

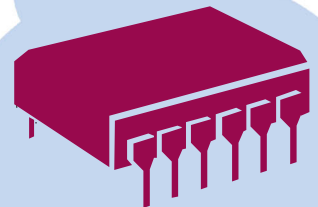
반도체

Overweight
(Maintain)

2012. 10. 25

반도체/LCD패널! Seller's Market

Y2K 영향으로 2001년 PC 수요가 감소한 이래 처음으로 2012년~2013년 PC 수요도 감소할 듯. PC용 D램 가격의 약세에도 불구하고 반도체/재료/LCD 업종에 대해 적극적 비중확대 권고. ① 장기 불황에 따른 Capex 축소, ② 반도체 미세화 속도 둔화, ③ TV 패널의 초대형화/초고정세화, 태블릿용 패널 수요 증가는 생산성 저하로 이어지기 때문. 반면 ④ 대용량 메모리가 탑재된 신제품 출시, 거래선 다변화로 공급자 시장으로 전환 중. 4Q12부터 회복국면으로 진입한 반도체 산업은 2013년~2014년까지 장기호황 국면이 지속될 전망이다.



반도체

Senior Analyst 김성인

02) 3787-5172

sikim@kiwoom.com

Analyst 이재윤

02) 3787-4705

jlee1855@kiwoom.com

키움증권

Contents

I. 반도체/LCD 패널 !
SELLER'S MARKET 3

- > PC용 DRAM 쇠퇴 vs, Mobile DRAM/NAND 급성장 3
- > 반도체/LCD 패널 Seller's Market으로 전환 & 2013년 수급 호전 3

II. SUPER 甲 A사!
구매 주도권 상실 4

- > Super 甲 A사! 반도체/LCD 핵심부품의 구매 주도권 상실 4
- > Capex 축소/생산성 저하/거래선 다변화/수급호전 → 공급자 시장 5

III. 메모리 반도체 공급 &
수요 이슈 6

- > 과점화로 2013년 Capex 급감 → 메모리 Capa 증가 제한적 6
- > Tech. Migration 한계로 웨이퍼당 생산성 급격히 둔화 6
- > 메모리 ! NAND와 Mobile DRAM이 성장견인 (PC용 DRAM x) 8

IV. 메모리: 2013년!
이보다 좋을 수 없어 11V. 반도체 소자/재료 &
LCD 업종 비중 확대 12

- > 반도체/LCD업종의 추가 모멘텀 Preview 12
- > 삼성전자(005930): 반도체/FPD부문 주목 → 목표주가 187만원 유지 13
- > SK하이닉스(000660): 4Q12부터 실적 모멘텀 + 중기전망 긍정적 15

- 당사는 10월 24일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료 상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

반도체/LCD 업종이 최적대안

>>> 반도체/LCD ! Seller's Market화

이는 ① 메모리/LCD의 장기불황으로 Capex가 축소되고, ② 20nm 이하 공정의 미세화 속도도 현저히 둔화되고 있으며, ③ TV용 패널의 초대형화/고정세화(UD급), 태블릿PC 패널 (Mask6枚)의 수요급증이 생산성 저하로 이어짐. 반면 ④ Smart Phone/태블릿 PC/Ultrabook 등 신모델의 경쟁적 출시와 Box당 메모리의 대용량화도 긍정적. 이미 반도체/LCD부품 산업은 Seller's Market으로 전환되었고 이는 2013년에 더욱 가속화될 전망이다.

>>> Mobile D램과 NAND의 급성장에 주목

2013년 PC 수요감소(5.5%YoY↓)에도 불구하고, 메모리 반도체를 긍정적으로 보는 이유는 Smart Phone/태블릿 PC/Ultrabook의 고성장세 지속, Box당 Mobile 메모리 대용량화가 가속화되기 때문임. Mobile D램과 NAND의 2013년 수요는 각각 68%YoY, 48%YoY 증가하는 반면 PC용 D램은 9%YoY 증가에 그쳐 PC용 D램의 비중이 12년 59%→13년 52%→14년 46%로 급격히 감소할 전망이다. 2012년을 변곡점으로 메모리 시장은 PC용 D램이 쇠퇴하고 Mobile D램과 NAND가 성장을 견인할 전망이다.

>>> 메모리 산업 ! 이미 장기호황으로 진입

2013년의 D램과 NAND 공급 B/G는 각각 19%YoY, 40%YoY로 추정됨. 반면 PC 수요가 5.5%YoY 감소하는 최악의 가정에서도 대용량 Mobile D램과 NAND를 탑재한 Smart Phone/태블릿PC/Ultrabook/ Ultrabook-like 수요 급증으로 2013년 D램과 NAND의 수요는 23%YoY, 48%YoY 증가할 전망이다. 4Q12부터 회복국면으로 진입한 반도체 산업은 2013년에 공급부족이 심화되며 이 같은 상황은 2014년까지 지속될 전망이다. (PC용 D램은 1Q13중반부터 회복)

>>> 반도체/LCD 업종 적극적 비중확대

삼성전자(005930), SK하이닉스(000660), 소재업종에 대한 적극적 비중확대 권고. 이는 ① 4Q12부터 메모리/LCD 부품이 Seller's Market으로 전환, ② IT 산업이 PC에서 Mobile 기기 중심 Shift 되면서 Mobile D램/NAND 비중이 절대적으로 높은 국내 업체의 '부익부' 가속화, ③ Mobile 메모리의 수요급증과 가격상승으로 지속으로 4Q12부터 실적개선 예상되기 때문임.

I. 반도체/LCD 패널 ! Seller's Market

>>> PC용 DRAM 쇠퇴 vs. Mobile DRAM/NAND 급성장

급성장중인 Smart Phone 및 태블릿 PC와의 카니발라이제이션(Cannibalization) 영향, 유럽발 재정위기로 인한 Global 경기 위축 등으로 인해 전통적 IT인 PC와 DTV 수요는 2012년에 이어 2013년에도 부진할 것으로 예상함.

특히 1H12까지 전조한 모습을 보였던 PC 수요는 2H12부터 급격히 위축(3Q12: 8%YoY감소, 4Q12: 6%YoY 감소)되면서 2012년 전체로 PC 수요는 3%YoY 감소할 것으로 예상되며 **2013년에도 대체재인 Smart Phone/태블릿 PC의 수요 급증을 고려할 때 PC 수요는 보수적으로 5.5%YoY 감소할 것으로 전망함.** 이로 인해 지난 30년간 메모리 반도체의 성장을 이끌어 왔던 PC용 DRAM 시장은 2012년부터 쇠퇴기로 접어들었고 최근에는 극심한 수요 부진과 과잉 재고로 인해 고정거래선 가격이 연중 최저치로 하락하면서 국내 반도체 업종에 대한 우려가 가중되고 있는 것이 사실임.

PC용 DRAM 가격 약세보다는 2012년을 변곡점으로 Smart Phone/태블릿 PC/Ultrabook용의 핵심 메모리인 Mobile DRAM과 NAND의 급성장에 주목해야 할 시기로 판단.

우리는 ① Windows 8 OS의 출시, ② Smart Phone/태블릿 PC의 급성장세 지속, ③ 당초 예상보다 늦은 Ultrabook용 SSD 및 Hybrid HDD(16GB~24GB NAND 내장)의 본격적인 시장 개화기로 진입, ④ Mobile 기기의 고성능화로 인한 Box당 Mobile 메모리의 대용량화 등의 호재로 인해 4Q12초부터 Mobile DRAM 및 NAND가 공급부족으로 전환되어 최근에 Mobile 메모리 가격이 급등세로 전환중.. 이 같은 수요 호조가 2013년에 가속화되는 반면에 지난 30년간 지속된 공급측면의 Issue에 따른 공급량 둔화로 인해 메모리 반도체 시장은 2013년에도 매우 긍정적인 것으로 예상하며 특히 Mobile 메모리의 극심한 공급부족이 불가피할 것으로 전망함.

