

SK하이닉스 (000660/매수)

반도체

PC DRAM 공급 부족에 주목!

What's New: 상반기 PC DRAM 공급 부족 지속될 전망

최근 PC DRAM 현물 가격은 1.36달러에 이르고 있다. 고정거래가격은 1월에만 14.5% 올랐으나 0.95달러에 불과하다. 현물가격 프리미엄이 무려 43%에 달한다. 모바일 시장의 확대가 지속되고 있지만, 'PC DRAM 시장을 어떻게 바라볼 것인가?'가 올 상반기 DRAM 업황 판단에서 의외로 매우 중요한 변수로 판단된다. 특히 1분기에도 지속되고 있는 PC 수요 부진을 고려하면, 최근의 가격 급등세는 완연한 공급 부족(Shortage)를 시사하고 있다.

우리는 Commodity DRAM의 공급 부족이 일시적인 것이 아니라 상반기 내내 지속될 것으로 판단한다. 이유는 크게 세 가지이다. 1) 2Q13 이후 스마트폰 수요 증가에 따라 1st Tier DRAM 업체들이 PC DRAM을 다시 증산할 가능성은 낮다고 판단된다. 2) 마이크론은 성기풀 Fab의 DRAM 설비를 NAND로 전환(월 6만장)할 계획이다. 3) 파워칩의 P3 라인(월 4.5만장)은 글로벌 파운드리로 매틱이 완료되어, 가격 상승 시에도 증산 가능성이 사라졌다.

Catalysts: 2Q13 고정거래가격 1.3달러까지 상승 예상

현재 4GB 모듈 가격은 17.75달러이다. 2월 고정거래가격은 4GB 모듈 기준으로 19.5~20달러, 2Gb DDR3 기준으로 1.05달러 수준까지 상승할 것으로 예상된다. 우리는 당초 3분기 중반까지 2Gb DDR3 가격이 점진적으로 1.2달러 이상 상승할 것으로 예상해왔다. 그러나 이제는 2Gb DDR3 고정거래가격이 1.3달러(4GB 모듈 24달러)에 이르는 시기가 2Q13 중후반으로 앞당겨질 것이라 판단한다.

따라서 SK하이닉스의 상반기 실적 텐어라운드에 있어서 많은 부분이 PC DRAM의 적자 해소에서 올 것으로 예상한다. 서버 DRAM 가격 역시 4GB 모듈 가격이 34달러로 가격은 여전히 견조한 상황이다. 반면 모바일 DRAM, 내장형 NAND, MCP 가격은 주요 스마트폰 신제품들이 출시되는 2분기 이후 안정세에 접어들 것으로 판단된다.

Valuation: 실적 개선의 가시성 확대. 목표주가 33,000원 유지

SK하이닉스의 1Q13, 2Q13 영업이익은 각각 1,500억원, 3,000억원 수준으로 개선될 전망이다. 이에 따라 2013년 연간 영업이익은 1.36조원으로 텐어라운드할 전망이다. 특히 상반기 Commodity DRAM 가격의 강세 기조는 실적 개선에 대한 가시성을 높이는 변수로 판단된다. SK하이닉스에 대한 투자의견 매수와 목표주가 33,000원(2013년 예상 P/B 2.3배)을 유지한다. 현 Valuation은 2013년 예상 P/B 1.8배 수준이다. 올해 상반기 실적 텐어라운드 가시화에 따라 주가 상승 모멘텀이 강화될 것으로 판단한다.

