

SK하이닉스 (000660.KS)

반도체 업황 Peak Out 우려에 대한 당사의 생각

최근 반도체 사이클 고점 우려로 주가 하락세. 최근 가격 급상승에 따른 추가 가격 상승 모멘텀은 낮아질 수 있으나, 이런 우려가 오히려 하반기 반도체 업황 호조를 더욱 견고히 할 것으로 판단

우려1: DRAM 가격 약세 전환 가능성 → 서버 등 응용처 다양화

최근 DRAM 가격 급등에 따라 스마트폰 BOM(Bill of Materials) 내 DRAM 비중 상승에 따른 DRAM 수요 약세에 대한 우려가 높아지고 있음

시장조사기관 IHS에 의하면 '16년 4분기에 출시된 주요 스마트폰 내 모바일 DRAM BOM 비중은 5~7% 수준이었으며, 시장에서는 '17년 BOM 비중 상승에 따른 수요 약세를 우려. 하지만 스마트폰 내 모바일 DRAM BOM 비중은 '15년에 14%까지 상승한 적도 있어 현재 BOM 비중부담은 크지 않은 것으로 판단

또한 최근 스마트폰 구매의 핵심요소가 메모리 용량과 배터리 성능으로 귀결되고 있어 탑재량 증가는 당분간 지속될 전망. 참고로 '16년 4분기 모바일 DRAM 평균 가격은 1Gb 기준 0.59달러였으며 '15년 4분기에 출시된 스마트폰의 모바일 DRAM 가격은 1.2달러로 가격 상승 여력에 여유가 있는 상황

DRAM 내 모바일 비중은 40%에 육박하고 있어 중요한 응용처이나 최근 클라우드 서비스 확대에 따라 서버 DRAM 수요도 확대되고 있어 모바일 수요 약세가 발생하더라도 서버 등 타 응용처가 이를 흡수할 것으로 판단

우려2: DRAM투자 확대 가능성 → DRAM보다 NAND 투자에 집중 예상

두번째 우려로는 DRAM 가격 상승에 따른 반도체 업체들의 DRAM 증산 가능성임. 당사는 DRAM 업체들이 공정전환에 따른 CAPA Loss 수준의 투자는 진행할 것으로 판단

하지만 현재 DRAM업체들 대부분이 NAND 사업도 병행하고 있어 DRAM보다는 NAND 투자에 집중할 전망

업황 고점 우려는 있으나 반도체 업황 호조는 시장 예상보다 길어질 전망

최근 DRAM 가격 상승 및 주가 상승으로 업황에 대한 우려가 있는 상황이나, 반도체 업황은 DRAM 업체들의 무리한 투자 자체로 호조 지속 예상

오히려 이러한 시장 우려가 반도체 업체들의 증산 자체로 반도체 업황을 더욱 단단하게 이끌 것으로 판단

Company Comment | 2017. 2. 13

Buy (유지)

목표주가	68,000원 (유지)
현재가 ('17/02/10)	50,000원
업종	반도체
KOSPI / KOSDAQ	2,075.08 / 610.58
시가총액(보통주)	36,400.1십억원
발행주식수(보통주)	728.0백만주
52주 최고가('17/02/08)	54,600원
최저가('16/05/09)	25,750원
평균거래대금(60일)	140,275백만원
배당수익률(2016E)	1.34%
외국인지분율	50.2%
주요주주	
SK텔레콤 외 5인	20.8%
국민연금	10.1%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	22.0 47.9 77.9
상대수익률 (%)p	17.7 45.8 64.4
	2015 2016P 2017E 2018F
매출액	18,798 17,198 23,735 24,725
증감률	9.8 -8.5 38.0 4.2
영업이익	5,336 3,277 8,204 8,771
영업이익률	28.4 19.1 34.6 35.5
(지배지분)순이익	4,322 2,954 6,182 6,757
EPS	5,937 4,057 8,492 9,281
증감률	1.6 -31.7 109.3 9.3
PER	5.2 11.0 5.9 5.4
PBR	1.0 1.3 1.2 1.0
EV/EBITDA	2.3 3.7 2.2 1.7
ROE	21.9 12.9 22.7 20.4
부채비율	38.8 28.3 25.6 19.7
순차입금	-976 -2,695 -6,519 -11,357

