



특수 엔지니어, 테크애널리스트 **박현**입니다.

(02)3770-3562 brian.park@tongyang.co.kr



SK하이닉스 (000660)

지금은 실적개선의 폭보다 방향성과 가시성에 주목할 때

투자 의견: BUY (M)
 목표주가: 34,000원 (M)

반도체/장비

Analyst 박현 T 3770-3562
 brian.park@tongyang.co.kr

R.A 이광진 T 3770-3548
 kj.lee@tongyang.co.kr

주가	27,800원
자본금	34,912억원
시가총액	193,130억원
주당순자산	17,078원
부채비율	69.28%
총발행주식수	694,710,554주
60일 평균 거래대금	1,556억원
60일 평균 거래량	5,154,503주
52주 고	32,650원
52주 저	20,250원
외인지분율	31.99%
주요주주	SK텔레콤 외 4인 24.61%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(10.6)	(0.4)	15.8
상대	(5.3)	5.2	18.5
절대(달러환산)	(13.3)	(1.4)	14.4



자료: Datastream



Why This Report

시장 일각에서는 여전히 메모리 업황 개선에 대한 기대가 큼니다. 그러나 우리는 하반기에 수급이 느슨해질 것으로 봅니다. 상반기 수요가 다소 과열되었던 만큼 하반기에는 정상화된다는 논리입니다. 실적개선 속도도 둔화될 것 같습니다. 하지만 현재와 같은 약세장에서 주목해야 할 것은 개선의 폭이 아니라 가시성일 겁니다. SK 하이닉스를 좋게 보는 것도 이 때문입니다.

Investment Point

메모리가격 강세와 공정전환 효과로 2분기 영업이익 8,777억원에 이른 것으로 추정

▶ 2분기 타이트한 수급을 바탕으로 PC DRAM 가격 상승이 지속된 가운데 모바일 DRAM과 embedded NAND 가격도 이례적으로 반등. 가격강세가 6월까지 지속되고, DRAM 29nm 공정도 본격화되면서 수익성 크게 개선. 1분기 전사 영업이익은 8,777억원(+177% q-q)으로 추정.

하반기 메모리 시장 둔화되나 실적개선 추세 유지될 전망

▶ 메모리 시장은 3분기부터 다소 둔화될 전망. Over-booking으로 과열되었던 상반기 수요가 하반기에 정상화될 것으로 보기 때문. 한편 공정전환에 따른 공급증가가 지속되면서 DRAM가격과 NAND가격은 완만한 하락세로 전환될 것. 원가절감 속도가 가격하락 속도를 압도함에 따라 3~4분기 영업이익은 각각 9,472억원(+8% q-q), 9,617억원(+2% q-q)으로 개선될 전망.

실적개선의 가시성이 높은 만큼 조정 이후 비중확대 전략 유효

▶ 우리는 하반기 메모리 업황에 대해 다소 보수적인 입장이나 SK하이닉스의 추세적인 주가하락 가능성은 낮게 봄. 실적개선이 주가에 하방경직성을 만들어 주기 때문. 현재와 같은 약세장에서는 실적개선의 폭보다는 실적개선의 방향성과 가시성이 더 중요한 만큼 SK하이닉스가 유리. 또한 채권단 지분 매각 이후 추가급등이 반복되어 왔던 만큼 조정 이후 비중확대 전략이 바람직.

매수의견과 목표주가 34,000원 유지

- 하반기 메모리 시장 둔화되나 실적개선 지속 전망
- 실적개선 가시성 높아 주가조정 이후 비중확대 전략 유효

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	103,958	101,622	136,786	149,781	167,755
매출액증가율	-14.1	-2.2	34.6	9.5	12.0
영업이익	3,687	-2,273	31,035	32,952	28,518
영업이익률	3.5	-2.2	22.7	22.0	17.0
지배주주귀속 순이익	-566	-1,589	24,266	27,373	25,596
지배주주 귀속 EPS	-96	-233	3,494	3,940	3,684
증가율	-102.2	142.7	-1,599.6	12.8	-6.5
PER	-269.4	-107.4	8.0	7.1	7.5
PBR	1.9	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	5.3	7.3	3.5	2.9	2.8
ROA	-0.3	-0.9	12.5	12.9	10.9
ROE	-0.7	-1.8	22.5	20.9	16.6