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
12/12P	10,162	-197	-1.9	-159	-229	3,041	-486	-1.8	-	2.0	7.3
12/13F	12,300	1,355	11.0	1,059	1,526	4,979	1,640	10.2	16.8	1.8	4.2
12/14F	14,141	2,040	14.4	1,689	2,433	5,724	2,102	14.4	10.5	1.5	3.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터

송종호

02-768-3722

james.song@dwsec.com

장준호

02-768-0000

joonho.jang@dwsec.com

Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원, 12M)	33,000
현재주가(13/02/15, 원)	25,650
상승여력(%)	28.7
EPS 성장률(13F, %)	흑전
MKT EPS 성장률(13F, %)	18.8
P/E(13F,x)	16.8
MKT P/E(13F,x)	9.4
KOSPI	1,981.18
시가총액(십억원)	17,805
발행주식수(백만주)	694
60D 일평균 거래량(천주)	4,428
60D 일평균 거래대금(십억원)	113
배당수익률(13F, %)	0.0
유동주식비율(%)	74.2
52주 최저가(원)	20,100
52주 최고가(원)	30,950
베타(12M, 일간수익률)	1.51
주가변동성(12M daily, %, SD)	2.3
외국인 보유비중(%)	25.6

주요주주

에스케이텔레콤(주) 외 4인(25.82%)

국민연금관리공단(9.1%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.2	12.0	-11.6
상대주가	-1.0	10.8	-9.4

주요사업

 DRAM과 NAND Flash 등의 메모리 반도체
 제조 및 판매


Valuation

표 1. SK하이닉스 P/B Valuation

	2013F	(원, %)
	비고	
주가	25,650	A
13F BPS	14,295	B
PBR	1.79	C=A/B
13F ROE	10.2%	D
Earnings Yield	5.7%	E=D/C
무위험 수익률(3년 국고채 수익률)	2.8%	F
Risk Premium	2.9%	G=E-F
적정 Risk Premium	2.0%	H
적정 Earning Yield	4.8%	I=F+H
적정 P/B	2.30	J=D/I
적정 주가	33,000	K=B*J

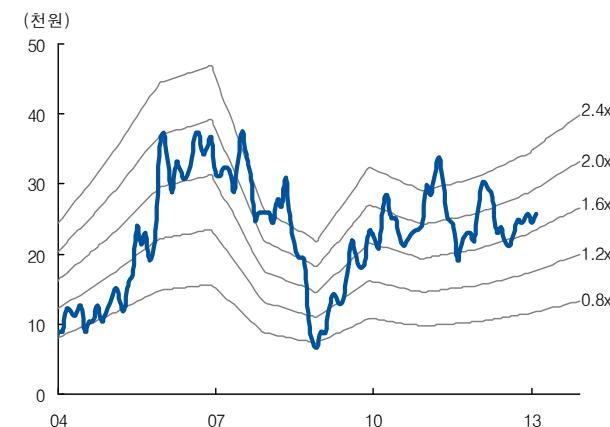
자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

표 2. 글로벌 메모리 반도체 업체 peer valuation

	시가총액	매출액		영업이익		영업이익률		순이익		P/E		P/B		ROE	
		13F	14F	13F	14F	13F	14F	13F	14F	13F	14F	13F	14F	13F	14F
삼성전자	220,654	238,261	288,125	36,144	41,713	15.2	14.5	28,137	33,200	9.1	7.7	1.7	1.4	21.2	20.4
SK하이닉스	17,805	12,309	14,152	1,351	1,905	11.0	13.5	1,044	1,568	17.1	11.4	1.8	1.6	10.0	13.5
Micron (미)	8,734	8,795	10,442	-237	832	-2.7	8.0	-568	514	-	17.2	1.1	1.1	-7.6	6.9
Nanya (대)	1,844	1,215	1,336	-1,235	-1,243	-101.6	-93.1	-1,202	-860	-	-	49.3	43.0	-334.1	-260.4
Inotera (대)	1,019	1,462	1,483	-129	14	-8.8	0.9	-225	-118	-	-	1.6	1.9	-31.8	-42.7
Toshiba (일)	19,632	69,496	73,633	2,979	3,726	4.3	5.1	1,334	1,826	14.8	10.9	1.7	1.5	12.3	15.6
SanDisk (미)	13,511	5,991	6,578	1,329	1,548	22.2	23.5	943	1,062	14.5	13.2	1.6	1.4	10.8	11.1
반도체 평균						-8.6	-3.9			13.9	12.1	8.4	7.4	-45.6	-33.6

