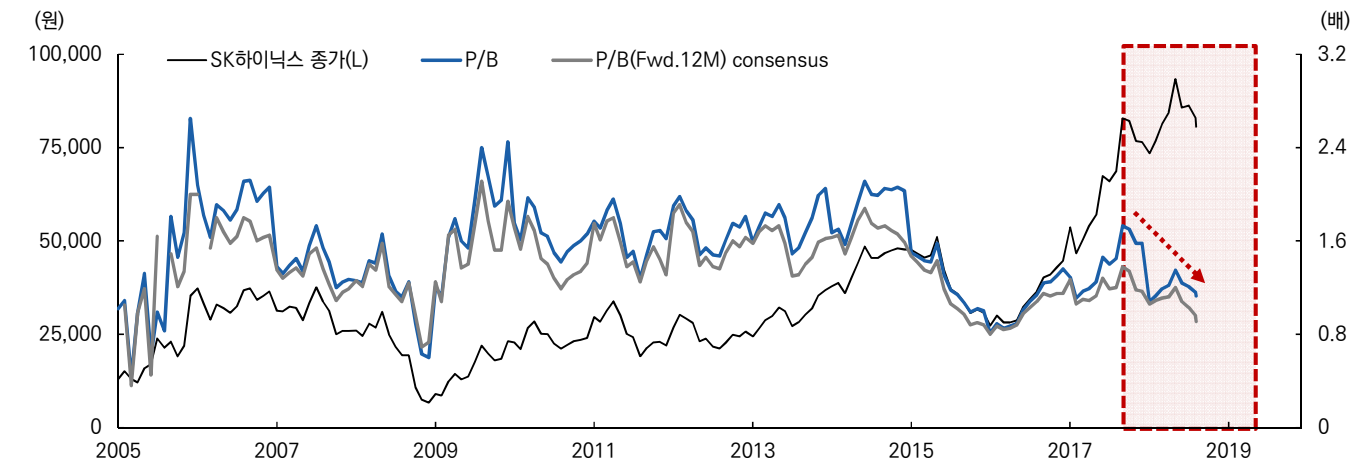
## 주요 차트 및 실적 추정

그림 1. DRAM 고점가격 및 SK하이닉스 주가 추이(음영 부분은 DRAM 고점가격 하락 구간)



자료: DRAMeXchange, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. SK하이닉스 월간 주가 및 월간 P/B 추이: 3Q17 이래로 P/B 하락 반전



자료: Quantwise, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. SK하이닉스 실적 추정 주요 가정

DRAM (1Gb eq)	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018F	2019F
출하량 (백만개)	6,943	8,054	8,597	8,855	9,121	9,486	9,865	10,161	21,033	26,353	32,449	38,632
Bit growth	-5%	16%	7%	3%	3%	4%	4%	3%	25%	25%	23%	19%
ASP (달러)	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.6	0.9	1.1	1.0
% QoQ	9%	4%	2%	-3%	-6%	-5%	-2%	0%	-30%	48%	21%	-9%
NAND (16Gb eq)	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018F	2019F
출하량 (백만개)	2,561	3,048	4,114	4,690	4,925	5,072	5,377	5,646	8,475	9,710	14,413	21,019
Bit growth	-10%	19%	35%	14%	5%	3%	6%	5%	45%	15%	48%	46%
ASP (달러)	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.5	0.7	0.6	0.4
% QoQ	-1%	-9%	-14%	-10%	-8%	-10%	-10%	-7%	-28%	33%	-20%	-32%
원/달러 환율	1,072	1,080	1,100	1,090	1,090	1,090	1,090	1,090	1,161	1,130	1,086	1,090

자료: 미래에셋대우 리서치센터

## Global peer valuation

표 2. 글로벌 메모리 업체 실적 지표 컨센서스

(%, 십억원)

회사명	주가상승률		시가총액	매출액			영업이익			영업이익률			순이익		
	-1M	-3M		2018F	2019F	2019F	2018F	2019F	2019F	2018F	2019F	2019F	2018F	2019F	2019F
SK하이닉스	-3.2	-10.2	58,677	42,562	44,792	45,848	22,255	21,448	20,848	52.3	47.9	45.5	16,473	15,776	14,536
삼성전자	3.7	-7.1	304,597	251,586	260,960	269,872	64,885	65,373	66,539	25.8	25.1	24.7	48,306	49,153	49,529
Micron	-0.5	-10.6	67,766	33,864	36,528	35,186	16,848	18,632	19,667	49.8	51.0	55.9	15,478	15,475	13,924
WDC	-6.9	-26.4	20,498	22,671	23,157	23,709	4,805	4,928	5,206	21.2	21.3	22.0	2,348	2,437	2,645
<b>메모리 평균</b>	<b>-1.8</b>	<b>-13.6</b>								<b>37.3</b>	<b>36.3</b>	<b>37.0</b>			

