



BUY(Maintain)

목표주가: 36,000원

주가(1/26): 27,850원

시가총액: 202,749억원

반도체

Analyst 김병기

02) 3787-5063 bkkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/26)		1,871.69pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	51,200원	26,600원
등락률	-45.6%	4.7%
수익률	절대	상대
1M	-12.1%	-6.6%
6M	-27.8%	-21.0%
1Y	-42.3%	-40.3%

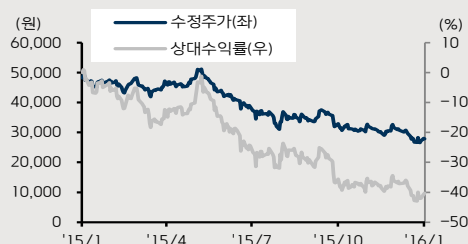
Company Data

발행주식수	728,002천주
일평균 거래량(3M)	3,391천주
외국인 지분율	46.7%
배당수익률(16E)	1.3%
BPS(16E)	32,607원
주요 주주	에스케이텔레콤 20.08%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2013	2014	2015	2016E
매출액	141,651	171,256	187,980	160,350
매출총이익	53,005	76,638	82,826	55,581
영업이익	33,798	51,095	53,361	26,210
EBITDA	64,583	85,534	94,711	72,691
세전이익	30,749	50,477	52,631	25,582
순이익	28,729	41,952	42,284	20,447
지배주주지분순이익	28,725	41,955	42,282	20,445
EPS(원)	4,045	5,766	5,808	2,808
증감률(%YoY)	N/A	42.6	0.7	-51.6
PER(배)	9.1	8.3	5.3	10.9
PBR(배)	2.0	1.9	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	4.3	4.1	2.1	2.7
매출총이익율(%)	37.4	44.8	44.1	34.7
영업이익률(%)	23.9	29.8	28.4	16.3
ROE(%)	25.2	27.0	21.1	8.9
순부채비율(%)	11.6	0.6	-9.5	-10.7

Price Trend



SK하이닉스 (000660)

수익성 하락국면 본격화



4분기 bit growth는 예상을 하회한 반면, ASP는 예상보다 큰 폭으로 하락했다. 이에 따라 수익성 하락세가 가속화하고 있다. 메모리반도체의 공급과잉 양상이 심화되고 있는데, 이는 공급증가보다는 수요부진에 기인한 것이다. PC, 스마트폰 등 주요 IT 제품에 대한 소비경기가 살아나지 못한다면 부진한 업황흐름이 이어질 가능성이 높아 보인다.

>>> 수익성에 적신호

4분기 매출액은 4조4,160억원(-12%QoQ, -14%YoY), 영업이익은 9,889억원(-29%QoQ, -59%YoY)을 기록했다. DRAM bit 출하량은 전분기 대비 1% 줄었고, ASP는 10% 하락했다. NAND는 bit 출하량이 4% 늘었고, ASP가 15% 빠졌다. 예상보다 부진한 IT 제품 수요로 인해 출하량 증가가 기대에 미치지 못했다. 이런 가운데 공급과잉이 심화하면서 가격하락 폭도 전분기보다 확대됐다. 동사의 분기 영업이익이 1조원을 밑돈 것은 4Q13 이후 2년만이다. 영업이익률도 22.3%로 1Q13(11.4%) 이래 최저치를 기록했다.

>>> 당분간 부진한 업황흐름 이어질 전망

메모리반도체 산업은 공급 과점화로 인해 출혈경쟁이 사라지면서, 'Mid Risk, High Return' 시장으로 변모했다는 것이 우리의 판단이었다. 하지만 PC, 스마트폰 등 주요 전방산업의 출하량 성장률이 둔화하거나 역성장함에 따라 수요부진에 의한 공급과잉 양상이 전개되고 있다. 이에 따라 원가절감 폭을 웃도는 시장가격 하락세가 나타났고, 주요 공급업체들의 수익성이 하락하기 시작했다. 비수기인 1분기에는 이러한 양상이 심화할 것으로 판단한다. 동사 1분기 매출액 및 영업이익은 각각 3.87조원(-12%QoQ, -20%YoY), 6,540억원(-34%QoQ, -59%YoY)을 기록할 것으로 추정한다.

>>> 목표주가 '36,000원' 하향

SK하이닉스에 대한 목표주가를 기존 '45,000원'에서 '36,000원'으로 20% 하향한다(16년 예상 BPS에 P/B 1.1x). 주요 IT 제품의 본격적인 수요 회복세가 나타나지 않는 한 16년 감익은 불가피해 보인다. 우리는 동사의 16년 영업이익을 2.62조원(-51%YoY)으로 예상하며, 이는 기존 추정치(4.12조원) 대비 36% 하향조정한 것이다.

