

# 매수(유지)

목표주가: 63,000원(유지)

## SK 하이닉스(000660)

Above
In line
Below

### 공급조절에 의한 PC DRAM 재고조정 진행 중

#### Stock Data

KOSPI(7/23)	2,065
주가(7/23)	39,000
시가총액(십억원)	24,369
발행주식수(백만)	728
52주 최고/최저가(원)	51,200/37,850
일평균거래대금(6개월, 백만원)	122.2
유통주식비율/외국인지분율(%)	79.2/51.5
주요주주(%)	SK텔레콤 외 4인 20.8
	국민연금 9.7

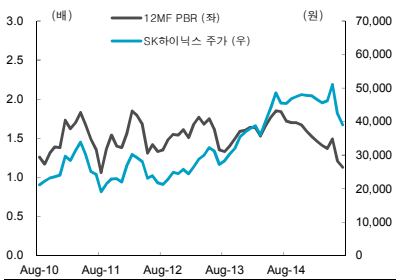
#### Valuation 지표

	2014A	2015F	2016F
PER(x)	8.2	6.0	5.8
PBR(x)	1.9	1.3	1.1
ROE(%)	27.0	23.3	19.8
EV/EBITDA(x)	4.1	2.7	2.2
EPS(원)	5,842	6,465	6,720
BPS(원)	24,775	30,818	37,066

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(11.7)	(17.9)	(21.1)
상대주가(%p)	(10.9)	(24.6)	(22.9)

#### 12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

#### What's new : 2nm 공정전환 2016년부터 본격화

당초 올해부터 시작될 예정이었던 DRAM의 2nm 공정전환이 2016년초로 지연됐다. PC, TV 및 스마트폰 수요가 부진을 지속하고 있는 상황에서 공정전환으로 인한 공급량 증가의 부정적인 영향을 조금이나마 줄여줄 수 있다는 측면에서는 긍정적이지만 선두업체인 삼성전자와의 기술격차가 좀 더 확대된다는 점은 부담스럽다. 삼성전자의 경우 DRAM 20nm 공정비중이 연말 70%까지 높아질 전망이다. SK하이닉스의 DRAM 2znm의 양산은 새로 짓고 있는 M14공장에서 DDR4제품을 중심으로 2016년초부터 본격화될 계획이다.

#### Positives : 하반기 PC DRAM 비중 22%로 하락

하반기 DRAM업체들의 PC DRAM 출하량 비중이 낮아지면서 PC DRAM의 재고가 낮아질 전망이다. SK하이닉스의 경우 DRAM출하량 중 PC DRAM의 비중이 2분기 29%에서 4분기 20%까지 낮아질 전망이다. PC DRAM이 가격하락으로 수익성이 낮아지는 반면 모바일DRAM의 경우 성수기효과로 수요가 증가하고 있어 DRAM업체들의 제품별 생산비중이 변화할 전망이다. DRAM산업전체 하반기 PC DRAM의 전년동기 대비 공급증가율은 3%에 그쳐 PC DRAM의 재고를 낮추는 결과를 가져올 것이다.

#### Negatives : PC DRAM재고 충분히 낮아지는 4분기에는 가격하락폭 축소 예상

3분기에도 DRAM가격은 하락을 지속할 전망이다. 우리는 3분기 PC DRAM가격이 전분기 대비 12% 하락할 것으로 예상한다. 하지만 4분기에는 PC DRAM의 재고수준이 충분히 낮아져 PC DRAM가격의 하락폭이 점차 줄어들 것이다. PC DRAM의 재고조정은 DRAM업체들의 공급량조절과 DRAM가격하락으로 인한 채용량 증가를 통해서 나타나고 있다.