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이세철
02)768-7585, peter.lee@nhqv.com

RA 서준현
02)768-7593, joon.seo@nhqv.com

애플 - iPhone Series

기기명	Description	DRAM Cost	1Gb 환산	총 BOM Cost	DRAM 비중
iPhone 4S (16GB)	Mobile DDR2, 1GB, PoP	\$9.2	\$1.15	\$185.9	5%
iPhone 5 (A1429)	Mobile DDR2, 1GB, PoP	\$9.2	\$0.58	\$187.1	5%
iPhone 5S (A1533)	Mobile DDR3, 1GB, PoP	\$9.8	\$0.61	\$187.0	5%
iPhone 6 (A1549)	Mobile DDR3, 1GB, PoP	\$7.5	\$0.47	\$189.7	4%
iPhone 6S (A1688)	Mobile DDR4, 2GB, PoP	\$12.5	\$0.78	\$176.6	7%
iPhone 7 (A1778)	Mobile DDR4, 2GB, PoP	\$12.5	\$0.78	\$221.9	6%

자료: IHS, NH투자증권 리서치본부 정리

애플 - iPhone Plus Series

기기명	Description	DRAM Cost	1Gb 환산	총 BOM Cost	DRAM 비중
iPhone 6 Plus (A1524)	Mobile DDR3, 1GB, PoP	\$7.5	\$0.94	\$208.8	4%
iPhone 6S Plus (A1634)	Mobile DDR4, 2GB, PoP	\$12.5	\$0.78	\$201.9	6%
iPhone 7 Plus (A1784)	Mobile DDR4, 3GB, PoP	\$14.1	\$0.59	\$262.0	5%

자료: IHS, NH투자증권 리서치본부 정리

삼성 - Galaxy S Series

기기명	Description	DRAM Cost	1Gb 환산	총 BOM Cost	DRAM 비중
Galaxy S3 (GT-i9300)	Mobile DDR2, 1GB, PoP	\$13.0	\$1.62	\$203.5	6%
Galaxy S4 (SGH-i337)	Mobile DDR3, 2GB, PoP	\$18.8	\$1.18	\$240.9	8%
Galaxy S5 (SM-G900S)	Mobile DDR3, 2GB, PoP	\$17.2	\$1.08	\$226.6	8%
Galaxy S6 (SM-G920A)	Mobile DDR4, 3GB, PoP	\$24.7	\$1.03	\$240.2	10%
Galaxy S7 (SM-G930V)	Mobile DDR4, 4GB, PoP	\$27.2	\$0.85	\$259.1	11%

자료: IHS, NH투자증권 리서치본부 정리

삼성 - Galaxy Note Series

기기명	Description	DRAM Cost	1Gb 환산	총 BOM Cost	DRAM 비중
Galaxy Note3 (SM-N900A)	Mobile DDR3, 3GB, PoP	\$28.7	\$1.20	\$249.9	11%
Galaxy Note4 (SM-N910S)	Mobile DDR3, 3GB, PoP	\$31.5	\$1.31	\$261.7	12%
Galaxy Note5 (SM-N920V)	Mobile DDR4, 4GB, PoP	\$38.4	\$1.20	\$265.8	14%
Galaxy Note7 (SM-N930A)	Mobile DDR4, 4GB, PoP	\$19.0	\$0.59	\$285.3	7%

