

SK하이닉스(000660)

매수(유지)

목표주가: 58,000원(하향)

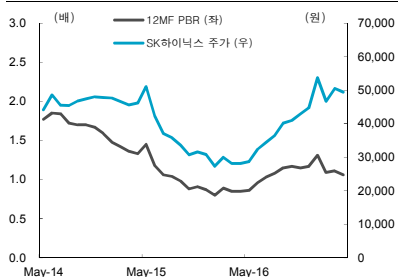
Stock Data

KOSPI(4/6)	2,153
주가(4/6)	49,400
시가총액(십억원)	35,963
발행주식수(백만)	728
52주 최고/최저가(원)	54,600/25,750
일평균거래대금(6개월, 백만원)	161,871
유동주식비율/외국인지분율(%)	76.2/50.6
주요주주(%)	SK텔레콤 외 5인 20.8
	국민연금 10.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.1	16.1	79.6
상대주가(%p)	(3.3)	11.9	70.4

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

1Q17 Preview: 디램 수요모멘텀 둔화

목표PBR 1.3배로 낮춰 목표주가 58,000원으로 13% 하향조정

디램업황이 정점을 지나는 중이다. 따라서 주가 밸류에이션도 더 이상 상승하기 어렵다. 목표PBR을 기존 1.6배에서 1.3배로 낮춰 목표주가를 58,000원으로 13% 하향조정한다. 2017년 연간 실적추정치는 29% 상향조정했지만 디램수요 모멘텀 둔화가 예상돼 주가는 당분간 추세적인 상승을 보이기 어려울 것이다. 디램과 달리 낸드수급 전망은 좋아 낸드 사업의 이익추정치가 상향되고 있지만 주가를 끌어올리기에는 아직 역부족이다. 밸류에이션 부담은 없어 투자의견 ‘매수’는 유지한다.

1분기 매출액 6.0조원, 영업이익 2.3조원 예상

1분기 매출액은 6.0조원, 영업이익은 2.3조원으로 영업이익이 당초 예상을 12% 상회할 전망이다. 실적이 예상보다 좋은 이유는 제품가격 상승폭이 예상보다 컸기 때문이다. 1분기 디램 ASP는 전분기대비 18%, 낸드는 9% 상승한 것으로 추정된다. 당초 예상보다 각각 2%p, 9%p 더 높다. 비수기임에도 불구하고 모바일디램가격이 예상보다 높게 체결되면서 전체 디램 ASP를 높여줬다. 서버디램의 경우도 지난 4Q15 이후 회복되기 시작한 채용량 증가세가 1분기에도 지속돼 가격상승이 지속됐다. 2분기에도 제품가격은 추가적으로 더 상승하겠지만 상승폭은 크게 둔화될 전망이다. PC, 서버 및 모바일디램의 수요증가세가 둔화되기 때문이다.

모바일디램 채용량 증가를 둔화 전망

전반적인 디램수요 증가율이 상반기 중 고점을 지날 것이다. 이 중 모바일디램의 경우 2016년 강하게 나타났던 채용량 증가추세가 스마트폰업체들의 원가부담 상승으로 2017년에는 둔화될 전망이다. 2016년 4분기 전세계 스마트폰 평균 ASP 기준 모바일디램의 원가 비중은 5.8%로 1년전 대비 2.2%p 상승해 스마트폰업체들의 수익성을 압박하고 있다. 2016년 중국 스마트폰 시장에서 점유율이 크게 높아진 Oppo, Vivo의 경우 2016년 4분기 매출액이 전분기대비 평균 40% 증가했지만 영업이익률은 4.7%로 전분기대비 0.5%p 낮아졌다. 최근 출시된 갤럭시S8의 경우도 디램채용량이 전모델과 대부분 동일했다. 하반기에 출시될 아이폰 신모델도 디램채용량의 증가는 없을 전망이어서 스마트폰 전체의 디램 채용량 증가세 둔화가 예상된다. 2017년 스마트폰용 모바일디램의 채용량은 29% 증가해 2016년 52% 대비 크게 낮아질 전망이다.

