

SK하이닉스 (000660/매수)

반도체

PC(-2) + Mobile(+1) = -1

부진한 PC 시장 vs. 살아나는 모바일 시장

하반기 PC 시장에 변화가 나타나지 않고 있다. PC DRAM 고정거래가격은 7, 8월에 각각 8%, 9%씩 예상보다 크게 하락하였다. 1) 높아진 PC OEM 및 채널 재고(8주 이상), 2) 테블릿 수요 증가 등 Win 8 효과 분산, 3) 엘피다, 난야 등 DRAM 업체들의 생존력 강화를 감안할 때, PC DRAM 가격 하락세는 연말까지 지속(0.8달러)될 가능성이 높다고 판단된다.

반면 모바일 메모리 시장은 서서히 살아나고 있다. 무엇보다 하반기 주요 스마트폰 업체들의 신제품 출시가 잇따르고 있기 때문이다. 특히 SK하이닉스의 경우에는 애플의 iPhone5형 메모리 공급(삼성전자는 메모리 공급에서 제외)에 따른 수혜가 예상된다. 삼성전자의 Capa 축소, 도시바의 감산에 따라, NAND 가격이 안정되고 있다는 점도 긍정적이다.

Catalysts: 하반기 공정 전환 경쟁력 강화 예상

수요의 규모나 가격 측면에서 본다면, 모바일의 긍정적인 영향보다는 PC의 부정적인 영향이 여전히 크다. 이는 주요 메모리업체들의 실적 개선이 지연됨을 의미한다. 낮은 출하 성장 하에서 예상보다 큰 폭의 가격 하락으로, SK하이닉스의 3Q12 실적은 예상보다 부진할 가능성이 높아졌다. 3Q12 실적은 매출액 2.57조원, 영업이익 360억원으로 추정된다.

다만, 속도는 완만하겠으나 4분기 실적은 3분기보다는 개선될 전망이다. 4분기 예상 영업이익은 1,000억원이다. 1) 스마트폰, 테블릿, PC 등의 수요 개선, 2) 공급 축소에 따른 NAND 가격 안정, 3) SK하이닉스의 20나노 공정 전환에 따른 원가 경쟁력 개선 때문이다.

동사의 3분기 bit 성장률은 DRAM, NAND 모두 한자릿수 중반에 불과하나, 4분기 bit 성장률은 DRAM, NAND 모두 10%를 상회할 전망이다. 4분기 DRAM 29나노 비중은 적어도 20% 이상, NAND 20나노 비중은 50% 수준에 이를 것으로 판단된다.

Valuation: 하반기 반등 모멘텀 기대하나, 보수적 투자 전략 유효할 듯

SK하이닉스에 대한 매수 투자 의견을 유지하나, 하반기 및 2013년 실적 하향 조정을 반영하여, 목표주가를 기존의 27,000원에서 26,000원으로 소폭 하향한다. 올해와 내년 예상 P/B 2.0 배, 1.8배를 적용하였다. 올해 ROE는 -3.7%, 내년에는 8.7%로 예상된다.

메모리 시장은 'PC to Mobile' 전환기에 있다. 기존 수요 감소에 따른 부정적 영향을 상쇄하기 위해서는 모바일 메모리 수요가 좀더 성장해야 할 것이다. 따라서 모바일 수요 증가에 따른 메모리 시장의 선순환 구조(Virtuous Cycle) 전환은 내년 1분기 이후로 늦춰질 전망이다.

Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	12,106	2,975	24.6	2,621	4,440	6,151	2,749	39.2	5.4	1.9	3.0
12/11	10,396	326	3.1	-57	-96	3,572	-1,126	-0.7	-	1.8	5.2
12/12F	10,212	-173	-1.7	-324	-467	3,074	420	-3.7	-	1.7	6.3
12/13F	12,059	1,138	9.4	899	1,296	4,672	989	8.7	17.4	1.6	3.9
12/14F	13,794	1,970	14.3	1,808	2,605	5,609	1,102	15.5	8.6	1.3	3.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터

