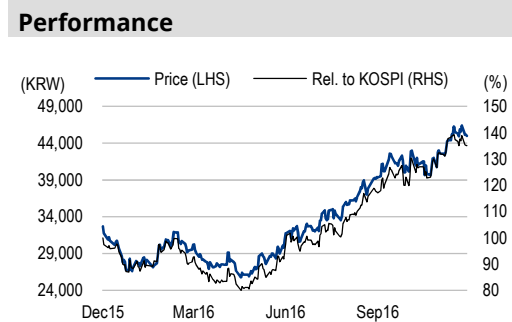


Company update / Target price raised

Korea / Semiconductors	
	BUY
23 December 2016	
목표주가	60,000 원
현재주가 (22 Dec 2016)	45,500 원
Upside/downside (%)	31.9
KOSPI	2,035.73
시가총액 (십억원)	33,124
52 주 최저/최고	25,750 - 46,400
일평균거래대금 (십억원)	122.92
외국인 지분율 (%)	51.3

Forecast earnings & valuation				
Fiscal year ending	Dec-15	Dec-16 E	Dec-17 E	Dec-18 E
매출액 (십억원)	18,798	16,891	20,035	21,473
영업이익 (십억원)	5,336.1	3,128.2	5,975.6	6,307.8
당기순이익 (십억원)	4,323.6	2,427.4	4,493.3	4,749.3
수정순이익 (십억원)	4,322.4	2,422.7	4,486.1	4,741.7
EPS (원)	5,937	3,328	6,162	6,513
EPS 성장률 (%)	1.5	(43.9)	85.2	5.7
P/E (x)	5.2	13.7	7.4	7.0
EV/EBITDA (x)	2.3	4.3	2.7	2.2
배당수익률 (%)	1.0	0.7	0.7	0.7
P/B (x)	1.0	1.4	1.2	1.0
ROE (%)	21.9	10.8	17.6	15.8
순차입금/자기자본 (%)	(4.5)	(3.6)	(17.6)	(28.7)
Change to EPS	Dec-15	Dec-16 E	Dec-17 E	Dec-18 E
변경후 (원)	5,937	3,328	6,162	6,513
변경전 (원)	5,937	3,161	5,029	5,901
증감 (%)	-	5.3	22.5	10.4



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	6.6	15.5	41.3
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	3.9	16.2	39.1

도현우, Analyst
3774 3803 hwdoh@miraeeasset.com

홍 솔
3774 1851 sol.hong@miraeeasset.com

SK 하이닉스 (000660 KS)

NAND 투자 확대

SK 하이닉스가 NAND 투자 관련 공시를 했다. 우리는 이 투자가 SK 하이닉스의 3D NAND 경쟁력을 크게 올려줄 것으로 기대한다. 2017년 예상되는 실적도 긍정적이다. 영업이익 5.98 조원을 전망한다. 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 6.0만원으로 상향한다.

투자 확대 공시

SK 하이닉스가 전일 DRAM과 NAND 투자 관련 공시를 했다. NAND는 청주에 새로운 클린룸을 짓는다. 2017년 8월 공사를 시작해서 2019년 6월 완료 예정이다. 투자 금액은 2.2조원이다. 새로운 NAND 공장에서는 3D NAND를 주로 생산할 것으로 예상된다.

DRAM은 현재 생산 중인 우시 C2 펌의 보완 투자를 진행한다. 공정이 미세화되면 공정 스텝 수가 증가하면서 장비 숫자가 많아지고 대형화된다. 기존 캐파를 유지하기 위해서는 과거보다 넓은 펌 공간이 필요하다. 우시 투자는 이러한 목적으로 진행된다. 투자 금액은 9,500억이고 2017년 7월 시작해서 2019년 4월 완료 예정이다.

이 중 우리는 NAND 투자에 주목한다. 최근 SK 하이닉스를 제외한 모든 NAND 업체들이 3D NAND 전용팩을 지었다. 향후에도 공격적인 추가 투자를 계획하고 있다. 하지만 SK 하이닉스는 관련 투자가 없어 시장의 우려가 많았다. 우리는 이번 투자 발표가 SK 하이닉스의 3D NAND 관련 장기 경쟁력을 크게 증가시켜 줄 것으로 기대한다.