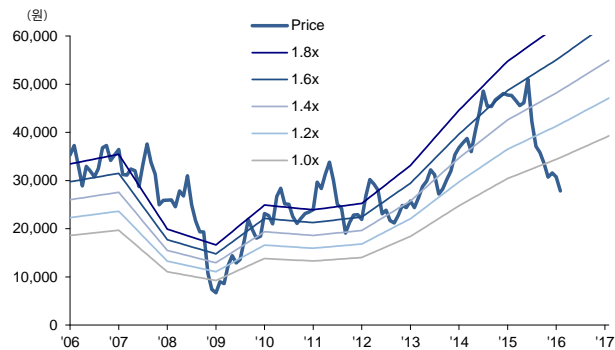
다만 P/B 0.9x 수준인 현 주가는 부진한 업황을 충분히 반영하고 있다고 판단하며, 밸류에이션 매력에 주목하여 투자 의견 'Buy'를 유지한다. 긍정적인 포인트는 1)디램 20나노 전환이 하반기부터 본격화할 전망이다, 2)48단 TLC 3D낸드 또한 하반기 양산에 돌입하면서 원가절감 폭이 확대될 수 있다는 점이다. 아울러 15년 8.8% 수준이었던 배당성향을 향후 3년 내에 20%까지 끌어올릴 계획이라는 점을 분명히 했다는 점도 기업가치에 긍정적인 요소로 작용할 것으로 판단된다.

SK하이닉스 분기별 실적전망 (단위: 십억원, 백만개)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2013	2014	2015	2016E
매출액	4,818	4,639	4,925	4,416	3,869	3,893	4,181	4,091	14,165	17,126	18,798	16,035
YoY	29%	18%	14%	-14%	-20%	-16%	-15%	-7%	39%	21%	10%	-15%
QoQ	-6%	-4%	6%	-10%	-12%	1%	7%	-2%				
DRAM	3,633	3,463	3,662	3,312	2,955	2,928	2,988	2,859	10,213	13,312	14,070	11,730
QoQ	-8%	-5%	6%	-10%	-11%	-1%	2%	-4%	41%	30%	6%	-17%
NAND Flash	1,045	1,051	1,092	972	766	832	1,010	1,090	3,385	3,321	4,159	3,698
QoQ	-3%	1%	4%	-11%	-21%	9%	21%	8%	34%	-2%	25%	-11%
영업이익	1,589	1,375	1,383	989	654	655	742	569	3,380	5,109	5,336	2,621
YoY	50%	27%	6%	-41%	-59%	-52%	-46%	-42%	흑전	51%	4%	-51%
QoQ	-5%	-13%	1%	-29%	-34%	0%	13%	-23%				
DRAM	1,475	1,290	1,297	947	676	654	685	539	2,632	5,278	5,009	2,555
QoQ	42	64	56	43	-24	-5	25	-6	530	-125	205	-10
NAND Flash												
영업이익률	33%	30%	28%	22%	17%	17%	18%	14%	24%	30%	28%	16%
DRAM	41%	37%	35%	29%	23%	22%	23%	19%	26%	40%	36%	22%
NAND Flash	4%	6%	5%	4%	-3%	-1%	3%	-1%	16%	-4%	5%	0%
주요 가정												
평균환율	1,110	1,116	1,170	1,158	1,165	1,160	1,150	1,145	1,095	1,052	1,131	1,155
QoQ	2%	1%	5%	-1%	1%	0%	-1%	0%	-3%	-4%	8%	2%
DRAM shipment (1Gb.)	4,033	4,202	4,680	4,634	4,637	4,961	5,552	5,996	10,582	14,179	17,549	21,146
QoQ	-5%	4%	11%	-1%	0%	7%	12%	8%	34%	34%	24%	20%
DRAM ASP (US\$/1Gb.)	0.81	0.74	0.66	0.59	0.55	0.51	0.47	0.42	0.88	0.89	0.71	0.48
QoQ	-5%	-9%	-10%	-10%	-8%	-7%	-8%	-11%	8%	1%	-21%	-32%
NAND shipment (8Gb.)	2,273	2,452	2,817	2,932	2,624	3,096	3,901	4,447	4,004	6,429	10,474	14,069
QoQ	0%	8%	15%	4%	-11%	18%	26%	14%	43%	61%	63%	34%
NAND ASP (US\$/8Gb.)	0.42	0.39	0.33	0.28	0.25	0.23	0.23	0.21	0.77	0.49	0.35	0.23
QoQ	-5%	-6%	-15%	-15%	-11%	-8%	-3%	-5%	-4%	-36%	-29%	-35%