송종호

02-768-3722

james.song@dwsec.com

Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원, 12M)	26,000
현재주가(12/09/07, 원)	22,500
상승여력(%)	15.6
EPS 성장률(12F, %)	적지
MKT EPS 성장률(12F, %)	12.3
P/E(12F, x)	-
MKT P/E(12F, x)	10.4
KOSPI	1,929.58
시가총액(십억원)	15,618
발행주식수(백만주)	694
60D 일평균 거래량(천주)	5,949
60D 일평균 거래대금(십억원)	132
배당수익률(12F, %)	0.0
유동주식비율(%)	74.2
52주 최저가(원)	18,800
52주 최고가(원)	30,950
배타(12M, 일간수익률)	1.28
주가변동성(12M daily, %, SD)	3.0
외국인 보유비중(%)	24.0

주요주주

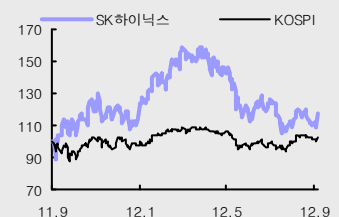
에스케이텔레콤(주) 외 4인(25.82%)

국민연금관리공단(8.08%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.3	-22.7	15.4
상대주가	0.0	-20.0	10.1

주요사업

DRAM과 NAND Flash 등의 메모리 반도체 제조 및 판매



실적 전망

본격적인 실적 개선은 1Q13 이후로 지연될 전망

하반기 PC DRAM 가격 하락
지속될 전망(연말 0.8달러)

경험적으로 볼 때 DRAM 시장에서 7,8월의 급격한 가격 하락은 매우 좋지 않은 시그널이다. PC DRAM 가격 안정에 대한 기대감이 여전히 남아있지만, 우리는 PC DRAM 가격이 9, 10월에도 지속적으로 하락할 것으로 예상한다. 만약 의미 있는 감산이 나타나지 않는다면, 연말 PC DRAM 고정 거래 가격은 0.8달러 수준까지 하락할 가능성이 높다.

1) 8주 이상의 높은 DRAM 재고, 2) 태블릿 시장 호조(Kindle Fire 신제품, iPad Mini)에 따른 Windows 8 출시 효과의 희석, 3) 엘피다, 난야 등 DRAM 업체들의 생존력 강화 등은 PC DRAM 가격 반등 시기를 더 지연시킬 것이다. 최근 포모사그룹은 난야에 9.96억달러를 지원하기로 결정했다. 이는 대만 DRAM 업체들의 의미 있는 감산이 내년 1분기 경에 가야 비로서 발생할 것을 의미한다.

예상보다 어려운 3분기,
4분기에는 소폭 개선 예상

따라서 SK하이닉스의 본격적인 실적 개선 시기는 내년 1분기 이후로 좀더 지연될 전망이다. 3분기 실적은 매출액 2.57조원, 영업적자 360억원으로 재차 적자 전환이 예상된다. 다만 4분기 예상 영업이익 1,000억원으로 3분기보다는 나아질 전망이다. 20나노 공정 전환이 순조롭다면 4분기 DRAM, NAND bit 성장률이 두 자릿수를 넘어설 가능성이 높기 때문이다.

2013년에는 메모리업체들의
실적 성장 가능할 전망

올해 연간 실적은 1,730억원 영업적자의 부진한 실적으로 추정되고, 2013년 예상 실적은 매출액 12조원(+18% YoY), 영업이익 1.1조원(흑자 전환)으로 턱여라운드할 전망이다. 내년도에는 1) 수요 측면에서 PC 보다는 모바일 관련 메모리 수요가 좀 더 확대되고, 2) 공급 측면에서는 제한적인 Capa 증가와 공정 전환 난이도 증가에 따라, 메모리 업체들의 실적 개선이 가능할 전망이다.