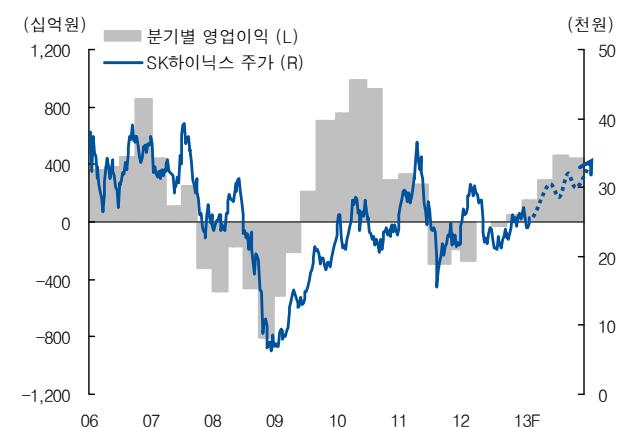
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. SK하이닉스의 12M Forward P/B Band



자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 2. SK하이닉스의 분기 영업이익과 주가 추이와 전망



자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

실적 전망

표 3. SK하이닉스 분기 및 연간 실적 추이와 전망

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12P	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012P	2013F	2014F
매출액	2,388	2,632	2,423	2,718	2,643	2,967	3,318	3,372	10,396	10,161	12,300	14,141
%QoQ	-6.5	10.2	-7.9	12.2	-2.8	12.2	11.9	1.6				
%YoY	-14.5	-4.6	5.8	6.5	10.7	12.7	37.0	24.1	-14.1	-2.3	21.0	15.0
DRAM	1,695	1,974	1,696	1,875	1,810	2,006	2,179	2,227	7,418	7,241	8,222	9,044
NAND	693	658	703	839	833	960	1,139	1,145	2,978	2,920	4,078	5,097
매출원가	2,182	2,159	2,021	2,204	2,031	2,209	2,363	2,392	8,721	8,576	9,185	10,162
매출총이익	206	473	402	514	612	757	955	980	1,675	1,585	3,115	3,980
판관비	473	472	432	459	470	480	500	540	1,570	1,826	1,800	2,000
영업이익	-260	23	-15	55	152	297	465	440	326	-197	1,355	2,040
% QoQ	적지	흑전	적전	흑전	176.9	95.3	56.5	-5.5				
% YoY	적전	-94.9	적지	흑전	흑전	1193.2	흑전	699.5	-89.0	적전	흑전	50.6
DRAM	-286	98	-11	-15	74	191	294	319	-284	-214	878	1,266
NAND	19	-123	-19	70	68	86	162	121	389	-53	437	714
EBITDA	572	771	760	893	1,113	1,205	1,378	1,283	3,572	3,041	4,979	5,724
순이익	-271	-53	2	163	90	246	345	379	-57	-159	1,059	1,689
매출총이익률	8.6	18.0	16.6	18.9	23.2	25.5	28.8	29.1	16.1	15.6	25.3	28.1
영업이익률	-10.9	0.9	-0.6	2.0	5.8	10.0	14.0	13.0	3.1	-1.9	11.0	14.4
DRAM	-16.9	5.0	-0.7	-0.8	4.1	9.5	13.5	14.3	-3.8	-3.0	10.7	14.0
NAND	2.7	-18.6	-2.6	8.3	8.2	9.0	14.2	10.5	13.1	-1.8	10.7	14.0
EBITDA 이익률	23.9	29.3	31.3	32.9	42.1	40.6	41.5	38.1	34.4	29.9	40.5	40.5
순이익률	-11.4	-2.0	0.1	6.0	3.4	8.3	10.4	11.2	-0.5	-1.6	8.6	11.9

