



BUY(Maintain)

목표주가: 36,000원

주가(4/26): 29,150원

시가총액: 212,313억원

반도체

Analyst 김병기

02) 3787-5063 bkkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/26)		2,019.63pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	51,200원	26,600원
등락률	-46.3%	3.4%
수익률	절대	상대
1M	-5.7%	-7.1%
6M	-14.3%	-13.2%
1Y	-41.7%	-37.5%

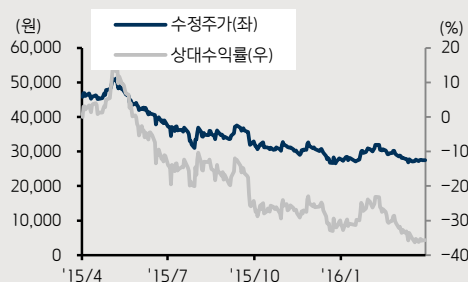
Company Data

발행주식수	728,002천주
일평균 거래량(3M)	2,892천주
외국인 지분율	47.2%
배당수익률(16E)	1.3%
BPS(16E)	31,364원
주요 주주	에스케이텔레콤 20.08%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	171,256	187,980	148,681	152,459
매출총이익	76,638	82,826	51,364	53,740
영업이익	51,095	53,361	22,092	24,077
EBITDA	85,534	92,893	70,005	71,336
세전이익	50,477	52,691	22,665	23,711
순이익	41,952	43,236	18,149	18,969
지배주주지분순이익	41,955	43,224	17,993	18,963
EPS(원)	5,766	5,937	2,472	2,605
증감률(%YoY)	42.6	3.0	-58.4	5.4
PER(배)	8.3	5.2	12.4	11.8
PBR(배)	1.9	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	4.1	2.3	3.0	2.9
매출총이익률(%)	44.8	44.1	34.5	35.2
영업이익률(%)	29.8	28.4	14.9	15.8
ROE(%)	27.0	21.9	8.2	8.0
순부채비율(%)	0.6	-4.6	-6.9	-8.4

Price Trend



실적 리뷰

SK하이닉스 (000660)

업황부진의 돌파구는?



1분기 실적은 당사 추정치를 하회했다. 영업이익률 15%로 2Q13 이후 2년만에 처음으로 20% 밑으로 떨어졌다. 원가절감 폭보다 큰 가격하락세가 지속되면서 수익성 하락 양상이 이어지고 있다. 2분기까지는 시장의 개선을 기대하기 어려워 보인다. DRAM 2z nm, 2세대 3D NAND 등의 양산이 본격화하는 하반기부터 수익성 방어에 성공할 수 있을 지의 여부가 향후 관전 포인트가 될 것이다.

>>> 수익성 둔화국면 지속

1분기 매출액은 3조6,577억원(-17%QoQ, -24%YoY), 영업이익은 5,618억원(-43%QoQ, -65%YoY)을 기록했다. DRAM bit 출하량은 전분기 대비 3% 줄었고, ASP는 14% 하락했다. NAND는 bit 출하량이 11% 감소했고, ASP는 12% 빠졌다. NAND는 분기 초 예상 범위 안의 업황흐름을 보였으나, DRAM은 당초 추정을 하회하면서 실적부진의 진원지가 됐다. PC 수요의 역성장 기조가 이어지고 있는 가운데 계절적 비수기 효과, 주요 고객사들의 재고조정 등이 1분기 수익성 저하의 주요 배경이다.

>>> 당분간 부진한 업황흐름 이어질 전망

2분기 매출액은 3조6,261억원(-1%QoQ, -22%YoY), 영업이익은 4,439억원(-21%QoQ, -68%YoY)을 기록할 것으로 추정한다. 2분기 DRAM 출하량은 전분기 대비 15% 증가하고, NANA는 28% 늘어날 것으로 예상된다. 하지만 공급과잉으로 인해 가격 하락세가 지속될 것으로 보이고, 평균환율도 전분기보다 떨어질 것으로 예상돼 매출액 하락추세의 반전을 기대하기 어려운 상황이다.

메모리반도체 산업은 공급 과점화로 이후 출혈경쟁이 사라지면서, 'Mid Risk, High Return' 성격의 시장으로 변모했다는 것이 우리의 판단이다. 그러나 지금은 PC, 스마트폰 등 주요 IT 기기의 수요부진에 따른 공급과잉 양상이 진행되고 있다. 공급 측면에서 업황의 추가적인 둔화요인이 제한적이라는 점은 긍정적이나, 수요의 기조적 턴어라운드와 이루어지지 않는 한 부진한 업황 흐름이 이어질 전망이다.

