

SK하이닉스 (000660)

기업분석 | 반도체/IT

2013년 1월 31일

Analyst 이승우 ☎ 02 6915 5771 [swleesw@ibks.com]

매수(유지)

1분기 숨고르기 후 점진적 회복 예상

목표주가 33,000원
현재가 (1/30) 24,350원

KOSPI (1/30)	1,964.43pt
시가총액	16,903십억원
발행주식수	694,156천주
액면가	5,000원
52주 최고가	30,550원
최저가	20,250원
60일 일평균거래대금	121십억원
외국인 지분율	24.8%
배당수익률 (11.12월)	0.0%
주요제품 매출비중	
DRAM	75%
NAND	25%
주주구성	
SK텔레콤 외 4 인	21.05%
국민연금공단	9.10%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	-5% 14% -7%
절대기준	-4% 7% -8%

4Q 리뷰: 예상수준에 근접한 결과

SK하이닉스의 4분기 실적은 매출 2.72조원, 영업이익 550억원, 순이익 1,640억원을 기록했다. 인센티브 약 400억원을 감안하면, 당사 영업이익 추정치 970억원에 근접한 것으로 평가된다. 환율하락에 따른 외환관련 이익과 법인세 환급에 힘입어 순이익은 오히려 당사 추정치를 상회했다. 빛그로스는 DRAM +28%, NAND +19%였으며, ASP는 DRAM -10%, NAND +6%를 기록했다.

1Q 전망: DRAM 빛그로스 감소 + 환율하락 효과로 매출액 감소

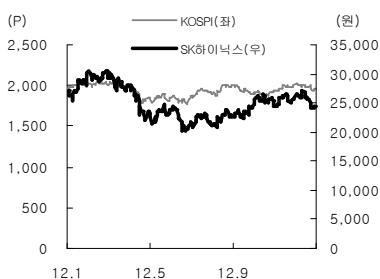
1분기 빛그로스 가이던스는 DRAM 한자리중반 감소, NAND 한자리중반 증가로 제시되었다. ASP가 크게 상승하지 못할 경우 환율하락 효과와 맞물려 매출액 감소가 불가피해 보인다. 1분기 환율 1,064원과 DRAM, NAND ASP를 각각 +3%, -8%로 가정할 경우 1분기 매출액은 2.6조원, 영업이익은 810억원으로 예상되어 기존 당사 추정치(매출 2.67조원, 영업이익 1,410억원)를 하회할 것으로 보인다.

투자 의견 매수(유지), 목표가 33,000원(하향)

1분기 비수기영향과, 매크로 불확실성 확대로 2013년 연간 실적을 매출액 11.6조원, 영업이익 1.4조원, 순이익 1.1조원으로 종전 추정치 대비 각각 4%, 13%, 15% 하향 조정한다. 실적추정 하향에 따라, 목표가를 33,000원(P/B 2X)으로 3% 하향한다. 그러나, 큰 그림에서 볼 때, 2년 여간 하락사이클을 겪은 DRAM 업황은 회복 가능성이 매우 높아, 실적 및 주가는 점진적인 회복세를 보일 것으로 기대되어, 투자의견은 매수를 유지한다.

엔화약세에 따른 일본 업체(도시바, 엘피다)들의 경쟁력 향상과 모바일 DRAM의 경쟁심화, PC 및 스마트폰 수요 증가율 둔화, 그리고 일부 채권단 물량의 오버행 이슈 등은 실적 및 주가에 리스크 요인이 될 수 있다.

SK하이닉스 주가추이



(단위:십억원/배)	2010	2011	2012	2013F	2014F
매출액	12,106	10,396	10,162	11,621	12,863
영업이익	2,975	369	-227	1,410	2,393
세전이익	2,666	45	-199	1,218	2,329
자배주순이익	2,621	-57	-159	1,097	1,996
EPS(원)	4,441	-96	-268	1,853	3,371
증가율(%)	흑전	적전	적지	흑전	81.9
영업이익률(%)	24.6	3.5	-2.2	12.1	18.6
순이익률(%)	21.5	-0.5	-1.6	9.4	15.5
ROE(%)	39.2	-0.7	-1.8	10.7	17.2
PER	5.4	-229.3	-96.0	13.1	7.2
PBR	1.9	1.8	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA	3.1	4.8	8.0	4.7	3.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