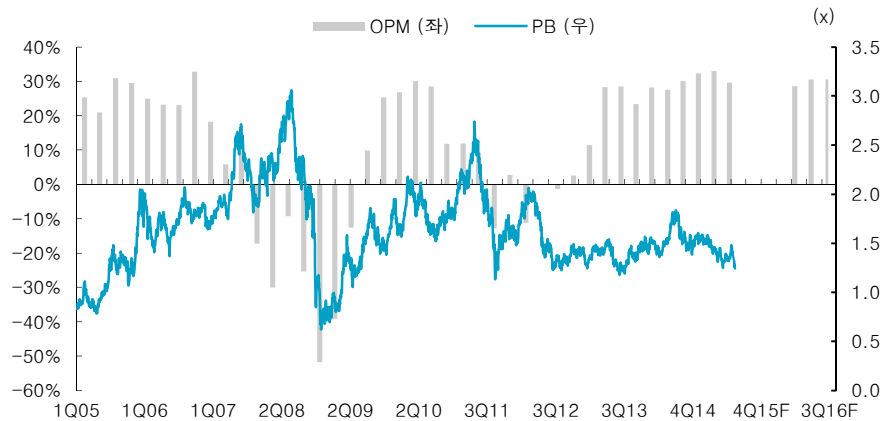
#### 결론 : 투자 의견 '매수', 목표주가 63,000원 유지

4분기부터 DRAM가격의 하락폭이 줄고 모멘텀 회복이 예상되는 SK하이닉스에 대한 투자 의견 '매수'와 목표주가 63,000원을 유지한다. DRAM가격하락으로 3분기에도 DRAM영업이익률은 전분기대비 1.7%p하락한 37%로 예상된다. DRAM가격이 약세이고 수익성이 하락 추세이지만 주가는 과거 동사가 영업적자를 보이던 시기의 밸류에이션까지 이미 낮아져 있다. 우리는 이번 수요약세로 인한 동사의 전체 영업이익률 저점을 29% 수준으로 예상하기 때문에 현재 주가 수준은 지나치게 낮다는 판단이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q15P			증감률		2015F		
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	4,795	4,639	(3.3)	4,758	(3.7)	18.3	19,320	19,397
영업이익	1,440	1,375	(4.5)	1,445	(14.0)	26.8	5,820	6,055
영업이익률	30.0	29.6	(0.4)	30.4	(3.5)	2.0	30.1	31.2
세전이익	1,390	1,378	(0.9)	1,445	(14.0)	(28.0)	5,843	6,053
순이익	1,123	1,108	(1.3)	1,154	(14.4)	64.4	4,706	4,886

[그림 1] SK하이닉스 OPM과 historical PB 추이



자료: 한국투자증권

표 1> SK하이닉스 실적추정 변경

(단위: 십억원)

	3Q15F			2015F		
	변경후	변경전	%	변경후	변경전	%
매출액	4,808	5,120	-6.1%	19,320	20,052	-3.7%
DRAM	3,568	3,924	-9.1%	14,436	15,240	-5.3%
NAND	1,170	1,126	3.9%	4,506	4,457	1.1%
영업이익	1,381	1,515	-8.9%	5,820	6,166	-5.6%
DRAM	1,319	1,392	-5.3%	5,599	5,777	-3.1%
NAND	62	123	-49.6%	202	374	-46.0%
영업이익률	28.7%	29.6%	-0.9%p	30.1%	30.7%	-0.6%p
DRAM	37.0%	35.5%	1.5%p	38.8%	37.9%	0.9%p
NAND	5.3%	11.0%	-5.6%p	4.5%	8.4%	-3.9%p
순이익	1,113	1,184	-6.0%	4,706	4,874	-3.5%
순이익률	23.1%	23.1%	0.0%p	24.4%	24.3%	0.1%p