자료: IHS, NH투자증권 리서치본부 정리

애플 - iPhone 7 Plus BOM 구성

부품	Description	총 Cost
Display / Touchscreen Module	Display Module 5.5" Diagonal, TFT LCD, LTPS 1920 x 1080 Pixels, In-Cell Touch	\$54.00
IC Content		
Apps Processor / Baseband	Apps Processor 64-Bit Quad-Core ARM CPU, Hexa-Core GPU, 16nm, PoP	\$27.50
Memory		
DRAM	SDRAM - Mobile DDR4, 3GB, PoP	\$14.15
NAND	Flash - NAND, 32GB, MLC	\$7.14
RF / PA Section		\$16.40
User Interface ICs		\$5.78
Sensors		\$6.78
Modules		
Primary Camera Module	12MP Camera Module – BSI Auto Focus Lens, Optical Image Stabilization	\$23.34
Secondary Camera Module	7MP Camera Module - BSI, 1/5" Format Fixed Lens, 4P Lens	\$4.24
WLAN / BT Modules	BT / WLAN Module, IEEE 802.11 a/b/g/n/ac Bluetooth V4.2	\$7.65
Battery Packs	1-Cell Li-Polymer, 3.82V, 2900mAh, 11.1Wh	\$3.60
Other Items		
Box Contents		\$11.58
Grand Total		\$262.03

자료: IHS, NH투자증권 리서치본부 정리

삼성 - Galaxy Note 5 BOM 구성

부품	Description	총 Cost
Display / Touchscreen Module	Display Module 5.67" Diagonal, AMOLED, LTPO 2560 x 1440 Pixels, OCTA	\$68.00
IC Content		
Apps Processor / Baseband	Apps Processor Exynos 7 Octa Core, Quad Core Cortex-A57 Cores 2.1 GHz, 14nm, PoP	\$20.87
Memory		
DRAM	SDRAM - Mobile DDR4, 4GB, PoP	\$38.44
NAND	Flash - UFS NAND, 32GB, MLC	\$14.81
RF / PA Section		
User Interface ICs		
Sensors		
Modules		
Primary Camera Module	16MP Camera Module - BSI, 1/2.6" Format Auto Focus Lens, Optical Image Stabilization	\$18.15
Secondary Camera Module	5MP Camera Module - BSI, 1/4" Format Fixed Lens	\$2.78
WLAN / BT Modules	Bluetooth / FM / WLAN Module, IEEE 802.11ac Bluetooth 4.2, FM Radio	\$2.88
Battery Packs	Logo, Li-ion Battery, 3.85V, 3000mAh, 11.55Wh	\$3.13
Other Items		
Box Contents		\$3.75
Grand Total		\$265.84

자료: IHS, NH투자증권 리서치본부 정리

분기 실적 추이

(단위: 십억원, %)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016P	2017E
매출액											
Memory	3,551	3,816	4,102	5,222	5,683	5,792	5,852	5,984	18,314	16,691	23,311
DRAM	2,800	2,824	2,942	3,896	4,379	4,427	4,422	4,449	14,052	12,462	17,676
Flash	751	992	1,160	1,326	1,304	1,365	1,430	1,536	4,262	4,229	5,635
기타	104	125	142	136	104	98	108	113	485	507	424
Total	3,656	3,941	4,244	5,358	5,788	5,890	5,960	6,098	18,798	17,198	23,735
영업이익											
Memory	574	463	763	1,557	2,070	2,215	2,092	1,940	5,351	3,357	8,316
DRAM	679	507	753	1,397	1,939	2,077	1,968	1,793	5,219	3,336	7,777
Flash	-105	-44	10	161	131	137	123	147	132	21	539
기타	-12	-10	-37	-21	-33	-20	-29	-30	-15	-80	-112
Total	562	453	726	1,536	2,037	2,195	2,063	1,910	5,336	3,277	8,204
영업이익률											
Memory	16%	12%	19%	30%	36%	38%	36%	32%	29%	20%	36%
DRAM	24%	18%	26%	36%	44%	47%	45%	40%	37%	27%	44%
Flash	-14%	-4%	1%	12%	10%	10%	9%	10%	3%	0%	10%
기타	-11%	-8%	-26%	-16%	-32%	-20%	-27%	-26%	-3%	-16%	-26%
Total	15%	11%	17%	29%	35%	37%	35%	31%	28%	19%	35%

