

SK 하이닉스(000660/KS)

2분기 바닥에 대한 기대감

매수(유지)

T.P 37,000 원(유지)

Analyst

김영우

hermes_cmu@sk.com

02-3773-9244

Company Data

자본금	36,577 억원
발행주식수	72,800 만주
자사주	2,200 만주
액면가	5,000 원
시가총액	212,213 억원
주요주주	
SK텔레콤(주)(외5)	20.77%
국민연금공단	8.10%
외국인지분률	47.20%
배당수익률	1.80%

Stock Data

주가(16/04/26)	29,150 원
KOSPI	2019.63 pt
52주 Beta	1.27
52주 최고가	51,200 원
52주 최저가	26,600 원
60일 평균 거래대금	836 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.7%	-7.1%
6개월	-14.3%	-13.2%
12개월	-41.7%	-37.5%

SK Hynix의 1분기 실적은 당사 추정치 상회 및 시장 컨센서스를 만족한 매출 3.66 조, 영업이익 5,618 억원을 달성하였다. 동사의 2분기 실적은 매출 3.86 조 및 영업이익 5,146 억원이 기대되며, 2분기를 바닥으로 3분기에는 성수기 효과로 실적이 개선되는 단기 반등 구간이 기대된다. Fab에 대한 Capex를 축소 및 시장상황에 따라 지연시키고, R&D 부문에 대한 투자를 늘리는 전략은 매우 바람직한 것으로 판단된다.

급격한 매출 감소에도 영업이익 선방한 비결은 DRAM 경쟁력

SK Hynix의 1분기 매출은 3.656 조원(QoQ -17.2%, YoY -24.1%)로 대단히 부진하였으나, 영업이익은 5,618 억원(QoQ -4.2%, YoY -64.6%)으로 상대적으로 견조한 영업이익률(15.4%)을 달성하였다. 최악의 PC 수요 감소와 계절적 비수기라는 2중고를 동시에 겪으면서도 영업이익 측면에서 선방한 비결은 DRAM 원가 경쟁력이라고 판단된다. DRAM 부문은 ASP 폭락(QoQ -14%)에도 불구하고 영업이익률 27% 수준을 달성한 것으로 분석된다. 다만, NAND 부문은 ASP의 급격한 하락세(QoQ -12%)를 극복하지 못하고 큰 폭의 적자를 기록한 것으로 판단된다.

공급을 줄여야 살 길이 보인다

현재와 같은 최악의 수요 절벽의 위기를 극복하기 위한 최고의 선택은 공급 증가폭을 축소하는 것이다. SK Hynix는 2z nm DRAM 생산을 위한 M14 라인 Fab 투자는 시장 수요 및 2z nm 수율에 따라 탄력적으로 조정하기로 하였으며, Nand 부문에서도 보수적인 Fab 운영을 하겠다고 발표하였다. 그 대신 1x nm DRAM 및 3세대 3D Nand에 대한 R&D에 더욱 집중하겠다는 복안도 제시하였다. 현재의 위기는 공급보다는 수요 측면에서 초래된 상황이므로, 이에 대처하는 SK Hynix의 대응 방식은 적절한 것으로 판단된다.

투자의견 매수, 목표주가 37,000 원 유지

동사에 대한 투자의견 매수 및 목표주가 37,000 원을 유지한다. 6개월 목표주가 37,000 원은 P/B 1.1 배를 적용한 것이다. 기본적으로 업황이 어렵기 때문에 실적의 V자 반등은 기대하기 힘든 것이 사실이다. 그러나 주요업체간 공급량 조절이 현실화되고 있는 시점에서 현재의 주가 수준은 과도하게 저평가되어 있다. 따라서 주가는 본연의 가치를 찾아 우상향할 수 있을 것으로 기대된다. 2분기가 실적 저점이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	14,165	17,126	18,798	15,965	18,188	18,541
yoy	%	39.4	20.9	9.8	-15.1	13.9	1.9
영업이익	십억원	3,380	5,109	5,336	2,103	1,796	1,883
yoy	%	흑전	51.2	4.4	-60.6	-14.6	4.9
EBITDA	십억원	6,458	8,553	9,289	6,728	6,975	7,473
세전이익	십억원	3,075	5,048	5,269	2,072	1,821	1,888
순이익(지배주주)	십억원	2,872	4,195	4,322	1,694	1,459	1,513
영업이익률%	%	23.9	29.8	28.4	13.2	9.9	10.2
EBITDA%	%	45.6	50.0	49.4	42.1	38.4	40.3
순이익률	%	20.3	24.5	23.0	10.6	8.0	8.2
EPS	원	4,045	5,766	5,937	2,327	2,004	2,079
PER	배	9.1	8.3	5.2	12.5	14.5	14.0
PBR	배	2.0	1.9	1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	4.4	4.2	2.4	3.3	3.3	3.1
ROE	%	25.2	27.0	21.9	7.7	6.2	6.1
순차입금	십억원	1,625	117	-976	206	1,230	1,471
부채비율	%	59.2	49.1	38.8	38.5	42.4	43.3