>>> 반도체/LCD 패널 Seller's Market으로 전환 & 2013년 수급 호전

2012년에 이어 2013년에도 PC 시장의 역성장으로 PC용 DRAM 가격의 반등이 늦어진다고 하더라도, 1) Mobile 기기용 반도체/LCD 패널 등 핵심 부품이 Apple 등의 '수요자 중심' 시장에서 4Q12부터 공급자 중심 시장으로 드디어 재편되기 시작했고, 2) 3Q12후반부터 Mobile DRAM/NAND 수요 급증으로 제품의 Portfolio가 뛰어난 삼성전자(005930), SK하이닉스(000660)의 Mobile DRAM과 NAND 매출비중이 3Q12후반부터 가파른 속도로 확대되고 있으며(삼성전자는 4Q12에 NAND 비중 50%에 육박), 3) IT 기기의 수요 Paradigm Shift(Smart Phone/태블릿 PC/Ultrabook 수요 급증)로 Mobile DRAM과 NAND의 강한 가격 상승세가 2013년까지 지속되고, 4) 1st. Tier가 PC용 DRAM Capa를 Mobile DRAM과 NAND 양산으로 전환해 PC용 DRAM 가격 하락 Risk도 제한적이고, 무엇보다 5) 2013년의 Capex 급감, 20nm 이하급 공정에서 Tech. Migration 지연으로 2013년~2014년에 메모리 반도체의 공급량 증가가 매우 제한적이라는 점에 주목해야 할 시점으로 판단함(LCD 패널도 동일).

결론적으로 ① '강력한 Buying Power'를 보유했던 A사의 구매력 약화로 메모리/LCD 시장이 공급자 시장으로 전환중이며, ② 30년간 지속된 PC 중심 시장이 Mobile 기기 중심으로 전환되면서 Mobile DRAM/NAND 등 제품 Portfolio가 우수한 국내 메모리 업체의 '부익부' 가속화, ③ Mobile 기기의 급성장이 Mobile DRAM과 NAND의 수요 급증과 가격 상승으로 이어질 전망이다. **따라서 4Q12부터 SK하이닉스(000660), 삼성전자(005930)에 대한 적극적인 비중확대 권고함.**

II. Super^甲 A사! 구매 주도권 상실

>>> Super^甲 A사! 반도체/LCD 핵심부품의 구매 주도권 상실

PC 중심에서 Mobile 기기중심으로 수요 Paradigm이 Shift되면서 Smart Phone/태블릿 PC/Ultrabook 등의 Mobile 단말기 시장에서 A사의 시장지배력 강화가 '강력한 Buying Power'로 이어지면서 2008년부터 핵심부품인 반도체(메모리/AP) 및 LCD 패널시장이 수급과 무관한 구매자 중심의 시장으로 전환.

Mobile용 핵심 부품류 시장이 구매자 중심으로 전환되면서 A사를 상회하는 Captive Market을 보유한 S사를 제외한 모든 부품업체들이 A사에 종속되면서 'A사의 최저가 구매=A사 OP Margin 극대화'인 반면에 부품 업체들에게는 '최저가 공급=수익성 악화'로 이어져 A사향 부품업체들의 외형은 비교적 양호하나 수익성은 시장 기대치에 훨씬 미치지 못하는 '속빈강정'의 신세로 전락했던 것이 사실임.

특히 아이팟/아이폰/아이패드 등의 Mobile 기기 시장에서 A사의 시장지배력이 급속히 강화된 2005년부터 현재까지 이 같은 상황이 지속되고 있음. 특히 휴대폰 1위 업체였던 Nokia가 몰락하기 시작한 2008년~2012년에 A사의 횡포가 극에 달해 아시아 주력 IT 제품인 반도체(메모리/AP)와 LCD 패널 시장이 A사의 구매여부에 '좌지우지'되는 상황까지 발생. 지금도 'A사 부품공급 → 부품주의 실적호전 기대→ 부품주의 주가 상승'의 공식이 이어지고 있었음.

하지만 A사의 Volume 구매 기득권을 이용한 '부귀영화'도 4Q12초부터 서서히 붕괴되기 시작했음. 우리는 메모리 반도체/AP(Application Processor)/Mobile용 LCD 패널 등의 핵심부품 시장이 A사라는 수요자 중심서 공급자 중심으로 드디어 전환되기 시작했다고 판단함.

최근에 A사와 거래중인 韓・中・日의 부품 및 조립 업체들이 납품과 관련한 독소조항(노예계약서)을 개정할 것이라고 소식이 연일 기사화되고 있음. 일례로 A사 제품을 조립하는 대만 폭스콘이 '단가인상 요구'를 시발로 글로벌 A사의 협력 업체들도 동시 다발적으로 이의를 제기하기 시작함.

중소형 LCD 패널업체인 Japan Display/Sharp, NAND 공급업체인 Toshiba 등 일본 협력 업체들도 A사와 맺은 납품거래계약서의 독소조항의 개정작업에 나섰고 **국내의 주요 부품업체들도(반도체/LCD) 과거 7~10년간 관행화되어 왔던 '납품거래 계약서'를 전면 재검토중인 것으로 파악됨.**

>>> Capex 축소/생산성 저하/거래선 다변화/수급호전 → 공급자 시장

상상하기도 어려운 현상이 4Q12초부터 일어나기 시작한 이유는 ① 메모리 반도체/TFT-LCD의 장기 불황으로 인한 공급과잉이 부품업체들의 Cash Flow 악화로 이어져 반도체/LCD 패널업체들이 Capex를 급격히 줄이고 있고, ② 지난 30년간 지속된 Tech. Migration 속도가 Sys.LSI/메모리 공히 20nm급 이하에서 급속히 늦어지면서 웨이퍼당 칩 생산량 증가율이 급속히 둔화되기 시작했고, ③ TFT-LCD 패널에서 TV용 패널의 대형화(55인치 이상)와 고정세화(FHD→UD급)로 인한 생산둔화, IT용 패널 수요 감소에도 불구하고 태블릿 PC 패널수요 급증이 패널 생산성 저하(Mask 4장→6장)로 이어지기 시작했고, ④ 기존 PC/Smart Phone 업체가 Windows 8 OS를 탑재한 태블릿 PC/Ultrabook/Ultrabook-Like 신모델을 경쟁적으로 출시하고 후발 Smart Phone 업체의 신모델 출시와 더불어 Box 당 부품 용량 증가 등으로 A사 이외에도 부품거래선이 다변화되고 있기 때문이다.

우리는 4Q12초부터 Sys.LSI(AP)/메모리/LCD 패널 등의 핵심 부품 시장이 공급자(S사) 중심으로 전환 중인 것으로 보이며 이 같은 현상이 2013년에 더욱 가속화될 것으로 판단함.

과거 7~10년간 지속된 A사의 'Buying Power'가 쇠퇴하고 공급자 중심의 새로운 시대로 전환하고 있어 최근에는 반도체/LCD 패널의 장기 수급에 어려움을 겪고 있는 A사가 공급자인 S사에 '원하는 가격에 물량만이라도 보증해달라는 장기공급계약'을 원하는 것으로 추정하고 있으나 2013년의 반도체/LCD 패널 수급 상황을 고려할 때 A사의 불리하게 전개될 가능성이 매우 높음.

III. 메모리 반도체 공급 & 수요 이슈

>>> 과점화로 2013년 Capex 급감 → 메모리 Capa 증가 제한적

07년초부터 드리워지기 시작한 공급과잉으로 인한 메모리 반도체의 장기불황으로 메모리 업체는 삼성전자/SK하이닉스/Micron/Toshiba 4개사의 과점산업으로 재편되었음. 즉, 2012년 기준으로 4개사의 DRAM M/S(Capa 기준)는 78%에 달했고 판매량 기준으로 90%를 상회, NAND는 4개사의 M/S가 100%로 이미 과점 산업으로 재편완료.

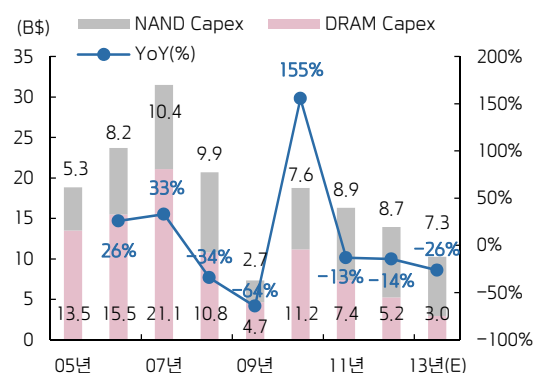
메모리 가격이 2'nd Tier의 Cash Cost 이하에서 장기간 지속되면서 삼성전자/SK 하이닉스를 제외한 모든 메모리 업체의 Cash Flow가 악화되면서 메모리 반도체 신규라인 증설은 고사하고 기존라인의 보완투자도 어려운 지경에 이른 것이 메모리 업체의 현실임.