주: K-IFRS 연결 기준

자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

표 4. 수익 예상 전 후 비교

	수정 전		수정 후		변경률	
	13F	14F	13F	14F	13F	14F
매출액	12,309	14,152	12,300	14,141	-0.1	-0.1
영업이익	1,351	1,905	1,355	2,040	0.3	7.1
순이익	1,044	1,567	1,059	1,689	1.5	7.8
영업이익률(%)	11.0	13.5	11.0	14.4		
순이익률(%)	8.5	11.1	8.6	11.9		

자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 3. SK하이닉스의 연간 영업이익 추이와 전망

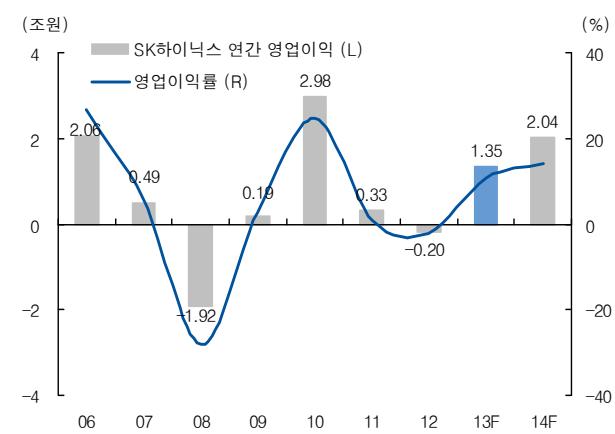
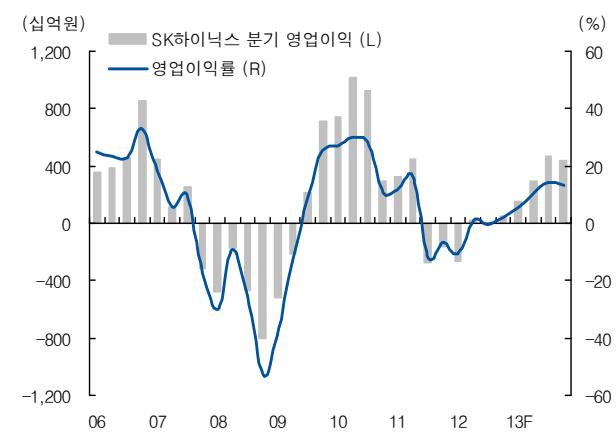


그림 4. SK하이닉스의 분기 영업이익 추이와 전망



자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

표 5. SK하이닉스 DRAM 부문 주요 추정과 전망

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12P	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2010	2011	2012P	2013F
매출액	1,695	1,974	1,696	1,875	1,810	2,006	2,179	2,227	9,554	7,418	7,241	8,222
영업이익	-286	98	-11	-15	74	191	294	319	2,792	-284	-214	878
영업이익률	-16.9%	5.0%	-0.7%	-0.8%	4.1%	9.5%	13.5%	14.3%	29.2%	-3.8%	-3.0%	10.7%
출하(1Gb 환산, 백만개)	1,772	1,896	1,801	2,305	2,196	2,378	2,595	2,810	3,408	5,156	7,773	9,980
Bit Growth (% QoQ, %YoY)	9.0%	7.0%	-5.0%	28.0%	-4.7%	8.3%	9.1%	8.3%	38.1%	51.3%	50.8%	28.4%
ASP(1Gb 환산, US\$)	0.87	0.93	0.86	0.77	0.76	0.78	0.77	0.73	2.53	1.33	0.85	0.76
% QoQ, % YoY	-10.1%	7.0%	-8.2%	-10.4%	-1.2%	2.4%	-0.5%	-5.6%	23.7%	-47.3%	-36.2%	-11.0%