실적 전망 및 Valuation

1) 실적 전망

IT Set 수요절벽으로 전반적
공급초과 상황은 불가피하나
하반기 공급량 조절 노력으로
DRAM 업황 안정화 기대

1 분기에 이어 2 분기에도 글로벌 IT Set 수요의 회복은 기대하기 어려울 것으로 전망된다. 그러나 2Q 에는 주요 고객들의 신규 제품 출시가 예정 되어 있으며, Server 시장도 전분기 대비 안정화될 가능성이 있다. Nand 시장도 신형시장 4G LTE 스마트폰 공급이 증가할 것이며, SSD 의 고용량화와 보급 확산으로 긍정적인 시장 확대가 기대된다. 다만, SK Hynix 는 DRAM 에서의 높은 경쟁력을 Nand 부문에서도 창출할 수 있을지는 의문이다. 올해 실적의 아킬레스건은 Nand 적자 규모 확대가 될 것이다.

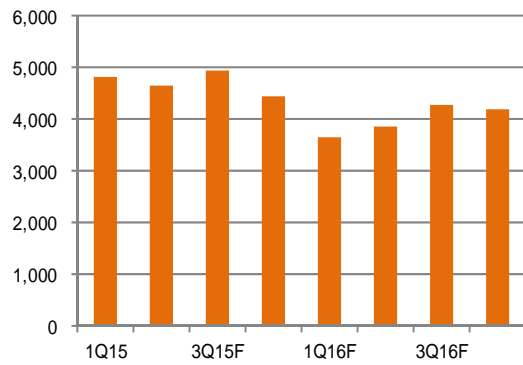
SK Hynix 실적 전망 및 주요 가정, 어려운 경영환경에도 불구하고 안정적 실적 달성 기대