우리는 2012년에 Global 메모리 반도체 Capex가 14%YoY 감소한 US\$139억에 그친 것으로 보이며 Global 경기둔화와 과점화로 인한 삼성전자와 SK하이닉스의 투자축소로 2013년에는 26%YoY 감소한 US\$100억 내외로 크게 축소될 것으로 전망함. (삼성전자 16라인 Capa 증설 포함)

공격적인 Capa 증설을 주도했던 삼성전자(005930)와 SK하이닉스(000660)의 2013년 메모리 Capex는 각각 US\$31억, US\$23억 내외로 전년비 38%YoY, 26%YoY 감소할 것으로 전망함. 우리는 삼성전자의 경우 메모리 경기가 호황으로 돌아서도 신규라인이(크린룸 건물)이 없기 때문에 2014년 중반까지Capa 확대가 현실적으로 어려운 것으로 판단함.

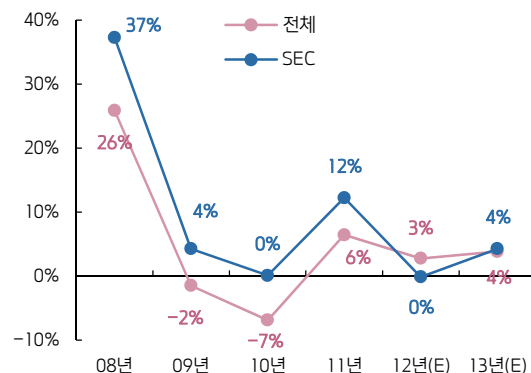
2012년에 이어 2013년의 Capex 축소, 신규 Capa 증설이 없다는 점을 고려할 때 메모리 반도체의 2013년과 2014년의 Capa(웨이퍼 기준)는 각각 3%YoY, 4%YoY 증가에 그칠 것으로 전망함. 하기 Capa 증가율에는 2014년초 가동 예정인 삼성전자의 중국시안의 NAND 공장 포함한 수치임.

글로벌 메모리 Capex 추이 및 전망



자료: 키움증권 추정

Global 메모리용 웨이퍼 Capa 증가율 추이



자료: 키움증권 추정

>>> Tech. Migration 한계로 웨이퍼당 생산성 급격히 둔화

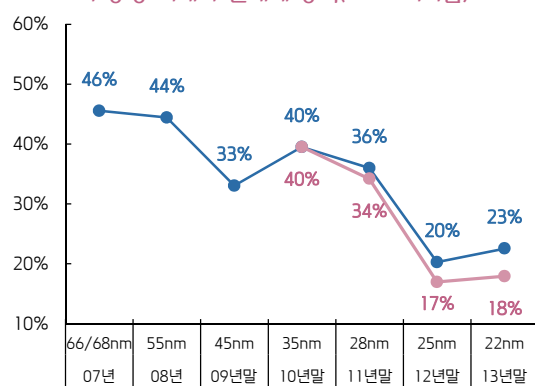
2012년에 이어 2013년의 메모리 반도체의 Capa 증가가 거의 없는 점, 지난 30년간 지속되어온 반도체의 공급법칙(Capa 증가율 Zero에도 불구하고 공정미세화 효과로 웨이퍼당 공급량은 매년 40% 증가)이 2012년 하반기부터 붕괴되기 시작했다는 점이 반도체 중장기 수급에 매우 긍정적으로 작용할 것으로 전망함.

DRAM 20nm급 이하, NAND 10nm급 이하 공정에서 Tech. Migration 한계로 웨이퍼당 공급 증가율이 현저히 둔화되기 시작했음. 일례로 DRAM 28nm급 차기 공정으로 22nm를 예상했으나 장비/공정 특성 등의 기술적 문제로 인해 2012년 하반기에 25nm 공정이 도입되고 21/22nm 공정은 2013년 하반기에 도입될 것으로 전망함.

NAND 공정도 10nm 공정에서 DRAM과 동일한 현상이 재현될 것으로 예상함. 우리는 21/22nm급 공정의 Next 공정으로 17nm 공정을 예상했으나 기술적 문제로 2012년 하반기에 19nm급 공정으로 Back한 것으로 추정되며 빨라야 2013년 하반기에나 17/16nm 공정으로 점진적 전환을 전망함.

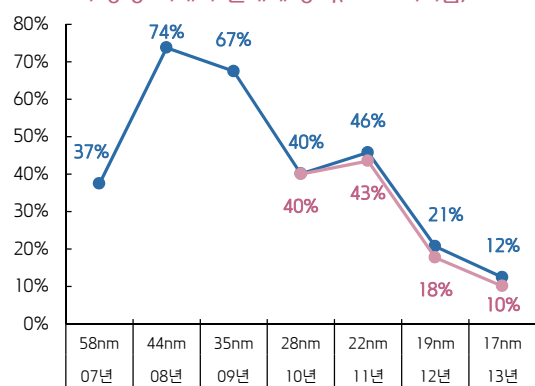
우리는 과거 30년과 상이하게 공정 미세화 속도가 현저히 둔화되고 Tech. Migration에 따른 수율(Yield) 하락분까지 고려할 경우 하기 차트의 웨이퍼당 공급량 증가율을 크게 하회할 가능성이 높다고 판단함.

DRAM의 공정 미세화 한계에 봉착(20nm이하급)



자료: 키움증권 추정

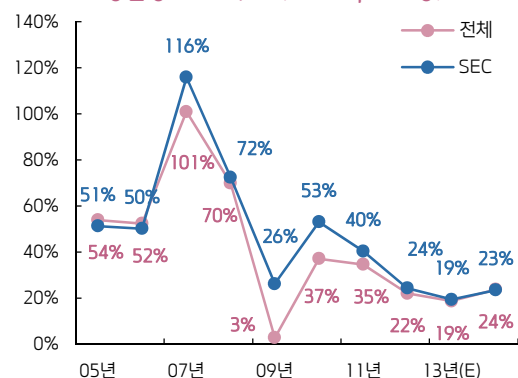
NAND의 공정 미세화 한계에 봉착(10nm이하급)



자료: 키움증권 추정

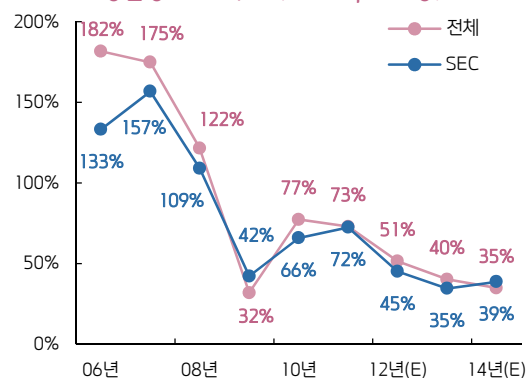
우리는 Global 메모리 업계의 Capex 추이, 메모리 Capa 증가율 추이, DRAM과 NAND의 생산 Capa 비중 추이, 업체별 Tech. Migration 속도/비중 추이 등을 종합적으로 고려한 DRAM의 공급 B/G가 2013년과 2014년에 각각 19%YoY, 23%YoY로 전망함. 또한 MLC Type과 TLC Type의 비중 추이를 고려한 NAND의 공급 B/G를 각각 40%YoY, 35%YoY로 공급량 B/G가 시장의 예상을 크게 하회할 것으로 분석함.

DRAM의 공급량 B/G 추이 (Full Capa 가동)



자료: 키움증권 추정

NAND의 공급량 B/G 추이 (Full Capa 가동)



자료: 키움증권 추정

>>> 메모리 ! NAND와 Mobile DRAM이 성장견인 (PC용 DRAM x)

급성장중인 Smart Phone 및 태블릿 PC와의 카니발라이제이션(Cannibalization), Global 경기 위축 등으로 인해 전통적 IT인 PC와 DTV의 수요는 2012년에 이어 2013년에도 부진할 것으로 예상함. Y2K 영향으로 인해 2001년에 PC 수요가 역성장한 이래 처음으로 2012년에 마이너스 성장 시대로 접어들었고 2013년도 전망도 비관적 전망이 불가피해 보임.