표 1. SK하이닉스 4분기 실적 요약비교

(십억원)	11.4Q	12.3Q	12.4Q		차이		
			Actual	IBK	Y/Y	Q/Q	A/E
매출액	2,553	2,423	2,718	2,690	6%	12%	1%
DRAM	1,735	1,687	1,865	1,822	8%	11%	2%
NAND	770	617	747	737	-3%	21%	1%
매출비중							
DRAM	68%	70%	69%	68%	1%	-1%	1%
NAND	30%	25%	27%	27%	-3%	2%	0%
영업코스트	2,721	2,447	2,663	2,593	-2%	9%	3%
영업이익	-167	-24	55	97	흑전	흑전	-43%
DRAM	-283	-17	-6	16	적축	적축	-137%
NAND	122	-4	61	74	-50%	흑전	-17%
영업이익률	-7%	-1%	2%	4%	9%	3%	-2%
DRAM	-16%	-1%	0%	1%	16%	1%	-1%
NAND	16%	-1%	8%	10%	-8%	9%	-2%
세전이익	-157	5	110	124	흑전	2029%	-11%
순이익	-240	2	164	124	흑전	7920%	31%
DRAM B/G	30%	-5%	28%	16%			
DRAM ASP	-19%	-8%	-10%	-2%			
NAND B/G	24%	5%	19%	18%			
NAND ASP	-14%	3%	6%	4%			

자료: IBK투자증권

표 2. SK하이닉스 1분기 및 2013년 실적추정치 변경 내용 요약

(십억원)	13.1Q(F)			2013F		
	종전	신규	차이	종전	신규	차이
평균 환율	1,060	1,064	0%	1,075	1,071	0%
기말 환율	1,070	1,070	0%	1,100	1,100	0%
매출액	2,675	2,600	-3%	12,080	11,621	-4%
DRAM	1,823	1,769	-3%	8,450	7,936	-6%
NAND	748	726	-3%	3,065	3,121	2%
영업이익	141	81	-43%	1,619	1,410	-13%
DRAM	80	19	NA	1,233	926	-25%
NAND	56	58	5%	345	451	31%
순이익	91	44	-51%	1,287	1,097	-15%
EPS (원)				2,173	1,853	-15%
BPS (원)				17,015	16,460	-3%
DRAM B/G	0%	-5%	-5%	26%	26%	0%
DRAM ASP	3%	3%	0%	-1%	-1%	0%
NAND B/G	15%	6%	-9%	54%	54%	0%
NAND ASP	-10%	-8%	2%	-20%	-20%	0%

자료: IBK투자증권

2013년 예상 실적을 매출액 11,6조원, 영업이익 1,4조원, 순이익 1,1조원으로 종전추정치 대비 각각 4%, 13%, 15% 하향한다. 이에 따라, EPS와 BPS도 종전보다 15%, 3%씩 조정되었다. SK하이닉스에 대한 목표가 설정은 BPS에 2배 멀티플을 적용해 왔기 때문에 목표가도 종전 34,000원에서 33,000원으로 3% 소폭 조정되었다. 그러나, 1분기 계절적 비수기를 지나면서, 업황 및 실적 회복 추세가 계속될 것이라는 점에서 투자의견은 기존 매수를 유지한다.

표 3. SK하이닉스 DRAM, NAND 주요가정

하이닉스 실적요약	2012				2013				2011	2012	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)				
DRAM (2Gb eq.)												
출하량 (Mil. units)	875	938	887	1,133	1,076	1,126	1,248	1,311	2,525	3,833	4,761	5,980
Q/Q, Y/Y	9%	7%	-5%	28%	-5%	5%	11%	5%	53%	52%	24%	26%
Hynix ASP (\$/2Gb)	1.7	1.8	1.7	1.5	1.6	1.6	1.6	1.5	2.6	1.7	1.6	1.4
Q/Q, Y/Y	-10%	6%	-8%	-10%	3%	2%	-1%	-2%	-49%	-37%	-6%	-10%
NAND (64Gb eq.)												
출하량 (Mil. units)	98	106	111	133	140	157	182	207	288	448	686	1,016
Q/Q, Y/Y	2%	9%	5%	19%	6%	12%	16%	14%	148%	55%	53%	48%
ASP (\$/64Gb)	6.7	5.7	5.9	6.2	5.7	5.3	4.7	4.5	9.9	6.1	5.0	3.4
Q/Q, Y/Y	-16%	-15%	3%	6%	-8%	-8%	-10%	-5%	-40%	-38%	-18%	-31%

