

2017/02/07

# SK하이닉스(000660)

## 인수 성공 시에는 도시바 진영과의 연합을 이끌 듯

### ■ 도시바의 반도체 사업부 지분 매각

도시바가 오는 3월31일을 목표로 하여 반도체 사업 부문을 분사하기로 하고 지분 20%의 매각에 나섰다. 언론 보도에 따르면 웨스턴디지털, 혼하이, 사모펀드, SK하이닉스 등 약 10여개의 회사들이 인수의향서를 제출한 것으로 알려져 있다. 한편 중국 칭화유니그룹이 인수전에 참여했는지는 아직 밝혀지지 않은 것으로 보인다.

### ■ SK하이닉스의 지분 인수는 양 진영 간 연합을 의미

지분 20% 인수로는 경영권을 확보할 수 없으므로, 도시바 생산 설비에 대한 권한을 얻거나 향후 투자 계획을 좌지우지하여 업계 구조를 변경하는 효과를 기대할 수 없다. 따라서 SK하이닉스가 도시바 반도체 부문 지분 인수에 나선 것이 사실이라면, 동사의 목적은 도시바와의 총괄적 R&D 협력, 도시바 보유 IP에 대한 무제한적 접근 등이 될 것이다.

만약 도시바가 SK하이닉스의 제안을 받아들인다면 이는 도시바-웨스턴디지털 진영과 SK하이닉스 간 연합이 구성되는 결과를 이끌 것으로 판단된다. 다만 성사의 관건은 도시바가 이번 지분 매각을 단순히 자원 마련의 차원이 아닌 경쟁사와의 연합을 통한 자체 NAND 사업 경쟁력 강화의 기회로 삼을 의도가 있는지의 여부일 것이다.

단순한 자원 마련의 차원이라면 굳이 경쟁사인 SK하이닉스에게 보유 기술, IP를 노출하지 않고서도 웨스턴디지털, 혼하이, 사모펀드 등에 대한 지분 매각을 통해 소기의 목적을 달성할 수 있기 때문이다.

현재로서는 SK하이닉스가 도시바 반도체 부문 지분 20%를 확보할 가능성을 점치기는 어려우나 만약 도시바가 장기적, 전략적 측면에서 삼성전자에 대항할 연합 구성을 고려한다면 SK하이닉스에게 지분 매각을 허용할 가능성도 존재하는 것으로 보인다. 이러한 경우 업계 후발 주자인 SK하이닉스 주가에 긍정적으로 작용할 가능성이 높다.

만약 도시바-웨스턴디지털 진영과 SK하이닉스 간 연합이 이루어진다면 동 연합의 매출액 기준 시장점유율은 3Q17 기준 45.9%로 삼성전자의 35.5%를 상회하게 되고 Capa 기준 시장 점유율 역시 '16년 기준 49.3%로 삼성전자의

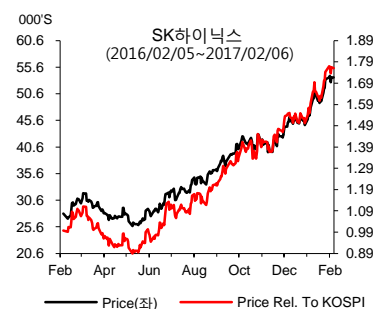
Hold(Maintain)

목표주가(6M)	60,000원
종가(2017/02/06)	53,700원

### Stock Indicator

자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	39,094십억원
외국인지분율	50.8%
배당금(2015)	485원
EPS(2016E)	4,058원
BPS(2016E)	32,951원
ROE(2016E)	13.0%
52주 주가	25,750~54,000원
60일평균거래량	2,709,314주
60일평균거래대금	127.5십억원

### Price Trend



31.6%를 크게 넘어서게 된다.

