

SK하이닉스(000660)

매수(유지)

목표주가: 48,000원(상향)

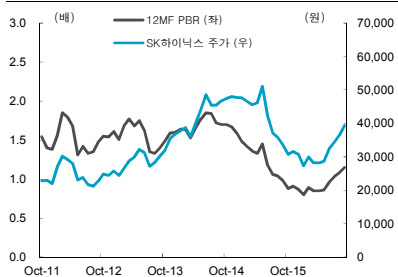
Stock Data

KOSPI(9/22)	2,050
주가(9/22)	39,400
시가총액(십억원)	28,683
발행주식수(백만)	728
52주 최고/최저가(원)	39,400/25,750
일평균거래대금(6개월, 백만원)	106,093
유동주식비율/외국인지분율(%)	76.2/51.7
주요주주(%)	SK텔레콤 외 5인 20.8
	국민연금 8.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.4	30.5	12.9
상대주가(%p)	9.1	27.8	9.5

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

3Q16 Preview: 줄어드는 재고와 개선되는 수급

예상보다 강한 수익성 개선 반영해 목표주가 48,000원으로 12% 상향

하반기 예상보다 강한 수요 반등과 DRAM업체들의 재고소진으로 DRAM수급이 더 타이트해지고 있다. 수급이 타이트해지면서 PC DRAM의 가격 상승세가 4분기에도 지속될 전망이다. 제품가격 상승폭이 예상보다 커지고 수익성 높은 제품으로의 mix 개선이 이루어져 하반기 SK하이닉스의 수익성 개선속도가 예상보다 강하게 나타나고 있다. 높아진 수익성을 반영해 2016년 2017년 영업이익의 추정치를 각각 11%, 35% 상향조정하고 목표주가를 48,000원으로 기존 대비 12% 상향했다. 목표주가는 2016~2017년 평균 BPS에 목표 PBR 1.4배(기존 1.3배)를 적용했다.

3분기 영업이익 6,957억원으로 당초 예상 대비 9% 높을 듯

3분기 영업이익은 6,957억원으로 당초 예상 대비 9% 높을 전망이다. DRAM 및 NAND 가격이 예상보다 강했고 수익성이 상대적으로 높은 모바일용 MCP 제품 비중이 높아지면서 원화강세에도 불구하고 이익증가폭이 예상을 상회한 것으로 판단된다. 이러한 이익증가세는 4분기에도 지속될 전망인데 PC DRAM 가격의 상승과 모바일 DRAM 가격의 안정, 그리고 21nm DRAM 공정 전환으로 인한 원가절감 효과 등이 예상되기 때문이다. 4분기 영업이익은 9,164억원으로 전분기 대비 32% 증가할 전망이다.

줄아지는 수요, 낮아지는 재고

스마트폰업체들의 DRAM 컨텐츠 증가와 더불어 PC업체들의 부품수요 개선도 나타나고 있어 DRAM 공급부족이 심화되고 있다. 2분기부터 감소하기 시작한 DRAM업체들의 재고는 3분기에도 감소세를 지속하고 있고 4분기에도 추가적인 감소가 예상된다. 5월말 재고가 증가한 마이크론의 경우도 제품출하가 정상적으로 이루어지면서 8월말에는 재고가 줄었을 것으로 추정된다. DRAM업체들의 재고가 소진되고 공급여력이 줄어들고 있어 비수기 DRAM수급과 가격에 긍정적인 영향을 줄 것이다.

4분기 21nm DRAM 생산량 큰 폭 증가 예상

2분기까지 더디게 진행되던 DRAM 21nm 생산이 3분기부터 속도를 내고 있다. 3분기말 20%까지 높아지는 21nm 비중이 4분기에는 주요 스마트폰고객향 모바일 DRAM 생산이 본격화되면서 30% 수준까지 높아질 전망이다. 21nm 비중이 높아지면서 원가절감 효과도 나타나 4분기 수익성 개선에 기여할 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2014A	17,126	5,109	4,195	5,842	44.4	8,553	8.2	4.1	1.9	27.0	0.6
2015A	18,798	5,336	4,322	6,002	2.7	9,289	5.1	2.2	1.0	21.9	1.6
2016F	16,674	2,627	1,928	2,731	(54.5)	7,327	14.3	3.6	1.2	8.7	1.3
2017F	19,592	4,217	3,245	4,596	68.3	9,547	8.5	2.6	1.1	13.4	2.3
2018F	20,572	5,840	4,561	6,460	40.6	11,555	6.1	2.0	1.0	16.7	3.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