자료: IBK투자증권

표 4. SK하이닉스 실적 추정 요약

하이닉스 실적요약	2012				2013				2011	2012	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)				
환율												
원/달러 (평균)	1,132	1,152	1,133	1,091	1,064	1,065	1,074	1,080	1,108	1,127	1,071	1,078
원/달러 (기말)	1,138	1,154	1,115	1,071	1,065	1,070	1,080	1,080	1,150	1,071	1,080	1,080
매출액 (십억원)	2,388	2,632	2,423	2,718	2,600	2,762	3,049	3,210	10,396	10,161	11,621	12,863
Y/Y	-14%	-5%	6%	6%	9%	5%	26%	18%	-14%	-2%	14%	11%
Q/Q	-6%	10%	-8%	12%	-4%	6%	10%	5%				
DRAM	1,684	1,962	1,687	1,865	1,769	1,897	2,098	2,171	7,414	7,198	7,936	8,979
NAND	624	591	617	747	726	751	789	855	2,811	2,579	3,121	3,192
비메모리	80	79	119	105	105	114	162	183	170	383	564	692
DRAM 비중	71%	75%	70%	69%	68%	69%	69%	68%	71%	71%	68%	70%
NAND 비중	26%	22%	25%	27%	28%	27%	26%	27%	27%	25%	27%	25%
총영업코스트	2,669	2,609	2,447	2,663	2,519	2,501	2,582	2,608	10,027	10,388	10,211	10,471
EBITDA (십억원)	558	793	764	857	886	1,070	1,280	1,419	3,836	2,972	4,655	5,643
% of Sales	23%	30%	32%	32%	34%	39%	42%	44%	37%	29%	40%	44%
영업이익	-281	23	-24	55	81	260	467	602	369	-227	1,410	2,393
DRAM	-303	56	-17	-6	19	165	333	410	-138	-270	926	1,926
NAND	28	-36	-4	61	58	91	124	177	510	49	451	404
영업이익률	-12%	1%	-1%	2%	3%	9%	15%	19%	4%	-2%	12%	19%
DRAM	-18%	3%	-1%	0%	1%	9%	16%	19%	-2%	-4%	12%	21%
NAND	4%	-6%	-1%	8%	8%	12%	16%	21%	18%	2%	14%	13%
세전이익	-271	-44	5	110	44	206	406	561	45	-199	1,218	2,329
순이익	-271	-53	2	164	44	194	366	494	-56	-159	1,097	1,996
지배주주순이익	-271	-53	2	164	44	194	366	494	-57	-159	1,097	1,996
EPS (원)									-96	-268	1,853	3,371
YoY									NA	NA	NA	82%
BPS (원)									12,105	14,784	16,460	19,646

자료: IBK투자증권

한편, DRAM Exchange의 1월 후반기 DRAM 고정거래가격(2Gb DDR3)은 약 3% 상승한 0.95달러를 기록했다. 이로써, DRAM 고정거래가격은 1월 한달 간 14% 가량 상승하게 되었다. 다만, 비록 상승하긴 했지만, 동일제품의 현물가격(1.28달러)과의 가격 차이를 고려할 때, 이번 고정거래가 상승폭은 아쉬움이 없을 수는 없을 것이다.