특히 1H12까지 견조한 모습을 보였던 PC 수요는 3Q12부터 급격히 위축(3Q12: 8%YoY감소)되었고, Windows 8 OS 출시에도 불구하고 4Q12에도 6%YoY 감소할 것으로 보여 2012년 연간 Global PC 수요도 3%YoY 감소할 것으로 추정함. 우리는 상기와 같은 이유로 2013년도 PC 수요를 보수적으로 5.5%YoY 감소한 334백만대에 그칠 것으로 전망함(태블릿 PC 제외). 이로 인해서 당초 예상과 달리 3Q12초부터 PC용 DRAM 가격이 하락세로 접어들었고 현재는 연중 최저치로 떨어져 횡보세를 보이고 있어 시장에서는 반도체 업종에 대한 우려가 가중되고 있는 것이 사실임.

DRAM의 Killer Application 추이 (단위: M대, MB)

	09년	10년	11년	12년(E)	13년(E)	14년(E)
PC 수요	310	361	364	353	334	322
YoY(%)	(2%)	(14%)	(1%)	-(3.0%)	-(5.5%)	-(3.5%)
Desk Top	139	146	143	132	115	104
YoY(%)		5%	-2%	-7%	-13%	-10%
Portable	163	204	209	208	206	205
YoY(%)		(25%)	(2%)	(0%)	-(1%)	(0%)
Sever	8	10	12	13	13	13
MB/Sys	2,461	2,817	3,364	3,992	4,565	5,106
YoY(%)	(21%)	(14%)	(19%)	(19%)	(14%)	(12%)
태블릿PC	0	16	56	104	150	183
YoY(%)			(240%)	(86%)	(44%)	(22%)
MB/Sys		256	384	668	1,149	1,473
YoY(%)			(50%)	(74%)	(72%)	(28%)
휴대폰	1,173	1,375	1,591	1,667	1,709	1,753
YoY(%)		17%	16%	5%	3%	3%
MB/Sys for 휴대폰	75	114	196	301	464	668
YoY(%)		(52%)	(72%)	(54%)	(54%)	(44%)
MB/Sys for 스마트폰	169	276	403	566	843	1,171
YoY(%)		(64%)	(46%)	(40%)	(49%)	(39%)
DTV	152	203	221	216	221	227
YoY(%)		34%	9%	-2%	2%	2%
MB/Sys	128	157	317	393	529	775
YoY(%)		(22%)	(102%)	(24%)	(35%)	(46%)

자료: 키움증권 추정

NAND의 Killer Application 추이 (단위: M대, GB)

	09년	10년	11년	12년(E)	13년(E)	14년(E)
노트북 수요	1.3	2.9	7.0	10.5	18.3	31.0
YoY(%)	(비중)	(1%)	(2%)	(4%)	(5%)	(9%)
SSD 탑재			12.5	23.6	36.5	51.6
YoY(%)			(6%)	(12%)	(18%)	(25%)
넷북 수량	24	26	16	8	3	0
일반 노트북	139	178	193	200	203	206
YoY(%)						
Note Book	24	26	16	8	3	0
YoY(%)		25%	2%	0%	-1%	0%
GB/Sys	93	126	128	128	128	140
Hybrid HDD			11	16	19	21
Server	8.1	9.6	11.9	12.6	12.6	13.2
SSD수량		0.3	0.6	0.9	1.5	2.6
YoY(%)		(3%)	(4.7%)	(7%)	(12%)	(19%)
GB/Sys		551	708	934	1,135	1,314
YoY(%)			29%	32%	22%	16%
태블릿 PC	0	16	56	104	150	183
YoY(%)			240%	86%	44%	22%
GB/Sys		23	25	24.9	30.2	38.6
YoY(%)			7%	-1%	21%	28%
Smart Phone	123	255	470	661	800	913
YoY(%)		107%	84%	41%	21%	14%
GB/Sys	7.9	10.0	11.9	14.6	19.3	22.0
YoY(%)		27%	19%	23%	32%	14%
Smart TV			20	44	68	105
YoY(%)				119%	55%	55%
GB/Sys			18	22	28	30
YoY(%)				27%	24%	9%

자료: 키움증권 추정

PC용 DRAM의 저성장에도 불구하고 2013~2014년의 메모리 산업을 매우 긍정적으로 보는 이유는 Smart Phone/태블릿 PC/Ultrabook/Ultrabook like의 고성장세 지속, 이들 기기에 탑재되는 Box당 Mobile DRAM과 NAND의 대용량화가 가속화되고 있기 때문임(차트 참조).

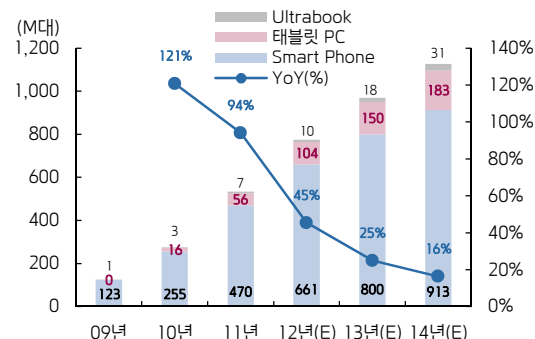
당사 리서치센터는 2012년~2014년 PC 시장이 역성장 할 것으로 예상하나 Mobile Device인 Smart Phone/태블릿 PC/Ultra book은 2012년에 45%YoY 성장할 것으로 전망되고 2013년과 2014년에도 각각 25%YoY, 16%YoY 증가한 97M대, 113M대에 달할 것으로 예상함. (Ultrabook like 제외)

Mobile 기기의 고성장세와 더불어 Box당 탑재되는 메모리의 대용량화가 Mobile DRAM과 NAND의 수요 증가를 견인할 전망이다. Smart Phone에 탑재된 Mobile DRAM 용량이 2011년 403MB에서 2012년에는 40%YoY 증가한 566MB, 2013년에는 49%YoY 급증한 843MB에 달할 것으로 추정되며 LTE 시장이 주류를 이루는 2014년에는 1GB를 상회할 것으로 예상됨.

4Q12에 Windows RT 출시와 맞물린 태블릿 PC의 고성능화로 태블릿 PC용 Mobile DRAM 대용량화 속도는 Smart Phone을 추월할 것으로 예상함.

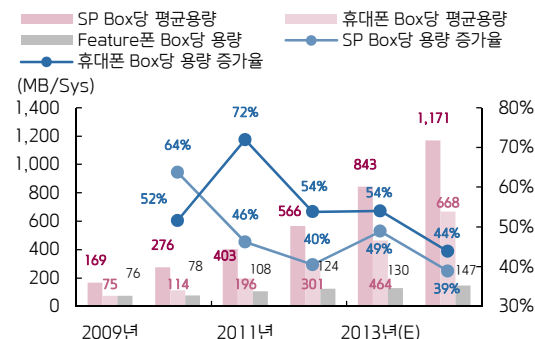
2011년에 384MB를 탑재했던 태블릿 PC의 Mobile DRAM 평균용량은 2012년에 74%YoY 증가한 668MB, 2013년에도 72%YoY 증가한 1.2GB 내외에 달할 것으로 예상함.