>>> 목표주가 '36,000원' 유지

SK하이닉스에 대해 목표주가 '36,000원'을 유지한다. P/B 1.0x로 역대 최저 수준인 밸류에이션에 부진한 업황이 충분히 반영돼 있다고 판단한다.

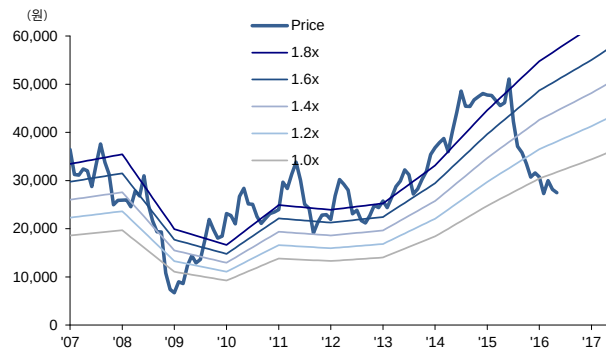
2분기 실적반등을 기대하기는 어려운 상황이지만, 메모리반도체 수급은 하반기에 점진적 개선이 가능할 것으로 예상된다. 1)디램 2z nm 전환이 하반기부터 본격화할 전망이고, 2)2세대 3D낸드 양산이 시작되면서 원가절감 폭이 확대될 것으로 보인다. 아울러 15년 8.8% 수준이었던 배당성향을 향후 3년 내에 20%까지 끌어올릴 계획을 재확인 했다는 점도 기업가치에 긍정적 요소로 작용할 것으로 판단된다.

SK하이닉스 분기별 실적전망 (단위: 십억원, 백만개)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2013	2014	2015	2016E
매출액	4,818	4,639	4,925	4,416	3,656	3,626	3,769	3,817	14,165	17,126	18,798	14,868
YoY	29%	18%	14%	-14%	-24%	-22%	-23%	-14%	39%	21%	10%	-21%
QoQ	-6%	-4%	6%	-10%	-17%	-1%	4%	1%				
DRAM	3,633	3,463	3,662	3,312	2,778	2,677	2,714	2,747	10,213	13,312	14,070	10,915
QoQ	-8%	-5%	6%	-10%	-16%	-4%	1%	1%	41%	30%	6%	-22%
NAND Flash	1,045	1,051	1,092	972	768	816	872	929	3,385	3,321	4,159	3,385
QoQ	-3%	1%	4%	-11%	-21%	6%	7%	6%	34%	-2%	25%	-19%
영업이익	1,589	1,375	1,383	989	562	444	573	631	3,380	5,109	5,336	2,209
YoY	50%	27%	6%	-41%	-65%	-68%	-59%	-36%	흑전	51%	4%	-59%
QoQ	-5%	-13%	1%	-29%	-43%	-21%	29%	10%				
DRAM	1,475	1,290	1,297	947	597	487	556	581	2,632	5,278	5,009	2,221
NAND Flash	42	64	56	43	-30	-43	-11	11	530	-125	205	-72
영업이익률	33%	30%	28%	22%	15%	12%	15%	17%	24%	30%	28%	15%
DRAM	41%	37%	35%	29%	21%	18%	20%	21%	26%	40%	36%	20%
NAND Flash	4%	6%	5%	4%	-4%	-5%	-1%	1%	16%	-4%	5%	-2%
주요 가정												
평균환율	1,110	1,116	1,170	1,158	1,201	1,145	1,140	1,135	1,095	1,052	1,131	1,155
QoQ	2%	1%	5%	-1%	4%	-5%	0%	0%	-3%	-4%	8%	2%
DRAM shipment (1Gb.)	4,033	4,202	4,680	4,634	4,510	5,177	5,669	6,066	10,582	14,179	17,549	21,422
QoQ	-5%	4%	11%	-1%	-3%	15%	10%	7%	34%	34%	24%	22%
DRAM ASP (US\$/1Gb.)	0.81	0.74	0.66	0.59	0.51	0.45	0.42	0.40	0.88	0.89	0.71	0.44
QoQ	-5%	-9%	-10%	-10%	-14%	-12%	-7%	-5%	8%	1%	-21%	-38%
NAND shipment (8Gb.)	2,273	2,452	2,817	2,932	2,596	3,323	3,921	4,510	4,004	6,429	10,474	14,351
QoQ	0%	8%	15%	4%	-11%	28%	18%	15%	43%	61%	63%	37%
NAND ASP (US\$/8Gb.)	0.42	0.39	0.33	0.28	0.25	0.21	0.20	0.18	0.77	0.49	0.35	0.20
QoQ	-5%	-6%	-15%	-15%	-12%	-13%	-9%	-7%	-4%	-36%	-29%	-42%

