

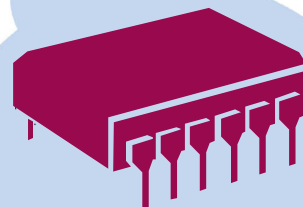
반도체

Overweight
(Maintain)

2013. 9. 3

메모리 산업! 2014년에도 공급부족

1'st Tier의 높은 수익성/원가절감형 메모리 출시 본격화 및 Set업체들의 마진 압박으로 하반기 들어 메모리 가격은 보합세 지속. 하지만, 앞으로 더욱 주목해야 할 점은 비수기인 4Q13~1Q14 견조한 메모리 가격 흐름이 예상된다는 점. 2014년 공급부족을 우려한 Set업체들의 선제적 재고확충과 반도체를 제외한 사업부 실적 부진에 상응한 Toshiba의 전략을 고려하면 비수기 가격 하락 폭은 제한적일 전망이다기 때문. 따라서, 메모리 업종에 대한 비중확대 의견을 유지함.



반도체

Senior Analyst **김성인**

02) 3787-5172

sikim@kiwoom.com

Analyst **이재운**

02) 3787-4705

jlee1855@kiwoom.com

키움증권

Contents



Summary 3

- > 삼성전자, SK하이닉스
투자 포인트 요약 3
- > 모리 업황 악화 우려 → 3Q11과
3Q12의 가격 급락 경험 때문 4
- > 4Q13중~1Q14초 소폭의 가격 하락
→ 1Q14중반 재차 강세로 전환 4

I. 2014년에도
메모리 호황 지속 5

- > Risk Factors: 전통적 IT인 PC &
DTV 수요 크게 위축 5
- > 그럼에도 메모리 호황은
2014년에도 지속 5
- > 메모리 장기호황은
수요가 아닌 공급 Issue 때문 6
- > 메모리 수요:
2013년부터 스마트폰/태블릿
PC/Ultrabook이 견인 9

II. 메모리 소자 업체
비중 확대 13

- > 삼성전자(005930),
SK하이닉스(000660)
비중확대 권고 13
- > 삼성전자:
2014년 부품 사업군 영업이익
19.0조원(반도체 13.1조원) 14
- > SK하이닉스:
2014년 영업이익 4.5조원 상회
- Risk는 Overhang 15

- 당사는 9월 2일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식
을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제
공한 사실이 없습니다.
- 동자료를 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료
상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유
하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게
반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이
작성되었음을 확인합니다.

2014년에도 공급부족 지속!

>>> 비수기에도 견조한 가격 흐름 예상

Tight한 메모리 수급에도 불구하고 올 하반기들어 메모리
가격이 보합세에 그치고 있는 이유는 ① 현재의 가격으로도
1st Tier의 OP Margin이 30% 중반을 상회하기 시작, ②
3Q13부터 공정 미세화를 통한 원가절감형 신제품이 본격
출시, ③ 판매부진과 판가하락으로 어려움을 겪고 있는 Set
업체들 가격 저항이 복합적으로 작용. 4Q13중반~1Q14초
비수기 영향으로 메모리 가격이 일시적 약세에서 1Q14중반
재차 강세 전환될 전망. ① 2014년 공급부족을 우려한 Set
업체들의 선제적 재고확충, ② 메모리 업체들의 재고전략, 특
히 반도체를 제외한 소 사업의 부진으로 어려움을 겪고 있
는 Toshiba의 전략 등을 고려하면 가격 하락 폭은 미미한
수준에 그칠 전망.

>>> 생각보다 심각한 공급 이슈에 주목

삼성전자/Toshiba/SK하이닉스의 공격적인 Capa 증설을 가정
해도 2013/2014년 DRAM Capa는 각각 -7%/-3%, NAND
는 각각 +9%/+12% 증가에 그칠 전망이다. Capa 증가가 미미
한 이유는 1) 과점산업으로 재편(Powerchip/Promos 퇴출), 2)
클린룸 건물 고려시에 상기 Capa 이상의 추가증설은 불가능,
3) 삼성전자가 NAND Capa 200K/월 → Sys.LSI 100K/월로
전환한 점까지 감안하면 2014년 Global 메모리 Capa는 2012
년 대비 겨우 5% 증가에 그칠 전망이다. Full Capa 기준으
로 13년/14년의 D램 공급 B/G는 각각 18%YoY/24%YoY,
NAND의 공급 B/G도 각각 32%YoY/35%YoY 수준에 그칠
것으로 분석됨.

>>> Top Picks: SK하이닉스, 삼성전자

◎ SK하이닉스(000660): 메모리 반도체 업황이 장기 호황
국면에 진입했고, 동사의 D램 공정기술력이 Level-Up 됐기
때문에 Overhang Issue(정책금융공사 1,041만주, 외환은행
1,009만주)로 인한 주가 조정은 비중확대 기회라 판단됨.
2014년 영업이익의 전망 4.67조원(OPM 30%)으로 기존 추정
치 대비 14% 상향. 투자 의견 'BUY', 목표주가 4.2만원 유지

◎ 삼성전자(005930): 부품 사업군의 Dramatic한 실적 개
선에 주목. 1) 메모리 장기호황과 Sys.LSI(사)의 Turn-
Around에 힘입어 2H13~2014년에 반도체부문의 가파른 실
적개선, 2) AMOLED Display 시장 독점, 일부 LCD 라인의
감가상각 종료, LCD 상황이 2Q14초부터 개선으로 SD(사)
의 실적도 크게 호전될 듯. 우리는 동사 부품 사업군의
2014년 영업이익은 19조원(비중 44%)으로 추정함.