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

메모리가격 강세와 공정전환 효과로 2분기 영업이익 8,777억원에 이른 것으로 추정

2분기 PC DRAM 가격 상승이 지속된 가운데 모바일 DRAM 과 embedded NAND 가격도 마침내 반등했다. 이는 전반적인 메모리 수급이 매우 타이트했다는 방증이다. 모바일 DRAM 가격과 embedded NAND 가격은 세트업체와의 협상을 통해 결정되는 만큼 하락세가 일반적이다. 6월까지 DRAM 가격과 NAND 가격이 강세를 유지한데다 DRAM 공정전환도 순조롭게 진행됨에 따라 수익성 개선이 컸던 것으로 추정된다.

2분기 DRAM 29nm 공정의 비중이 투입기준으로 분기평균 40%에 이룸에 따라 DRAM 수익성 개선을 견인했다. NAND 20nm 는 성숙단계에 이르렀고, 1Xnm 는 양산 전 단계여서 NAND 부문은 물량증가와 가격상승이 수익성 개선을 주도했다. 한편 중국향 MCP 매출도 확대되면서 실적개선에 기여했다. 다만 중국 스마트폰 업체들의 재고조정으로 인해 6월 들어서는 판매가 다소 부진했던 것으로 추정된다. 2분기 전사 영업이익은 8,777억원(+177% q-q)에 이른 것으로 추정된다.

표 1. 분기 영업실적 전망

(단위: 조원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	11	12	13E
Won / Dollar	1,140	1,150	1,130	1,090	1,085	1,123	1,100	1,100	1,108	1,128	1,102
DRAM ship(1G equi, mn)	1,702	1,826	1,737	2,223	2,283	2,556	2,718	2,828	4,979	7,487	10,385
q-q	9%	7%	-5%	28%	3%	12%	6%	4%	50%	50%	39%
ASP(1G equi, US\$)	0.87	0.93	0.86	0.77	0.80	0.89	0.91	0.87	1.34	0.86	0.87
q-q	-10%	7%	-8%	-10%	4%	12%	2%	-4%	-49%	-36%	2%
NAND ship(16G equi, mn)	337	369	388	462	456	576	622	702	1,001	1,557	2,356
q-q	2%	9%	5%	19%	-1%	26%	8%	13%	147%	56%	51%
ASP(16Gb equi, US\$)	2.27	1.83	1.90	2.02	1.92	1.81	1.68	1.55	3.46	2.00	1.72
q-q	-16%	-19%	4%	6%	-5%	-6%	-7%	-8%	-40%	-42%	-14%
매출액	2.39	2.63	2.42	2.72	2.78	3.53	3.67	3.70	10.39	10.16	13.68
영업이익	-0.26	0.01	-0.02	0.06	0.32	0.88	0.95	0.96	0.33	-0.23	3.10
세전이익	-0.27	-0.04	0.01	0.11	0.21	0.78	0.85	0.88	0.05	-0.20	2.72
순이익	-0.27	-0.05	0.00	0.16	0.18	0.70	0.77	0.78	-0.06	-0.16	2.43
EPS(원)	-420	-77	3	236	257	1,006	1,102	1,128	-96	-233	3,494
영업이익률	-11%	0%	-1%	2%	11%	25%	26%	26%	3%	-2%	23%
세전이익률	-11%	-2%	0%	4%	7%	22%	23%	24%	0%	-2%	20%
순이익률	-11%	-2%	0%	6%	6%	20%	21%	21%	-1%	-2%	18%
매출액	2.39	2.63	2.42	2.72	2.78	3.53	3.67	3.70	10.39	10.16	13.68
DRAM	1.69	1.96	1.69	1.88	1.99	2.57	2.72	2.72	7.41	7.22	9.99
NAND 등	0.70	0.67	0.73	0.84	0.79	0.96	0.95	0.98	2.99	2.94	3.69
영업이익	-0.26	0.01	-0.02	0.06	0.32	0.88	0.95	0.96	0.33	-0.23	3.10
DRAM	-0.30	0.04	-0.05	-0.03	0.25	0.71	0.78	0.79	-0.17	-0.27	2.53
NAND 등	0.04	-0.04	0.03	0.09	0.07	0.17	0.17	0.17	0.49	0.04	0.58
영업이익률	-11%	0%	-1%	2%	11%	25%	26%	26%	3%	-2%	23%
DRAM	-18%	2%	-3%	-2%	12%	28%	29%	29%	-2%	-4%	25%
NAND 등	6%	-6%	4%	10%	9%	18%	17%	17%	16%	1%	16%