Smart Phone/태블릿PC/Ultrabook 고성장



자료: 키움증권 추정

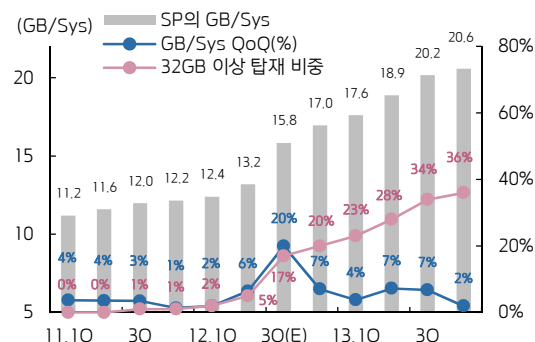
HHP 전체/Smart Phone의 Mobile D램 MB/Box



자료: 키움증권 추정

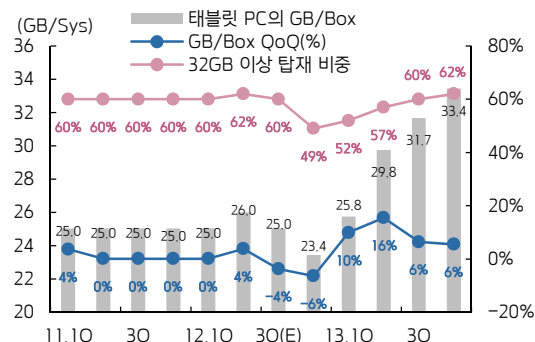
우리는 Mobile 기기에 탑재는 Box당 Mobile DRAM의 용량 증가율 추이보다 저장장치로 사용하는 NAND의 Box당 용량 증가율이 훨씬 클 것으로 전망함. 더구나 4Q12부터 급증할 것으로 예상되는 Ultrabook(64GB 이상 탑재)/Ultrabook like(16GB~24GB 탑재)용 SSD의 수요 급증까지 고려할 때 2013년에 이어 2014년의 NAND 수요는 우리 추정치를 크게 상회할 개연성이 높다고 판단함.

Smart Phone의 Box당 NAND 평균용량 추이



자료: 키움증권 추정

태블릿 PC의 Box당 NAND 평균용량 추이



자료: 키움증권 추정

메모리 반도체의 수요는 3Q12를 변곡점으로 PC용 DRAM은 Mobile DRAM과 NAND의 종속변수로 전환되었고 2013~2014년에 전체 메모리 시장을 Mobile DRAM과 NAND가 견인할 것으로 전망함. 이제는 메모리 반도체의 제품 Portfolio가 뛰어난 업체와 PC용 DRAM 생산 업체간의 옥석 가리기가 4Q12부터 본격화될 것으로 전망함.

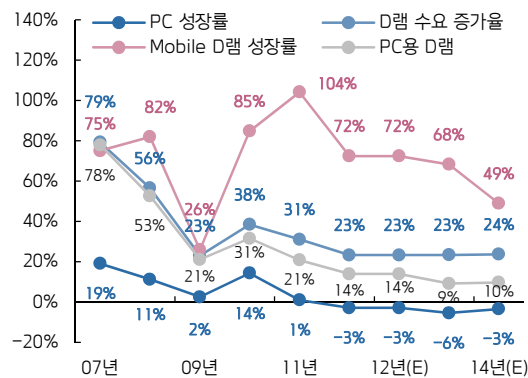
2012년에 DRAM과 NAND의 수요 B/G가 각각 24%YoY, 49%YoY로 시장의 예상을 크게 하회하였으나 2013년에는 각각 23%YoY, 48%YoY에 달할 것으로 보임. 이는 PC용 DRAM 시장이 아니라 Smart Phone/태블릿 PC/Ultrabook/Ultrabook like용 Mobile DRAM과 NAND가 견인하기 때문임.

DRAM 수요를 Application별로 살펴보면, 2011년 PC용이 59%로 막대한 비중을 차지한 반면 Mobile DRAM은 20%내외에 그쳤음. 하지만 2012년에 PC용이 52%로 7%p 감소한 반면에 Mobile용이 8%p 급증한 28%에 달할 것으로 보이며 2013년에는 34%까지 그 비중이 확대될 것으로 예상됨.

NAND의 Application별 수요추이를 보면 2011년에 휴대폰/태블릿 PC용이 48%에서 2012년에 54%까지 확대되고 Ultrabook/Ultrabook like용이 11%로 2011년 대비 1%p 증가에 그칠 전망이다. 하지만 2013년에 각각 58%, 13%로 2012년 대비 각각 4%p, 2%p 증가할 것으로 보이며 특히 2014년부터 Ultrabook/Ultrabook like용 SSD 비중이 급증할 것으로 예상함.

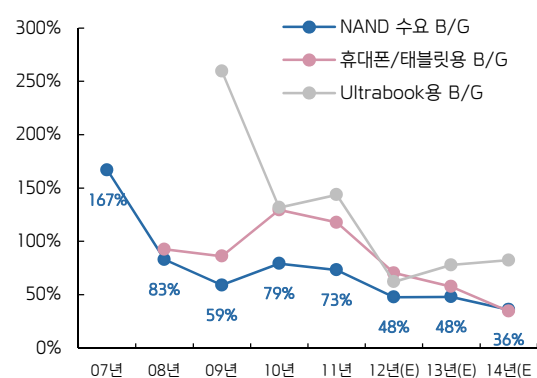
결론적으로 그 동안 PC용 DDR3 DRAM 가격 등락이 메모리 반도체 업종의 주가를 좌지우지했던 Index로 작용했음. 하지만 PC용 DRAM 시장의 축소, 국내 업체의 PC용 DRAM 비중이 급격히 줄어들고 있어 4Q12초부터 Mobile DRAM과 NAND 가격/수요를 국내 반도체 업종의 주가의 Index로 새로운 접근이 요구됨.

DRAM의 수요 B/G 추이 (보수적)



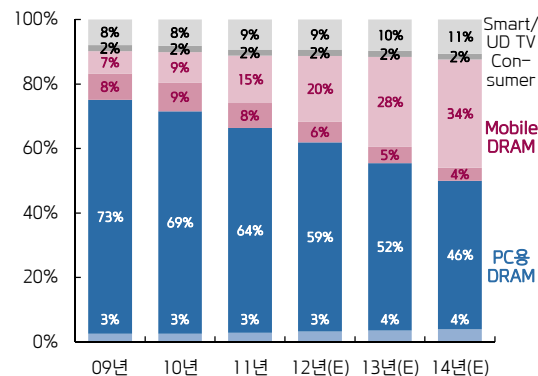
자료: 키움증권 추정

NAND의 수요 B/G 추이 (보수적)



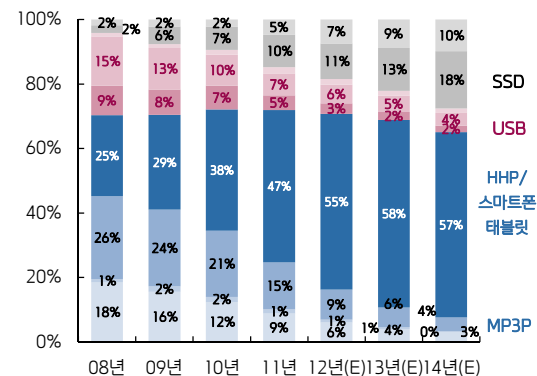
자료: 키움증권 추정

DRAM의 Application별 제품비중 추이 (수량기준)



자료: 키움증권 추정

NAND의 Application별 제품비중 추이 (수량기준)



자료: 키움증권 추정

IV. 메모리: 2013년! 이보다 좋을 수 없어

2012년에 이어 2013년에도 PC 수요의 역성장, Set 업체들이 보유한 DRAM 재고소진 기간 고려 시 PC용 DRAM의 수급호전 시기를 예측하기는 어려운 실정임. 하지만 Mobile DRAM과 NAND 수요 호조로 일부 업체들이 PC용 DRAM Capa를 Mobile DRAM과 NAND 생산으로 전환, DRAM Capex 감소 등으로 2013년의 PC용 DRAM 공급량은 2012년 수준 or 소폭 증가에 그칠 가능성이 매우 높음.

우리는 PC용 DRAM 수급은 Mobile DRAM과 NAND의 종속 변수인 동시 PC 업체들의 보유한 DARM 재고 소진기간을 고려할 때 4Q12초부터 수급이 Tight하게 전개되고 있는 Mobile DRAM과 NAND 보다 1분기 지연된 1Q13 중반부터 급격히 개선될 것으로 분석함. (재고소진 기간을 고려하지 않을 경우에도 현재 수급은 Tight한 것으로 분석됨)

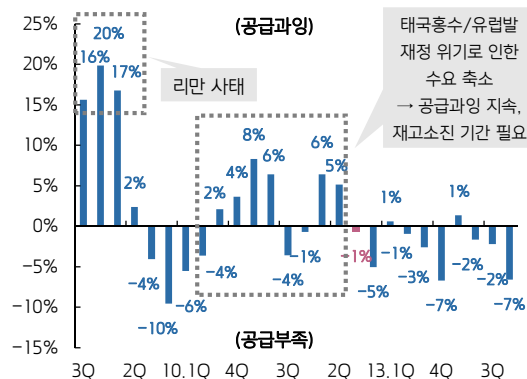
연중 최저수준으로 하락한(4GB 모듈: US\$16.0) PC용 DRAM 가격이 4Q12에 추가적인 가격하락을 배제할 수 없으나 PC용 DRAM Capa를 Mobile DRAM과 NAND 생산으로 전환하고 더구나2'nd Tier의 주력 공정인 40nm급 공정의 Cash Cost를 하회하고 있어 PC 업체들도 가격인하 목소리가 현저히 줄어들고 있기 때문에 계절적인 비수기에도 불구하고 추가적인 가격 하락은 제한적이라고 판단함.