주: IFRS 연결기준

자료: SK 하이닉스, NH 투자증권 리서치본부 전망

부문별 Key Data

(단위: 십억원, %, 백만대)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016P	2017E
DRAM											
매출액	2,800	2,824	2,942	3,896	4,379	4,427	4,422	4,449	14,052	12,462	17,676
변동률	-16%	1%	4%	32%	12%	1%	0%	1%	7%	-11%	42%
영업이익	679	507	753	1,397	1,939	2,077	1,968	1,793	5,219	3,336	7,777
영업이익률	24%	18%	26%	36%	44%	47%	45%	40%	37%	27%	44%
출하량(1Gb eq.)	4,281	4,975	5,365	6,054	5,908	5,970	6,438	7,205	16,571	20,676	25,522
변동률	-3%	18%	8%	13%	-2%	1%	8%	12%	24%	25%	23%
ASP(1Gb eq.)	0.55	0.49	0.49	0.56	0.52	0.65	0.65	0.60	0.75	0.52	0.60
변동률	-14%	-11%	0%	14%	16%	0%	-8%	-9%	-21%	-30%	16%
Flash											
매출액	751	992	1,160	1,326	1,304	1,365	1,430	1,536	4,262	4,229	5,635
변동률	-23%	32%	17%	14%	-2%	5%	5%	7%	24%	-1%	33%
영업이익	-105	-44	10	161	131	137	123	147	132	21	539
영업이익률	-14%	-4%	1%	12%	10%	10%	9%	10%	3%	0%	10%
출하량(8Gb eq.)	2,722	4,139	4,652	4,504	4,360	4,752	5,275	6,013	10,985	16,017	20,400
변동률	-11%	52%	12%	-3%	-3%	9%	11%	14%	64%	46%	27%
ASP(8Gb eq.)	0.23	0.21	0.22	0.25	0.26	0.25	0.24	0.22	0.34	0.23	0.24
변동률	-15%	-11%	7%	14%	3%	-4%	-6%	-5%	-30%	-33%	5%

주: IFRS 연결기준

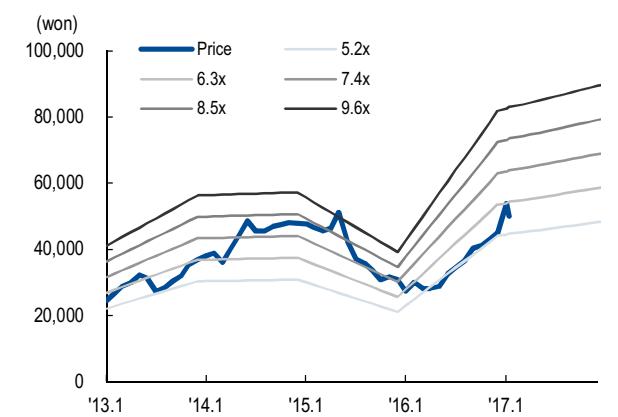
자료: SK 하이닉스, NH 투자증권 리서치본부 전망

Global Peer Analysis - Valuation

회사명		SK하이닉스	삼성전자	Toshiba	Micron	Nanya	Inotera
PER (배)	2015	5.2	14.6	-	-	5.3	10.1
	2016P	11.0	8.5	7.3	9.8	22.7	-
	2017E	5.9	9.7	6.3	7.1	-	-
PBR (배)	2015	1.0	0.9	2.8	1.5	2.0	-
	2016P	1.3	1.2	2.6	1.5	1.3	-
	2017E	1.2	1.1	1.9	1.1	-	-
EV/EBITDA (배)	2015	2.3	3.1	-	4.6	9.3	4.8
	2016P	3.7	2.7	4.6	3.9	8.5	-
	2017E	2.2	2.1	3.9	-	-	-
ROE (%)	2015	21.9	15.6	-125.9	19.4	10.2	14.4
	2016P	12.9	14.9	81.7	18.8	14.0	4.5
	2017E	22.7	12.0	47.7	-	-	6.5
ROA (%)	2015	15.3	11.8	-5.2	8.0	5.9	12.2
	2016P	9.7	11.6	3.7	8.9	7.5	3.6
	2017E	17.9	10.5	4.4	-	-	5.4