	1Q15	2Q15	3Q15F	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015F	2016F
매출액 (Total)	4,818	4,639	4,925	4,416	3,656	3,858	4,272	4,180	18,798	15,965
YoY	28.7%	18.3%	14.2%	-14.2%	-24.1%	-16.8%	-13.3%	-5.3%	9.8%	-15.1%
QoQ	-6.4%	-3.7%	6.2%	-10.3%	-17.2%	5.5%	10.7%	-2.2%		
매출액 (USD Mn)	4,379	4,227	4,286	3,774	3,046	3,269	3,620	3,572	16,666	13,509
YoY	25.0%	9.2%	1.1%	-22.1%	-30.4%	-22.7%	-15.5%	-5.3%	1.3%	-18.9%
QoQ	-9.6%	-3.5%	1.4%	-11.9%	-19.3%	7.3%	10.7%	-1.3%		
영업이익 (Total)	1,588	1,375	1,383	989	562	515	550	476	5,336	2,103
YoY	50.2%	26.9%	6.3%	-40.7%	-64.6%	-62.6%	-60.2%	-51.9%	4.4%	-60.6%
QoQ	-4.7%	-13.4%	0.6%	-28.5%	-43.2%	-8.5%	6.9%	-13.5%		
영업이익률	33.0%	29.7%	28.1%	22.4%	15.4%	13.3%	12.9%	11.4%	28.4%	13.2%
YoY	4.7%	2.0%	-2.1%	-10.0%	-17.6%	-16.3%	-15.2%	-11.0%	-1.4%	-15.2%
QoQ	0.6%	-3.3%	-1.6%	-5.7%	-7.0%	-2.0%	-0.5%	-1.5%		
EBITDA	2,531	2,323	2,368	1,989	1,640	1,576	1,641	1,611	9,170	6,308
EBITDA Margin	52.5%	50.1%	48.1%	45.0%	44.9%	40.8%	38.4%	38.5%	48.8%	39.5%
DRAM 부문										
DRAM 매출액	3,614	3,479	3,523	3,182	2,629	2,748	2,958	2,936	13,798	11,271
매출액 (USD Mn)	3,284	3,170	3,066	2,719	2,191	2,329	2,507	2,510	12,240	9,536
Bit Growth (QoQ YoY)	-5.0%	4.0%	10.5%	6.2%	-10.1%	16.4%	29.2%	14.6%	20.8%	11.9%
ASP 변화율 (QoQ YoY)	-4.0%	-8.0%	-8.4%	-11.3%	-33.0%	-33.5%	-29.6%	-23.0%	-19.7%	-30.2%
DRAM 영업이익	1,551	1,339	1,335	1,021	709	740	806	739	5,247	2,994
DRAM OPM	42.9%	38.5%	37.9%	32.1%	27.0%	26.9%	27.2%	25.2%	38.0%	26.6%
NAND 부문										
NAND 매출액	1,060	1,067	1,243	1,051	854	1,000	1,134	1,042	4,421	4,030
매출액 (USD Mn)	963	972	1,081	899	712	848	961	891	3,916	3,411
Bit Growth (QoQ YoY)	0.0%	8.0%	15.6%	-5.4%	-10.0%	35.4%	24.5%	3.0%	62.4%	36.1%
ASP 변화율 (QoQ YoY)	-8.0%	-6.0%	-9.0%	-12.1%	-12.0%	-12.0%	-9.0%	-10.0%	-28.3%	-36.0%
NAND 영업이익	21	26	39	-38	-147	-226	-256	-264	49	-892
NAND OPM	2.0%	2.4%	3.2%	-3.6%	-17.2%	-22.6%	-22.6%	-25.3%	1.1%	-22.1%
Others										
매출액	144	93	159	183	173	110	180	201	579	664
매출액 (USD Mn)	131	85	139	156	144	93	152	172	511	562
영업이익	16	10	8	6	0	0	0	0	40	1
영업이익률	10.8%	11.2%	5.2%	3.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	6.9%	0.2%
세전 계속사업이익	1,602	1,379	1,312	1,085	517	519	553	484	5,377	2,072
법인세	307	270	263	215	70	103	109	96	1,055	378
지배주주 순이익	1,296	1,109	1,049	871	448	416	443	388	4,323	1,696
원/달러 환율	1,100	1,097	1,149	1,170	1,200	1,180	1,180	1,170	1,129	1,183

자료 : SK Hynix, SK 증권

SK Hynix 전사 매출 추이 및 전망

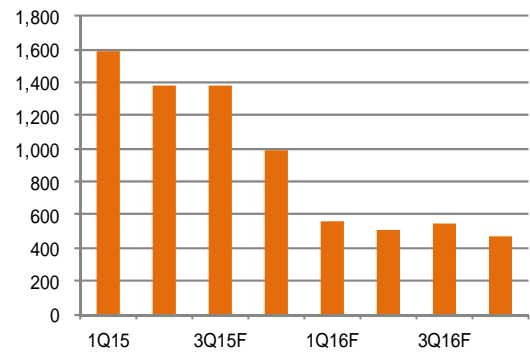
(단위 : 십억원)



자료 : SK Hynix, SK 증권

전사 영업이익은 2Q 저점으로 3Q 안정화 기대

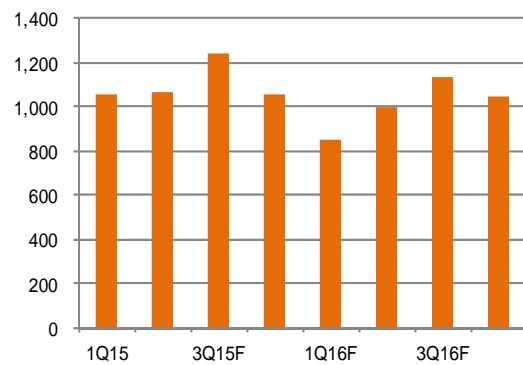
(단위 : 십억원)