표 1. SK하이닉스 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2010	2011	2012F	2013F
매출액	2,388	2,632	2,574	2,617	2,763	2,957	3,143	3,196	12,106	10,396	10,211	12,059
%QoQ	-6.5	10.2	-2.2	1.7	5.6	7.0	6.3	1.7				
%YoY	-14.5	-4.6	12.4	2.5	15.7	12.3	22.1	22.1	53.1	-14.1	-1.8	18.1
DRAM	1,695	1,974	1,794	1,767	1,834	2,080	2,263	2,353	9,554	7,418	7,231	8,531
NAND	693	658	780	850	929	876	879	844	2,552	2,978	2,980	3,528
매출원가	2,182	2,185	2,140	2,047	2,135	2,238	2,313	2,304	7,644	8,721	8,540	9,180
매출총이익	206	447	434	570	628	718	830	892	4,462	1,675	1,671	2,878
판매비	473	439	470	470	470	480	500	540	1,491	1,570	1,866	1,800
영업이익	-260	23	-36	100	168	258	360	352	2,975	326	-173	1,138
% QoQ	적지	흑전	적전	흑전	67.5	53.7	39.2	-2.0				
% YoY	적전	-94.8	적지	흑전	흑전	1021.4	흑전	251.3	1454.5	-89.0%	적전	흑전
DRAM	-286	98	-25	7	45	103	167	211	2,792	-284	-205	526
NAND	19	-90	-12	93	113	136	162	142	179	389	10	552
EBITDA	572	771	771	931	1,051	1,142	1,243	1,236	6,100	3,572	3,074	4,672
순이익	-271	-53	-50	50	143	230	219	307	2,621	-57	-324	899
매출총이익률	8.6	17.0	16.8	21.8	22.7	24.3	26.4	27.9	36.9	16.1	16.4	23.9
영업이익률	-10.9	0.9	-1.4	3.8	6.1	8.7	11.4	11.0	24.6	3.1	-1.7	9.4
DRAM	-16.9	5.0	-1.4	0.4	2.5	4.9	7.4	8.9	29.2	-3.8	-2.8	6.2
NAND	2.8	-13.7	-1.5	10.9	12.2	15.5	18.4	16.8	7.0	13.1	0.3	15.7
EBITDA 이익률	23.9	29.3	29.9	35.6	38.1	38.6	39.5	38.7	50.4	34.4	30.1	38.7
순이익률	-11.4	-2.0	-1.9	1.9	5.2	7.8	7.0	9.6	21.6	-0.5	-3.2	7.5

주: K-IFRS 연결 기준

자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

표 2. SK하이닉스 DRAM 부문 주요 추정과 전망

(단위:십억원,%,1Gb 환산 백만개, US\$)

	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	10	11	12F	13F
매출액	1,695	1,974	1,794	1,767	1,834	2,080	2,263	2,353	9,554	7,418	7,231	8,531
영업이익	-286	98	-25	7	45	103	167	211	2,792	-284	-205	526
영업이익률	-16.9	5.0	-1.4	0.4	2.5	4.9	7.4	8.9	29.2	-3.8	-2.8	6.2
출하(1Gb 환산, 백만개)	1,772	1,896	1,985	2,206	2,299	2,450	2,671	2,997	3,408	5,156	7,858	10,418
Bit Growth (% QoQ, %YoY)	9.0	7.0	4.7	11.1	4.2	6.6	9.0	12.2	38.1	51.3	52.4	32.6
ASP(1Gb 환산, US\$)	0.87	0.93	0.82	0.74	0.73	0.78	0.78	0.72	2.53	1.33	0.84	0.75
% QoQ, % YoY	-10.1	7.0	-11.7	-10.5	-0.4	6.4	-0.2	-7.4	23.7	-47.3	-37.3	-9.9

주: K-IFRS 연결 기준, 자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

표 3. SK하이닉스 NAND 부문 주요 추정과 전망

(단위:십억원,%,1Gb 환산 백만개, US\$)

	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	10	11	12F	13F
매출액	693	658	780	850	929	876	879	844	2,552	2,978	2,980	3,528
영업이익	19	-90	-12	93	113	136	162	142	179	389	10	552
영업이익률	2.8	-13.7	-1.5	10.9	12.2	15.5	18.4	16.8	7.0	13.1	0.3	15.7
출하(16Gb 환산, 백만개)	325	354	373	413	440	535	608	662	525	1,017	1,465	2,245
Bit Growth (% QoQ, %YoY)	2.0	9.0	5.5	10.6	6.6	21.5	13.7	8.9	113.5	93.8	44.0	53.3
ASP(16Gb 환산, US\$)	1.50	1.22	1.41	1.43	1.61	1.15	1.02	0.88	4.07	2.41	1.39	1.12
% QoQ, % YoY	-19.1	-18.6	15.4	1.3	12.5	-28.6	-11.7	-13.0	-29.9	-40.8	-42.2	-19.2