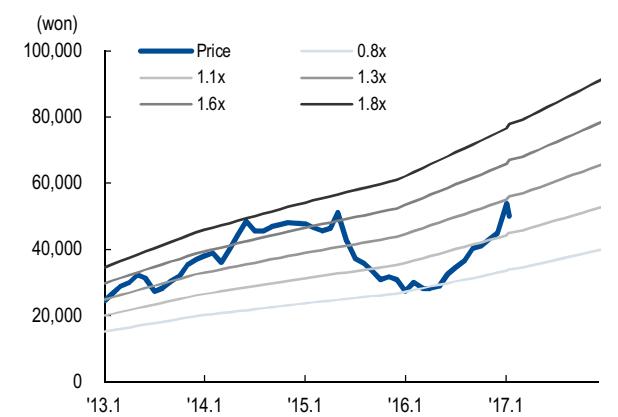
자료: Bloomberg 전망, SK하이닉스 수치는 당사 전망

Forward PER Band



자료: DataGuide Pro, NH투자증권 리서치본부

Trailing PBR Band



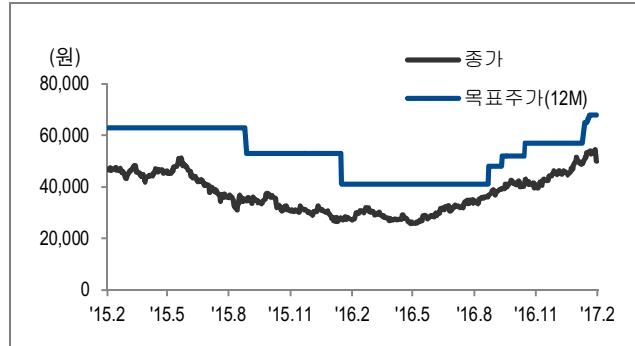
자료: DataGuide Pro, NH투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					Valuation / Profitability / Stability				
(십억원)	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F		2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F
매출액	18,798	17,198	23,735	24,725	PER(배)	5.2	11.0	5.9	5.4
증감률 (%)	9.8	-8.5	38.0	4.2	PBR(배)	1.0	1.34	1.2	1.0
매출원가	10,515	10,788	12,241	12,531	PCR(배)	2.4	4.0	2.8	2.5
매출총이익	8,283	6,410	11,494	12,194	PSR(배)	1.2	1.9	1.5	1.5
Gross 마진 (%)	44.1	37.3	48.4	49.3	EV/EBITDA(배)	2.3	3.7	2.2	1.7
판매비와 일반관리비	2,947	3,133	3,290	3,423	EV/EBIT(배)	4.0	9.1	3.6	2.9
영업이익	5,336	3,277	8,204	8,771	EPS(원)	5,937	4,057	8,492	9,281
증감률 (%)	4.4	-38.6	150.4	6.9	BPS(원)	29,377	33,468	41,331	49,876
OP 마진 (%)	28.4	19.1	34.6	35.5	SPS(원)	25,821	23,624	32,603	33,963
EBITDA	9,289	8,150	13,562	14,521	자기자본이익률(ROE, %)	21.9	12.9	22.7	20.4
영업외손익	-67	-60	-512	-99	총자산이익률(ROA, %)	15.3	9.7	17.9	16.6
금융수익(비용)	17	-49	-383	-32	투하자본이익률 (ROIC, %)	24.0	15.2	31.0	29.7
기타영업외손익	-108	-33	-152	-91	배당수익률(%)	1.6	1.3	1.3	1.5
종속, 관계기업관련손익	25	22	23	23	배당성향(%)	8.2	14.3	7.4	7.8
세전계속사업이익	5,269	3,216	7,692	8,672	총현금배당금(십억원)	353	424	459	530
법인세비용	946	256	1,505	1,908	보통주 주당배당금(원)	500	600	650	750
계속사업이익	4,324	2,960	6,187	6,764	순부채(현금)/자기자본(%)	-4.6	-11.1	-21.7	-31.3
당기순이익	4,324	2,960	6,187	6,764	총부채/ 자기자본(%)	38.8	28.3	25.6	19.7
증감률 (%)	3.1	-31.5	109.0	9.3	이자발생부채	3,819	2,806	2,058	1,266
Net 마진 (%)	23.0	17.2	26.1	27.4	유동비율(%)	201.6	229.4	268.0	346.6
지배주주지분 순이익	4,322	2,954	6,182	6,757	총발행주식수(백만주)	728	728	728	728
비지배주주지분 순이익	1	7	5	8	액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
기타포괄이익	18	-18	-3	-8	주가(원)	30,750	44,700	50,000	50,000
총포괄이익	4,342	2,942	6,185	6,756	시가총액(십억원)	22,386	32,542	36,400	36,400