Summary

>>> 삼성전자, SK하이닉스 투자 포인트 요약

삼성전자(005930)에 대한 실적 전망 Focus를 Set 부문이 아닌 부품 사업군(=반도체+Display) 외형과 수익성 개선에 주목해야 시기로 판단함. 즉, 1) 메모리(事)의 호황과 Sys.LSI 반도체(事)의 Turn-Around 에 힘입어 2H13부터 반도체 사업부의 가파른 실적 개선이 예상되고, 2) AMOLED 선전 지속과 일부 LCD 생산 라인 감가상각 종료로 자회사인 SD(社)의 실적 성장까지 배가될 것으로 전망되기 때문임. 투자 의견 'BUY', 목표주가 210만원 유지함.

SK하이닉스(000660) 메모리가 과점산업으로 재편이 일단락 되면서 2014년에도 메모리호황이 지속되고, D램 분야에 최고 경쟁력을 확보했다는 점을 고려할 때 Overhang 이슈로 인한 최근의 주가조정은 비중확대의 적기로 판단됨. (정책금융공사 1,041만주, 외환은행 1,009만주)

2014년 전방 산업 수요의 보수적인 가정에도 동사의 영업이익은 4.67조원으로 사상 최대 실적 갱신이 이어질 전망.

투자 의견 'BUY', 목표주가 4.2만원 유지함.

반도체 소자업체 투자지표 요약

투자 의견 목표주가	삼성전자					SK하이닉스				
	BUY(Maintain)					BUY(Maintain)				
	2,100,000 원					42,000 원				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(억원)	1,650,018	2,011,036	2,304,515	2,461,783	2,584,873	103,958	101,622	145,317	153,782	161,471
보고영업이익(억원)	156,443	290,493	391,562	438,144	472,976	3,691	-2,273	37,346	46,751	49,329
핵심영업이익(억원)	156,443	290,493	391,562	438,144	472,976	3,691	-2,273	37,346	46,751	49,329
EBITDA(억원)	292,364	446,714	519,798	580,213	615,401	38,360	29,762	62,569	74,763	79,574
세전이익(억원)	171,919	299,150	401,688	443,906	481,013	451	-1,993	35,848	47,655	53,417
순이익(억원)	137,590	238,453	315,393	346,247	375,190	-560	-1,588	29,929	37,647	42,199
지배주주순이익(억원)	133,826	231,854	307,377	337,392	364,926	-566	-1,589	29,929	37,649	42,223
EPS(원)	78,660	136,278	180,669	198,311	214,495	-96	-233	4,095	5,050	5,663
증감율(%YoY)	-15.3	73.2	32.6	9.8	8.2	흑전	적전	흑전	23.3	12.1
PER(배)	13.5	11.2	7.5	6.8	6.3	-229.5	-110.5	6.9	5.6	5.0
PBR(배)	1.9	2.2	1.6	1.3	1.1	1.7	1.8	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	5.6	5.1	3.4	2.5	1.7	4.6	7.6	3.7	2.7	2.2
보고영업이익률(%)	9.5	14.4	17.0	17.8	18.3	3.6	-2.2	25.7	30.4	30.5
핵심영업이익률(%)	9.5	14.4	17.0	17.8	18.3	3.6	-2.2	25.7	30.4	30.5
ROE(%)	14.4	21.4	23.1	20.5	18.4	-0.7	-1.8	25.4	24.0	21.4
순부채비율(%)	-12.1	-18.6	-32.0	-44.1	-55.3	62.1	48.1	21.0	2.1	-13.3

자료: 키움증권 리서치센터

>>> 메모리 업황 악화 우려 → 3Q11과 3Q12의 가격 급락 경험 때문

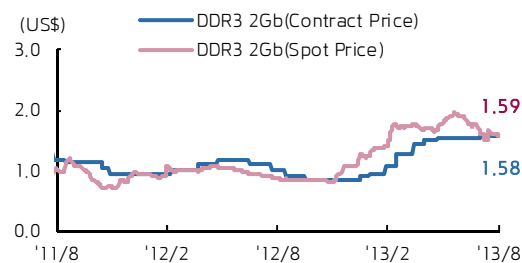
반도체 소자업체들의 주가는 ① 2Q13의 PC 수요가 12%YoY 급감한 점, ② 고용량 메모리를 탑재한 Premium급 스마트폰의 성장세 둔화 우려, ③ 현물/고정가격의 보합세, ④ 소자 업체들의 공격적 Capa 증설 우려, ④ 2014년에 메모리의 수급 악화 우려 가능성 등이 제기되면서 고점 대비 크게 하락하였음. 설상가상으로 태국홍수, 유럽발 재정위기 등의 외부 변수로 2011년 하반기에 이어 2012년 하반기에도 IT 수요급감이 메모리 가격의 급락으로 이어진 '안 좋은 경험'으로 메모리 업종에 대한 투자심리가 크게 위축되었기 때문임(자라보고 놀란 가슴 솥뚜껑 보고 놀라).