자료 : SK Hynix, SK 증권

NAND: 전반적 공급과잉 지속, 매출 부진 우려

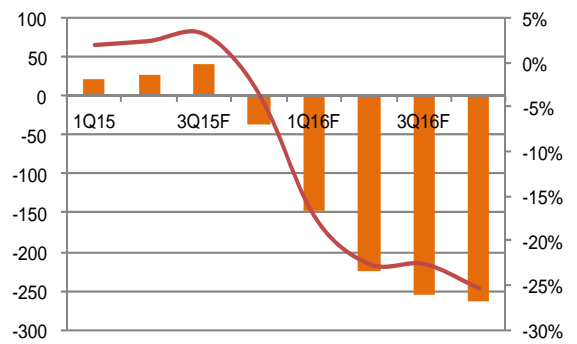
(단위 : 십억원)



자료 : SK Hynix, SK 증권

NAND: 영업이익 장기 적자 지속 우려

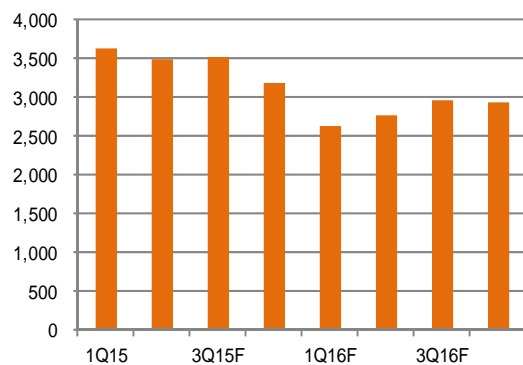
(단위 : 십억원, %)



자료 : SK Hynix, SK 증권

DRAM: 전반적 공급과잉 지속, 매출 부진 지속

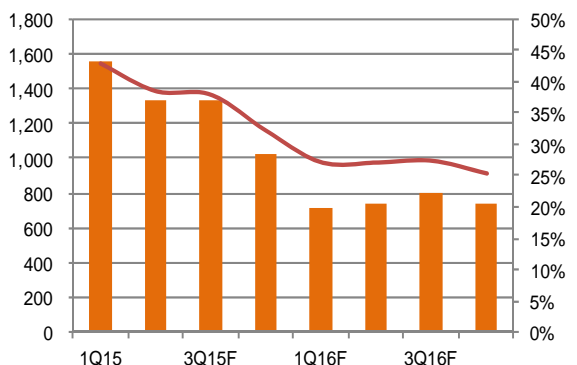
(단위 : 십억원)



자료 : SK Hynix, SK 증권

DRAM: 최악의 상황 가정해도 하반기 안정화

(단위 : 십억원, %)



자료 : SK Hynix, SK 증권

2) 투자의견 및 Valuation

투자의견 매수 및 목표주가
37,000 원 유지
핵심고객 신규제품 출시 및
공급조절에 대한 기대감 반영

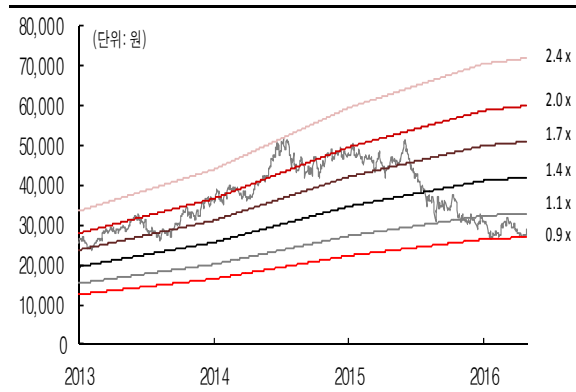
SK Hynix 에 대해 투자의견 매수 및 6 개월 목표주가 37,000 원을 유지한다. 동사의 Nand 사업부 가치를 0 으로 계산해도, 동사의 주당 가치는 32,906 원이고, Nand 사업부를 최악의 상황으로 가정한 2016 년 EPS 에 Target P/E 10X 적용시 24,016 원, 2016 년 예상 BPS 에 Target P/B 1.1X 를 적용하면 37,180 원 정도의 가치가 산출된다. 당사는 최악의 실적을 가정한 후, 하반기 안정화에 대한 기대감을 반영하여 6 개월 목표주가 37,000 원을 제시한다. PC 및 Server DRAM 수요의 본격적인 회복은 아직 기대하기 이르다. 그러나 2 분기에는 중국의 스마트폰 업체들이 신제품들을 연이어 출시할 계획이며, 6 월부터는 Apple iPhone7 을 위한 DRAM 공급도 개시된다. 핵심고객 신규제품 출시 및 하반기 공급조절에 대한 기대감은 주가에 긍정적으로 작용할 것이다.