유종우 3276-6178
jongwoo.yoo@truefriend.com

김정환 3276-6820
junghwan.kim@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	18,798	5,336	4,322	6,002	2.7	9,289	5.1	2.2	1.0	21.9	1.6
2016A	17,198	3,277	2,954	4,184	(30.3)	7,733	10.7	4.1	1.3	13.0	1.3
2017F	27,131	10,627	8,354	11,833	182.8	16,106	4.2	2.1	1.1	30.2	3.0
2018F	25,774	8,190	6,438	9,119	(22.9)	14,167	5.4	2.1	1.0	18.9	3.0
2019F	27,578	8,763	6,921	9,803	7.5	15,222	5.0	1.6	0.8	17.4	3.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

2017년 서버디램 수요 증가율 31%로 전년 34% 대비 둔화 예상

2016년 서버디램 수요는 채용량 증가로 인해 전년대비 34% 증가했다. 2015년 서버수요가 이례적으로 전년대비 11% 증가하고 디램가격의 하락폭이 확대되면서 2016년 서버디램 수요가 강세를 나타냈다. 하지만, 2016년 서버수요가 2% 역성장하고 2016년 하반기부터 서버디램 가격이 크게 상승하면서 2017년 서버디램 수요 증가율은 31%로 낮아질 전망이다. 클라우드 컴퓨팅 서비스업체들의 데이터센터 투자는 지속되겠지만 관련 메모리수요는 디램보다는 낸드에 더 큰 수혜가 될 것이다.

PC supply chain은 재고가 높아지는 상황

PC디램의 경우 상반기 중 PC업체들의 재고축적이 마무리되면서 PC디램 수요증가율도 고점을 지날 전망이다. 지난 1월 미국 PC 및 PC주변기기 도매재고금액이 직전 고점이었던 2014년 12월 수준을 넘었다. 재고금액 증가율도 전고점 수준에 다다르고 있다. 우리가 추정하는 PC디램 재고도 2분기에는 전고점 수준에 이를 전망이다. 노트북PC를 중심으로 PC수요가 일부 회복되고 있지만 재고도 이미 충분히 높아져 관련 부품의 수요모멘텀은 약화될 전망이다.

1Q17 낸드 영업이익률 20% 상회

낸드수급 강세 지속으로 가격상승폭이 예상보다 확대되고 있다. 가격상승으로 SK하이닉스의 낸드사업 수익성도 개선돼 1분기 낸드 영업이익률이 20%까지 높아졌다. 낸드수급은 하반기에도 tight할 전망이다. SSD의 수요강세가 지속되고 있는 반면 도시바를 비롯한 3D 낸드 후발업체들의 3D 낸드 양산은 예상보다 더디기 때문이다. SK하이닉스의 경우 3D 낸드의 생산능력은 증가하지만 기존 planar 낸드의 생산능력은 감소해 공급량 증가폭이 크지 않을 것이다. 2017년 낸드사업의 연간 영업이익은 1.7조원까지 증가할 것이다.

SK하이닉스와 마이크론의 밸류에이션은 장기적으로 동반 하락 중

최근 SK하이닉스와 미국 마이크론테크놀러지의 밸류에이션 격차는 지난 상승사이클이었던 2014년 대비 크게 줄어들었다. 지난 상승사이클 고점에서 마이크론테크놀러지의 PBR은 3.2배까지 높아졌지만 SK하이닉스는 1.8배로 크게 차이가 났다. 하지만 지금은 두 기업의 PBR이 마이크론 1.6배, SK하이닉스는 1.1배 수준으로 밸류에이션 격차가 줄어들고 있다. 디램업체들의 이익규모가 크게 증가했음에도 디램산업의 성장성이 낮아지면서 밸류에이션이 크게 하락한 것이다. 성장성이 상대적으로 높은 낸드산업에서 선두기업과의 경쟁력 격차가 크다는 점도 밸류에이션 하락의 원인으로 볼 수 있다. 성장성 확보가 밸류에이션 re-rating의 필요조건이다.