#### ■ 웨스턴디지털, 혼하이, 사모펀드의 인수 시 중립적 영향

웨스턴디지털은 이미 도시바와 NAND 부문에서는 한몫과 같은 상황이다. 도시바 NAND 생산 설비의 절반을 보유 중인 샌디스크가 웨스턴디지털의 자회사이기 때문이다. 따라서 웨스턴디지털이 도시바 반도체 부문 지분 20%를 인수하는 것은 기존 업계 구도에 전혀 변화가 없는 것이다. 혼하이와 같은 고객들이나 사모펀드가 도시바 반도체 지분을 인수하는 것도 SK하이닉스 주가에 마찬가지로 중립적 영향이 예상된다. 고객들과 사모펀드의 인수 의도는 안정적인 NAND 수급 또는 투자 이익 확보에 머물기 때문이다.

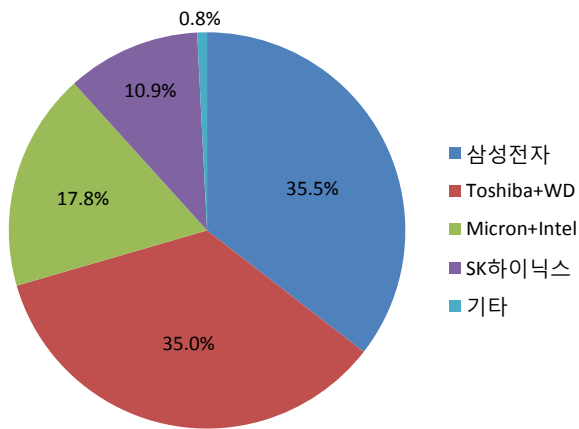
#### ■ 중국 반도체 업체의 인수 시 매우 부정적 영향

당사는 칭화유니그룹을 포함한 중국 반도체 업체들이 인수전에 참여했는지 여부를 아직 확인하지 못했다. 다만 만약 칭화유니그룹 등 중국 반도체 업체들이 도시바 지분 인수에 성공한다면 SK하이닉스 주가에 매우 부정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다.

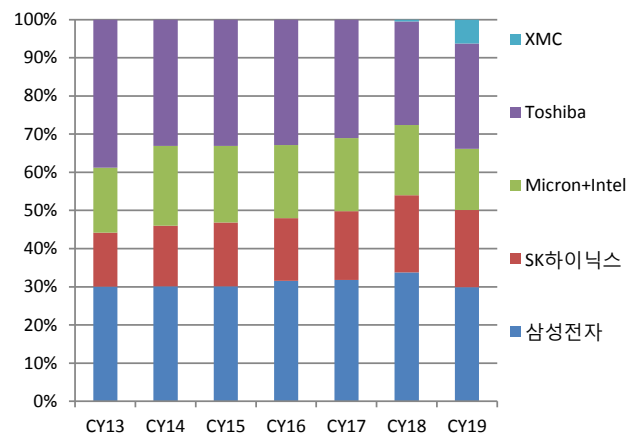
도시바 입장에서는 중국 업체들의 지분 참여를 통해 기술을 제공하고 향후 사업 존속을 위한 막대한 재원을 확보하는 방안을 고민할 수 있다. 그러한 경우 도시바-웨스턴디지털 진영과 중국 업체들의 연합이 구성될 것이고 이는 후발 주자인 SK하이닉스에게 매우 부정적인 영향을 미칠 것이기 때문이다.

그러나 현재의 중일 관계나 중국 업체들의 야심찬 반도체 사업 확대 의지를 감안 시, 외부 요인에 따라 중국 업체들의 도시바 반도체 부문 지분 인수 가능성은 높지 않은 것으로 판단된다.