주: IFRS 연결기준, 순이익은 지배주주 귀속분  
 자료: 한국투자증권

## 〈표 2〉 SK하이닉스 분기실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15P	3Q15F	4Q15F	2014	2015F	2016F
<b>매출액</b>	<b>3,743</b>	<b>3,923</b>	<b>4,312</b>	<b>5,148</b>	<b>4,818</b>	<b>4,639</b>	<b>4,808</b>	<b>5,055</b>	<b>17,126</b>	<b>19,320</b>	<b>20,399</b>
DRAM	3,156	3,225	3,448	3,884	3,614	3,479	3,568	3,776	13,713	14,436	15,219
NAND	569	683	842	1,089	1,060	1,067	1,170	1,209	3,183	4,506	4,900
<b>영업이익</b>	<b>1,057</b>	<b>1,084</b>	<b>1,301</b>	<b>1,667</b>	<b>1,589</b>	<b>1,375</b>	<b>1,381</b>	<b>1,476</b>	<b>5,109</b>	<b>5,820</b>	<b>6,315</b>
DRAM	1,148	1,232	1,395	1,647	1,554	1,345	1,319	1,382	5,422	5,599	5,701
NAND	-28	-82	0	15	21	25	62	94	-96	202	614
<b>영업이익률</b>	<b>28.2%</b>	<b>27.6%</b>	<b>30.2%</b>	<b>32.4%</b>	<b>33.0%</b>	<b>29.6%</b>	<b>28.7%</b>	<b>29.2%</b>	<b>29.8%</b>	<b>30.1%</b>	<b>31.0%</b>
DRAM	36.4%	38.2%	40.5%	42.4%	43.0%	38.7%	37.0%	36.6%	39.5%	38.8%	37.5%
NAND	-5.0%	-12.0%	0.0%	1.4%	2.0%	2.3%	5.3%	7.8%	-3.0%	4.5%	12.5%
<b>순이익</b>	<b>802</b>	<b>674</b>	<b>1,095</b>	<b>1,624</b>	<b>1,295</b>	<b>1,108</b>	<b>1,113</b>	<b>1,189</b>	<b>4,195</b>	<b>4,706</b>	<b>4,892</b>
순이익률	21.4%	17.2%	25.4%	31.5%	26.9%	23.9%	23.1%	23.5%	24.5%	24.4%	24.0%
<b>주요 가정</b>											
<b>DRAM 출하량 (1Gb eq., 백만개)</b>	<b>2,975</b>	<b>3,362</b>	<b>3,597</b>	<b>4,065</b>	<b>3,871</b>	<b>4,040</b>	<b>4,345</b>	<b>4,677</b>	<b>13,999</b>	<b>16,933</b>	<b>20,712</b>
출하량 변화율 QoQ, YoY	21.0%	13.0%	7.0%	13.0%	-4.8%	4.4%	7.6%	7.7%	32.3%	21.0%	22.3%
<b>DRAM ASP (달러)</b>	<b>0.99</b>	<b>0.93</b>	<b>0.93</b>	<b>0.91</b>	<b>0.87</b>	<b>0.80</b>	<b>0.73</b>	<b>0.72</b>	<b>0.94</b>	<b>0.78</b>	<b>0.66</b>
ASP 변화율 QoQ, YoY	0.5%	-5.9%	0.0%	-2.5%	-4.9%	-7.5%	-8.4%	-1.7%	1.1%	-17.4%	-15.5%
<b>NAND 출하량 (8Gb eq., 백만개)</b>	<b>912</b>	<b>1,404</b>	<b>1,769</b>	<b>2,238</b>	<b>2,234</b>	<b>2,414</b>	<b>2,742</b>	<b>2,983</b>	<b>6,322</b>	<b>10,373</b>	<b>13,548</b>
출하량 변화율 QoQ, YoY	-8.0%	54.0%	26.0%	26.5%	-0.2%	8.1%	13.6%	8.8%	57.6%	64.1%	30.6%
<b>NAND ASP (달러)</b>	<b>0.58</b>	<b>0.47</b>	<b>0.46</b>	<b>0.46</b>	<b>0.43</b>	<b>0.41</b>	<b>0.38</b>	<b>0.36</b>	<b>0.48</b>	<b>0.39</b>	<b>0.32</b>
ASP 변화율 QoQ, YoY	-14.0%	-19.0%	-2.0%	0.0%	-7.0%	-6.0%	-6.0%	-5.0%	-32.9%	-18.9%	-17.6%

자료: 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)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	6,653	10,364	11,363	13,222	16,613
현금성자산	632	437	386	612	938
매출채권및기타채권	2,263	4,611	5,202	5,493	6,317
재고자산	1,178	1,498	1,689	1,784	2,051
비유동자산	14,144	16,520	18,792	20,905	23,300
투자자산	275	232	262	276	318
유형자산	12,130	14,090	16,051	18,011	19,972
무형자산	1,110	1,337	1,508	1,592	1,831
자산총계	20,797	26,883	30,155	34,128	39,913
유동부채	3,078	5,765	5,813	6,028	6,858
매입채무및기타채무	2,136	3,398	3,833	4,047	4,654
단기차입금및단기사채	138	734	434	0	0
유동성장기부채	732	1,021	1,021	521	21
비유동부채	4,652	3,082	1,906	1,116	906
사채	1,950	1,157	364	0	0
장기차입금및금융부채	1,837	1,264	796	329	1
부채총계	7,730	8,847	7,720	7,144	7,765
지배주주지분	13,067	18,036	22,436	26,984	32,150
자본금	3,569	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	3,406	4,144	4,144	4,144	4,144
기타자본	0	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	6,201	10,277	14,728	19,330	24,547
비지배주주지분	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)
자본총계	13,067	18,036	22,435	26,984	32,149

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	6,372	5,867	8,234	10,410	10,860
당기순이익	2,873	4,195	4,706	4,892	5,509
유형자산감가상각비	2,922	3,270	3,785	4,273	4,583
무형자산상각비	156	174	215	227	261
자산부채변동	(69)	(2,657)	(484)	739	170
기타	490	885	12	279	337
투자활동현금흐름	(4,892)	(6,088)	(6,470)	(8,128)	(9,415)
유형자산투자	(3,206)	(4,801)	(5,945)	(6,433)	(6,743)
유형자산매각	16	199	199	199	199
투자자산순증	(1,394)	(1,137)	(27)	(314)	(338)
무형자산순증	(301)	(336)	(386)	(311)	(500)
기타	(7)	(13)	(311)	(1,269)	(2,033)
재무활동현금흐름	(1,500)	28	(1,815)	(2,057)	(1,119)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(1,500)	28	(1,560)	(1,766)	(828)
배당금지급	0	0	(218)	(255)	(291)
기타	0	0	(37)	(36)	0
기타현금흐름	(6)	(2)	0	0	0
현금의증가	(27)	(195)	(50)	226	326