〈표 1〉 SK하이닉스 실적추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17F			2017F		
	변경후	변경전	%	변경후	변경전	%
매출액	5,956	5,774	3.1	27,131	24,601	10.3
DRAM	4,521	4,377	3.3	19,431	18,037	7.7
NAND	1,319	1,282	2.9	7,130	5,994	18.9
영업이익	2,346	2,102	11.6	10,627	8,295	28.1
DRAM	2,101	1,941	8.2	8,987	7,862	14.3
NAND	265	201	31.7	1,720	593	189.9
영업이익률	39.4	36.4	3.0	39.2	33.7	5.4
DRAM	46.5	44.4	2.1	46.2	43.6	2.7
NAND	20.1	15.7	4.4	24.1	9.9	14.2
지배주주순이익	1,845	1,650	11.8	8,373	6,508	28.7
순이익률	31.0	28.6	2.4	30.9	26.5	4.4

주: IFRS 연결기준, 순이익은 지배주주 귀속분
자료: 한국투자증권

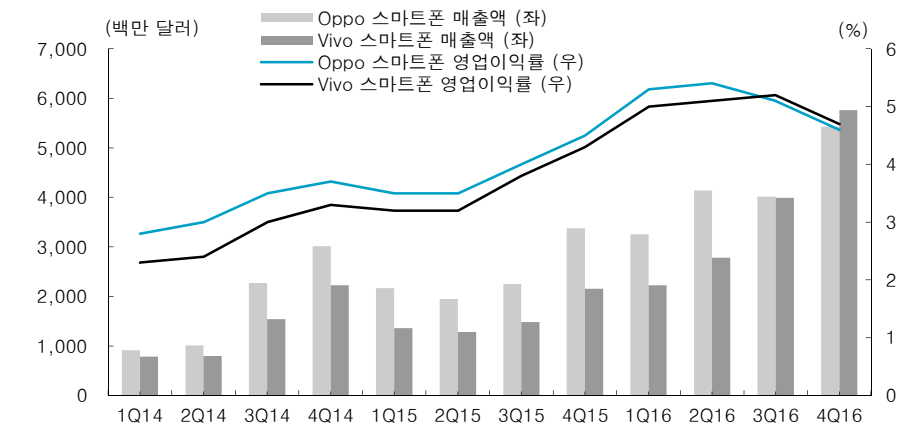
〈표 2〉 SK하이닉스 분기실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F
매출액	3,656	3,941	4,244	5,357	5,956	6,353	7,256	7,566	18,798	17,198	27,131
DRAM	2,779	2,798	2,928	3,857	4,521	4,761	5,155	4,994	14,047	12,362	19,431
NAND	768	1,025	1,188	1,312	1,319	1,468	1,968	2,375	4,206	4,293	7,130
영업이익	562	453	726	1,536	2,346	2,579	2,867	2,835	5,336	3,277	10,627
DRAM	678	553	747	1,399	2,101	2,261	2,412	2,213	5,282	3,377	8,987
NAND	(98)	(71)	20	169	265	338	476	642	(8)	21	1,720
영업이익률	15.4	11.5	17.1	28.7	39.4	40.6	39.5	37.5	28.4	19.1	39.2
DRAM	24.4	19.8	25.5	36.3	46.5	47.5	46.8	44.3	37.6	27.3	46.2
NAND	(12.7)	(6.9)	1.7	12.9	20.1	23.0	24.2	27.0	(0.2)	0.5	24.1
지배주주순이익	448	286	598	1,628	1,845	2,031	2,262	2,236	4,324	2,960	8,373
순이익률	12.3	7.3	14.1	30.4	31.0	32.0	31.2	29.6	23.0	17.2	30.9
주요 가정											
DRAM 출하량 (1Gb eq., 백만개)	4,323	5,093	5,509	6,225	6,123	6,153	6,795	6,760	16,852	21,150	25,832
출하량 변화율 QoQ, YoY	(2.8)	17.8	8.2	13.0	(1.6)	0.5	10.4	(0.5)	20.4	25.5	22.1
DRAM ASP (달러)	0.55	0.49	0.49	0.55	0.65	0.67	0.64	0.60	0.75	0.50	0.64
ASP 변화율 QoQ, YoY	(14.2)	(11.3)	(0.6)	13.4	18.1	3.4	(4.8)	(6.2)	(20.1)	(32.8)	27.0
NAND 출하량 (8Gb eq., 백만개)	2,684	4,083	4,588	4,435	3,981	4,245	5,414	6,297	10,710	15,790	19,938
출하량 변화율 QoQ, YoY	(10.7)	52.1	12.4	(3.3)	(10.2)	6.6	27.6	16.3	67.0	47.4	26.3
NAND ASP (달러)	0.26	0.23	0.24	0.27	0.29	0.30	0.31	0.31	0.35	0.24	0.30
ASP 변화율 QoQ, YoY	(12.2)	(11.2)	6.7	10.0	9.0	3.0	2.0	0.0	(27.9)	(32.4)	28.6