&lt;그림 1&gt; 3Q16 기준 NAND Flash 업체별 시장 점유율 동향



&lt;그림 2&gt; NAND 업체별 Capa 점유율 추정



자료: IHS, 하이투자증권

자료: 각사 자료, 하이투자증권

&lt;표 1&gt; SK하이닉스 분기별, 부문별 실적 전망. 1Q17 영업이익은 제품 가격 인상 지속에 따라 2.2 조원에 달할 전망이나 Set 재고 재감소가 예상되는 2Q17 또는 3Q17 이후 실적에 불확실성 존재

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	FY15	FY16	FY17
DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)	4,436	5,212	5,645	6,358	6,237	6,319	6,591	6,863	17,347	21,651	26,012
% QoQ / YoY	-3.4%	17.5%	8.3%	12.6%	-1.9%	1.3%	4.3%	4.1%	23.5%	24.8%	20.1%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.52	0.46	0.46	0.53	0.60	0.58	0.50	0.48	0.71	0.49	0.54
% QoQ / YoY	-14.0%	-11.1%	0.5%	13.6%	13.6%	-3.1%	-13.1%	-5.5%	-20.3%	-30.6%	9.0%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	2,302	2,405	2,617	3,347	3,731	3,662	3,318	3,267	12,313	10,672	13,977
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	2,254	3,415	3,829	3,698	3,633	3,982	4,540	4,881	9,062	13,196	17,035
% QoQ / YoY	-11.4%	51.5%	12.1%	-3.4%	-1.7%	9.6%	14.0%	7.5%	66.8%	45.6%	29.1%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.30	0.27	0.29	0.33	0.36	0.35	0.33	0.30	0.43	0.30	0.33
% QoQ / YoY	-12.5%	-11.1%	7.0%	13.5%	10.0%	-2.0%	-6.4%	-10.0%	-29.0%	-30.6%	12.0%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	682	919	1,102	1,208	1,306	1,403	1,497	1,448	3,870	3,911	5,653
기타 매출 (백만달러)	59	59	65	63	54	54	56	56	440	247	220
연결기준 매출 (백만달러)	3,044	3,383	3,785	4,619	5,090	5,118	4,871	4,771	16,624	14,830	19,850
원/달러 환율 (원)	1,201	1,165	1,121	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160	1,131	1,160	1,160
연결기준 매출 (십억원)	3,656	3,941	4,244	5,358	5,905	5,937	5,650	5,534	18,798	17,198	23,026
매출원가 (십억원)	2,338	2,689	2,792	2,968	2,845	2,858	2,978	3,065	10,515	10,787	11,746
매출총이익 (십억원)	1,318	1,252	1,451	2,390	3,060	3,079	2,672	2,469	8,283	6,411	11,280
판관비 (십억원)	756	799	725	853	862	903	942	1,005	2,947	3,134	3,712
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>영업이익 (십억원)</b>	<b>562</b>	<b>453</b>	<b>726</b>	<b>1,536</b>	<b>2,198</b>	<b>2,176</b>	<b>1,730</b>	<b>1,464</b>	<b>5,336</b>	<b>3,277</b>	<b>7,568</b>
영업이익률	15.4%	11.5%	17.1%	28.7%	37.2%	36.7%	30.6%	26.5%	28.4%	19.1%	32.9%
DRAM 영업이익 (십억원)	637	471	613	1,229	1,712	1,626	1,185	1,073	5,163	2,950	5,596
NAND 영업이익 (십억원)	-79	-22	109	304	483	547	542	388	150	312	1,959

자료: SK하이닉스, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	9,760	10,642	16,316	19,024
현금 및 현금성자산	1,176	2,049	5,860	8,366
단기금융자산	3,619	3,981	4,379	4,817
매출채권	2,628	2,405	3,220	3,059
재고자산	1,923	1,760	2,356	2,238
비유동자산	19,918	20,739	22,140	22,971
유형자산	16,966	17,849	19,160	19,867
무형자산	1,705	1,675	1,681	1,713
자산총계	29,678	31,381	38,456	41,994
유동부채	4,841	4,153	5,849	5,427
매입채무	791	812	884	902
단기차입금	148	141	134	127
유동성장기부채	865	822	781	742
비유동부채	3,450	3,231	3,169	3,139
사채	1,293	1,164	1,106	1,050
장기차입금	1,512	1,361	1,293	1,228
부채총계	8,290	7,385	9,018	8,566
지배주주지분	21,387	23,988	29,417	33,397
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,144	4,144	4,144
이익잉여금	14,359	16,960	22,389	26,369
기타자본항목	-772	-772	-772	-772
비지배주주지분	1	8	21	31
자본총계	21,388	23,996	29,438	33,428