>>> 4Q13중~1Q14초 소폭의 가격 하락 → 1Q14중반 재차 강세로 전환

PC D램과 NAND의 현물가격과 고정가격의 Spread 축소됨. 2Gb 1333MHz D램 현물가격이 US\$1.6 내외, MLC Type 64Gb NAND 가격도 US\$5.00(64Gb)내외에서 거래되고 있음. 성수기와 공급이슈에 따른 Tight한 메모리 수급에도 불구하고 올 하반기들어 메모리 가격이 보합세에 그치고 있는 이유는 ① 현재의 가격으로도 1'st Tier의 OP Margin이 30% 중반을 상회하기 시작했고, ② 3Q13부터 공정 미세화를 통한 원가절감형 신제품이 본격 출시되기 시작한 점, ③ 판매부진과 판가하락으로 어려움을 겪고 있는 Set 업체들 가격 저항이 복합적으로 작용하기 때문임.

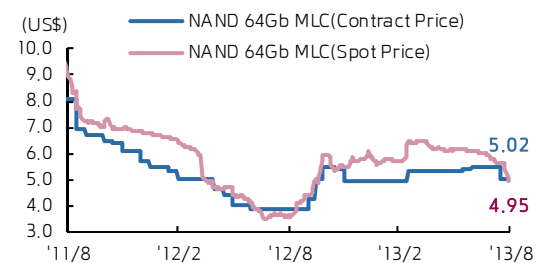
우리는 계절적 비수기로 인한 수급 공백으로 4Q13중반~1Q14초에 메모리 가격이 약세로 전환되고 1Q14중반부터 강세를 바뀔 것으로 예상함. 하지만 ① 2014년에 공급부족을 우려한 Set 업체가 선제적으로 재고를 확충할 가능성, ② 메모리 업체들의 재고전략, 특히 반도체를 제외한 소 사업의 부진으로 어려움을 겪고 있는 Toshiba의 전략 등을 종합적으로 고려할 때 소폭의 하락에 그칠 개연성 있음. 비수기에도 불구하고 2000년 이후에 딱 두번 밖에 없었던 강보합세가 이번에도 재현될 가능성이 있음(4Q01후반과 4Q12후반에 강세로 전환).

DRAM 고정거래선 가격 vs. 현물가격



자료: 키움증권 추정치

NAND 고정거래선 가격 vs. 현물가격



자료: 키움증권 추정

Toshiba 사업부별 분기 실적 추이 (단위: 백만US\$, %)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
전사 매출액	21,194	15,768	19,010	19,246	21,026	16,266	20,429	18,637	22,036	15,848	18,021	16,722	19,078	14,096
반도체 및 부품	3,772	3,479	4,024	3,672	3,973	3,814	4,701	4,008	6,796	3,581	3,662	3,810	3,969	3,897
기타 사업부	16,604	12,483	14,986	15,574	16,835	12,453	15,728	14,628	15,240	12,267	14,359	12,913	15,109	10,199
영업이익	1,150	320	828	454	1,244	51	964	112	1,502	143	731	361	1,043	247
반도체 및 부품	237	294	448	209	50	32	429	103	584	117	232	346	388	486
기타 사업부	913	27	380	245	1,194	18	535	9	918	26	499	15	655	(239)
전사 영업이익률	5%	2%	4%	2%	6%	0%	5%	1%	7%	1%	4%	2%	5%	2%

자료: Bloomberg, 키움증권, 주) 기타사업부에는 Social Infra, Home Appliance 등 포함.

I. 2014년에도 메모리 호황 지속

>>> Risk Factors: 전통적 IT인 PC & DTV 수요 크게 위축

Y2K 이후(2001년) 처음으로 2012년에 PC 수요가 역신장을(3%YoY 감소) 기록. 이 같은 추세가 2013년에도 더욱 가속화되고 더구나 FHD TV로 대체 수요, 신흥시장의 급부상으로 견조한 성장세를 보여 왔던 DTV 수요도 올 하반기부터 감소세로 전환이 확실시됨.

대체재인 스마트폰/태블릿 PC의 급성장 인해 PC와 DTV의 수요 위축은 이미 예견되었던 상황이나 감소폭이 시장의 예상을 상회하는 점이 메모리 반도체의 주변 환경을 불안케하는 요인으로 작용.

당사 리서치센터는 2013년과 2014년의 PC 수요를 각각 12%YoY, 4.5%YoY 감소할 것으로 예상하며 DTV 수요도 2013년에 4%YoY 감소할 것으로 예상함. 다만, 브라질 월드컵의 특수으로 2014년의 DTV 수요는 1%YoY 성장으로 전환을 예상함.