반면에 Windows 8 OS를 탑재한 Smart Phone/태블릿 PC/Ultrabook/Ultrabook like 등 경쟁적 신제품 출시, 이들 Mobile 기기의 고성장세로 인해 핵심 메모리인 Mobile DRAM과 NAND의 수급이 4Q12 초부터 매우 Tight하게 전개되고 있음.

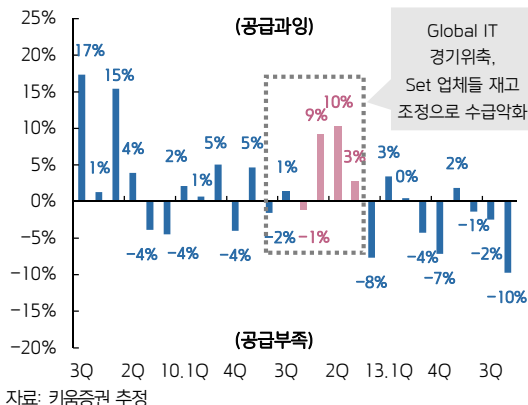
Mobile DRAM과 NAND의 극심한 공급부족에도 불구하고 End Product 제품인 Consumer 제품인 점을 고려할 때 비수기인 4Q12말~1Q13초반까지 일시적 공급과잉으로 전환되고 1Q13후반부터 재차 수급이 Tight하게 전개되는 것이 과거의 Pattern 이었음.

하지만 올해는 과거와 다른 Pattern으로 전개될 개연성이 높다고 판단함. 즉, 4Q12후반~1Q13초반에 강보합세를 유지할 가능성이 매우 높다고 판단함. 이는 수요호조로 ① Mobile DRAM과 NAND의 수요 급증으로 올 11월까지 반도체 업체들의 재고는 Zero 수준까지 떨어질 것으로 예상되며, ② 공급자 중심으로 시장이 전환되면서 공급자 요구로 비수기인 4Q12후반~1Q13에도 올 11월 가격으로 Mobile DRAM과 NAND 거래가 이루어질 개연성이 매우 높으며, 무엇보다 ③ Top One이 16라인의 Capa 증설을 보류한 데다가 기존 NAND 라인을 Sys.LSI 라인으로 전환까지 하고 있으며, ④ 3위인 SK하이닉스가 2012년 Capa 증설을 NAND가 아닌 DRAM으로 변경, Toshiba의 감산 영향 등으로 인해 NAND의 공급량 증가가 예상보다 부진하기 때문임.

DRAM 증장기 수급 전망 - 이보다 좋을 수 없어



NAND 수급 전망 - 1Q13에 계절적 비수기 없을 듯



V. 반도체 소자/재료 & LCD 업종 비중 확대

>>> 반도체/LCD업종의 주가 모멘텀 Preview

Smart Phone/Tablet PC/Ultrabook/Ultrabook like 수요와 Box당 대용량화에 주목

Smart Phone 업체뿐만 아니라 PC 업체들도 Windows 8 OS를 탑재하고 대용량 Mobile DRAM 및 NAND를 탑재한 Smart Phone/Tablet PC/Ultrabook/Ultrabook like 신제품을 4Q12부터 경쟁적으로 출시하며 2013년 이들 Mobile 기기의 수요도 매우 긍정적으로 전개될 것으로 예상함.

안드로이드 계열의 삼성전자 Tablet PC가 2H12에 예상외로 선전중인 것으로 보이며, 10월말에 출시되는 Windows 8 OS를 탑재한 Tablet PC(아티브 시리즈)/Ultrabook, MS사의 Surface등 PC 업체들/Smart Phone 업체들이 출시하는 Mobile Set 수요가 2013년에도 큰 폭으로 증가할 것으로 예상됨.

일례로 삼성전자 Tablet PC 판매량이 1H12에 480만대→2H12 950만대→2012년 3,000만대를 상회할 것으로 예상함.

우리는 보수적으로 2013년의 Smart Phone 수요가 21%YoY 증가한 8억대, 태블릿 PC는 44%YoY 증가한 1.5억대 상회, Ultrabook이 75%YoY 증가한 1800만대(비중 9%)로 추정하며 16GB~ 24GB급 eMMC를 탑재하는 Ultrabook like도 3,650만대(비중 18%)에 달할 것으로 추정함.

더구나 Box당 메모리의 대용량화에 주목해야 함. 2013년에 Smart Phone의 Box당 Mobile DRAM과 NAND 평균용량이 각각 843MB, 19.3GB로 각각 49%YoY, 32%YoY 급증 예상. 특히 10월 26일부터 출시되는 Windows8 OS를 탑재한 Tablet PC에는 NAND 용량이 32~256GB, DRAM은 2~4GB가 탑재되면서 기존 Tablet PC 대비 Contents/Box가 2~4배 정도 확대된다는 점이 Mobile DRAM과 NAND의 2013년의 시장전망을 매우 긍정적으로 전망하는 이유임.

iPad vs ATIV Tab 가격/사양 비교

	iPad	ATIV Tab
단말기 이미지		
가격	\$499	약 \$500~\$600 예상
CPU	A5X Dual Core	Snapdragon S4 Dual Core
OS	iOS 5	Windows RT
Display	9.7 인치 2048X1536	10.1 인치 LCD, 1366X768
무게	653g	570g
NAND	16GB, 32GB	32GB, 64GB
DRAM	1GB	2GB

자료: 키움증권 리서치센터

메모리 반도체/LCD 패널: Buyer's Market에서 Seller's Market으로 이미 전환

메모리가 과점산업으로 재편되면서 Mobile 메모리 시장도 4Q12초부터 Buyer's Market에서 Seller's Market으로 완전 전환 중. 과거 7~10년 동안 시장 지배력을 무기로 A사의 불평등 계약(일방적 가격, 선수금 방식, 계약해지 시 약관 등)이 완전히 붕괴되고 있다는 점.

우리는 'Buying Power'를 무기로 'Super 갑'을 지위를 구가했던 A사가 Mobile 메모리/LCD 패널에서 공급자에 완패한 것으로 추정됨. 일부 공급자는 A사가 제시한 가격대비 25~50% 높은 가격으로 8월에 첫 물량이 출하한 것으로 보이며 최근에는 '가격은 불문하고 물량만이라도 공급을 원하는 지정'에 이르렀고 더구나 '반도체/LCD 패널 업체들에 장기공급계약까지 요구'하는 것으로 추정함. 핵심 부품류의 가격 상승이 A사에는 Set에 원가 부담으로 이어져 A사의 2013년 전망도 부정적으로 전개될 전망이다.

반도체 소자/재료/조립 업체 그리고 LCD 패널 업체의 실적 4Q12부터 우상향

Top One인 삼성전자를 제외하고 모든 메모리 소자/재료/조립 업체들은 PC용 DRAM 가격의 급락과 모바일 메모리의 수급개선 지연으로 3Q12에 부진한 실적 기록. 하지만 Mobile DRAM과 NAND의 수요 급증이 가격 급등으로 이어지면서 4Q12부터 실적이 급격히 호전될 것으로 예상함.

또한 TFT-LCD 산업도 메모리 반도체와 마찬가지로 공급측면의 Issue, 즉 ① 태블릿 PC용 패널 수요 급증(IT용 Mask 4장→태블릿용 6장)으로 IT용 Capa 감소로 이어지고, ② TV용 패널의 초대형화와 더불어 2013년에 고화소화(FHD→UD)로 인한 Capa 감소, ③ 2014년부터 Oxide 패널 생산을 위한 준비로 2013년에 TFT-LCD Capa 감소가 예상됨. 우리는 비수기임에도 불구하고 강세를 보이고 있는 LCD 패널 업체들의 실적이 장기불황을 뒤로하고 2013년부터 대폭 호전될 것으로 예상함.