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

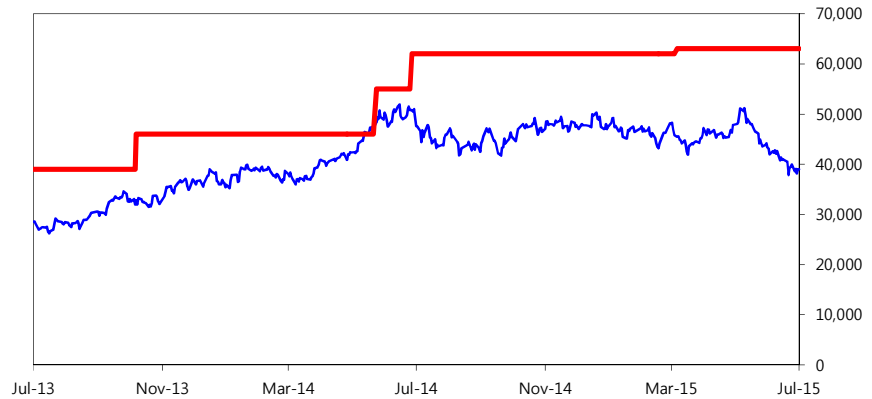
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	14,165	17,126	19,320	20,399	23,459
매출원가	8,865	9,462	10,485	10,874	12,961
매출총이익	5,301	7,664	8,835	9,525	10,498
판매관리비	1,921	2,554	3,014	3,210	3,499
영업이익	3,380	5,109	5,820	6,315	6,999
금융수익	561	679	688	700	727
이자수익	66	52	61	73	101
금융비용	747	800	760	696	646
이자비용	257	170	131	67	17
기타영업외손익	(137)	36	41	43	50
관계기업관련손익	19	23	56	(247)	(244)
세전계속사업이익	3,075	5,048	5,844	6,115	6,886
법인세비용	202	853	1,138	1,223	1,377
연결당기순이익	2,873	4,195	4,706	4,892	5,509
지배주주지분순이익	2,872	4,195	4,706	4,892	5,509
기타포괄이익	22	(52)	(52)	(52)	(52)
총포괄이익	2,895	4,143	4,654	4,840	5,456
지배주주지분포괄이익	2,895	4,143	4,654	4,840	5,457
EBITDA	6,458	8,553	9,820	10,815	11,843

## 주요 투자지표

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	4,045	5,842	6,465	6,720	7,567
BPS	18,399	24,775	30,818	37,066	44,162
DPS	0	300	350	400	400
성장성(% , YoY)					
매출증가율	39.4	20.9	12.8	5.6	15.0
영업이익증가율	NM	51.2	13.9	8.5	10.8
순이익증가율	NM	46.1	12.2	4.0	12.6
EPS증가율	NM	44.4	10.7	4.0	12.6
EBITDA증가율	117.0	32.4	14.8	10.1	9.5
수익성(%)					
영업이익률	23.9	29.8	30.1	31.0	29.8
순이익률	20.3	24.5	24.4	24.0	23.5
EBITDA Margin	45.6	49.9	50.8	53.0	50.5
ROA	14.6	17.6	16.5	15.2	14.9
ROE	25.2	27.0	23.3	19.8	18.6
배당수익률	-	0.6	0.9	1.0	1.0
배당성향	0.0	5.2	5.4	6.0	5.3
안정성					
순차입금(십억원)	1,625	117	(1,635)	(4,862)	(7,955)
차입금/자본총계비율(%)	35.7	23.2	11.7	3.1	0.1
Valuation(X)					
PER	9.1	8.2	6.0	5.8	5.2
PBR	2.0	1.9	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	4.3	4.1	2.7	2.2	1.7

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
SK 하이닉스(000660)	2013.07.25	매수	39,000 원
	2013.10.30	매수	46,000 원
	2014.06.16	매수	55,000 원
	2014.07.20	매수	62,000 원
	2015.03.30	매수	63,000 원



## Compliance notice

- 당사는 2015년 7월 24일 현재 SK하이닉스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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 (2015.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
76.6%	20.5%	2.9%

※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 높게 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.