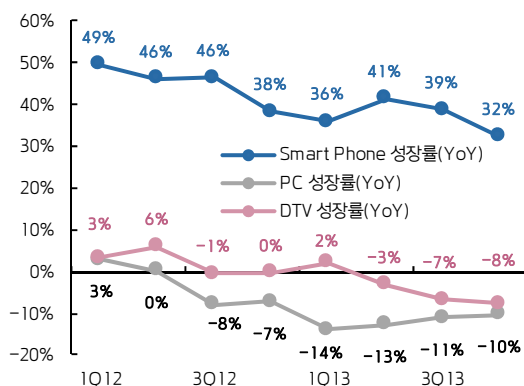
반면에 대체재인 스마트폰/태블릿 PC의 2013년 수요를 각각 37%YoY/78%YoY 크게 증가하고, 2014년에도 26%YoY/17%YoY의 고성장세가 지속될 것으로 추정하는데 2014년 수요는 전문 조사기관보다 다소 보수적으로 전망한 수치임. (Worst Case Simulation)

스마트폰/태블릿PC 급성장 vs. PC/DTV 감소 (단위: 백만대)

	11년	12년	13년(E)	14년(E)	비고
PC	364	352	310	296	• 가트너 13년 10% YoY 감소, 14년 Flat
YoY (%)	1%	-3%	-12.0%	-4.5%	
DTV	221	224	214	216	• DTV 시장 역성장
YoY (%)	9%	2%	-4%	1%	• FPD TV (CRT TV 제외)
Smart Phone	477	689	941	1186	• 2013년 53% → 2014년 66%
YoY (%)	87%	44%	37%	26%	
태블릿 PC	56	120	212	247	• 14년 2.7억대 추정. 하지만 이미 Red Ocean 화
YoY (%)	240%	115%	76%	17%	
Ultrabook	6.4	10.5	19.7	32.2	• Hybrid HDD (16GB~32GB) 탑재 노트북 제외
YoY (%)	119%	63%	88%	64%	• PC 수요에 포함

자료: 키움증권 추정치

2H13에 PC 및 DTV 수요 감소



자료: 키움증권 추정

>>> 그럼에도 메모리 호황은 2014년에도 지속

4Q12후반부터 호전되기 시작한 메모리 시장은 성수기인 2H13 뿐만 아니라 2014년에도 수요가 더욱 Tight할 것으로 분석됨. 이는 수요측면에서 ① 스마트폰/태블릿 PC 수요급증과 이들 기기에 탑재되는 메모리 용량 증가로 인한 Mobile D램/NAND의 수요 급증, ② PC의 Box당 용량 증가, ③ PC/게임기의 고성능화에 따른 Graphic D램 수요 급증 때문임. 무엇보다 공급측면에서 ① 과점산업으로 재편이 일단락되면서 메모리 신규 Capa 증설이 극히 제한적 수준에 그치고, ② D램 20nm, NAND 10nm급에서 공정 미세화의 속도가 현저히 둔화되고, ③ 미세공정화에 따른 TAT(Turn Around Time) 증가로 인한 자연적인 Fab Capa 감소분이 시장의 예상 크게 상회하기 때문임.

(공급과잉)

태국홍수/유럽 재 위기 → PC 수요 축소 / 재고조정

유럽발 재정위기로 4週本 DRAM 물량 재고조정

공급과잉 지속

리만 사태

(공급부족)

13/14년 PC 수요 각각 12.0%, 4.5%YoY 감소
Box담 용량 각각 12%, 11%YoY 증가

구분	3Q	10. 1Q	3Q	13. 1Q	3Q
DRAM	16%	17%	16%	9%	8%
NAND	2%	1%	7%	5%	5%
메모리 모듈	-4%	-6%	-4%	-1%	-1%
기타	-10%	-4%	-1%	-4%	-5%
Box담 용량	-2%	-3%	-6%	-2%	-3%

(공급과잉)

IT 경기위축 Set

업체 재조정으로 수급악화

Quarter	Percentage Change
3Q	18%
10.1Q	16%
3Q	18%
13.1Q	12%
3Q	3%
10.1Q	5%
3Q	4%
13.1Q	5%
3Q	6%
10.1Q	3%
3Q	5%
13.1Q	4%
3Q	0%
10.1Q	-1%
3Q	-3%
13.1Q	-1%
3Q	-3%
10.1Q	-2%
3Q	-1%
13.1Q	-1%

(공급부족)

자료: 키움증권 추정

Mobile 기기의 폭발적인 성장, 이들 기기의 탑재되는 메모리 용량 급증이 Mobile D램/NAND의 수요 급증으로 이어지면서 메모리 시장이 호전된 것도 사실임. 하지만 근본적 요인은 수요측면보다 다음의 여러 공급 Issue 때문이라고 판단함.

삼성전자, Toshiba, SK하이닉스의 공격적인 Capex를 고려하더라도 우리는 2014년의 메모리 Capa 증가율은 Max. 5%YoY에 그칠 것으로 전망함. 이는 ① 현재~2014년말까지의 클린룸 유휴 Space, ② 건설중인 신규 건물의 완공시기, ③ 미세화를 위한 기존라인 보완 투자 규모, ④ 메모리 업체들의 Capex 계획 등을 종합적으로 고려한 것으로 하기의 Capa 이상의 증설은 현실적으로 어렵다고 판단함.

우리는 ① 삼성전자가 16라인 유휴 Space에 4Q13초 가동을 목표로 DRAM Capa 30K/월을 증설하고, 1Q14후반부터 가동에 들어가는 중국시안 공장의 NAND Capa를 연말까지 90K/월(?)까지 늘리고, ② 반도체를 제외한 전 사업부의 부진으로 어려움을 겪고 있는 일본 Toshiba도 P3라인이 2014년말까지 60K/월(?)을 증설한다는 가정하고(3Q14 가동), ④ SK하이닉스가 2014년말 기준으로 M12의 유휴 Space에 NAND Capa를 40K/월 증설한다고 가정했음.