주: K-IFRS 연결 기준, 자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

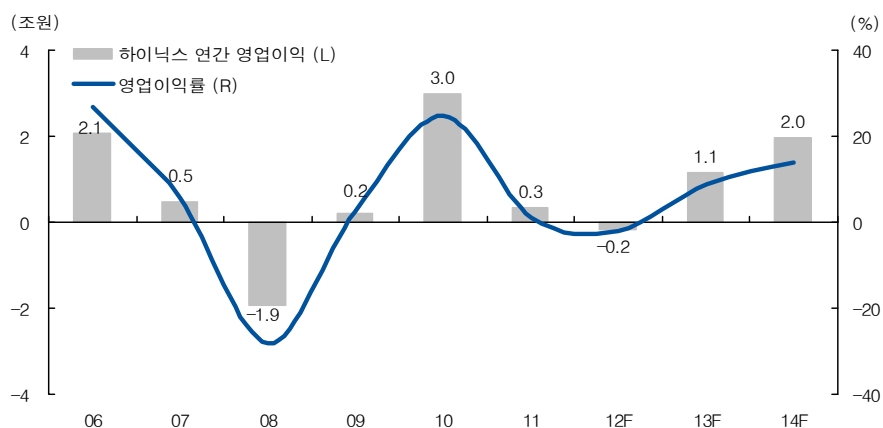
표 2. 수익예상 전후 비교

(십억원,%)

	수정 전		수정 후		변경 률	
	2012F	2013F	2012F	2013F	2012F	2013F
매출액	10,425	12,806	10,211	12,059	-2.1	-5.8
영업이익(조정)	139	1,377	-173	1,138	적전	-17.3
순이익	-65	1,155	-324	899	적지	-22.1
영업이익률	1.3	10.8	-1.7	9.4		
순이익률	-0.6	9.0	-3.2	7.5		

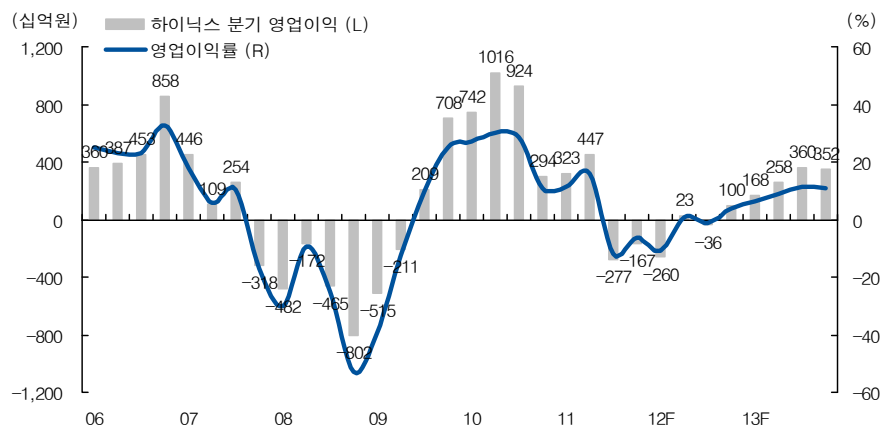
주: K-IFRS 연결 기준, 자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 1. SK하이닉스의 연간 영업이익 추이와 전망



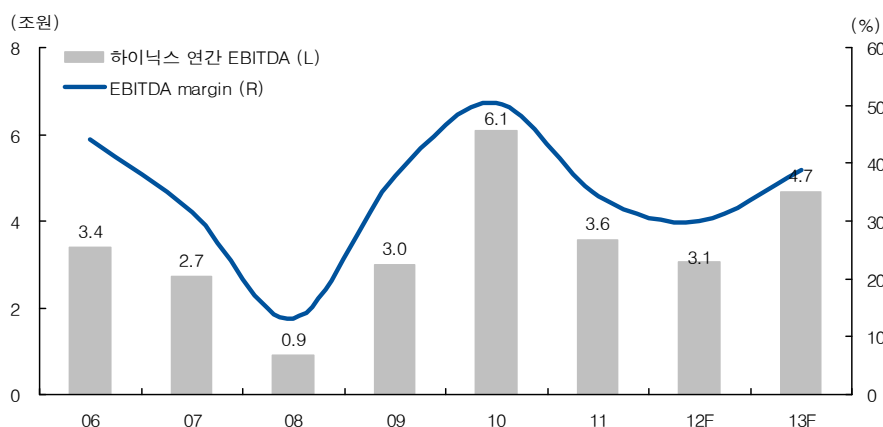
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 2. SK하이닉스의 분기 영업이익 추이와 전망