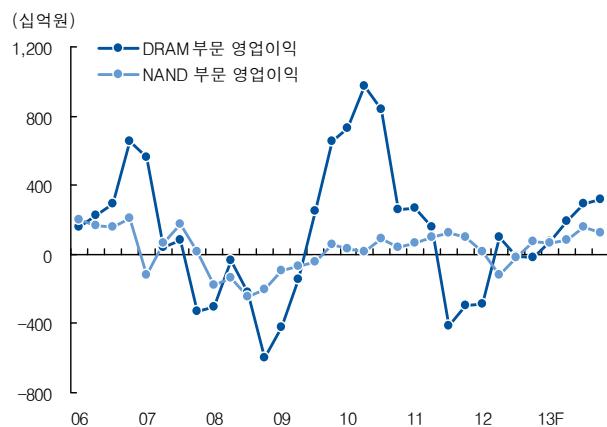
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

표 6. SK하이닉스 NAND 부문 주요 추정과 전망

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12P	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2010	2011	2012P	2013F
매출액	693	658	703	839	833	960	1,139	1,145	2,552	2,978	2,920	4,078
영업이익	19	-123	-19	70	68	86	162	121	179	389	-53	437
영업이익률	2.7%	-18.6%	-2.6%	8.3%	8.2%	9.0%	14.2%	10.5%	7.0%	13.1%	-1.8%	10.7%
출하(16Gb 환산, 백만개)	325	354	372	442	466	510	566	610	525	1,017	1,492	2,151
Bit Growth (% QoQ, %YoY)	2.0%	9.0%	5.0%	19.0%	5.5%	9.3%	10.9%	7.8%	113.5%	93.8%	46.7%	44.2%
ASP(16Gb 환산, US\$)	1.51	1.23	1.28	1.36	1.33	1.44	1.54	1.44	4.07	2.41	1.34	1.44
% QoQ, % YoY	-19.0%	-18.4%	4.2%	6.0%	-1.7%	8.5%	6.7%	-6.7%	-29.9%	-40.8%	-44.4%	7.9%

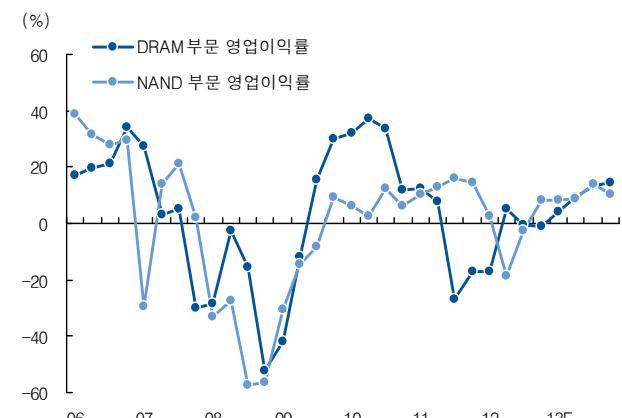
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 5. SK하이닉스 부분별 영업이익 추이와 전망



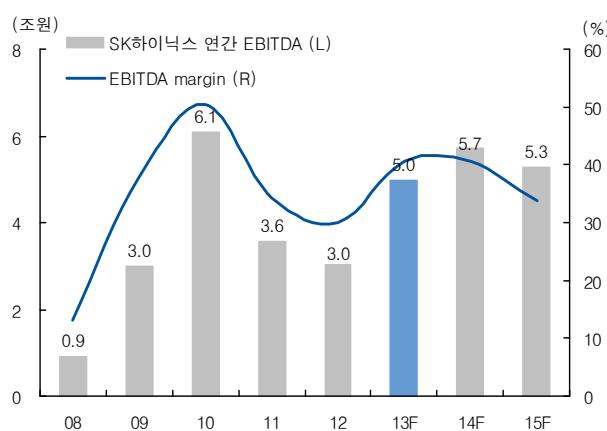
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 6. SK하이닉스 부문별 영업이익률 추이와 전망