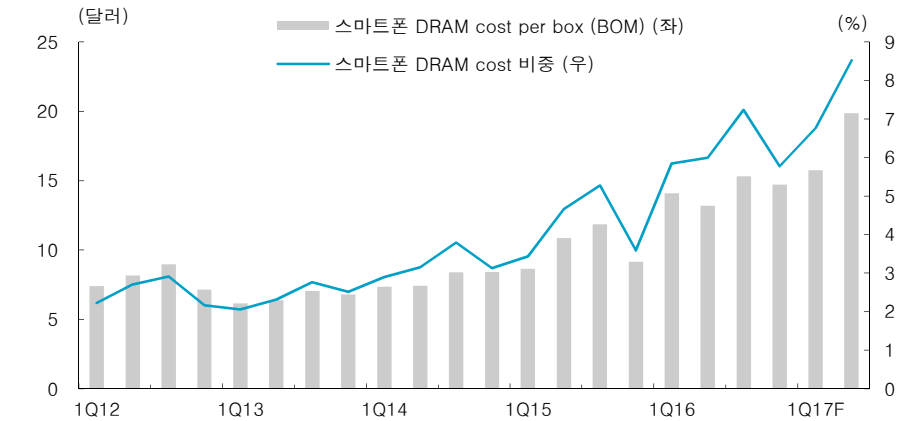
자료: 한국투자증권

[그림 1] Oppo/Vivo 스마트폰 매출액 및 영업이익률 추이



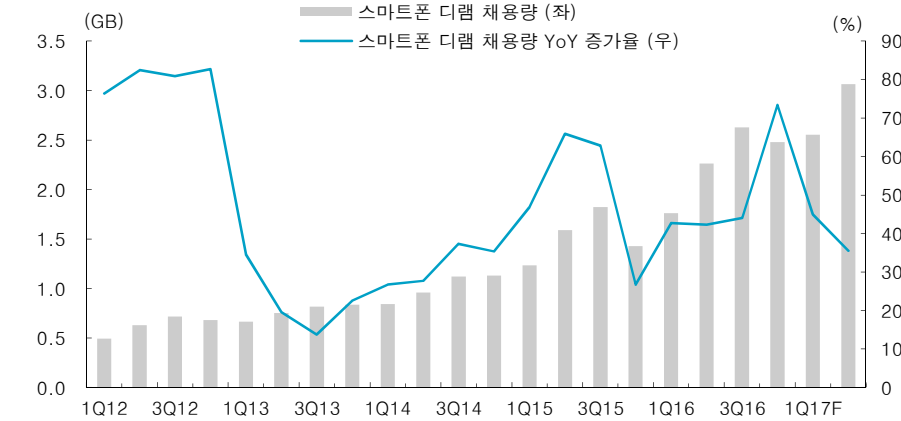
자료: SA, 한국투자증권

[그림 2] 스마트폰 디램 BoM 비중 추이



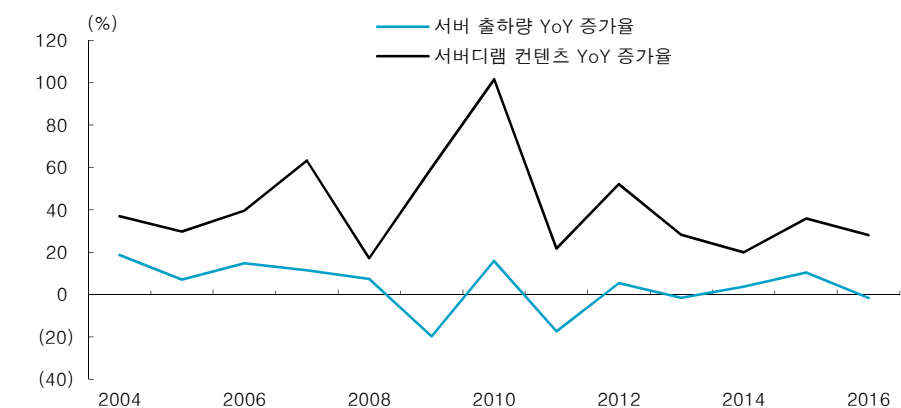
자료: Gartner, DRAmEXchange, SA, 한국투자증권

[그림 3] 스마트폰 디램 채용량 증가율 추이



자료: Gartner, 한국투자증권

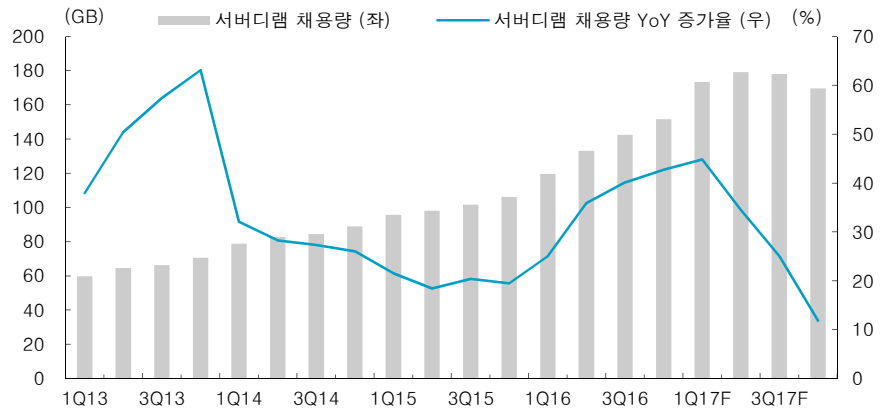
[그림 4] 서버 출하량 증가율 vs. 서버디램 콘텐츠 증가율



주: 서버디램 콘텐츠 증가율은 1년 후의 증가율을 선행하여 표시하였음. 예) 2010년에 대응하는 값은 2010년 서버 출하량 증가율과 2011년 서버디램 콘텐츠 증가율임