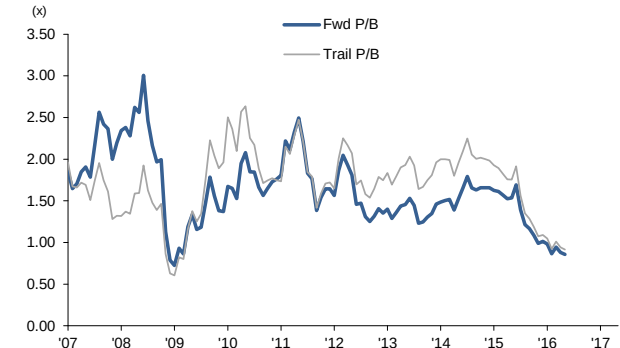
자료: 키움증권 추정

SK하이닉스 PBR Band 추이



자료: 키움증권 추정

SK하이닉스 12M Forward/Trailing PBR 추이



자료: 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	171,256	187,980	148,681	152,459	156,333
매출원가	94,617	105,154	97,317	98,719	100,141
매출총이익	76,638	82,826	51,364	53,740	56,191
판매비및일반관리비	25,544	29,465	29,272	29,663	30,058
영업이익(보고)	51,095	53,361	22,092	24,077	24,077
영업이익(핵심)	51,095	53,361	22,092	24,077	26,133
영업외손익	-618	-670	573	-366	-255
이자수익	521	407	555	311	300
배당금수익	12	13	0	0	0
외환이익	5,766	7,670	5,995	5,883	5,300
이자비용	1,704	1,185	1,012	1,072	950
외환손실	4,481	7,094	6,715	5,988	5,365
관계기업지분법손익	231	246	20	50	0
투자및기타자산처분손익	291	308	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1,678	19	0	0	0
기타	422	-1,055	1,730	450	460
법인세차감전이익	50,477	52,691	22,665	23,711	25,878
법인세비용	8,525	9,455	4,516	4,742	6,262
유효법인세율 (%)	16.9%	17.9%	19.9%	20.0%	24.2%
당기순이익	41,952	43,236	18,149	18,969	19,616
지배주주지분순이익(억원)	41,955	43,224	17,993	18,963	19,610
EBITDA	85,534	92,893	70,005	71,336	72,570
현금순이익(Cash Earnings)	76,391	82,768	66,062	66,228	66,053
수정당기순이익	43,104	42,967	18,149	18,969	19,616
증감율(% YoY)					
매출액	20.9	9.8	-20.9	2.5	2.5
영업이익(보고)	51.2	4.4	-58.6	9.0	0.0
영업이익(핵심)	51.2	4.4	-58.6	9.0	8.5
EBITDA	32.4	8.6	-24.6	1.9	1.7
지배주주지분 당기순이익	46.1	3.0	-58.4	5.4	3.4
EPS	42.6	3.0	-58.4	5.4	3.4
수정순이익	45.7	-0.3	-57.8	4.5	3.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	58,667	93,195	69,969	59,385	63,117
당기순이익	41,952	43,236	18,149	18,969	19,616
감가상각비	32,697	36,952	44,961	44,832	44,383
무형자산상각비	1,743	2,581	2,952	2,427	2,054
외환손익	370	851	720	105	65
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-231	-246	-20	-50	0
영업활동자산부채 증감	-26,575	8,323	3,622	-7,145	-3,136
기타	8,711	1,499	-415	248	135
투자활동현금흐름	-60,878	-71,255	-50,513	-51,456	-50,212
투자자산의 처분	-11,362	256	10,736	771	831
유형자산의 처분	1,990	2,201	0	0	0
유형자산의 취득	-48,007	-67,746	-62,100	-51,000	-51,000
무형자산의 처분	-3,360	-6,158	-1,200	-1,185	0
기타	-138	192	2,051	-42	-43
재무활동현금흐름	283	-14,623	-5,699	-6,711	-6,532
단기차입금의 증가	0	0	250	-1,000	-1,000
장기차입금의 증가	284	-4,720	-3,500	-3,300	-2,500
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-2,184	-3,530	-2,824	-3,530
기타	0	-7,719	1,081	413	498
현금및현금성자산의순증가	-1,951	7,390	13,758	1,219	6,373
기초현금및현금성자산	6,319	4,368	11,757	25,515	26,734
기말현금및현금성자산	4,368	11,757	25,515	26,734	33,107
Gross Cash Flow	85,242	84,872	66,347	66,531	66,253
Op Free Cash Flow	-1,037	17,737	5,909	7,190	12,110