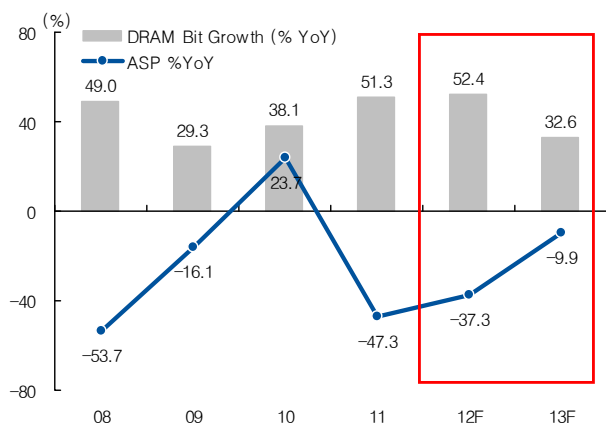
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 3. SK하이닉스의 연간 EBITDA 추이와 전망



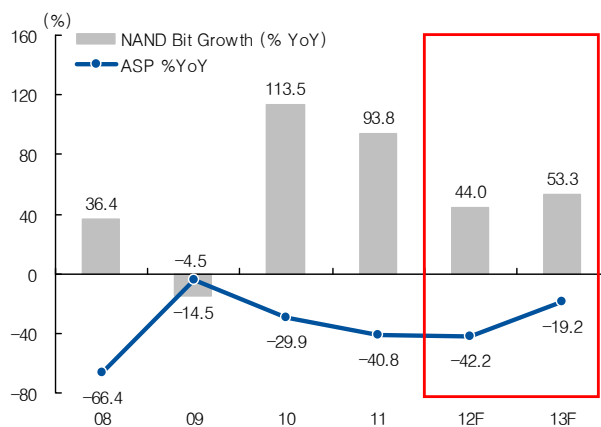
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 4. SK하이닉스의 연간 DRAM bit 성장률 및 ASP 추이와 전망



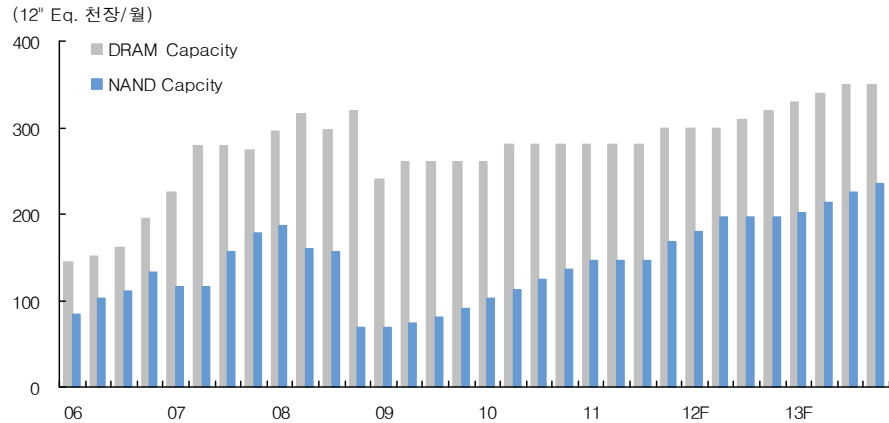
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 5. SK하이닉스의 연간 NAND bit 성장률 및 ASP 추이와 전망