업체별/분기별 메모리 Output Capa 추이 (단위: 천장/분기)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13(E)	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	11년	12년	13년(E)	14년(E)
SEC	1,770	1,800	1,740	1,770	1,800	1,770	1,770	1,815	1,875	1,950	2,040	2,130	7,200	7,080	7,155	7,995
SK 하이닉스	1,170	1,170	1,185	1,215	1,245	1,245	1,260	1,290	1,290	1,320	1,380	1,410	4,736	4,740	5,040	5,400
Micron	1,725	1,755	1,770	1,785	1,785	1,785	1,800	1,800	1,761	1,716	1,716	1,716	6,783	7,035	7,170	6,909
Toshiba	1,095	1,110	1,110	1,110	1,140	1,170	1,170	1,170	1,170	1,170	1,260	1,350	4,170	4,425	4,650	4,950
기타	360	360	345	285	213	138	138	138	126	126	126	126	1,560	1,350	627	504
소계	6,120	6,195	6,150	6,165	6,183	6,108	6,138	6,213	6,222	6,282	6,522	6,732	24,449	24,630	24,642	25,758
QoQ(%)	-1%	1%	-1%	0%	0%	-1%	0%	1%	0%	1%	4%	3%	(-2%)	(-1%)	(0%)	(-6%)

자료: 키움증권 추정, Micron 은 Elpida+ Rexchip+ Inotera+Nanya 포함, 삼성전자/SK하이닉스/Toshiba(?) 공격적 증설 가정

Global DRAM Capa 기준 업체별 M/S 비중

	09년	10년	11년	12년	13년(E)	14년(E)
SEC	22%	25%	26%	27%	29%	32%
Hynix	23%	23%	24%	24%	26%	27%
Micron	8%	7%	8%	8%	6%	4%
Elpida	7%	8%	8%	9%	10%	10%
Rexchip	7%	6%	7%	7%	8%	7%
Inotera	11%	11%	11%	11%	12%	11%
NanYa	4%	4%	4%	4%	5%	5%
Powerchip	8%	8%	5%	5%	2%	2%
ProMos	6%	6%	4%	3%	1%	0%
Winbond	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Qimonda	2%	0%	0%	0%	0%	0%
소계	100%	100%	100%	100%	100%	100%

자료: 키움증권 추정치

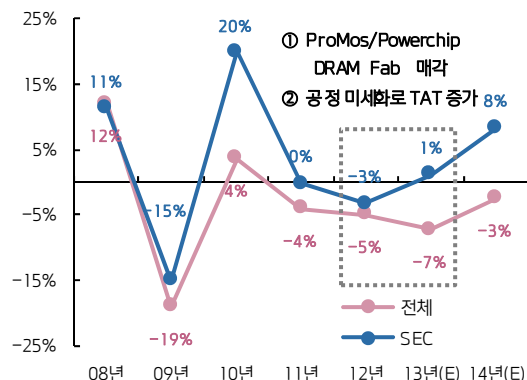
Global NAND Capa 기준 업체별 M/S 비중

구분	09년	10년	11년	12년	13년(E)	14년(E)
SEC	43%	35%	34%	31%	29%	30%
Toshiba	36%	41%	41%	40%	38%	37%
Hynix	10%	12%	13%	13%	15%	16%
IMFT	11%	12%	13%	16%	18%	18%
100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

자료: 키움증권 추정, Toshiba는 Sandisk Capa 포함

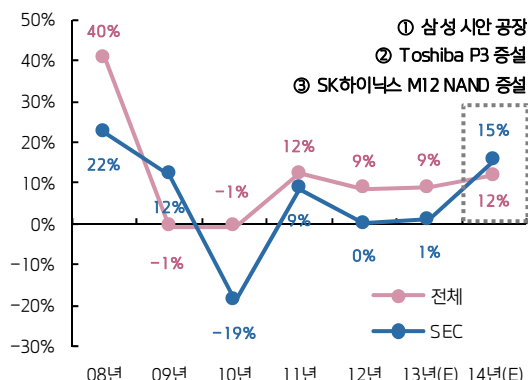
우리는 2013/2014년의 DRAM Capa는 각각 -7%/-3YoY로 감소할 것으로 추정하는 반면에 NAND Capa는 각각 Max.+9%/+12%YoY 증가할 것으로 전망함. 시장의 우려와 달리 메모리 Capa 증가가 미미한 이유는 ① 이미 과점산업으로 재편(Powerchip/Promos 퇴출)으로 신규 Capa 증설이 제한적 이고, 2) 클린룸 건물의 공사기간 고려시에 상기 Capa 이상의 추가증설이 현실적으로 불가능한 점, 3) D램 20nm, NAND 10nm급으로 Shift에 따른 TAT(Turn Around Time)가 10~15% 증가하면서 기존 Fab의 Capa도 자연적으로 감소할 수 밖에 없기 때문임.