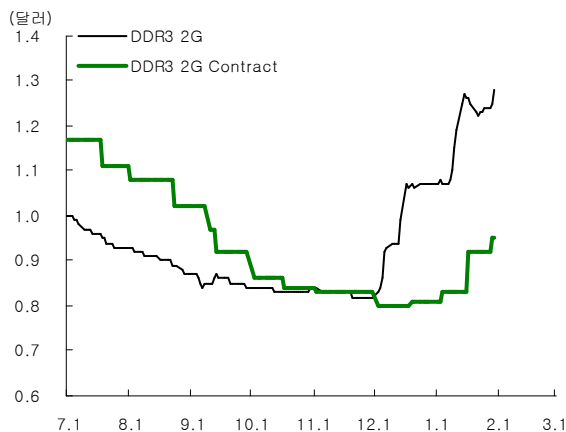
한편, NAND 고정거래가격은 64Gb MLC의 경우 보합, 32G MLC의 경우 2%대의 상승을 기록했다. 상승 속도에 대한 눈높이 차이가 있는 것은 분명하지만, 비수기라는 계절적 특성을 감안하면, DRAM, NAND 모두 최근의 가격 흐름이 괜찮은 편이다. 따라서, DRAM, NAND 업황에 대해서는 계속해서 회복 관점에서 볼 필요가 있다.

표 5. DRAM, NAND 고정가 추이

		DRAM				NAND			
		DDR3 4GB 모듈		DDR3 2Gb 칩		MLC 64G		MLC 32G	
		(\$)	chg.	(\$)	chg.	(\$)	chg.	(\$)	chg.
12.7	1H	20.25	-4.7%	1.11	-5.3%	3.86	0.5%	2.14	0.9%
	2H	19.75	-2.5%	1.08	-2.7%	3.87	0.3%	2.18	1.9%
12.8	1H	18.75	-5.1%	1.02	-5.6%	3.87	0.0%	2.18	0.0%
	2H	18.00	-4.0%	0.97	-4.9%	3.87	0.0%	2.18	0.0%
12.9	1H	17.25	-4.2%	0.92	-5.2%	3.91	1.0%	2.22	1.8%
	2H	16.25	-5.8%	0.86	-6.5%	4.26	9.0%	2.41	8.6%
12.10	1H	16.00	-1.5%	0.84	-2.3%	4.99	17.1%	2.59	7.5%
	2H	15.75	-1.6%	0.83	-1.2%	5.52	10.6%	2.59	0.0%
12.11	1H	15.75	0.0%	0.83	0.0%	5.40	-2.2%	2.52	-2.7%
	2H	15.25	-3.2%	0.80	-3.6%	4.98	-7.8%	2.52	0.0%
12.12	1H	15.50	1.6%	0.81	1.3%	4.98	0.0%	2.47	-2.0%
	2H	15.75	1.6%	0.83	2.5%	4.98	0.0%	2.47	0.0%
13.1	1H	17.25	9.5%	0.92	10.8%	5.00	0.4%	2.51	1.6%
	2H	17.75	2.9%	0.95	3.3%	5.00	0.0%	2.57	2.4%

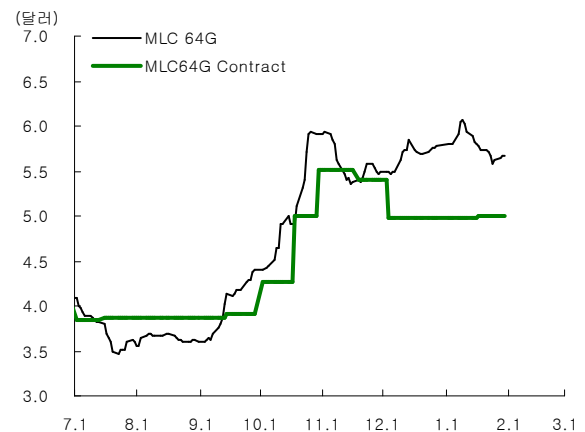
자료: DRAM Exchange, IBK투자증권

그림 1. DRAM 가격 동향



자료: DRAM Exchange, IBK투자증권

그림 2. NAND 가격 동향



자료: DRAM Exchange, IBK투자증권

컨퍼런스 콜 Q&A 정리/요약

Q: 환율 익스포저와 이것이 영업단과 영업외이익단에 미치는 영향은?

A: 전체 영업비용의 50%가 외화. 매출은 대부분이 달러베이스(97%). 영업외이익단에서는 20억불정도 외화부채 존재

Q: 엔화약세로 도시바와 엘피다의 원가경쟁력 향상이 예상되는데, 이에 대한 견해는?