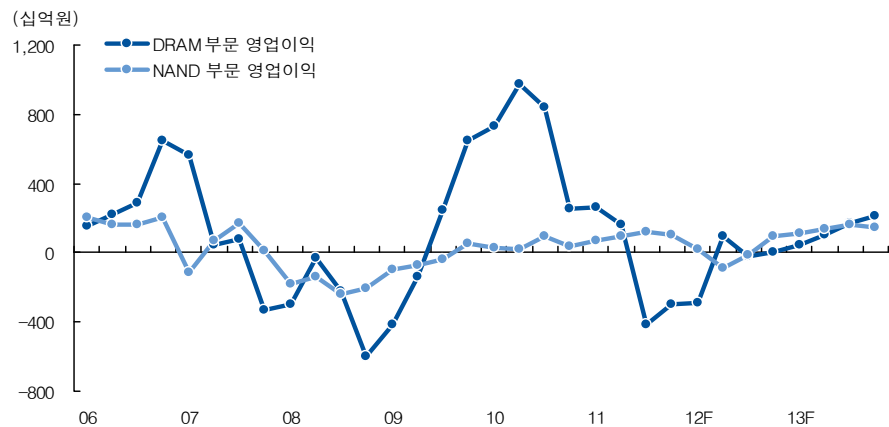
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 6. SK하이닉스의 분기별 DRAM, NAND Capa 추이와 전망



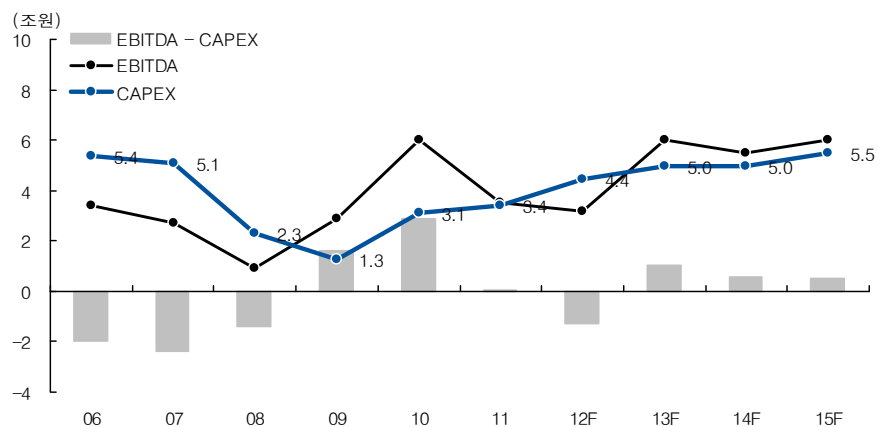
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 7. SK하이닉스 DRAM 부문과 NAND 부문의 영업이익 추이와 전망



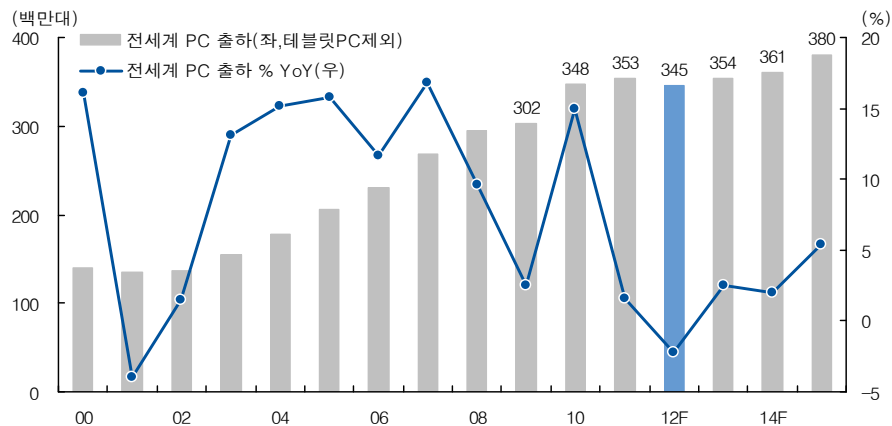
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 8. SK하이닉스의 FCF(Capex-EBITDA) 추이와 전망