자료: 동양증권 리서치센터

하반기 메모리 수급 상반기 대비 느슨할 전망

메모리 시황은 3분기부터 다소 둔화될 것으로 보인다. 재고축적 과정에서 과열되었던 상반기 수요가 하반기에는 정상화될 것으로 보이기 때문이다. PC DRAM의 경우 성수기에 대비한 재고 쌓기가 경쟁적으로 나타났고, 모바일 DRAM이나 embedded NAND의 경우에도 신제품 출시를 앞두고 재고수요가 크게 확대되었다. 상반기에는 Over-booking이 일반적인 현상이었다.

6월 들어 삼성전자 갤럭시 S4에 대한 판매 기대치가 낮아진 것이나 중국 스마트폰 업체들이 재고 조정에 들어간 것이 수요 정상화의 시그널로 해석된다. 상반기 대비 수요는 둔화되는 반면, 공정전환에 따른 공급증가로 인해 하반기 수급은 밸런스 또는 약간의 초과공급으로 예상된다. 이에 따라 DRAM 가격과 NAND 가격은 완만한 하락세로 전환될 전망이다.

하반기 실적개선 추세 유지될 전망

하반기 메모리 수급이 느슨해질 것으로 본다 하더라도 가격급락이 나타날 가능성은 희박하다. 또한 원가절감 속도가 가격하락 속도를 앞설 것으로 보여 SK 하이닉스의 영업실적은 추가적인 개선이 가능해 보인다. DRAM 29nm 비중이 확대됨에 따라 원가절감이 크고, NAND도 1Xnm 도입을 통해 원가절감을 추진할 것으로 기대되기 때문이다.

하반기에 이익성장이 둔화될 수는 있지만 감익을 우려할 상황은 아니다. 원가절감 효과를 기반으로 SK 하이닉스의 3~4분기 영업이익은 각각 9,472억원(+8% q-q), 9,617억원(+2% q-q)으로 예상된다. 다만 가격하락의 영향으로 개선은 소폭에 그칠 가능성이 높다.

매수의견과 목표주가 34,000원 유지

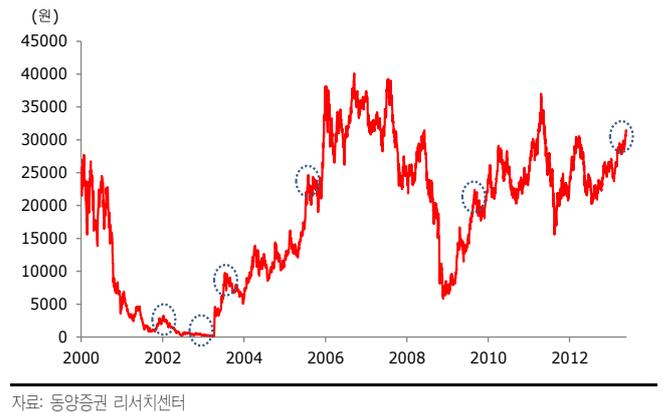
최근 하반기 메모리 업황의 부진 가능성이 제기되었다. SK 하이닉스의 주가 급락도 여기에 기인한다. 우리도 하반기 메모리 업황에 대해서는 다소 보수적인 입장이다. 그러나 SK 하이닉스의 추세적인 주가하락을 야기할 만큼 비관적인 상황은 아닌 것으로 본다. 가격하락은 완만하게 진행되고, 동사의 생산성 향상속도가 이를 앞설 것으로 보기 때문이다.