〈표 1〉 SK하이닉스 실적추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q16F			2017F		
	변경후	변경전	%	변경후	변경전	%
매출액	4,344	4,506	(3.6)	19,592	18,001	8.8
DRAM	3,003	3,105	(3.3)	13,871	12,463	11.3
NAND	1,191	1,250	(4.7)	5,167	4,984	3.7
영업이익	696	637	9.2	4,217	3,120	35.1
DRAM	690	651	6.0	4,264	3,250	31.2
NAND	16	(3)	NM	(7)	(90)	NM
영업이익률	16.0	14.1	1.9 p	21.5	17.3	4.2 p
DRAM	23.0	20.9	2.0 p	30.7	26.1	4.7 p
NAND	1.3	(0.3)	1.6 p	(0.1)	(1.8)	1.7 p
지배주주순이익	501	454	10.3	3,246	2,368	37.0
순이익률	11.5	10.1	1.5 p	16.6	13.2	3.4 p

주: IFRS 연결기준, 순이익은 지배주주 귀속분
 자료: 한국투자증권

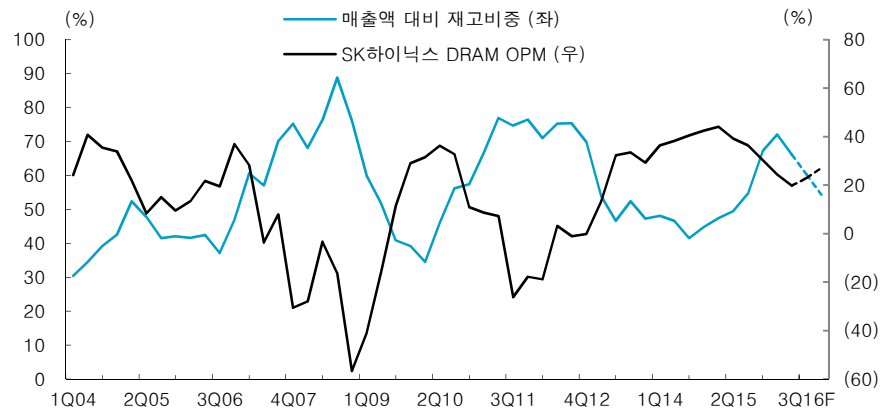
〈표 2〉 SK하이닉스 분기실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016F	2017F
매출액	3,656	3,941	4,344	4,734	4,478	4,770	5,327	5,016	18,798	16,674	19,592
DRAM	2,779	2,798	3,003	3,309	3,145	3,412	3,797	3,517	14,047	11,888	13,871
NAND	768	1,025	1,191	1,275	1,218	1,234	1,372	1,342	4,206	4,258	5,167
영업이익	562	453	696	916	902	1,111	1,191	1,013	5,336	2,627	4,217
DRAM	678	553	690	893	888	1,097	1,223	1,057	5,282	2,813	4,264
NAND	(98)	(70)	16	34	24	24	(22)	(34)	(8)	(118)	(7)
영업이익률	15.4	11.5	16.0	19.4	20.1	23.3	22.4	20.2	28.4	15.8	21.5
DRAM	24.4	19.7	23.0	27.0	28.2	32.1	32.2	30.0	37.6	23.7	30.7
NAND	(12.7)	(6.9)	1.3	2.7	2.0	2.0	(1.6)	(2.5)	(0.2)	(2.8)	(0.1)
지배주주순이익	448	286	501	693	689	857	921	778	4,324	1,928	3,246
순이익률	12.3	7.3	11.5	14.6	15.4	18.0	17.3	15.5	23.0	11.6	16.6
주요 가정											
DRAM 출하량 (1Gb eq., 백만개)	4,323	5,093	5,680	5,840	5,776	6,466	7,324	7,300	16,852	20,937	26,867
출하량 변화율 QoQ, YoY	(2.8)	17.8	11.5	2.8	(1.1)	11.9	13.3	(0.3)	20.4	24.2	28.3
DRAM ASP (달러)	0.55	0.49	0.48	0.49	0.47	0.47	0.45	0.42	0.75	0.49	0.45
ASP 변화율 QoQ, YoY	(14.2)	(11.3)	(2.6)	2.1	(2.7)	(1.4)	(3.9)	(6.3)	(20.1)	(34.7)	(8.0)
NAND 출하량 (8Gb eq., 백만개)	2,684	4,080	4,561	4,649	4,737	5,037	6,088	6,672	10,710	15,973	22,534
출하량 변화율 QoQ, YoY	(10.7)	52.0	11.8	1.9	1.9	6.3	20.9	9.6	67.0	49.1	41.1
NAND ASP (달러)	0.26	0.23	0.24	0.24	0.22	0.22	0.20	0.18	0.35	0.23	0.20
ASP 변화율 QoQ, YoY	(12.2)	(11.2)	3.0	0.0	(5.0)	(3.0)	(10.0)	(10.0)	(27.9)	(33.7)	(13.3)