2017년 영업이익 5.98조원 예상

2017년 추정 실적도 긍정적이다. 영업이익 5.98조원(+91% YoY)으로 예상한다. 최근 양호한 DRAM 업황은 2017년에도 이어질 것이다. 우선 공급이 적다. 2017년 글로벌 DRAM 출하량은 전년 대비 20% 증가에 머무를 것이다. 2016년 출하량 증가가 전년 대비 28%에 달할 것으로 예상되는 것과 대조적이다.

최근 DRAM 업체들이 투자를 줄이고 있다. 대규모 캐파 투자 없이 미세 공정 전환 관련 투자 정도만 진행 중이다. 업체들의 규모가 유사해지면서 업체 입장에서는 공격적으로 투자해 봐야 점유율 상승보다는 실적만 악화된다고 판단하고 있기 때문이다.

그리고 향후 빅데이터와 머신러닝 시대에는 DRAM 보다는 NAND와 같은 빠른 저장장치와 3D Xpoint와 같은 차세대 메모리가 더 각광 받을 것으로 예상되는 점도 메모리 업체들의 DRAM 투자 축소에 영향을 미치고 있다.

과거 부진했던 SK 하이닉스의 NAND 비즈니스도 2017년 회복될 전망이다. 최근 48단 3D NAND 양산을 시작했다. 경쟁사들보다 아직 부족하지만 과거보다는 상황이 나아지고 있다. 향후 72단 양산을 시작하고 3D NAND 캐파가 늘어나면 이익이 크게 증가할 수 있을 것이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 6.0만원으로 상향

SK 하이닉스에 대한 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 기존 5.5만원에서 6.0만원으로 상향한다. 목표주가 상향의 근거는 2017년 이후 추정 실적의 상향이다. 현 주가는 2017년 기준 P/E 7.4배, P/B 1.2배이다. 이는 글로벌 경쟁사와 SK 하이닉스 과거 평균 대비 낮은 수치다.

Figure 1 Valuation

Element	Content	
Sustainable COE	Risk Free 2.8%, Beta 1.1, Risk Premium 6.1%	10.1%
Sustainable ROE	3-year Average (2017~2019)	16.6%
Terminal G		0.0%
Target PBR	$(ROE - \text{Terminal } g) / (COE - \text{Terminal } g)$	1.64
BPS	Expectation 2017	KRW 38,004
Fair value per share	Target PBR * BPS	KRW 60,000

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 4Q16 실적 추정치

(십억원, %, ppt)	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	YoY (%)	QoQ (%)	기준추정	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	4,416	3,656	3,941	4,244	5,051	14.4	19.0	4,809	5.0	4,866	3.8
영업이익	989	562	453	726	1,388	40.3	91.1	1,147	20.9	1,175	18.1
세전이익	977	558	383	704	1,372	40.3	94.8	1,149	19.4	1,160	18.2
당기순이익	872	448	286	598	1,097	25.9	83.6	975	12.5	941	16.7
영업이익률 (%)	28.1	22.4	15.4	17.1	27.5	(0.6)	10.4	23.9	3.6	24.1	3.3
세전이익률 (%)	26.6	22.1	15.3	16.6	27.2	0.6	10.6	23.9	3.3	23.8	3.3
당기순이익률 (%)	21.3	19.7	12.3	14.1	21.7	0.4	7.6	20.3	1.4	19.3	2.4

자료: SK 하이닉스, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 연간 실적 추정치 변경

(십억원, %, ppt)	변경 후		변경 전		변동률		컨센서스		차이	
	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
매출액	16,891	20,035	16,649	18,643	1.5	7.5	16,754	19,532	0.8	2.6
영업이익	3,128	5,976	2,888	4,346	8.3	37.5	2,953	4,639	5.9	28.8
세전이익	3,015	5,912	2,793	4,320	8.0	36.9	2,824	4,631	6.8	27.7
당기순이익	2,427	4,493	2,306	3,667	5.3	22.5	2,282	3,671	6.4	22.4
영업이익률 (%)	18.5	29.8	17.3	23.3	1.2	6.5	17.6	23.7	(0.3)	(0.4)
세전이익률 (%)	17.9	29.5	16.8	23.2	1.1	6.3	16.9	23.7	(0.1)	(0.5)
당기순이익률 (%)	14.4	22.4	13.8	19.7	0.5	2.8	13.6	18.8	0.2	0.9