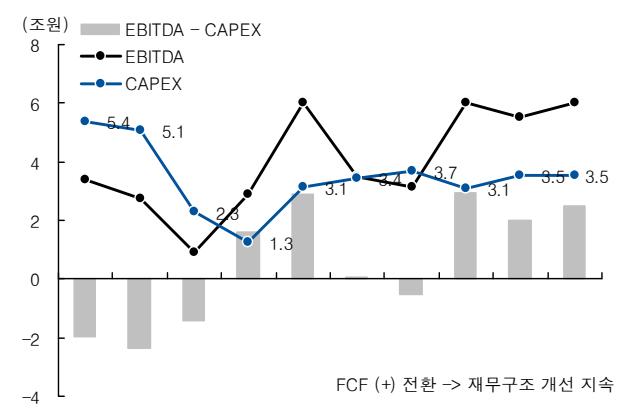
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 7. SK하이닉스의 연간 EBITDA 추이와 전망



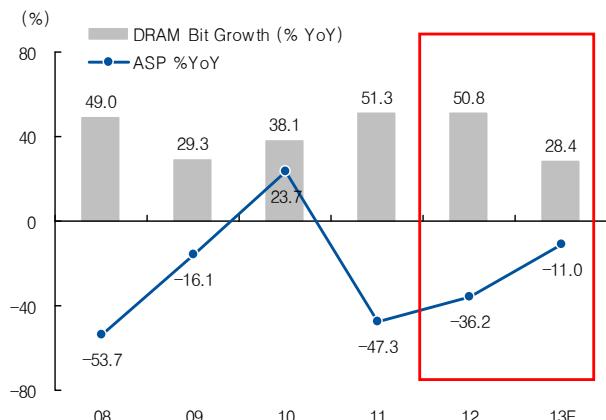
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

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



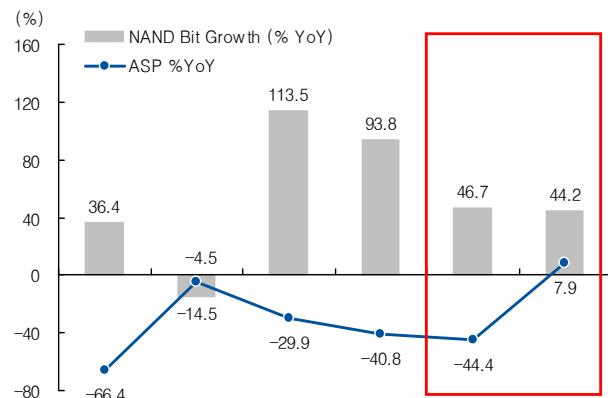
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 9. SK하이닉스의 연간 DRAM bit 성장을 및 ASP 추이와 전망



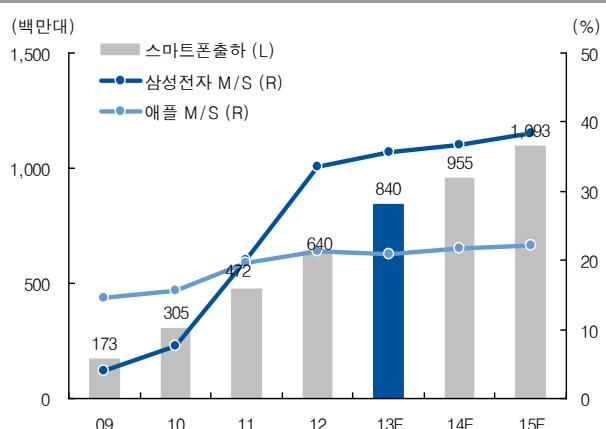
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 10. SK하이닉스의 연간 NAND bit 성장을 및 ASP 추이와 전망