자료: 한국투자증권

[그림 1] DRAM업체 매출액 대비 재고비중 추이 vs. SK하이닉스 DRAM OPM



주: 매출액 및 재고금액은 SK하이닉스와 마이크론의 금액을 적용

자료: Bloomberg, 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)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	10,364	9,760	8,319	9,383	12,320
현금성자산	437	1,176	834	980	3,086
매출채권및기타채권	4,421	2,686	2,501	2,939	3,086
재고자산	1,498	1,923	1,501	1,567	2,057
비유동자산	16,520	19,918	21,051	22,616	23,426
투자자산	232	260	231	272	285
유형자산	14,090	16,966	18,433	19,539	20,196
무형자산	1,337	1,705	1,512	1,777	1,866
자산총계	26,883	29,678	29,370	31,998	35,746
유동부채	5,765	4,841	3,512	3,912	4,106
매입채무및기타채무	3,398	3,168	2,810	3,301	3,466
단기차입금및단기사채	734	148	148	148	148
유동성장기부채	1,021	865	365	0	0
비유동부채	3,082	3,450	2,877	2,477	2,510
사채	1,157	1,293	1,293	1,293	1,293
장기차입금및금융부채	1,264	1,513	1,013	513	513
부채총계	8,847	8,290	6,389	6,389	6,616
지배주주지분	18,036	21,387	22,980	25,607	29,127
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,144	4,144	4,144	4,144
기타자본	(0)	(772)	(772)	(772)	(772)
이익잉여금	10,277	14,359	15,934	18,543	22,045
비지배주주지분	(0)	1	1	2	4
자본총계	18,036	21,388	22,981	25,609	29,130

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	5,867	9,320	6,556	8,927	9,935
당기순이익	4,195	4,324	1,928	3,246	4,562
유형자산감가상각비	3,270	3,695	4,443	5,029	5,398
무형자산상각비	174	258	257	302	317
자산부채변동	(2,657)	832	(145)	156	(478)
기타	885	211	73	194	136
투자활동현금흐름	(6,088)	(7,126)	(5,544)	(7,280)	(6,769)
유형자산투자	(4,801)	(6,775)	(6,130)	(6,355)	(6,275)
유형자산매각	199	220	220	220	220
투자자산순증	(1,137)	25	(86)	(132)	(103)
무형자산순증	(336)	(616)	(64)	(566)	(405)
기타	(13)	20	516	(447)	(206)
재무활동현금흐름	28	(1,462)	(1,354)	(1,501)	(1,060)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	28	(472)	(1,000)	(865)	(0)
배당금지급	0	(218)	(353)	(353)	(635)
기타	0	(772)	(1)	(283)	(425)
기타현금흐름	(2)	7	0	0	0
현금의증가	(195)	739	(342)	146	2,106