자료: SK 하이닉스, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 실적 추정치 요약

(KRW bn)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
Sales by division											
Total	3,656	3,941	4,244	5,051	4,889	4,724	5,188	5,234	18,798	16,891	20,035
(QoQ, %)	(17.2)	7.8	7.7	19.0	(3.2)	(3.4)	9.8	0.9			
(YoY, %)	(24.1)	(15.0)	(13.8)	14.4	33.7	19.9	22.3	3.6	9.8	(10.1)	18.6
DRAM	2,816	2,866	2,994	3,699	3,634	3,491	3,649	3,614	14,089	12,375	14,387
NAND	792	1,035	1,200	1,253	1,160	1,141	1,438	1,517	4,188	4,279	5,255
Total GP	1,318	1,252	1,451	2,170	2,200	2,036	2,423	2,422	8,282	6,191	9,081
(QoQ, %)	(24.6)	(5.0)	15.9	49.6	1.4	(7.5)	19.0	(0.0)			
(YoY, %)	(42.4)	(40.8)	(31.8)	24.1	67.0	62.6	67.0	11.6	8.1	(25.2)	46.7
DRAM	1,164	1,127	1,203	1,837	1,878	1,701	1,845	1,794	7,339	5,331	7,219
NAND	75	116	224	264	255	270	506	556	613	679	1,587
OP by division											
Total	562	453	726	1,388	1,443	1,303	1,619	1,611	5,335	3,128	5,976
(QoQ, %)	(43.2)	(19.4)	60.3	91.1	4.0	(9.7)	24.2	(0.5)			
(YoY, %)	(64.6)	(67.1)	(47.5)	40.3	156.8	187.8	123.0	16.1	4.4	(41.4)	91.0
DRAM	581	546	692	1,264	1,315	1,160	1,280	1,234	5,132	3,083	4,989
NAND	(88)	(94)	19	70	75	93	283	321	(44)	(94)	772
OPM by division (%)											
Total	15.4	11.5	17.1	27.5	29.5	27.6	31.2	30.8	28.4	18.5	29.8
DRAM	20.6	19.0	23.1	34.2	36.2	33.2	35.1	34.1	36.4	24.9	34.7
NAND	(11.2)	(9.1)	1.6	5.6	6.5	8.1	19.7	21.2	(1.0)	(2.2)	14.7
Pretax profit											
Total	558	383	704	1,372	1,428	1,288	1,600	1,597	5,269	3,015	5,912
(QoQ, %)	(42.9)	(31.3)	83.8	94.8	4.1	(9.8)	24.2	(0.2)			
(YoY, %)	(65.2)	(72.2)	(46.3)	40.4	155.8	236.1	127.2	16.4	4.4	(42.8)	96.1
Net profit											
Total	448	286	598	1,097	1,085	979	1,216	1,214	4,324	2,427	4,493
(QoQ, %)	(48.6)	(36.1)	108.9	83.6	(1.1)	(9.8)	24.2	(0.2)			
(YoY, %)	(65.4)	(74.2)	(43.0)	25.9	142.2	242.1	103.4	10.6	3.1	(43.9)	85.1
NPM (%)	12.3	7.3	14.1	21.7	22.2	20.7	23.4	23.2	23.0	14.4	22.4
DRAM											
Shipment (1Gb Eq. m)	4,297	5,075	5,489	6,046	5,718	5,856	6,425	6,621	16,794	20,907	24,620
(QoQ, YoY %)	(2.8)	18.1	8.2	10.2	(5.4)	2.4	9.7	3.1	22.8	24.5	17.8
ASP (US\$)	0.55	0.49	0.49	0.55	0.57	0.54	0.51	0.49	0.74	0.52	0.53
(QoQ, YoY %)	(14.0)	(11.0)	0.2	13.3	3.9	(6.2)	(4.7)	(3.9)	(19.8)	(30.4)	1.8
NAND											
Shipment (16Gb Eq. m)	1,372	2,079	2,337	2,370	2,152	2,228	2,925	3,215	5,475	8,159	10,519
(QoQ, YoY %)	(10.8)	51.6	12.4	1.4	(9.2)	3.5	31.3	9.9	66.5	49.0	28.9
ASP (US\$)	0.48	0.43	0.46	0.48	0.49	0.46	0.44	0.43	0.68	0.46	0.45
(QoQ, YoY %)	(12.0)	(11.0)	7.0	4.0	2.0	(5.0)	(4.0)	(4.0)	(29.0)	(32.2)	(2.0)