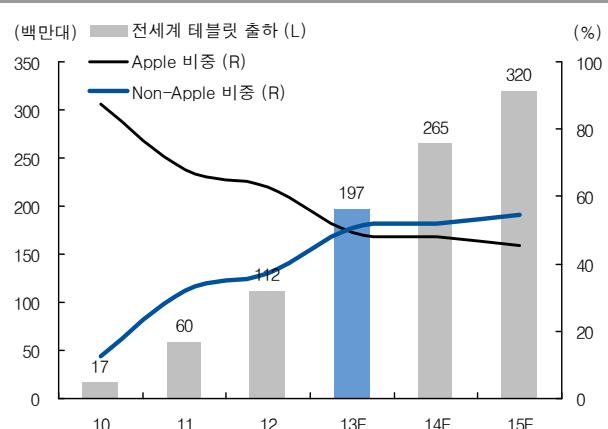
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 11. 전세계 휴대폰 출하 추이와 전망



자료: 각 사, IDC, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 12. 전세계 테블릿 출하 추이와 전망



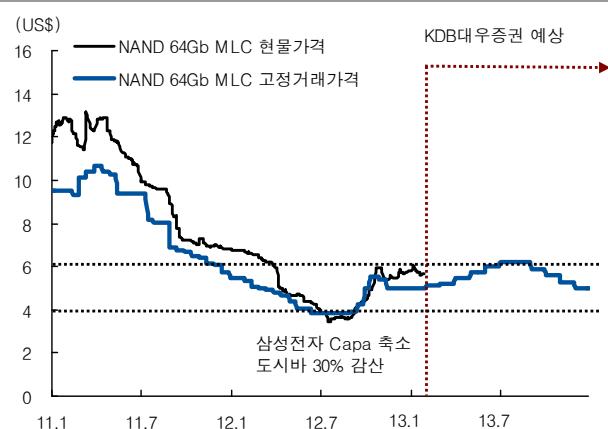
자료: Gartner, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 13. 2Gb DDR3 가격 추이와 전망



자료: DRAMeXchange, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 14. 64Gb NAND 가격 추이와 전망



자료: DRAMeXchange, KDB대우증권 리서치센터 예상

SK하이닉스 (000660)

예상 포괄손익계산서 (요약)					예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12P	12/13F	12/14F	(십억원)	12/11	12/12P	12/13F	12/14F
매출액	10,396	10,162	12,300	14,141	유동자산	4,937	5,894	7,374	9,365
매출원가	8,721	8,566	8,995	10,162	현금 및 현금성자산	1,244	1,682	2,443	3,878
매출총이익	1,675	1,596	3,305	3,980	매출채권 및 기타채권	1,754	1,576	1,956	2,248
판매비와관리비	1,569	1,838	1,990	2,000	재고자산	1,184	1,196	1,484	1,706
조정영업이익	105	-243	1,315	1,980	기타유동자산	124	246	298	338
영업이익	326	-197	1,355	2,040	비유동자산	12,301	13,529	12,908	12,449
비영업손익	-280	-2	-157	-124	관계기업투자등	104	95	99	103
순금융비용	254	239	227	175	유형자산	10,899	11,674	11,035	10,526
관계기업등 투자손익	3	4	4	4	무형자산	708	1,034	993	962
세전계속사업손익	45	-199	1,198	1,915	자산총계	17,238	19,424	20,282	21,813
계속사업법인세비용	101	-40	139	226	유동부채	4,817	4,881	5,326	5,639
계속사업이익	-56	-159	1,059	1,689	매입채무 및 기타채무	1,195	1,413	1,753	2,016
중단사업이익	0	0	0	0	단기금융부채	2,869	2,666	2,566	2,466
당기순이익	-56	-159	1,059	1,689	기타유동부채	753	802	1,006	1,157
지배주주	-57	-159	1,059	1,689	비유동부채	4,546	4,592	4,042	3,665
비지배주주	1	0	0	0	장기금융부채	3,954	3,965	3,365	2,965
총포괄이익	13	-253	965	1,595	기타비유동부채	133	117	115	138
지배주주	13	-253	965	1,592	부채총계	9,363	9,474	9,367	9,304
비지배주주	0	0	0	3	지배주주지분	7,876	9,951	10,916	12,507
EBITDA	3,572	3,041	4,979	5,724	자본금	2,979	3,488	3,488	3,488
FCF	-1,126	-486	1,640	2,102	자본잉여금	1,229	3,049	3,049	3,049
EBITDA마진율 (%)	34.4	29.9	40.5	40.5	이익잉여금	3,555	3,396	4,455	6,144
영업이익률 (%)	3.1	-1.9	11.0	14.4	비지배주주지분	-1	-1	-1	2
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.5	-1.6	8.6	11.9	자본총계	7,875	9,950	10,915	12,509