지금처럼 시장이 약할 때는 실적개선의 폭보다는 실적개선의 방향성이나 가시성이 더욱 중요해진다. 향후 경쟁구도를 고려할 때 SK 하이닉스의 실적개선 추세는 내년까지 이어질 가능성이 매우 높다. 특히 채권단지분 매각 이후 주가급등이 반복되어 왔던 만큼 조정 이후 비중확대 전략이 바람직해 보인다.

그림 1. 하이닉스 주가 추이(주봉)



그림 2. 하이닉스 주가 vs. 채권단지분 매각시기



SK 하이닉스 (000660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	103,958	101,622	136,786	149,781	167,755
매출원가	87,053	85,510	85,234	94,362	114,912
매출총이익	16,906	16,112	51,553	55,419	52,843
판매비	13,218	18,386	20,518	22,467	24,324
영업이익	3,687	-2,273	31,035	32,952	28,518
EBITDA	38,356	29,762	64,828	67,911	62,560
영업외손익	-3,076	280	-3,785	-2,213	225
외환관련손익	-191	2,635	-780	-70	630
이자손익	-2,539	-2,378	-1,794	-942	-4
관계기업관련손익	105	167	175	185	185
기타	-451	-144	-1,386	-1,386	-586
법인세비용차감전순이익	451	-1,993	27,250	30,739	28,743
법인세비용	1,011	-405	2,997	3,381	3,162
계속사업순이익	-560	-1,588	24,252	27,357	25,581
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-560	-1,588	24,252	27,357	25,581
지배지분순이익	-566	-1,589	24,266	27,373	25,596
포괄순이익	129	-4,644	21,196	24,301	22,525
지배지분포괄이익	129	-4,643	21,191	24,295	22,519

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	49,369	53,136	61,945	89,329	114,188
현금및현금성자산	12,438	6,584	15,514	41,082	62,375
매출채권 및 기타채권	17,536	18,428	20,270	21,340	23,767
재고자산	11,836	15,093	15,730	16,476	17,614
비유동자산	123,013	133,351	138,872	135,383	132,441
유형자산	108,993	115,862	121,277	118,159	115,250
관계기업등 지분관련자산	1,036	1,041	1,041	1,041	1,041
기타투자자산	555	515	515	515	515
자산총계	172,381	186,487	200,817	224,712	246,629
유동부채	48,173	44,412	39,006	40,085	40,964
매입채무 및 기타채무	15,646	13,558	15,838	16,618	17,696
단기차입금	14,162	10,206	10,006	9,806	9,606
유동성장기부채	14,143	16,986	9,500	10,000	10,000
비유동부채	45,456	44,681	43,181	41,681	40,181
장기차입금	14,828	23,018	22,518	22,018	21,518
사채	24,632	14,510	13,510	12,510	11,510
부채총계	93,629	89,093	82,186	81,766	81,145
지배지분	78,757	97,402	118,640	142,957	165,497
자본금	29,785	34,884	34,912	34,912	34,912
자본잉여금	12,291	30,539	30,539	30,539	30,539
이익잉여금	35,553	33,133	57,399	84,772	110,368
비지배지분	-5	-7	-9	-10	-12
자본총계	78,753	97,394	118,631	142,946	165,485
순차입금	49,083	46,872	31,468	4,700	-18,294
총차입금	67,843	64,736	55,550	54,350	52,650