>>> 삼성전자(005930): 반도체/FPD부문 주목 → 목표주가 187만원 유지

우리는 2013년도 예상실적 기준 EPS 163,619원에 Target PER 11.4배를 적용하여, 목표주가 187만원을 유지함. Risk Factor는 ① Smart Phone/태블릿 PC 등에서 있어 해외 경쟁사의 무차별적인 특허공세로 인한 로열티(Royalty) 부담이 늘어날 가능성, ② 원/달러 환율의 평가절상으로 수출 채산성이 악화될 가능성, ③ Smart Phone의 경쟁 심화로 정보통신부문의 OP Margin이 감소할 가능성이 있음.

4Q12 매출액은 6%QoQ 증가한 55.2조원, 계절성으로 인한 판매관리비 증가와 특허 Royalty 일부를 충당금을 반영하여(4,500억원) 영업이익은 5%QoQ 감소한 7.7조원으로 매우 양호한 실적을 시현할 것으로 전망. 2012년의 연간 매출액은 핵심부품의 내재화 비중증가에도 불구하고 21%YoY 증가한 200조원에 달하며 영업이익은 78%YoY 증가한 28.4조원에 달할 것으로 추정함.

2013년 매출액은 11%YoY 증가에 221조원으로 추정하며 영업이익은 반도체 부문과 자회사인 SDC의 FPD의 '승자독식 효과', 업황호전으로 23%YoY 증가한 34.8조원(당초 33.8조원)으로 상향함.

삼성전자 분기별 전망 (단위: 십억원, %)

	2011년				2012년 E				2013년 E				2010	2011	2012 (E)	2013 (E)
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
매출액	36,985	39,439	41,274	47,304	45,271	47,597	52,089	55,212	50,578	55,276	56,685	58,874	154,630	165,002	200,168	221,414
YoY	7%	4%	3%	13%	22%	21%	26%	17%	12%	16%	9%	7%	13%	7%	21%	11%
QoQ	-12%	7%	5%	15%	-4%	5%	9%	6%	-8%	9%	3%	4%				
반도체부문	9,180	9,155	9,483	9,172	7,980	9,105	9,685	10,341	10,347	11,453	11,849	11,679	37,645	38,620	37,111	45,328
영업이익	2,949	3,752	4,253	5,296	5,850	6,724	8,103	7,710	7,705	9,087	9,462	8,560	17,296	16,250	28,388	34,814
YoY	-33%	-25%	-13%	76%	98%	79%	91%	46%	32%	35%	17%	11%	58%	-6%	75%	23%
QoQ	-2%	27%	13%	25%	10%	15%	21%	-5%	0%	18%	4%	-10%				
영업이익률	8%	10%	10%	11%	13%	14%	16%	14%	15%	16%	17%	15%	11%	10%	14%	16%
반도체부문	1,638	1,796	1,593	2,310	1,190	1,411	1,698	2,206	2,298	3,151	3,505	3,454	10,158	7,337	6,505	12,408

자료: 삼성전자, 키움증권 추정

주: 1) 반도체 영업이익은 삼성전자 발표와 상이함, 2) 원/달러 환율 1Q13 1,100원 → 2Q13 1,070원 → 2H13 1,050원 기준.

반도체 부문: 4Q12 실적 모멘텀 본격화 → 2013년 승자독식효과 배가

반도체부문(=메모리+Sys.LSI+LED)은 메모리(事) ‘승자독식’, Sys.LSI(事) ‘승자독주’, LED(事) ‘영업흑자’ IT 경기와 무관하게 4Q12부터 실적 모멘텀 가속화될 전망이다. 4Q12의 매출액과 영업이익은 각각 13%QoQ, 30%QoQ 증가한 10.34조원, 2.2조원으로 추정함. 2012년의 반도체 부문의 매출액은 전년과 동일한 37.1조원, 영업이익은 11%YoY 감소한 6.5조원으로 예상보다 부진. (영업이익 회사측과 상이) 2013년 매출은 23%YoY 증가한 45.3조원, 영업이익은 보수적으로 91%YoY 급증한 12.4조원(OPM 27%)을 상회할 것으로 추정. 사업부별로 영업이익은 메모리(事)가 124%YoY 증가한 8.6조원, Sys.LSI(事)가 48%YoY 증가한 3.8조원을 상회할 것으로 예상함. 우리는 메모리(事)에서 ‘과점화/승자독식’, Sys.LSI(事)에서 ‘승자독주’가 가속화되고 있어 우리의 전망치를 상회할 개연성이 매우 높다고 판단함.

FPD(SD) 부문: 2013년에 TFT-LCD 산업의 공급부족에 주목

FPD 부문(=TFT-LCD+AMLOED)은 대형인 LCD(事)의 ‘체질개선+수급호전’, AMOLED 사업에서 ‘승자독식 효과’로 인해서 3Q12에 이어 4Q12부터 실적 모멘텀도 가속화될 전망이다. 우리는 2012년에 동사 FPD 부문 매출은 15%YoY 증가한 33.8조원, 영업손익은 3조원 내외의 대규모 영업흑자로 전환이 확실시됨. 2013년 매출은 TV용 패널의 Cell Biz. 비중 증가로 35조원에 그치나 영업이익은 42%YoY 급증한 4.2조원으로 추정함.

정보통신(IM) 부문: Smart Phone 독주 + 태블릿 PC 고성장

1위로 부상한 Smart Phone에서 동사의 Leadership이 더욱 강화될 전망이다. 특히 ① 저가형까지 Full Line-up 구축으로 Smart Phone 출하량이 2012년에 2.2억대 → 2013년 2.8억대 이상으로 고성장세가 지속되며, ② 갤럭시S3→갤럭시노트2의 성공적인 Launching으로 Premium급 Smart Phone 시장에서 Apple을 제치고 독보적 경쟁력을 유지할 것으로 보여 2013년에도 정보통신부문의 외형과 수익호조는 지속될 전망이다. Risk Factor는 반도체 가격의 급등에 따른 재료비 비중 증가가 수익성 저하로 이어질 가능성 있음.

태블릿 PC/Slate PC/Ultrabook/통신장비 부문에서의 Leadership도 강화될 전망이다. ① Smart Phone과 달리 태블릿 PC에서 부진했던 동사는 2H12부터 갤럭시탭의 차별화된 신제품과 공격적인 Marketing 과 유통채널 확보로 태블릿 PC의 판매량이 급증할 것으로 전망함. 우리는 동사 갤럭시탭 판매량이 1H12 470만대→2H12 980만대→2013년 3,000만대를 상회할 것으로 보이며 특히 기업용 B2B 시장서 동사의 경쟁력이 더욱 강화될 전망이다. ② LTE 통신장비 시장에서 선전과 더불어 ARM CPU 기반의 Slate PC, High-end급 Ultrabook 시장에서도 Top Tier로 부상이 정보통신부문의 실적호조에 일조할 전망이다.

>>> SK하이닉스(000660): 4Q12부터 실적 모멘텀 + 중기전망 긍정적

PC 수요부진이 PC용 DRAM 가격 하락폭 심화로 이어졌음에도 불구하고 동사의 3Q12 영업적자는 150억원으로 당초 예상을 크게 상회하는 양호한 실적 시현. 이는 NAND/Mobile DRAM 매출 비중이 크게 확대됐고, 공정 미세화를 통한 원가절감이 크게 작용한 것으로 파악됨.

3Q12말부터 수요 회복이 본격화된 Mobile DRAM과 NAND 가격 급등이 Fully 반영되는 4Q12부터 동사 실적은 Turn Around가 가속화될 전망이다.

Mobile DRAM과 NAND 가격의 반등과 판매량 증가, PC용 DRAM의 생산축소, 공정미세화를 통한 원가절감 등으로 4Q12 매출과 영업이익은 각각 2.82조원, 2,651억원으로 추정하며 2013년에 동사의 실적 모멘텀이 가속화될 것으로 전망함.