Global DRAM Capa: 2014년에 역성장



자료: 키움증권 추정치

Global NAND Capa: 2014년에 12%YoY 증가에 그침



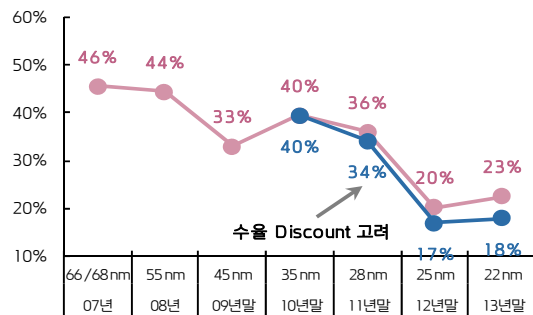
자료: 키움증권 추정

공정 미세화 둔화: 드디어 “무어의 법칙” 붕괴

지난 30년간 지속되어 왔던 메모리 반도체의 공정 미세화(Tech. Migration: 동일한 웨이퍼에서 생산량 매년 35~40% 증가)가 2012년부터 현저히 둔화되기 시작했다. 즉, D램 20nm급, NAND 10nm급으로 공정이 전환되면서 ① 회로선 폭의 축소도 예상보다 훨씬 더디고, 더구나 ② 아래단계 공정으로 전환 기간도 과거에는 1년 정도 소요되었으나 최근에는 1.6년이상으로 점차 늦어지고 있음.

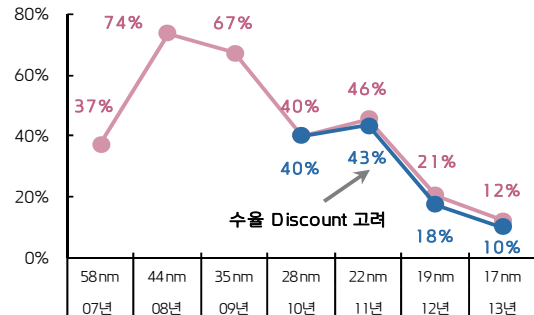
우리는 과거 30년간 지속된 ‘메모리 공급법칙=무어의 법칙’이 붕괴되고 있다고 판단.

DRAM 공장: 20nm 중반 이하에서 한계에 봉착



자료: 키움증권 추정치

NAND 공장: 10nm급에서 한계에 봉착 (속도 둔화)



자료: 키움증권 추정

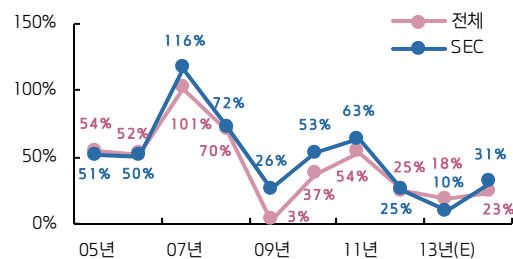
2014년 D램/NAND의 공급 B/G: 각각 23%YoY, 36%YoY에 그칠 듯

2014년 D램 공급 B/G는 23%YoY에 그치고, NAND 공급 B/G도 36%YoY에 그칠 것으로 분석됨. 공급 B/G는 Full Capa 가동을 전제로 분석한 수치로 업체들의 출하량 B/G와 크게 상이할 수 있음. 업황부진으로 2012년에 인위적으로 가동률을 조절했다는 점을 고려할 때 2013년의 출하량 B/G는 하기의 공급 B/G를 크게 상회함. 하지만 2013년에 업체들이 Full Capa 가동중인 점을 고려할 때 2014년의 ‘공급 B/G=출하량 B/G’추정됨.

NAND의 Capa 증가율, 3D NAND 양산 개시 등으로 2014년의 NAND의 공급 B/G가 크게 증가할 근거로 일부에서 공급과잉 가능성을 제기하나 우리는 NAND의 공급량 증가는 제한적일 것으로 예상. 이는 ① SK하이닉스 이외의 모든 업체들이 MLC Type→TLC Type으로 상당부분 전환으로 TLC로 전환을 통한 공급량 증가 효과는 제한적이고, ② NAND의 공정 미세화도 시장의 예상보다 부진하고, ③ 3D NAND로 전환시에 공정 미세화의 후퇴(30nm급)와 더불어 TAT의 크게 늘어날 것으로 예상되기 때문.

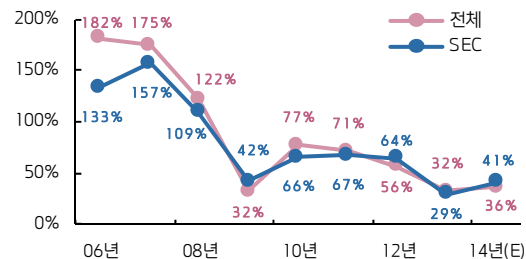
한편 TLC 제품이 없는 SK하이닉스가 TLC 비중을 늘릴 경우에 동사의 2014년 공급 B/G 크게 증가할 가능성이 있음.

DRAM 공급 B/G 제한적 (Full Capa 가동 기준)



자료: 키움증권 추정치

NAND 공급 B/G 제한적 (Full Capa 가동 기준)



자료: 키움증권 추정

>>> 메모리 수요: 2013년부터 스마트폰/태블릿PC/Ultrabook이 견인

PC/DTV 수요 감소 vs. 스마트폰/태블릿PC/Ultrabook 수요 급증

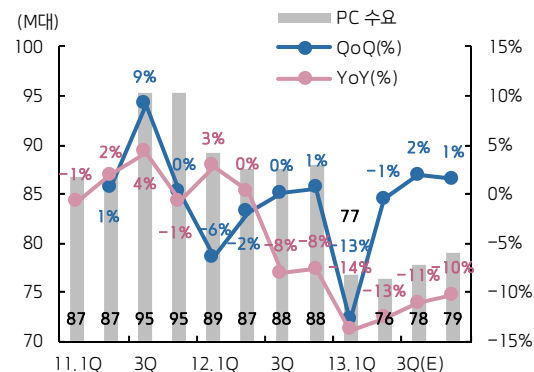
New Killer Application인 스마트폰/태블릿 PC의 수요 급증은 대체재인 PC와 DTV의 수요 정체 또는 감소로 이어질 수 밖에 없음.