자료: SK 하이닉스, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	18,798	16,891	20,035	21,473
매출원가	10,515	10,700	10,954	11,837
매출총이익	8,283	6,191	9,081	9,636
판매비와관리비	2,947	3,063	3,105	3,328
영업이익 (조정)	5,336	3,128	5,976	6,308
영업이익	5,336	3,128	5,976	6,308
순이자손익	(77)	(77)	(53)	(48)
지분법손익	25	36	44	44
기타	(15)	(73)	(55)	(55)
세전계속사업손익	5,269	3,015	5,912	6,249
법인세비용	946	588	1,419	1,500
당기순이익	4,324	2,427	4,493	4,749
당기순이익 (지배주주지분)	4,322	2,423	4,486	4,742
EPS (지배주주지분, 원)	5,937	3,328	6,162	6,513

증가율&마진 (%)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액증가율	9.8	(10.1)	18.6	7.2
매출총이익증가율	8.1	(25.2)	46.7	6.1
영업이익증가율	4.4	(41.4)	91.0	5.6
당기순이익증가율	3.0	(43.9)	85.2	5.7
EPS 증가율	1.5	(43.9)	85.2	5.7
매출총이익률	44.1	36.7	45.3	44.9
영업이익률	28.4	18.5	29.8	29.4
당기순이익률	23.0	14.3	22.4	22.1

자료: SK 하이닉스, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2015	2016E	2017E	2018E
영업현금	9,320	5,906	9,027	9,298
당기순이익	4,324	2,429	4,493	4,749
유무형자산상각비	3,953	4,466	4,650	4,655
기타	210	(1,572)	(18)	(17)
운전자본증감	832	583	(99)	(90)
투자현금	(7,126)	(5,165)	(4,891)	(4,809)
자본적지출	(6,555)	(5,875)	(4,542)	(4,458)
기타	(571)	710	(349)	(351)
재무현금	(1,462)	783	(218)	(218)
배당금	(218)	(218)	(218)	(218)
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	(472)	1,065	0	0
기초현금	437	1,176	2,700	6,617
기말현금	1,176	2,700	6,617	10,888

자료: SK 하이닉스, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	9,760	11,331	15,563	20,134
현금및현금성자산	1,176	2,700	6,617	10,888
단기금융자산	3,616	2,495	2,596	2,702
매출채권	2,666	3,059	3,170	3,272
재고자산	1,923	2,694	2,792	2,882
기타유동자산	380	383	387	391
비유동자산	19,918	21,503	21,687	21,779
유형자산	16,966	18,416	18,540	18,576
투자자산	254	265	275	286
기타비유동자산	2,698	2,823	2,871	2,917
자산총계	29,678	32,834	37,249	41,914
유동부채	4,841	4,961	5,074	5,180
매입채무	2,129	2,656	2,753	2,841
단기금융부채	1,013	589	589	589
기타유동부채	1,698	1,715	1,732	1,750
비유동부채	3,450	4,478	4,504	4,532
장기금융부채	2,806	3,767	3,767	3,767
기타비유동부채	644	711	737	765
부채총계	8,290	9,438	9,578	9,712
지배주주지분	21,387	23,392	27,667	32,198
비지배주주지분	1	4	4	4
자본총계	21,388	23,396	27,671	32,202
BVPS (원)	29,377	32,132	38,004	44,228

자료: SK 하이닉스, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2015	2016E	2017E	2018E
자기자본이익률 (%)	21.9	10.8	17.6	15.8
총자산이익률 (%)	15.3	7.8	12.8	12.0
재고자산보유기간 (일)	33.2	49.9	50.0	48.2
매출채권회수기간 (일)	68.5	61.9	56.7	54.7
매입채무결제기간 (일)	41.5	51.7	49.3	47.5
순차입금/자기자본 (%)	(4.5)	(3.6)	(17.6)	(28.7)
이자보상배율 (x)	69.7	40.9	112.3	131.2

자료: SK 하이닉스, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations		Distribution of Ratings
종목별 투자 의견 (12개월 기준) BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과 HOLD : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내 REDUCE : 현주가 대비 목표주가 -10% 초과 단, 업종 투자 의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능	업종별 투자 의견 OVERWEIGHT : 현 업종지수대비 +10% 초과 NEUTRAL : 현 업종지수대비 ±10% 이내 UNDERWEIGHT : 현 업종지수 대비 -10% 초과	조사분석자료 투자등급 비율 (기준일: 20161130) BUY (매수) : 79.9% HOLD (중립/보유) : 19.4% REDUCE (매도) : 0.7% 합계 : 100%
Compliance Notice		
·동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다. ·당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 주식을 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 유동성공급자가 아닙니다.		
본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [작성자 : 도현우, 홍솔]		

Target Price and Recommendation Chart