2013년 매출액이 12.6조원(23%YoY) 추정되며 영업이익도 2.95조원으로 OP Margin도 23% 이상으로 2013년이 승자독식효과의 원년으로 기록될 전망. (보수적 추정)

4Q12부터 강력한 실적 Turn Around, 2013~2014년의 장기호황 국면, 과점산업이라는 점을 고려하여 동사의 목표주가를 3.9만원으로 유지함. 목표주가 3.9만원은 2013년도 예상실적 기준 PER 11.5배를 적용하였음.

2012년을 변곡점으로 메모리 수요도 기존 PC용 DRAM에서 Mobile DRAM과 NAND로 전환되고 2013년에 가속화될 것으로 예상됨. 삼성전자 다음으로 제품 Portfolio가 뛰어난 동사의 주가도 Mobile 메모리와 주가가 연계되어야 한다고 판단함. PC용 DRAM 가격 회복지연이 최근에 주가의 횡보세로 이어지고 있는 현시점이 비중확대의 적기로 판단함.

투자 포인트는 ① 지난 30년간 지속된 메모리의 공급법칙 대변화로 Global IT 경기와 무관하게 메모리 수요가 호전될 수 밖에 없으며, ② 과점산업의 특성상 동사는 2013년에 '승자독식 효과'가 배가되고, ③ 2013년 실적도 우리의 추정치를 상회할 가능성이 매우 높음.

SK하이닉스 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	2011년				2012년 E				2013년 E				2010	2011	2012 (E)	2013 (E)
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
매출액	2,793	2,758	2,291	2,553	2,388	2,632	2,423	2,816	2,814	3,178	3,272	3,357	12,106	10,396	10,260	12,622
YoY	1%	-15%	-30%	-4%	-14%	-5%	6%	10%	18%	21%	35%	19%		-13%	-1%	23%
QoQ	5%	-1%	-17%	11%	-6%	10%	-8%	16%	0%	13%	3%	3%				
영업이익	323	447	-277	-167	-260	23	-15	265	316	756	902	972	3,139	325	13	2,946
YoY	-58%	-57%	적전	적전	적전	-95%	적지	흑전	흑전	3,213%	흑전	267%		-90%	-96%	13423%
QoQ	0%	38%	적전	적지	적지	흑전	적전	흑전	19%	139%	19%	8%				
영업이익률	12%	16%	-12%	-7%	-11%	1%	-1%	9%	11%	24%	28%	29%	26%	3%	0%	23%

자료: SK하이닉스, 키움증권추정

Top-Picks 투자의견과 투자지표 요약

투자의견 목표주가	삼성전자					SK 하이닉스				
	BUY(Maintain)					BUY(Maintain)				
	1,870,000원(유지)					39,000원(유지)				
	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	1,546,303	1,650,018	2,001,680	2,214,139	2,435,553	119,734	103,958	102,596	126,217	138,839
보고영업이익(억원)	172,965	162,497	283,879	348,138	429,715	31,393	3,255	125	29,455	39,842
핵심영업이익(억원)	166,210	154,549	278,435	348,138	429,715	30,890	1,052	-166	29,455	39,842
EBITDA(억원)	280,149	290,470	430,179	480,190	577,952	49,445	35,721	26,302	59,893	72,347
세전이익(억원)	193,287	171,590	293,988	363,638	431,349	27,001	451	-783	29,550	39,163
순이익(억원)	161,465	137,341	231,335	286,330	326,963	26,479	-560	-1,368	23,640	29,686
EPS(원)	92,863	78,522	131,915	163,619	186,446	4,486	-96	-201	3,396	4,328
증감율(%YoY)	65.1	-15.4	68.0	24.0	14.0	흑전	적전	적지	흑전	27.4
PER(배)	10.2	13.5	9.9	7.9	7.0	5.4	NA	NA	7.3	5.7
PBR(배)	1.9	1.8	1.8	1.5	1.2	1.7	1.7	2.1	1.6	1.3
EV/EBITDA(배)	5.2	5.6	4.6	3.7	2.5	3.4	5.0	8.6	3.6	2.6
영업이익률(%)	11.2	9.8	14.2	15.7	17.6	26.2	3.1	0.1	23.3	28.7
ROE(%)	19.9	14.4	20.6	20.7	19.4	38.9	-0.7	-1.7	25.1	24.5
순부채비율(%)	-13.1	-12.0	-12.9	-25.8	-37.1	33.2	62.2	73.9	45.2	18.3

자료: 키움증권 리서치센터 주: K-IFRS 연결 기준

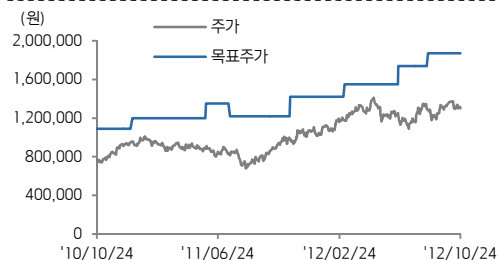
투자이건 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이건	목표주가
삼성전자 (005930)	2010/08/05	BUY (Maintain)	1,090,000원
	2010/09/08	BUY (Maintain)	1,090,000원
	2010/11/08	BUY (Maintain)	1,090,000원
	2011/01/03	BUY (Maintain)	1,200,000원
	2011/02/14	BUY (Maintain)	1,200,000원
	2011/03/08	BUY (Maintain)	1,200,000원
	2011/03/21	BUY (Maintain)	1,200,000원
	2011/04/14	BUY (Maintain)	1,200,000원
	2011/05/30	BUY (Maintain)	1,200,000원
	2011/05/31	BUY (Maintain)	1,200,000원
	2011/06/07	BUY (Maintain)	1,350,000원
	2011/07/05	BUY (Maintain)	1,350,000원
	2011/07/18	BUY (Maintain)	1,220,000원
	2011/07/26	BUY (Maintain)	1,220,000원
	2011/08/29	BUY (Maintain)	1,220,000원
	2011/09/14	BUY (Maintain)	1,220,000원
	2011/10/04	BUY (Maintain)	1,220,000원
	2011/11/16	BUY (Maintain)	1,420,000원
	2012/01/25	BUY (Maintain)	1,420,000원
	2012/03/05	BUY (Maintain)	1,550,000원
	2012/06/04	BUY (Maintain)	1,550,000원
	2012/06/21	BUY (Maintain)	1,740,000원
	2012/08/20	BUY (Maintain)	1,870,000원
	2012/10/25	BUY (Maintain)	1,870,000원

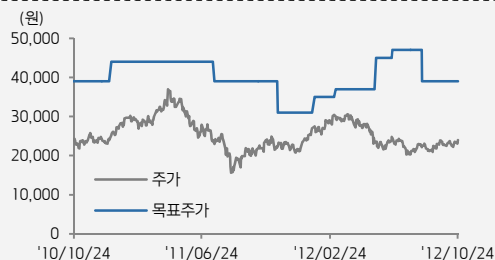
종목명	일자	투자이건	목표주가
SK하이닉스 (000660)	2010/08/05	BUY (Maintain)	39,000원
	2010/09/08	BUY (Maintain)	39,000원
	2010/11/08	BUY (Maintain)	39,000원
	2011/01/03	BUY (Maintain)	44,000원
	2011/02/14	BUY (Maintain)	44,000원
	2011/03/21	BUY (Maintain)	44,000원
	2011/04/14	BUY (Maintain)	44,000원
	2011/05/30	BUY (Maintain)	44,000원
	2011/05/31	BUY (Maintain)	44,000원
	2011/07/05	BUY (Maintain)	44,000원
	2011/07/18	BUY (Maintain)	39,000원
	2011/07/26	BUY (Maintain)	39,000원
	2011/08/29	BUY (Maintain)	39,000원
	2011/09/14	BUY (Maintain)	39,000원
	2011/11/16	BUY (Maintain)	31,000원
	2012/01/25	BUY (Maintain)	35,000원
	2012/03/05	BUY (Maintain)	37,000원
	2012/05/21	BUY (Maintain)	45,000원
	2012/06/04	BUY (Maintain)	45,000원
	2012/06/21	BUY (Maintain)	47,000원
	2012/08/20	BUY (Maintain)	39,000원
	2012/10/25	BUY (Maintain)	39,000원

목표주가 추이 (2개년)

삼성전자



SK하이닉스



투자이건 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		