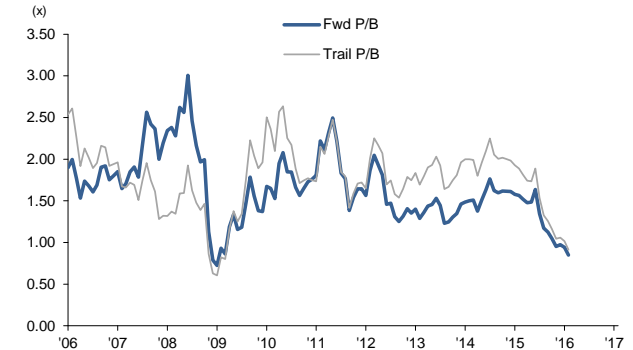
자료: 키움증권 추정

SK하이닉스 PBR Band 추이



자료: 키움증권 추정

SK하이닉스 12M Forward/Trailing PBR 추이



자료: 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	141,651	171,256	187,980	160,350	164,425
매출원가	88,646	94,617	105,154	104,770	106,279
매출총이익	53,005	76,638	82,826	55,581	58,145
판매비및일반관리비	19,207	25,544	29,465	29,371	29,763
영업이익(보고)	33,798	51,095	53,361	26,210	28,383
영업이익(핵심)	33,798	51,095	53,361	26,210	28,383
영업외손익	-3,049	-618	-730	-628	-430
이자수익	664	521	428	555	335
배당금수익	24	12	11	0	0
외환이익	4,854	5,766	7,557	5,995	5,883
이자비용	2,566	1,704	1,144	1,083	1,161
외환손실	3,911	4,481	7,559	6,715	5,988
관계기업지분법손익	193	231	190	20	50
투자및기타자산처분손익	18	291	234	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-935	-1,678	43	0	0
기타	-1,390	422	-489	600	450
법인세차감전이익	30,749	50,477	52,631	25,582	27,952
법인세비용	2,021	8,525	10,347	5,135	5,590
유효법인세율 (%)	6.6%	16.9%	19.7%	20.1%	20.0%
당기순이익	28,729	41,952	42,284	20,447	22,362
지배주주지분순이익(억원)	28,725	41,955	42,282	20,445	22,364
EBITDA	64,583	85,534	94,711	72,691	74,644
현금순이익(Cash Earnings)	59,514	76,391	83,634	66,928	68,623
수정당기순이익	29,585	43,104	42,074	20,447	22,362
증감율(% YoY)					
매출액	39.4	20.9	9.8	-14.7	2.5
영업이익(보고)	N/A	51.2	4.4	-50.9	8.3
영업이익(핵심)	N/A	51.2	4.4	-50.9	8.3
EBITDA	117.0	32.4	10.7	-23.2	2.7
지배주주지분 당기순이익	N/A	46.1	0.8	-51.6	9.4
EPS	N/A	42.6	0.7	-51.6	9.4
수정순이익	N/A	45.7	-2.4	-51.4	9.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	63,721	58,667	92,106	71,646	61,220
당기순이익	28,729	41,952	42,284	20,447	22,362
감가상각비	29,222	32,697	39,453	44,838	44,751
무형자산상각비	1,563	1,743	1,897	1,643	1,510
외환손익	-698	370	2	720	105
자산처분손익	0	0	-234	0	0
지분법손익	-193	-231	-190	-20	-50
영업활동자산부채 증감	-688	-26,575	8,631	4,431	-7,706
기타	5,785	8,711	263	-413	248
투자활동현금흐름	-48,921	-60,878	-65,811	-56,405	-51,393
투자자산의 처분	-13,908	-11,362	2,424	6,403	837
유형자산의 처분	155	1,990	0	0	0
유형자산의 취득	-32,058	-48,007	-67,750	-62,100	-51,000
무형자산의 처분	-3,013	-3,360	-1,050	-1,200	-1,185
기타	-98	-138	565	492	-45
재무활동현금흐름	-15,000	283	-2,894	-7,503	-7,234
단기차입금의 증가	0	0	350	250	-1,000
장기차입금의 증가	-15,000	284	-1,380	-3,500	-3,300
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-2,184	-3,530	-2,824
기타	0	0	320	-723	-110
현금및현금성자산의순증가	-265	-1,951	23,400	7,738	2,593
기초현금및현금성자산	6,584	6,319	4,368	27,768	35,506
기말현금및현금성자산	6,319	4,368	27,768	35,506	38,099
Gross Cash Flow	64,408	85,242	83,474	67,215	68,926
Op Free Cash Flow	26,603	-1,037	21,629	8,580	9,076