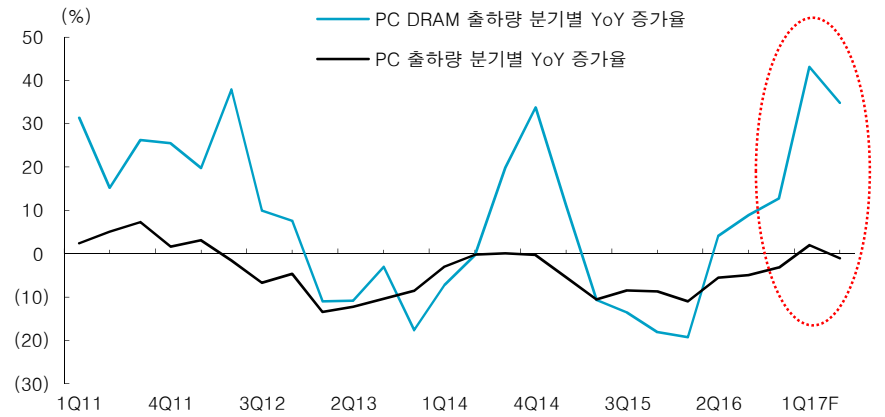
자료: Gartner, 한국투자증권

[그림 5] 서버디램 채용량 추이



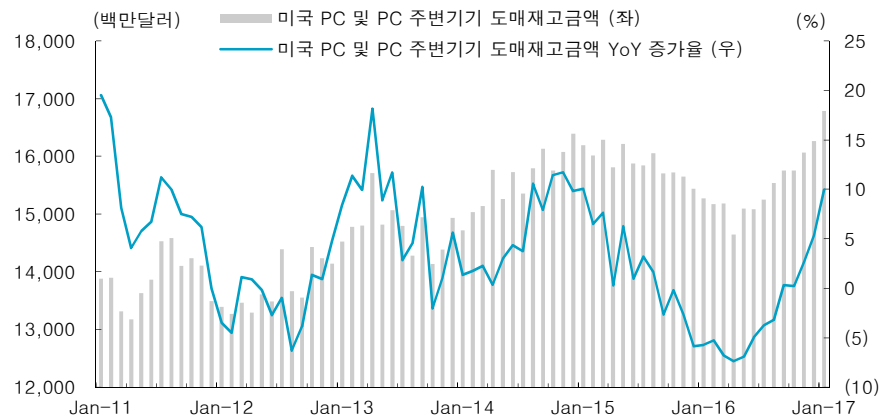
자료: Gartner, 한국투자증권

[그림 6] PC수요 증가율 vs. PC디램 출하 증가율



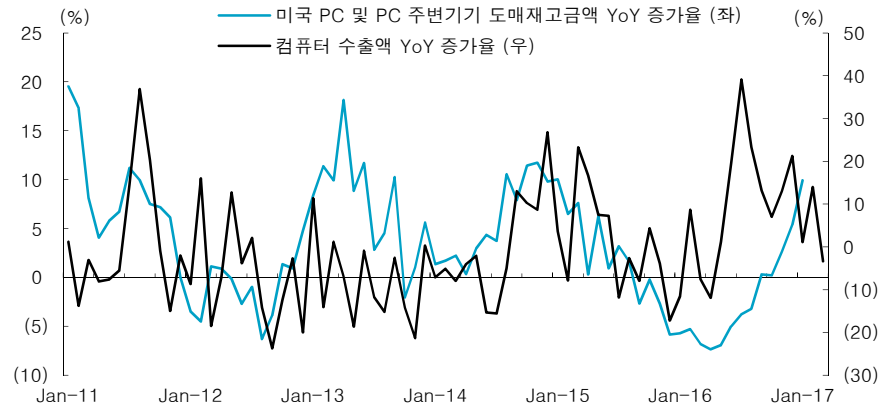
자료: Gartner, 한국투자증권

[그림 7] 미국 PC 및 PC주변기기 도매재고금액 및 증가율 추이