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	28,560	22,117	58,744	61,571	56,728
당기순이익	-560	-1,588	24,252	27,357	25,581
감가상각비	34,012	30,579	32,792	33,918	33,009
외환손익	294	-1,867	780	70	-630
총속, 관계기업관련손익	0	-167	-175	-185	-185
자산부채의 증감	-8,131	-7,618	-1,349	-2,073	-3,523
기타현금흐름	2,944	2,778	2,444	2,484	2,476
투자활동 현금흐름	-33,893	-46,984	-40,133	-35,138	-34,238
투자자산	3,055	76	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-35,682	-37,729	-38,207	-30,800	-30,100
유형자산 감소	144	358	0	0	0
기타현금흐름	-1,409	-9,689	-1,926	-4,338	-4,138
재무활동 현금흐름	5,191	19,171	-9,160	-1,202	-1,702
단기차입금	0	0	-200	-200	-200
사채 및 장기차입금	6,079	-4,115	-8,986	-1,000	-1,500
자본	0	23,288	28	0	0
현금배당	-885	0	0	0	0
기타현금흐름	-2	-2	-2	-2	-2
연결범위변동 등 기타	47	-158	-521	337	506
현금의 증감	-94	-5,854	8,930	25,568	21,294
기초 현금	12,532	12,438	6,584	15,514	41,082
기말 현금	12,438	6,584	15,514	41,082	62,376
NOPLAT	3,687	-2,273	31,035	32,952	28,518
FCF	-13,716	-15,122	21,857	31,413	25,800

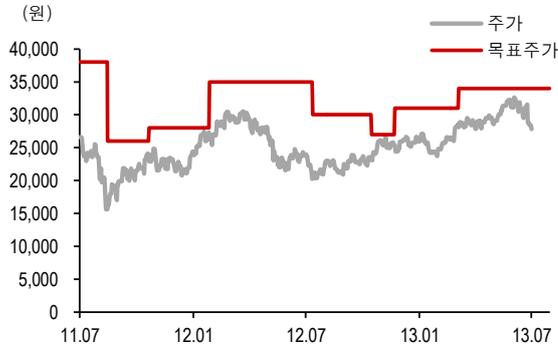
자료: 동양증권

- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
- 4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	-96	-233	3,494	3,940	3,684
BPS	13,300	14,032	17,078	20,578	23,822
EBITDAPS	6,483	4,365	9,335	9,775	9,005
SPS	17,572	14,904	19,697	21,560	24,147
DPS	0	0	0	0	0
PER	-269.4	-107.4	8.0	7.1	7.5
PBR	1.9	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	5.3	7.3	3.5	2.9	2.8
PSR	1.5	1.7	1.4	1.3	1.2

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	-14.1	-2.2	34.6	9.5	12.0
영업이익 증가율 (%)	-87.7	-161.7	-1,465.1	6.2	-13.5
지배순이익 증가율 (%)	-102.2	180.5	-1,627.3	12.8	-6.5
매출총이익률 (%)	16.3	15.9	37.7	37.0	31.5
영업이익률 (%)	3.5	-2.2	22.7	22.0	17.0
지배순이익률 (%)	-0.5	-1.6	17.7	18.3	15.3
EBITDA 마진 (%)	36.9	29.3	47.4	45.3	37.3
ROIC	-3.8	-1.3	18.8	19.7	17.1
ROA	-0.3	-0.9	12.5	12.9	10.9
ROE	-0.7	-1.8	22.5	20.9	16.6
부채비율 (%)	118.9	91.5	69.3	57.2	49.0
순차입금/자기자본 (%)	62.3	48.1	26.5	3.3	-11.1
영업이익/금융비용 (배)	1.2	-0.7	11.0	11.8	10.8

SK 하이닉스 (000660) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-07-09	BUY	34,000
2013-04-25	BUY	34,000
2013-04-11	BUY	34,000
2013-03-12	BUY	34,000
2013-02-12	BUY	31,000
2013-01-31	BUY	31,000
2013-01-11	BUY	31,000
2012-12-20	BUY	31,000
2012-11-29	BUY	31,000
2012-10-25	BUY	27,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 박현)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료공표일 현재 당사는 SK 하이닉스종목을 기초자산으로 하는 주가연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.