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	66,531	103,635	120,100	110,316	119,896
현금및현금성자산	6,319	4,368	27,768	35,506	38,099
유동금융자산	24,030	36,215	33,836	27,260	26,308
매출채권및유동채권	24,075	47,740	41,773	33,406	41,106
채고자산	11,783	14,976	16,346	13,823	14,053
기타유동비금융자산	324	336	376	321	329
비유동자산	141,442	165,198	192,370	207,754	213,656
장기매출채권및기타비유동채권	3,832	5,467	5,639	4,811	4,933
투자자산	3,032	2,604	2,820	2,794	2,709
유형자산	121,298	140,903	169,200	186,462	192,711
무형자산	11,104	13,367	12,454	11,923	11,495
기타비유동자산	2,176	2,857	2,256	1,764	1,809
자산총계	207,973	268,833	312,469	318,070	333,552
유동부채	30,782	57,653	62,450	54,933	52,696
매입채무및기타유동채무	21,409	34,006	37,596	31,441	31,620
단기차입금	1,380	7,342	7,692	7,942	6,942
유동성장기차입금	7,323	10,209	10,959	10,259	8,709
기타유동부채	670	6,097	6,203	5,292	5,426
비유동부채	46,522	30,817	29,557	25,758	23,938
장기매입채무및비유동채무	1,782	1,329	1,880	1,604	1,644
사채및장기차입금	36,799	24,197	22,067	19,267	17,517
기타비유동부채	7,941	5,290	5,610	4,887	4,777
부채총계	77,304	88,470	92,007	80,691	76,635
자본금	35,686	36,577	36,577	36,577	36,577
주식발행초과금	28,881	36,258	36,258	36,258	36,258
이익잉여금	62,013	102,769	142,867	159,783	179,322
기타자본	4,091	4,761	4,761	4,761	4,761
지배주주지분자본총계	130,672	180,365	220,463	237,378	256,918
비지배주주지분자본총계	-4	-2	0	1	0
자본총계	130,669	180,363	220,463	237,379	256,917
순차입금	15,153	1,165	-20,887	-25,298	-31,240
총차입금	45,502	41,748	40,718	37,468	33,168

투자지표

(단위: 원, %, 년)

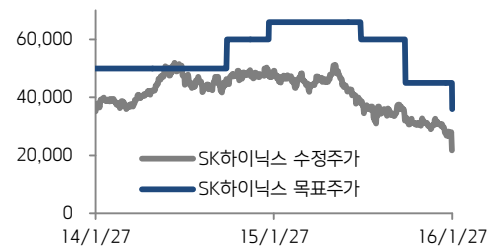
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	4,045	5,766	5,808	2,808	3,072
BPS	18,399	24,775	30,283	32,607	35,291
주당EBITDA	9,094	11,756	13,010	9,985	10,253
CFPS	8,380	10,499	11,488	9,193	9,426
DPS	0	300	500	400	500
주가배수(배)					
PER	9.1	8.3	5.3	10.9	10.0
PBR	2.0	1.9	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	4.3	4.1	2.1	2.7	2.6
PCFR	4.4	4.5	2.7	3.3	3.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	23.9	29.8	28.4	16.3	17.3
영업이익률(핵심)	23.9	29.8	28.4	16.3	17.3
EBITDA margin	45.6	49.9	50.4	45.3	45.4
순이익률	20.3	24.5	22.5	12.8	13.6
자기자본이익률(ROE)	25.2	27.0	21.1	8.9	9.0
투자자본이익률(ROIC)	22.5	26.8	22.0	10.5	10.7
안정성(%)					
부채비율	59.2	49.1	41.7	34.0	29.8
순차입금비율	11.6	0.6	-9.5	-10.7	-12.2
이자보상배율(배)	13.2	30.0	46.6	24.2	24.4
활동성(배)					
매출채권회전율	6.5	4.8	4.2	4.3	4.4
채고자산회전율	10.5	12.8	12.0	10.6	11.8
매입채무회전율	8.1	6.2	5.3	4.6	5.2

- 당사는 1월 26일 현재 'SK하이닉스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 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.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
SK하이닉스 (000660)	2013/10/15	BUY(Maintain)	50,000원
	2013/10/31	BUY(Maintain)	50,000원
	2013/11/27	BUY(Maintain)	50,000원
	2014/01/02	BUY(Maintain)	50,000원
	2014/10/24	BUY(Maintain)	60,000원
	2015/01/19	BUY(Maintain)	66,000원
	2015/01/29	BUY(Maintain)	66,000원
	2015/04/20	BUY(Maintain)	66,000원
	2015/04/24	BUY(Maintain)	66,000원
	2015/06/15	BUY(Maintain)	66,000원
	2015/06/29	BUY(Maintain)	66,000원
	2015/07/14	BUY(Maintain)	66,000원
	2015/07/24	BUY(Maintain)	60,000원
	2015/10/23	BUY(Maintain)	45,000원
	2016/01/11	BUY(Maintain)	45,000원
	2016/01/27	BUY(Maintain)	36,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%