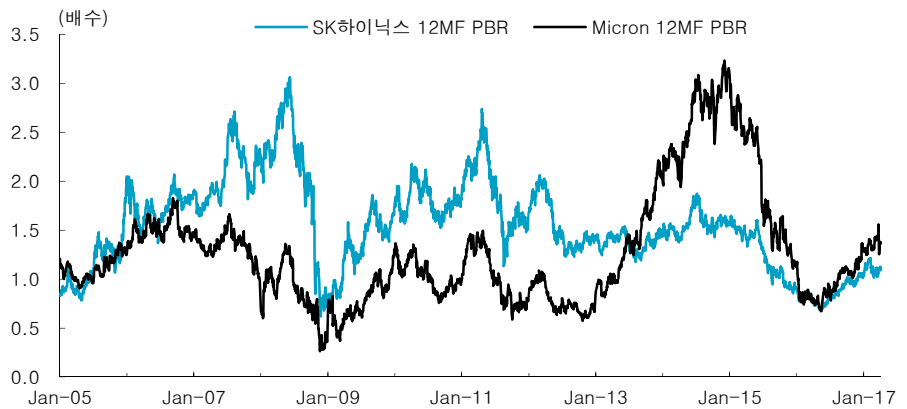
자료: US Census Bureau, 한국투자증권

[그림 8] 미국 PC 및 PC 주변기기 도매재고금액 증가율 vs. 국내 컴퓨터 수출액 증가율



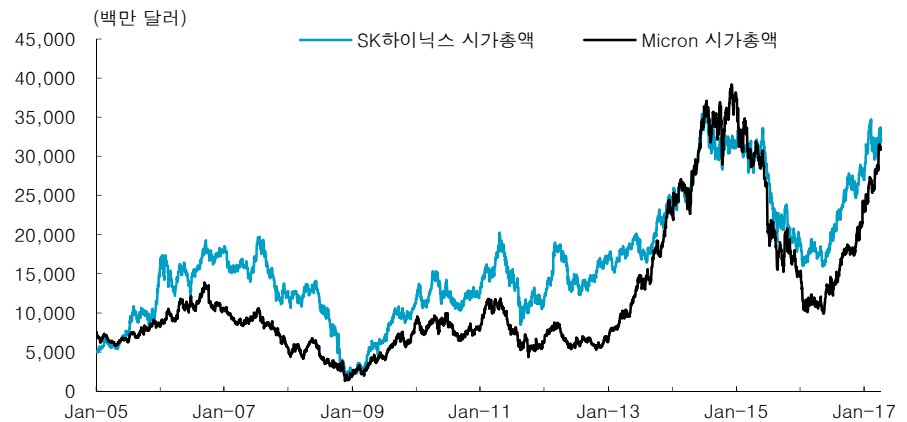
주: 도매재고금액 증가율은 2017년 1월까지이며, 국내 컴퓨터 수출액 증가율은 2017년 3월 잠정치까지 적용
 자료: US Census Bureau, 한국무역협회, 한국투자증권