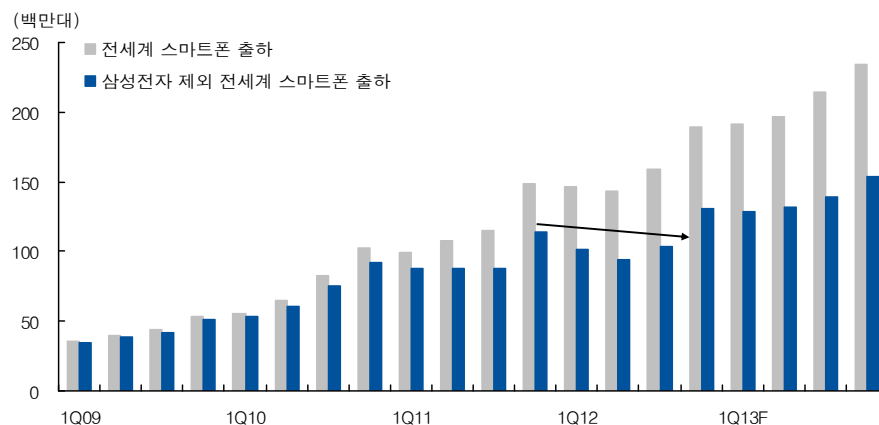
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 9. 2012년 PC 출하 성장률은 전년대비 -2% 역성장 예상



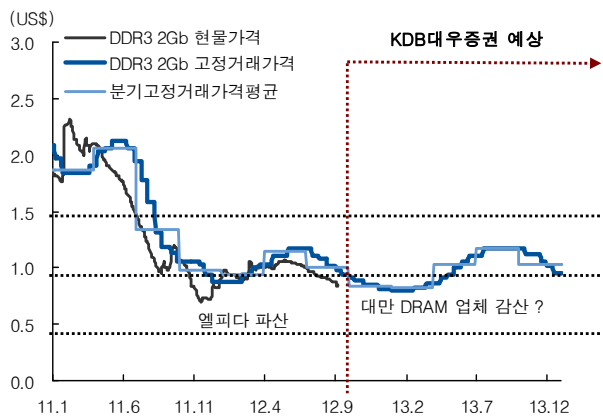
자료: Gartner, IDC, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 10. 삼성전자를 제외한 스마트폰 출하는 3Q12까지 부진할 전망



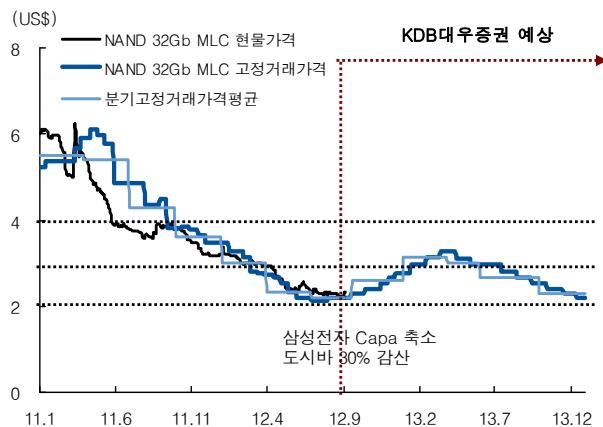
자료: Gartner, IDC, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 11. 하반기 PC DRAM 가격 하락세 지속될 전망



자료: DRAmExchange, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 12. 하반기 NAND 가격은 점진적인 상승 예상



자료: DRAmExchange, KDB대우증권 리서치센터 예상

SK하이닉스 (000660)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	10,396	10,212	12,059	13,794
매출원가	8,721	8,528	8,990	9,874
매출총이익	1,675	1,684	3,068	3,920
판매비와관리비	1,569	1,886	1,990	2,000
조정영업이익	105	-202	1,078	1,920
영업이익	326	-173	1,138	1,970
비영업손익	-280	-153	-119	109
순금융비용	254	215	130	92
관계기업등 투자손익	3	1	1	1
세전계속사업손익	45	-326	1,020	2,079
계속사업법인세비용	101	-1	120	271
계속사업이익	-56	-325	899	1,808
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-56	-325	899	1,808
지배주주	-57	-324	899	1,808
비지배주주	1	0	0	0
총포괄이익	13	-344	899	1,808
지배주주	13	-346	897	1,805
비지배주주	0	2	3	3
EBITDA	3,572	3,074	4,672	5,609
FCF	-1,126	420	989	1,102
EBITDA마진율 (%)	34.4	30.1	38.7	40.7
영업이익률 (%)	3.1	-1.7	9.4	14.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.5	-3.2	7.5	13.1