SK Hynix 의 24,000 원에서 37,000 원까지 Valuation 가능할 것으로 전망

	2015F	2016F	2015F	2016F
A 사업부문별 Sum of the Parts Valuation (단위: 십억원)	Target Multiple (P/E)		사업부별 가치	
Semiconductor			42,564	23,956
Memory			42,363	23,949
DRAM	8.0	8.0	41,972	23,949
NAND	8.0	6.4	391	0
Others	5.0	5.0	201	7
발행주식수 대비 적정주가	728,002,365	728,002,365	58,467	32,906
EPS			6,123	2,402
BPS			29,980	33,800
Target P/E	10.0	10.0	61,227	24,016
Target P/B	1.4	1.1	41,972	37,180
Average (단위: 원)			53,889	31,367

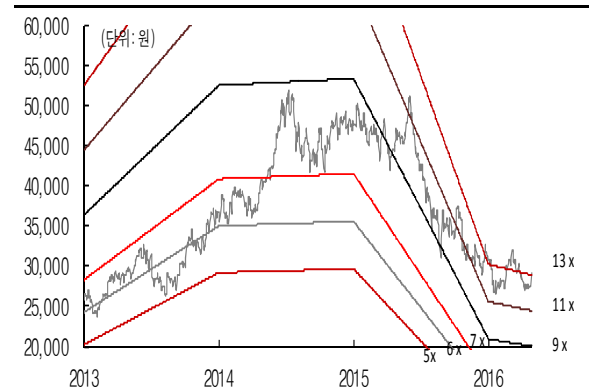
주 : SK 증권

SK Hynix P/B Band 추이 및 전망



자료 : Bloomberg, SK 증권

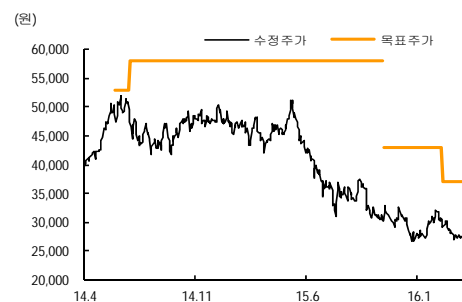
SK Hynix P/E Band 추이 및 전망



자료 : Bloomberg, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.04.27	매수	37,000원
2016.03.15	매수	37,000원
2015.11.24	매수	43,000원
2015.11.23	담당자 변경	
2014.10.06	매수	58,000원
2014.09.01	매수	58,000원
2014.07.25	매수	58,000원
2014.06.27	매수	53,000원



Compliance Notice

- 작성자(김영우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 4월 26 현재 SK 하이닉스와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 4월 26일 기준)

매수	96.6%	중립	3.4%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

대차대조표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	10,364	9,760	8,953	9,401	10,003
현금및현금성자산	437	1,176	662	613	845
매출채권및기타채권	4,388	2,666	2,523	2,805	3,018
재고자산	1,498	1,923	1,820	2,024	2,178
비유동자산	16,520	19,918	22,562	24,783	26,310
장기금융자산	135	138	138	138	138
유형자산	14,090	16,966	19,142	20,784	21,810
무형자산	1,337	1,705	2,078	2,373	2,607
자산총계	26,883	29,678	31,514	34,185	36,313
유동부채	5,765	4,841	4,736	5,180	5,677
단기금융부채	1,755	1,013	1,113	1,153	1,343
매입채무 및 기타채무	2,147	2,129	2,015	2,240	2,411
단기충당부채	26	25	24	27	29
비유동부채	3,082	3,450	4,031	4,990	5,301
장기금융부채	2,420	2,806	3,374	4,310	4,592
장기매입채무 및 기타채무	131	87	80	73	73
장기충당부채	59	61	58	64	69
부채총계	8,847	8,290	8,767	10,170	10,978
지배주주지분	18,036	21,387	22,746	24,011	25,331
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,144	4,144	4,144	4,144
기타자본구성요소	0	-772	-772	-772	-772
자기주식	0	-772	-772	-772	-772
이익잉여금	10,277	14,359	15,700	16,947	18,248
비지배주주지분	0	1	2	3	4
자본총계	18,036	21,388	22,748	24,014	25,335
부채외자본총계	26,883	29,678	31,514	34,185	36,313