Y2K 영향으로 2001년에 일시적 감소했던 PC 수요가 시장환경의 변화(스마트폰/태블릿PC 수요급증)로 2012년에 처음으로 3%YoY 감소하기 시작했고 2013년/2014년에는 각각 12%YoY/4.5%YoY 감소할 것으로 추정함.

또한 DTV 시장도 2013년 하반기부터 역성장으로 전환을 예상하는데 우리는 2013년/2014년의 DTV 수요를 각각 -4%YoY/1%YoY 성장에 그칠 것으로 전망함.

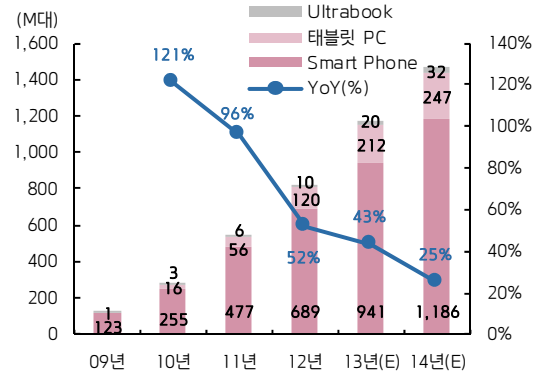
이처럼 전통적 IT인 PC or DTV 수요 감소를 근거로 한 메모리 반도체의 수급분석은 '분석적 오류'에 빠질 가능성이 매우 높음. 즉, 스마트폰/태블릿PC/Ultrabook 수요 증가세, 이들 기기에 탑재되는 Mobile D램/NAND의 Box당 평균용량 증가, 그리고 기존 IT인 PC와 DTV 뿐만 아니라 PC 및 Game기용 Graphic D램 수요 등을 종합적으로 판단한 입체적 분석이 요구됨.

PC 수요 역성장 → PC D램 성장 정체...



자료: 키움증권 추정치

Mobile D램/NAND용 Killer Application 수요 급증



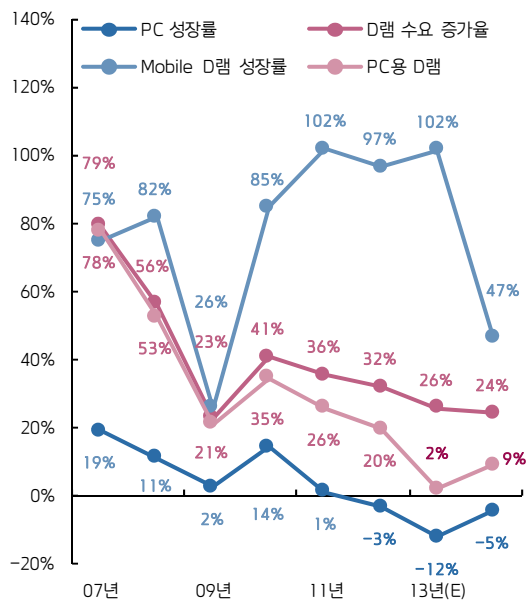
자료: 키움증권 추정

2014년의 D램/NAND 수요 증가율은 각각 Min.24%YoY/37%YoY 증가

2013년과 2014년의 PC 수요가 12%YoY/4.5%YoY 감소하고 PC Box당 D램 용량 증가율(Graphic D램 제외)은 각각 13%YoY /12%YoY 기준으로 Worst Case로 메모리 수요 증가율을 추정함. 이 같은 최악의 상황을 근거로 2013년과 2014년의 D램 수요는 각각 26%/24%YoY 증가할 것으로 분석됨

이는 PC용 D램 수요가 2%YoY/9%YoY 증가에도 불구하고 ① 스마트폰/태블릿 PC의 수요 증가, ② 이들 기기의 Box당 Mobile D램 탑재 용량 증가 등으로 **Mobile D램 수요가 각각 102%YoY, 47%YoY증가할 것으로 예상되기 때문임**. 또한 ③ PC/게임기의 고성능화로 인해 Graphic D램 수요도 시장의 예상을 크게 상회할 것으로 전망함.