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	3,055	3,248	4,634	5,222
당기순이익	45	-315	899	1,808
비현금수익비용가감	3,847	3,481	3,712	3,750
유형자산감가상각비	3,401	3,189	3,391	3,497
무형자산상각비	66	58	142	142
기타	-89	-40	50	50
영업활동으로인한자산및부채의변동	-813	83	142	-66
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	138	363	-86	-208
재고자산 감소(증가)	100	42	-208	-196
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-230	-355	346	246
법인세납부	-24	-1	-120	-271
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,312	-3,861	-3,502	-4,009
유형자산처분(취득)	-3,554	-3,094	-3,500	-4,000
무형자산감소(증가)	-162	-141	-141	-141
장단기금융자산의 감소(증가)	322	-694	0	0
기타투자활동	82	68	139	133
재무활동으로 인한 현금흐름	244	1,011	-1,269	-525
장단기금융부채의 증가(감소)	608	-992	-1,000	-300
자본의 증가(감소)	0	2,328	0	0
배당금의 지급	-89	0	0	0
기타재무활동	-276	-326	-269	-225
현금의증가	-9	396	-138	689
기초현금	1,253	1,244	1,640	1,502
기말현금	1,244	1,640	1,502	2,191

자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	4,937	5,556	5,731	6,840
현금 및 현금성자산	1,244	1,640	1,502	2,191
매출채권 및 기타채권	1,754	1,361	1,447	1,655
재고자산	1,184	1,152	1,360	1,556
기타유동자산	124	126	144	160
비유동자산	12,301	13,075	13,303	14,092
관계기업투자등	104	96	97	98
유형자산	10,899	11,571	11,680	12,183
무형자산	708	787	786	786
자산총계	17,238	18,631	19,034	20,931
유동부채	4,817	4,660	5,045	5,422
매입채무 및 기타채무	1,195	1,361	1,706	1,952
단기금융부채	2,869	2,528	2,428	2,428
기타유동부채	753	772	912	1,043
비유동부채	4,546	4,112	3,229	2,942
장기금융부채	3,954	3,515	2,615	2,315
기타비유동부채	133	83	101	113
부채총계	9,363	8,772	8,275	8,364
지배주주지분	7,876	9,858	10,755	12,560
자본금	2,979	3,488	3,488	3,488
자본잉여금	1,229	3,049	3,049	3,049
이익잉여금	3,555	3,231	4,130	5,939
비지배주주지분	-1	2	5	8
자본총계	7,875	9,860	10,759	12,567

예상 주당가치 및 valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	-	-	17.4	8.6
P/CF (x)	3.8	5.3	3.5	2.9
P/B (x)	1.8	1.7	1.6	1.3
EV/EBITDA (x)	5.2	6.3	3.9	3.1
EPS (원)	-96	-467	1,296	2,605
CFPS (원)	5,759	4,211	6,386	7,847
BPS (원)	12,105	13,068	14,361	16,963
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-14.1	-1.8	18.1	14.4
EBITDA증가율 (%)	-41.9	-14.0	52.0	20.1
영업이익증가율 (%)	-89.1	적전	흑전	73.0
EPS증가율 (%)	적전	적지	흑전	101.1
매출채권 회전율 (회)	5.9	6.6	8.6	8.9
재고자산 회전율 (회)	8.4	8.8	9.6	9.5
매입채무 회전율 (회)	13.4	14.5	14.2	13.3
ROA (%)	-0.3	-1.8	4.8	9.1
ROE (%)	-0.7	-3.7	8.7	15.5
ROIC (%)	-1.1	-1.5	7.4	12.6
부채비율 (%)	118.9	89.0	76.9	66.6
유동비율 (%)	102.5	119.2	113.6	126.1
순차입금/자기자본 (%)	62.8	31.7	21.0	10.1
영업이익/금융비용 (x)	1.0	-0.6	4.2	8.8

▶ Compliance Notice

- SK하이닉스: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. SK하이닉스: 회사가 LP업무를 수행하는 주식을 발행한 법인. SK하이닉스: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(=), Not covered(⊞))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 저작권산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