[그림 9] SK하이닉스 vs. Micron 12MF PBR



자료: Quantwise, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 10] SK하이닉스 vs. Micron 시가총액 차트



자료: Quantwise, Bloomberg, 한국투자증권

기업개요

SK하이닉스의 PC, 서버 등 컴퓨팅 제품, 스마트폰, 태블릿 등 모바일 제품의 핵심 부품인 DRAM, NAND 및 MCP 등 메모리 반도체를 생산, 판매하는 종합 반도체 회사이다. 메모리 세계 2위 업체일 뿐만 아니라 제품 원가경쟁력 선두 권으로 시장지배력을 확고히 하고 있다. SK하이닉스는 현재 이천, 청주의 국내 사업장을 비롯하여 중국 장쑤(江蘇)성 우시(無錫)시에 생산공장을 운영하고 있다. 2000년 유동성 위기로 2001년 채권단 공동관리 하의 워크아웃에 들어갔으나, 조기 정상화를 통해 2005년 워크아웃을 졸업하고, 2012년 2월 SK텔레콤에 인수된 이후, 재무 안정성이 높아졌다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	9,760	9,839	15,020	18,651	23,255
현금성자산	1,176	614	814	3,866	7,998
매출채권및기타채권	2,686	3,274	5,165	4,907	4,137
재고자산	1,923	2,026	2,984	2,835	2,758
비유동자산	19,918	22,377	26,384	27,570	29,533
투자자산	260	285	450	427	457
유형자산	16,966	18,777	21,014	22,469	24,074
무형자산	1,705	1,916	2,713	2,577	2,758
자산총계	29,678	32,216	41,404	46,221	52,788
유동부채	4,841	4,161	5,775	5,200	5,819
매입채무및기타채무	3,168	3,032	4,783	4,544	4,862
단기차입금및단기사채	148	0	0	0	0
유동성장기부채	865	705	545	545	545
비유동부채	3,450	4,032	4,263	4,231	4,273
사채	1,293	1,535	1,535	1,535	1,535
장기차입금및금융부채	1,513	2,096	2,096	2,096	2,096
부채총계	8,290	8,192	10,038	9,432	10,092
지배주주지분	21,387	24,017	31,341	36,749	42,639
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,144	4,144	4,144	4,144
기타자본	(772)	(772)	(772)	(772)	(772)
이익잉여금	14,359	17,067	24,362	29,741	35,603
비지배주주지분	1	7	26	40	56
자본총계	21,388	24,024	31,367	36,789	42,695

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	9,320	5,549	12,367	12,384	14,832
당기순이익	4,324	2,960	8,373	6,453	6,936
유형자산감가상각비	3,695	4,134	4,996	5,518	5,968
무형자산상각비	258	323	483	459	491
자산부채변동	832	(1,459)	(1,765)	(73)	1,340
기타	211	(409)	280	27	97
투자활동현금흐름	(7,126)	(6,230)	(10,929)	(8,259)	(9,626)
유형자산투자	(6,775)	(5,956)	(7,395)	(7,135)	(7,735)
유형자산매각	220	162	162	162	162
투자자산순증	25	91	(183)	10	(42)
무형자산순증	(616)	(529)	(1,281)	(324)	(672)
기타	20	2	(2,232)	(972)	(1,339)
재무활동현금흐름	(1,462)	117	(1,238)	(1,073)	(1,074)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(472)	470	(160)	0	0
배당금지급	(218)	(353)	(424)	(1,059)	(1,059)
기타	(772)	0	(654)	(14)	(15)
기타현금흐름	7	3	0	0	0
현금의증가	739	(562)	200	3,052	4,132