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION					CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F	(십억원)	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F
현금및현금성자산	1,176	2,189	4,007	7,862	영업활동 현금흐름	9,320	7,799	11,331	12,407
매출채권	2,628	2,405	3,319	3,457	당기순이익	4,324	2,960	6,187	6,764
유동자산	9,760	10,043	14,846	19,153	+ 유/무형자산상각비	3,953	4,873	5,358	5,749
유형자산	16,966	18,458	20,241	21,627	+ 종속, 관계기업관련손익	-25	-22	-23	-23
투자자산	260	238	329	343	+ 외화환산손실(이익)	85	0	0	0
비유동자산	19,918	21,226	22,959	24,324	Gross Cash Flow	9,525	8,116	13,020	14,316
자산총계	29,678	31,269	37,805	43,477	- 운전자본의증가(감소)	832	-29	-207	-97
단기성부채	1,013	877	706	492	투자활동 현금흐름	-7,126	-5,869	-8,330	-7,289
매입채무	791	724	999	1,041	+ 유형자산 감소	220	0	0	0
유동부채	4,841	4,379	5,539	5,526	- 유형자산 증가(CAPEX)	-6,775	-6,200	-7,000	-7,000
장기성부채	2,806	1,929	1,351	774	+ 투자자산의매각(취득)	3	45	-66	12
장기충당부채	546	500	690	718	Free Cash Flow	2,545	1,599	4,331	5,407
비유동부채	3,450	2,518	2,164	1,620	Net Cash Flow	2,194	1,930	3,001	5,118
부채총계	8,290	6,897	7,703	7,146	재무활동현금흐름	-1,462	-903	-1,172	-1,251
자본금	3,658	3,739	3,739	3,739	자기자본 증가	0	463	0	0
자본잉여금	4,144	4,526	4,526	4,526	부채증감	-1,462	-1,366	-1,172	-1,251
이익잉여금	14,359	16,889	22,612	28,840	현금의증가	739	1,014	1,818	3,855
비지배주주지분	1	8	13	20	기말현금 및 현금성자산	1,176	2,189	4,007	7,862
자본총계	21,388	24,372	30,102	36,330	기말 순부채(순현금)	-976	-2,695	-6,519	-11,357

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
SK하이닉스	000660.KS	2017.01.31	Buy	68,000원(12개월)
		2017.01.23	Buy	65,000원(12개월)
		2016.10.26	Buy	57,000원(12개월)
		2016.09.22	Buy	52,000원(12개월)
		2016.09.05	Buy	48,000원(12개월)
		2016.01.26	Buy	41,000원(12개월)
		2015.09.07	Buy	53,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 2월 10일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
74.4%	25.6%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 'SK하이닉스의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.