예상 현금흐름표 (요약)					예상 주당가치 및 valuation (요약)				
(십억원)	12/11	12/12P	12/13F	12/14F		12/11	12/12P	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	3,055	3,443	4,647	5,254	P/E (x)	-	-	16.8	10.5
당기순이익	45	-146	1,059	1,689	P/CF (x)	3.8	5.8	3.8	3.3
비현금수익비용가감	3,847	3,309	3,880	3,975	P/B (x)	1.8	2.0	1.8	1.5
유형자산감가상각비	3,401	3,144	3,439	3,509	EV/EBITDA (x)	5.2	7.3	4.2	3.3
무형자산상각비	66	94	185	175	EPS (원)	-96	-229	1,526	2,433
기타	-89	-106	7	7	CFPS (원)	5,759	4,436	6,747	7,741
영업활동으로인한자산및부채의변동	-813	248	-154	-183	BPS (원)	12,105	12,846	14,295	16,633
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	138	61	-379	-293	DPS (원)	0	0	0	0
재고자산 감소(증가)	100	-11	-288	-222	배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-230	194	340	263	배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세납부	-24	33	-139	-226	매출액증가율 (%)	-14.1	-2.3	21.0	15.0
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,312	-4,668	-2,861	-3,046	EBITDA증가율 (%)	-41.9	-14.9	63.7	15.0
유형자산처분(취득)	-3,554	-3,685	-2,800	-3,000	영업이익증가율 (%)	-89.1	적전	흑전	50.6
무형자산감소(증가)	-162	-144	-144	-144	EPS증가율 (%)	적전	적지	흑전	59.5
장단기금융자산의 감소(증가)	322	-614	0	0	매출채권 회전율 (회)	5.9	6.4	7.8	7.5
기타투자활동	82	-225	83	98	재고자산 회전율 (회)	8.4	8.5	9.2	8.9
재무활동으로 인한 현금흐름	244	1,666	-1,025	-773	매입채무 회전율 (회)	13.4	14.1	14.4	13.9
장단기금융부채의 증가(감소)	608	-335	-700	-500	ROA (%)	-0.3	-0.9	5.3	8.0
자본의 증가(감소)	0	2,328	0	0	ROE (%)	-0.7	-1.8	10.2	14.4
배당금의 지급	-89	0	0	0	ROIC (%)	-1.1	-1.5	8.7	13.5
기타재무활동	-276	-328	-325	-273	부채비율 (%)	118.9	95.2	85.8	74.4
현금의증가	-9	438	761	1,435	유동비율 (%)	102.5	120.8	138.5	166.1
기초현금	1,253	1,244	1,682	2,443	순차입금/자기자본 (%)	62.8	37.7	21.0	2.9
기말현금	1,244	1,682	2,443	3,878	영업이익/금융비용 (x)	1.0	-0.6	4.4	7.5

자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

- SK하이닉스: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. SK하이닉스: 회사가 LP업무를 수행하는 주식을 발행한 법인. SK하이닉스: 회사가 LP업무를 수행하는 주식을 발행한 법인. SK하이닉스: 회사가 LP업무를 수행하는 주식을 발행한 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유기증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(—), Not covered(▨))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 주기에 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 투자사기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 저작재산권은 당사에 있으므로 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