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

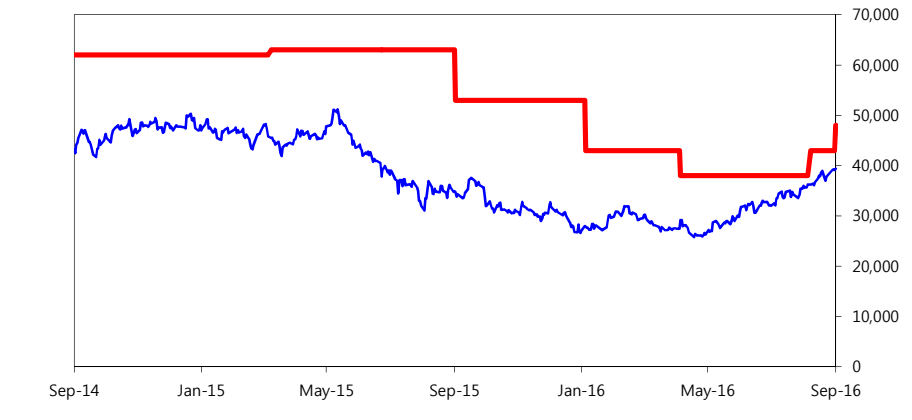
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	17,126	18,798	16,674	19,592	20,572
매출원가	9,462	10,515	10,757	11,731	11,508
매출총이익	7,664	8,283	5,918	7,861	9,064
판매관리비	2,554	2,947	3,291	3,644	3,225
영업이익	5,109	5,336	2,627	4,217	5,840
금융수익	679	847	846	845	858
이자수익	52	41	40	39	52
금융비용	800	830	810	782	769
이자비용	170	119	98	71	58
기타영업외손익	36	(108)	(96)	(113)	(119)
관계기업관련손익	23	25	(133)	(110)	(107)
세전계속사업이익	5,048	5,269	2,434	4,057	5,702
법인세비용	853	946	506	811	1,140
연결당기순이익	4,195	4,324	1,928	3,246	4,562
지배주주지분순이익	4,195	4,322	1,928	3,245	4,561
기타포괄이익	(52)	18	18	18	18
총포괄이익	4,143	4,342	1,946	3,264	4,580
지배주주지분포괄이익	4,143	4,341	1,946	3,263	4,579
EBITDA	8,553	9,289	7,327	9,547	11,555

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	5,842	6,002	2,731	4,596	6,460
BPS	24,775	30,438	32,626	36,235	41,069
DPS	300	500	500	900	1,500
성장성(% YoY)					
매출증가율	20.9	9.8	(11.3)	17.5	5.0
영업이익증가율	51.2	4.4	(50.8)	60.5	38.5
순이익증가율	46.1	3.0	(55.4)	68.3	40.6
EPS증가율	44.4	2.7	(54.5)	68.3	40.6
EBITDA증가율	32.4	8.6	(21.1)	30.3	21.0
수익성(%)					
영업이익률	29.8	28.4	15.8	21.5	28.4
순이익률	24.5	23.0	11.6	16.6	22.2
EBITDA Margin	49.9	49.4	43.9	48.7	56.2
ROA	17.6	15.3	6.5	10.6	13.5
ROE	27.0	21.9	8.7	13.4	16.7
배당수익률	0.6	1.6	1.3	2.3	3.8
배당성향	5.2	8.2	18.3	19.6	23.2
안정성					
순차입금(십억원)	117	(976)	(1,183)	(2,553)	(4,835)
차입금/자본총계비율(%)	23.2	17.9	12.3	7.6	6.7
Valuation(X)					
PER	8.2	5.1	14.3	8.5	6.1
PBR	1.9	1.0	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.1	2.2	3.6	2.6	2.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
SK 하이닉스(000660)	2014.10.02	매수	62,000 원
	2015.03.30	매수	63,000 원
	2015.09.23	매수	53,000 원
	2016.01.26	매수	43,000 원
	2016.04.26	매수	38,000 원
	2016.08.29	매수	43,000 원
	2016.09.22	매수	48,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2016년 9월 22일 현재 SK하이닉스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 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 (2016.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
80.8%	17.9%	1.3%

※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
- 중 립 : 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.