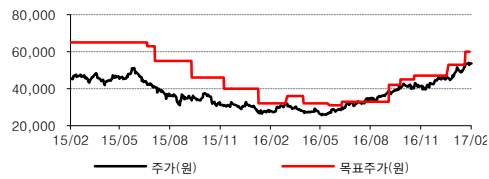
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	18,798	17,198	23,026	21,875
증가율(%)	9.8	-8.5	33.9	-5.0
매출원가	10,515	10,787	11,746	11,981
매출총이익	8,283	6,411	11,280	9,893
판매비와관리비	2,947	3,134	3,712	4,083
연구개발비	1,620	1,723	2,041	2,245
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	5,336	3,277	7,568	5,810
증가율(%)	4.4	-38.6	130.9	-23.2
영업이익률(%)	28.4	19.1	32.9	26.6
이자수익	41	50	75	108
이자비용	119	108	101	96
지분법이익(손실)	25	25	25	25
기타영업외손익	-108	-126	-136	-146
세전계속사업이익	5,269	3,217	7,538	5,815
법인세비용	946	256	1,658	1,279
세전계속이익률(%)	28.0	18.7	32.7	26.6
당기순이익	4,324	2,961	5,879	4,536
순이익률(%)	23.0	17.2	25.5	20.7
지배주주귀속 순이익	4,322	2,954	5,866	4,525
기타포괄이익	18	18	18	18
총포괄이익	4,342	2,979	5,897	4,554
지배주주귀속총포괄이익	4,341	2,978	5,896	4,553

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	9,320	8,459	12,299	10,709
당기순이익	4,324	2,961	5,879	4,536
유형자산감가상각비	3,695	5,072	5,502	5,733
무형자산상각비	258	448	450	465
지분법관련손실(이익)	25	25	25	25
투자활동 현금흐름	-7,126	-6,381	-7,222	-6,946
유형자산의 처분(취득)	-6,555	-5,955	-6,812	-6,441
무형자산의 처분(취득)	-616	-418	-456	-497
금융상품의 증감	-4	-	-	-
재무활동 현금흐름	-1,462	-1,205	-1,266	-1,258
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-472	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-218	-437	-546	-546
현금및현금성자산의증감	739	873	3,811	2,506
기초현금및현금성자산	437	1,176	2,049	5,860
기말현금및현금성자산	1,176	2,049	5,860	8,366

주요투자지표	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)				
EPS	5,937	4,058	8,058	6,216
BPS	29,377	32,951	40,408	45,874
CFPS	11,368	11,640	16,233	14,731
DPS	485	600	750	750
Valuation(배)				
PER	5.2	13.2	6.7	8.6
PBR	1.0	1.6	1.3	1.2
PCR	2.7	4.6	3.3	3.6
EV/EBITDA	2.3	4.2	2.4	2.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	21.9	13.0	22.0	14.4
EBITDA 이익률	49.4	51.1	58.7	54.9
부채비율	38.8	30.8	30.6	25.6
순부채비율	-4.6	-10.6	-23.5	-30.0
매출채권회전율(x)	5.9	6.8	8.2	7.0
재고자산회전율(x)	11.0	9.3	11.2	9.5

자료 : SK 하이닉스, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-01-26	Hold	60,000
2016-12-26	Hold	53,000
2016-10-25	Hold	47,000
2016-09-30	Hold	45,000
2016-09-09	Hold	42,000
2016-06-15	Hold	33,000
2016-05-23	Hold	31,000
2016-04-06	Hold	32,000
2016-03-07	Hold	36,000
2016-01-15	Buy	32,000
2015-11-13	Buy	40,000
2015-09-15	Buy	46,000
2015-07-10	Buy	55,000
2015-06-26	Buy	63,000

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 송명섭)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2014년 5월 12일 부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2016-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-