현금흐름표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	5,965	9,375	6,376	6,370	6,898
당기순이익(손실)	4,195	4,324	1,695	1,460	1,515
비현금성항목등	4,768	5,201	5,033	5,515	5,958
유형자산감가상각비	3,270	3,695	4,382	4,859	5,207
무형자산감가상각비	174	258	243	320	382
기타	328	164	30	-58	-58
운전자본감소(증가)	-2,657	832	110	-160	-116
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,629	1,260	143	-282	-213
재고자산감소(증가)	-315	-415	103	-203	-154
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-37	-216	-114	225	171
기타	-678	203	-21	100	81
법인세납부	-340	-982	-462	-446	-459
투자활동현금흐름	-6,035	-7,057	-7,082	-7,027	-6,757
금융자산감소(증가)	-1,135	35	0	0	0
유형자산감소(증가)	-4,602	-6,555	-6,558	-6,502	-6,233
무형자산감소(증가)	-336	-616	-616	-616	-616
기타	37	78	92	91	91
재무활동현금흐름	-123	-1,587	192	608	91
단기금융부채증가(감소)	0	0	100	40	190
장기금융부채증가(감소)	28	-472	568	936	282
자본의증가(감소)	0	-772	0	0	0
배당금의 지급	0	-218	-353	-212	-212
기타	-152	-124	-123	-156	-169
현금의 증가(감소)	-195	739	-514	-48	231
기초현금	632	437	1,176	662	613
기말현금	437	1,176	662	613	845
FCF	1,712	2,231	-736	-677	115

자료 : SK하이닉스, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	17,126	18,798	15,965	18,188	18,541
매출원가	9,462	10,515	11,327	13,493	13,759
매출총이익	7,664	8,283	4,638	4,695	4,783
매출총이익률 (%)	44.8	44.1	29.1	25.8	25.8
판매비와관리비	2,554	2,947	2,535	2,899	2,899
영업이익	5,109	5,336	2,103	1,796	1,883
영업이익률 (%)	29.8	28.4	13.2	9.9	10.2
비영업손익	-62	-67	-30	25	5
순금융비용	118	78	79	112	133
외환관련손익	129	58	58	58	58
관계기업투자등 관련손익	23	25	20	21	21
세전계속사업이익	5,048	5,269	2,072	1,821	1,888
세전계속사업이익률 (%)	29.5	28.0	13.0	10.0	10.2
계속사업법인세	853	946	378	361	374
계속사업이익	4,195	4,324	1,695	1,460	1,515
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	4,195	4,324	1,695	1,460	1,515
순이익률 (%)	24.5	23.0	10.6	8.0	8.2
지배주주	4,195	4,322	1,694	1,459	1,513
지배주주귀속 순이익률 (%)	24.5	22.99	10.61	8.02	8.16
비지배주주	0	1	1	1	1
총포괄이익	4,143	4,342	1,713	1,478	1,533
지배주주	4,143	4,341	1,712	1,477	1,532
비지배주주	0	1	1	1	1
EBITDA	8,553	9,289	6,728	6,975	7,473

주요투자지표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	20.9	9.8	-15.1	13.9	1.9
영업이익	51.2	4.4	-60.6	-14.6	4.9
세전계속사업이익	64.2	4.4	-60.7	-12.1	3.7
EBITDA	32.4	8.6	-27.6	3.7	7.1
EPS(계속사업)	42.6	3.0	-60.8	-13.9	3.7
수익성 (%)					
ROE	27.0	21.9	7.7	6.2	6.1
ROA	17.6	15.3	5.5	4.5	4.3
EBITDA마진	50.0	49.4	42.1	38.4	40.3
안정성 (%)					
유동비율	179.8	201.6	189.0	181.5	176.2
부채비율	49.1	38.8	38.5	42.4	43.3
순차입금/자기자본	0.7	-4.6	0.9	5.1	5.8
EBITDA/이자비용(배)	50.2	78.4	57.8	46.9	44.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,766	5,937	2,327	2,004	2,079
BPS	24,775	29,377	31,244	32,983	34,796
CFPS	10,500	11,368	8,680	9,119	9,756
주당 현금배당금	300	500	300	300	300
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.0	8.6	13.7	15.9	15.4
PER(최저)	6.1	4.9	11.4	13.3	12.8
PBR(최고)	2.1	1.7	1.0	1.0	0.9
PBR(최저)	1.4	1.0	0.9	0.8	0.8
PCR	4.6	2.7	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA(최고)	4.4	4.0	3.6	3.6	3.4
EV/EBITDA(최저)	3.0	2.2	3.0	3.0	2.9