A: 작년 12월부터 엔화의 급속한 약세로 엘피다와 도시바 두 회사의 경쟁력이 좋아 질 것이라 생각. 하지만 삼성, 마이크론과 달리 우리와 격차가 있기 때문에 저들보다는 우리가 환율을 어떻게 커버하느냐가 중요한 문제라고 생각

Q: 2013년 연간 환율 가정은?

A: 달러 환율은 연간 평균 1,060원, 엔화는 80엔 후반대 전망

Q: 모바일 DRAM 수급 전망?

A: 1분기는 계절적 영향으로 전분기 대비 수요 감소 예상. 2013년 연간으로는 모바일 DRAM시장이 더욱 커질 것이고, 플레이어가 늘어나고 경쟁이 치열해질 것으로 봄. 우리도 경쟁력을 잃지 않도록 유지하고 있음. 경쟁이 치열해지는 것 못지 않게 시장이 커지는 게 더 긍정적으로 작용할 것으로 전망

Q: 모바일 DRAM 가격 전망?

A: 향후 모바일 디램 시장은 로우엔드와 하이엔드로 나뉘어서 양분화될 전망. 로우엔드는 프리미엄을 좀 잃겠지만, 하이엔드는 프리미엄을 유지할 것으로 판단

Q: 주요 스마트폰 업체의 수요가 우려되고 있고, 중국이 기회인데 어떻게 봐야하는지. 특히 상반기 중국쪽에 대해서 어느 정도를 기대하나?

A: 모바일 제품 고객이 다각화 되어있어, 특정기업 실적에 따라서 많은 영향을 받지는 않을 것. 4분기 대비 1분기가 계절적 비수기이긴 하지만 전반적으로 중국시장은 작년 4분기와 비슷하게 유지될 것으로 봄. 채널시장 수요가 감소하고 있다고 하는데, 채널시장에서는 재고가 쌓이고 수요가 슬로우한 반면, 캐리어 시장과 OEM 수요는 지속적으로 강세를 보이는 것으로 파악 중

Q: 1분기, 연간 빛그로스, ASP

A: 빛그로스 DRAM 1분기 한자리수 중반 하락(기저효과), NAND 한자리수 중반 증가, 연간 빛그로스는 DRAM 20% 중반 증가, NAND는 40% 중반대 증가 예상.

Q: 2y나노 DRAM은 언제 양산할 예정인지? 모바일과 PC에서 2y나노 적용 계획은?

A: PC용 모바일용 차이없이 보수적으로 상반기 이내 개발 완료 예상. 하반기에는 양산 가능할 듯

Q: 캐팩스 가이드نس 범위는?

A: 아직 확정된 것 없음. 작년 3.85조원 대비 증가하지는 않을 듯

Q: 인센티브 규모와 회계기준 변화가 있는지에 대해서 설명해달라.

A: 작년 10월 K-IFRS 계정 변경으로 약 200억원 규모(손익의 10%)의 영업이익 악화 요인이 발생. 보너스는 약 400~500억 정도 지급

Q: V-NAND 양산을 계획하고 있는 시점이 내년 언제쯤인지?

A: 현재 개발 중. 3분기 내로 개발 완료해서 내년 초에 제품 출시 계획

Q: TLC 개발과 양산 계획

A: 1x에서 개발 중, 현재 TLC가 적용된 타사 SSD하고 eMMC가 출하되고 있지만 아직 성능과 원가개선에서 큰 개선이 없는 것으로 판단. TLC SSD가 시장에서 아직은 커질 것으로 보고 있지 않으나, 개발을 진행해 내년에 TLC 제품군 출시 준비 중

Q: 다음 미세공정은 어떤 것인지?

A: 20나노 양산 중이기 때문에 다음 1x는 16나노 근방이 될 것

Q: DRAM 웨이퍼 캐파가 줄어드는데(전년도대비 약 10%), 어느 쪽에서 줄어들 것으로 보는지?

A: 타이완 캐파가 상당히 비활성화 될 것으로 예상되며, 또한 미세공정 난이도 증가에 따른 자연스러운 캐파 조정이 있을 것으로 예상

Q: 4분기 매출이 늘었지만, 영업비용이 전분기대비 2000억이상 늘어났는데, 일회성인지, 아니면 다른 원인이 있는지?