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	103,635	97,600	94,881	102,577	111,371
현금및현금성자산	4,368	11,757	25,515	26,734	33,107
유동금융자산	36,215	36,193	25,276	24,393	23,450
매출채권및유동채권	47,740	30,341	30,975	38,115	41,140
채고자산	14,976	19,234	12,817	13,031	13,362
기타유동비금융자산	336	75	297	305	313
비유동자산	165,198	199,179	210,723	215,612	220,247
장기매출채권및기타비유동채권	5,467	6,149	4,460	4,574	4,690
투자자산	2,604	2,632	2,616	2,528	2,441
유형자산	140,903	169,663	186,802	192,969	199,587
무형자산	13,367	17,049	15,209	13,864	11,810
기타비유동자산	2,857	3,687	1,635	1,677	1,720
자산총계	268,833	296,779	305,603	318,190	331,618
유동부채	57,653	48,407	43,743	41,484	39,939
매입채무및기타유동채무	34,006	31,708	29,153	29,319	29,497
단기차입금	7,342	1,479	1,729	729	-271
유동성장기차입금	10,209	8,654	7,954	6,404	5,554
기타유동부채	6,097	6,565	4,906	5,031	5,159
비유동부채	30,817	34,495	33,364	32,065	30,952
장기매입채무및비유동채무	1,329	899	1,487	1,525	1,563
사채및장기차입금	24,197	28,052	25,252	23,502	21,852
기타비유동부채	5,290	5,544	6,625	7,039	7,537
부채총계	88,470	82,902	77,108	73,549	70,892
자본금	36,577	36,577	36,577	36,577	36,577
주식발행초과금	36,258	36,258	36,258	36,258	36,258
이익잉여금	102,769	143,590	158,053	174,195	190,277
기타자본	4,761	-2,556	-2,556	-2,556	-2,556
지배주주지분자본총계	180,365	213,869	228,332	244,473	260,556
비지배주주지분자본총계	-2	8	163	167	170
자본총계	180,363	213,877	228,496	244,640	260,726
순차입금	1,165	-9,765	-15,855	-20,491	-29,421
총차입금	41,748	38,186	34,936	30,636	27,136

투자지표

(단위: 원, %, %)

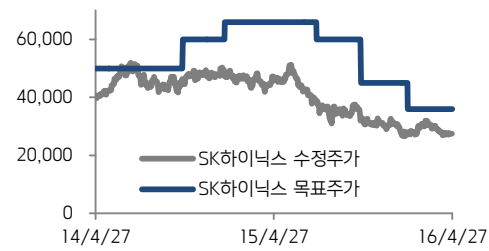
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	5,766	5,937	2,472	2,605	2,694
BPS	24,775	29,377	31,364	33,581	35,791
주당EBITDA	11,756	12,760	9,616	9,799	9,968
CFPS	10,499	11,369	9,074	9,097	9,073
DPS	300	500	400	500	500
주가배수(배)					
PER	8.3	5.2	12.4	11.8	11.4
PBR	1.9	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	4.1	2.3	3.0	2.9	2.7
PCFR	4.5	2.7	3.4	3.4	3.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	29.8	28.4	14.9	15.8	15.4
영업이익률(핵심)	29.8	28.4	14.9	15.8	16.7
EBITDA margin	49.9	49.4	47.1	46.8	46.4
순이익률	24.5	23.0	12.2	12.4	12.5
자기자본이익률(ROE)	27.0	21.9	8.2	8.0	7.8
투자자본이익률(ROIC)	26.8	23.6	8.7	9.0	8.9
안정성(%)					
부채비율	49.1	38.8	33.7	30.1	27.2
순차입금비율	0.6	-4.6	-6.9	-8.4	-11.3
이자보상배율(배)	30.0	45.0	21.8	22.5	27.5
활동성(배)					
매출채권회전율	4.8	4.8	4.8	4.4	3.9
채고자산회전율	12.8	11.0	9.3	11.8	11.8
매입채무회전율	6.2	5.7	4.9	5.2	5.3

- 당사는 4월 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	2014/01/02	BUY(Maintain)	50,000원
(000660) 알당자 변경	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
	2016/04/27	BUY(Maintain)	36,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%