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 글로벌 메모리 업체 주가 관련 지표 컨센서스

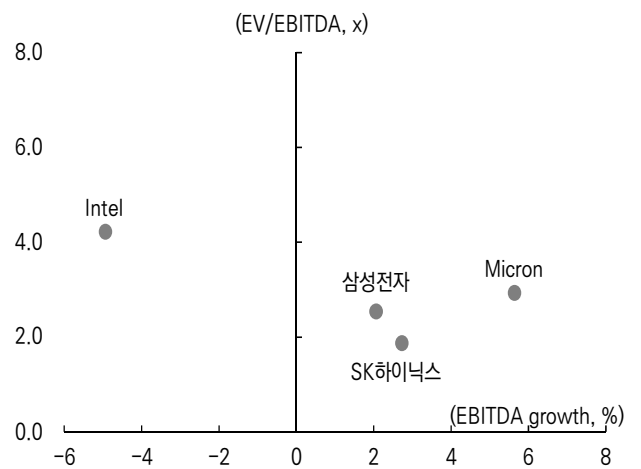
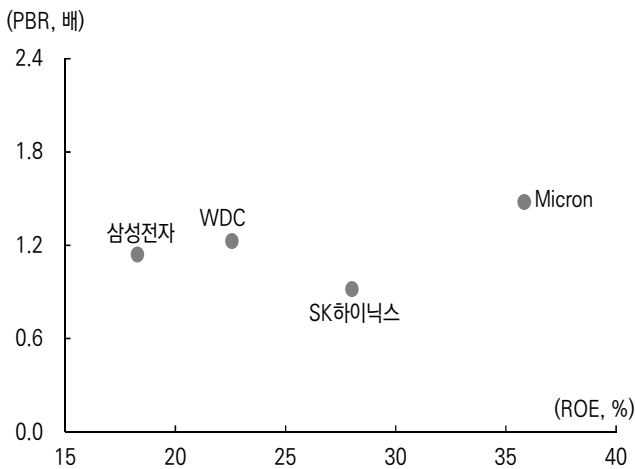
(배, %)

회사명	ROE			PER			PBR			EV/EBITDA		
	2018F	2019F	2019F	2018F	2019F	2019F	2018F	2019F	2019F	2018F	2019F	2019F
삼성전자	39.9	28.0	20.6	3.5	3.7	4.0	1.2	0.9	0.8	1.9	1.9	1.9
SK하이닉스	21.2	18.3	16.3	6.7	6.5	6.3	1.3	1.1	1.0	2.6	2.5	2.5
Micron	55.8	35.8	21.4	4.5	4.5	5.1	2.0	1.5	1.2	3.1	2.9	3.3
Toshiba	27.6	22.6	18.6	5.4	5.2	5.0	1.5	1.2	1.1	4.0	4.2	4.1
<b>메모리 평균</b>	<b>36.1</b>	<b>26.2</b>	<b>19.2</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	<b>5.1</b>	<b>1.5</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 글로벌 메모리 업체 PBR-ROE 그래프

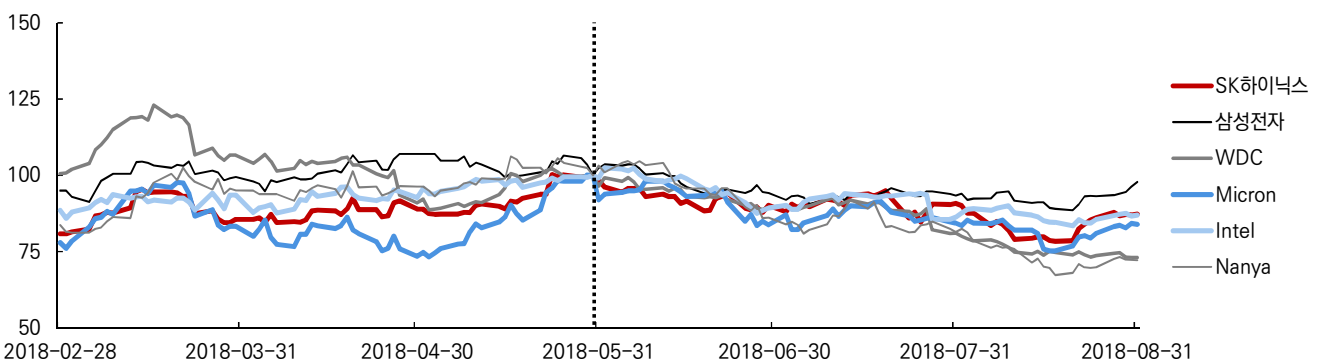
그림 4. 글로벌 메모리 업체 EV/EBITDA-EBITDA growth 그래프



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

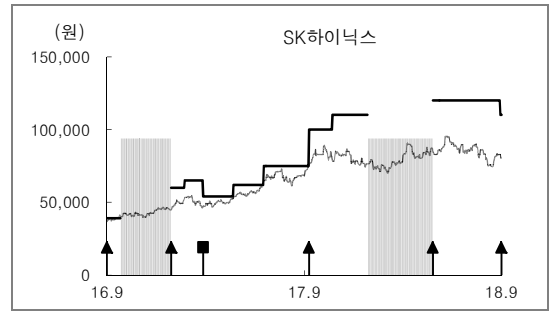
그림 5. 글로벌 메모리 업체 상대 주가 추이



자료: Datastream, 미래에셋대우 리서치센터

투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK하이닉스(000660)				
2018.09.02	매수	110,000	-	-
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
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



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

투자이건 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 약화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

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

투자이건 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
73.40%	14.78%	11.82%	0.00%

\* 2018년 6월 30일 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.