A: 인센티브+1500억(모바일비중 증가부분)+웨이퍼 투입 증가가 주요 원인. 3분기 영업비용은 소송관련 환급이 반영되어서 비정상적인 부분이었음. 올해 영업비용대비 내년 영업비용이 연간으로 크게 증가할 것 같지는 않음. 작년 10.4조였고, 올해 2~3% 증가 예상

Q: PI가 4분기 많이 계상되었는데, 1분기에는 어떻게 계상되어서 영향을 미칠지?

A: 작년 상반기에는 손익과 관계없이 생산량에 따라 PI 지급. 하반기에는 노사 협약을 일부 수정해서 생산목표와 손익에 따른 지급방식을 합의. 당초 PI가 지급되지 않을 것이라 생각했는데, 시장이 호전되면서 지급하게 되었음. 내년은 작년 하반기와 유사하게 유지한다면, 상식적인 비용으로 카운트하긴 어려울 듯

Q: 매출 기준으로 모바일과 PC DRAM 비중이 1분기에 어떤 방향성을 보일지?

A: 모바일 비중 일부가 서버로 움직이고, PC는 유지 또는 감소

Q: NAND 대형거래선하고 MCP 쪽 방향성이 1분기내에 어떻게 될지?

A: NAND가 대부분 대형업체이다보니 의도적으로 대형업체를 늘리고 있음. 모바일 MCP도 계절성이 있기 때문에 4분기대비는 줄어들 것으로 보고 있음.

Q: 현재 신미세공정 기술 적용 현황은?

A: NAND는 16나노 근방에서 적용 중, DRAM에선 2y나노 쿼드패터닝 기술 적용 중. EUV는 아직 준비 안됨.

Q: 중국과 선도업체들의 기기당 기가바이트 시스템 전망은?

A: 모바일에서 시장 선도업체와 중국 업체들간의 기가바이트 채택은 현저히 다르게 가고 있음. DRAM은 작년에 선도업체들이 1기가바이트, 올해는 2기가 바이트를 채택하고 있음. NAND는 15기가와 35기가를 채택하고 있음. 반면에 중국은 DRAM 기준으로 현재 512메가, NAND는 4기가 수준을 사용. 그렇기 때문에 중국과 선도업체들의 기기당 기가바이트 시스템은 유지 될 것으로 봄. 중국업체와 선도업체들의 갭은 자체는 유지될 것으로 예상

Q: 현재 2기가바이트 모바일 DRAM이 주력인데, 이게 어느 정도까지 성장할지?

A: 컨트롤러에 1채널당 1기가의 DRAM이 적용 가능한데, 현재는 2채널까지 나왔음. 내년엔 쉔캄 등에서 개발하고 있는 4채널이 개발 완료되면 채널당 1기가씩 해서 4기가까지 늘어날 것으로 판단. 현재 상황을 보면 DRAM은 성능이 성장할 부분이 남아있지만, NAND는 그에 비해 많이 발전한 상황이라 성능의 개선보다는 출하량의 증가에 의한 기가바이트 증가로 이어질 것으로 생각.

Q: 중국 OEM의 현재 비중과 향후 영향력은?

A: 현재 글로벌 모바일 DRAM 출하량 중 2011년 중국의 비중이 25%였고, 2012년은 35% 예상. 그러나, 올해 글로벌 스마트폰 성장률이 35%이고 중국이 80%로 전망되기 때문에 이런 추세가 지속된다면 중국의 영향력은 점점 커질 전망

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원 등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	증권한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당사항없음

투자이견 안내

종목 투자이견 (절대수익률 기준)				업종 투자이견 (상대수익률 기준)		투자 기간
적극매수	40% ~	매수	15% ~	비중확대	+10% ~	12개월
중립	-15% ~ 15%	중립	-10% ~ +10%	비중축소	~ -10%	
비중축소	~ -15%					

◆적극매수 ▲매수 ●중립 ■비중축소 Not Rated 또는 담당자 변경

SK하이닉스 [매수 / TP: 33,000 원]