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

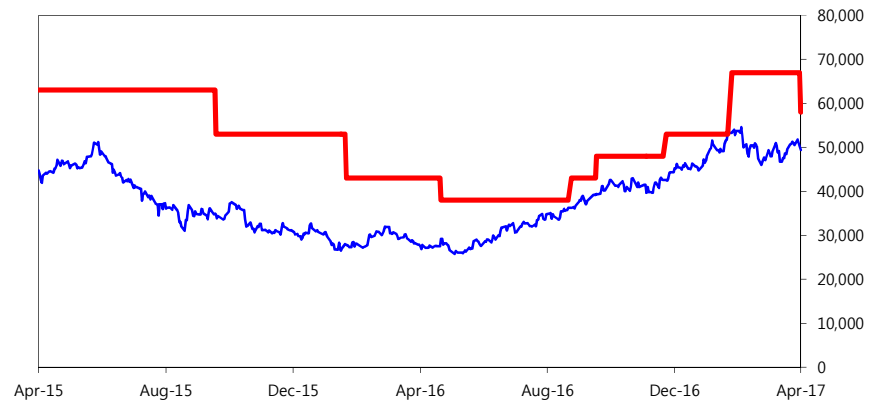
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	18,798	17,198	27,131	25,774	27,578
매출원가	10,515	10,787	12,086	12,887	13,789
매출총이익	8,283	6,411	15,045	12,887	13,789
판매관리비	2,947	3,134	4,418	4,697	5,026
영업이익	5,336	3,277	10,627	8,190	8,763
금융수익	847	815	820	844	880
이자수익	41	34	40	63	100
금융비용	830	846	852	849	849
이자비용	119	120	125	123	123
기타영업외손익	(108)	(52)	(81)	(77)	(83)
관계기업관련손익	25	23	(47)	(42)	(41)
세전계속사업이익	5,269	3,216	10,467	8,066	8,670
법인세비용	946	256	2,093	1,613	1,734
연결당기순이익	4,324	2,960	8,373	6,453	6,936
지배주주지분순이익	4,322	2,954	8,354	6,438	6,921
기타포괄이익	18	29	29	29	29
총포괄이익	4,342	2,989	8,402	6,482	6,965
지배주주지분포괄이익	4,341	2,983	8,383	6,467	6,949
EBITDA	9,289	7,733	16,106	14,167	15,222

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	6,002	4,184	11,833	9,119	9,803
BPS	30,438	34,051	44,111	51,540	59,631
DPS	500	600	1,500	1,500	1,500
성장성(% , YoY)					
매출증가율	9.8	(8.5)	57.8	(5.0)	7.0
영업이익증가율	4.4	(38.6)	224.3	(22.9)	7.0
순이익증가율	3.0	(31.7)	182.8	(22.9)	7.5
EPS증가율	2.7	(30.3)	182.8	(22.9)	7.5
EBITDA증가율	8.6	(16.8)	108.3	(12.0)	7.4
수익성(%)					
영업이익률	28.4	19.1	39.2	31.8	31.8
순이익률	23.0	17.2	30.8	25.0	25.1
EBITDA Margin	49.4	45.0	59.4	55.0	55.2
ROA	15.3	9.6	22.7	14.7	14.0
ROE	21.9	13.0	30.2	18.9	17.4
배당수익률	1.6	1.3	3.0	3.0	3.0
배당성향	8.2	14.3	12.7	16.4	15.3
안정성					
순차입금(십억원)	(976)	197	(2,064)	(6,134)	(11,544)
차입금/자본총계비율(%)	17.9	18.1	13.3	11.4	9.8
Valuation(X)					
PER	5.1	10.7	4.2	5.4	5.0
PBR	1.0	1.3	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	2.2	4.1	2.1	2.1	1.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
SK 하이닉스(000660)	2015.04.23	매수	63,000 원
	2015.09.23	매수	53,000 원
	2016.01.26	매수	43,000 원
	2016.04.26	매수	38,000 원
	2016.08.29	매수	43,000 원
	2016.09.22	매수	48,000 원
	2016.11.28	매수	53,000 원
	2017.01.30	매수	67,000 원
	2017.04.06	매수	58,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 6일 현재 SK하이닉스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK하이닉스 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.