D램 수요 증가율 추이



자료: 키움증권 추정치

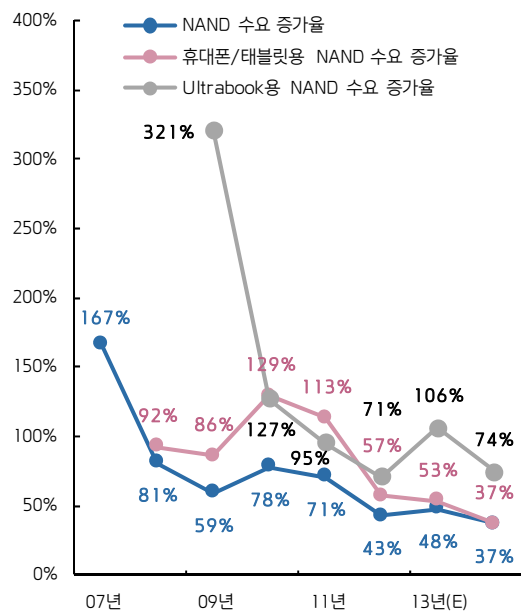
Global D램 Killer Application 전망 (단위: M대, MB)

	09년	10년	11년	12년	13년(E)	14년(E)
PC 수요	310	361	365	352	310	296
YoY(%)	(2%)	(14%)	(1%)	-(3.4%)	-(12.0%)	-(4.5%)
Desk Top	139	146	143	135	113	96
YoY(%)		5%	-2%	-6%	-16%	-15%
Portable	163	204	210	205	184	186
YoY(%)		(25%)	(3%)	-(2%)	-(10%)	(1%)
PC Server	8	10	12	13	13	13
PC Main D램 MB/Sys	2,461	2,897	3,618	4,506	5,041	5,605
YoY(%)	(21%)	(14%)	(25%)	(25%)	(12%)	(11%)
PC 그래픽 D램 MB/Sys	329	436	552	732	888	1,028
YoY(%)		(0%)	(26%)	(33%)	(21%)	(16%)
태블릿 PC	0	16	56	120	212	247
YoY(%)			(240%)	(115%)	(76%)	(17%)
MB/Sys		256	390	677	996	1,320
YoY(%)			(53%)	(73%)	(47%)	(33%)
HHP	1,173	1,375	1,591	1,727	1,781	1,808
YoY(%)		17%	16%	9%	3%	2%
MB/Sys for HHP	75	114	193	324	614	884
YoY(%)		(52%)	(70%)	(67%)	(90%)	(44%)
MB/Sys for 스마트폰	169	276	410	650	1,060	1,289
YoY(%)		(64%)	(48%)	(59%)	(63%)	(22%)
DTV	152	203	221	224	214	216
YoY(%)		34%	9%	2%	-4%	1%
MB/Sys	128	157	317	393	533	742
YoY(%)		(22%)	(102%)	(24%)	(36%)	(39%)

자료: 키움증권 추정

또한 스마트폰/태블릿 PC 수요 급증과 이들 기기의 Box당 NAND 탑재 용량 증가율, SSD를 탑재하는 Ultrabook, Hybrid 노트북 수요 증가 등으로 2013년/2014년 NAND 수요도 각각 48%/37%YoY에 달할 것으로 전망함. 우리는 2014년 NAND 수요 증가를 보수적으로 추정하는데 이는 NAND 공급 부족으로 스마트폰/태블릿 PC의 Box당 용량 증가율이 시장의 예상을 하회할 가능성이 높기 때문임.

Global NAND 수요 증가율 추이



자료: 키움증권 추정치

Global NAND Killer Application 전망 (단위: M대, GB)

	09년	10년	11년	12년	13년(E)	14년(E)
SSD 탑재	울트라북 (비중)	1.3 (1%)	3.1 (2%)	6.5 (3%)	10.5 (5%)	20.2 (11%)
	Hybrid HDD (비중)			9.7 (5%)	19.7 (10%)	31.2 (17%)
	넷북 수량	24	26	16	8	1
Note Book	일반 노트북	139	178	193	197	183
	넷북	24	26	16	8	1
	노트북 수요 YoY(%)	163	204	210	205	184
GB /Sys	노트북	93	120	120	120	128
	Hybrid HDD			11	19	26
	Server	8.1	9.6	12.0	12.7	12.7
SSD 탑재 수량	(비중)		0.3 (3%)	0.6 (4.7%)	0.9 (7%)	1.7 (14%)
	GB/Sys		551	708	934	1,169
	YoY(%)			29%	32%	25%
태블릿 PC	YoY(%)	0	16	56	120	212
	GB/Sys		23.4	23.5	24.7	27.7
	YoY(%)			0%	5%	12%
Smart Phone	YoY(%)	123	255	477	689	941
	GB/Sys	7.9	10.0	11.6	11.7	12.5
	YoY(%)		27%	16%	1%	7%
Smart TV	YoY(%)			20	46	60
	GB/Sys			18	16	19
	YoY(%)				-9%	16%

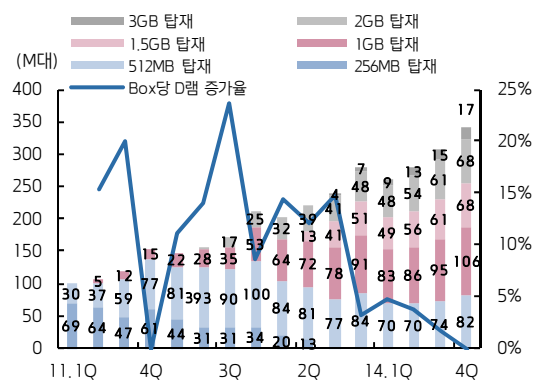
자료: 키움증권 추정

고사양 스마트폰/태블릿PC 수요 ⇒ 그래도 Box당 메모리 탑재 용량 급증

프리미엄 스마트폰인 갤럭시S4/아이폰5의 수요 둔화가 Mobile D램/NAND의 수요 둔화로 이어지고 이 같은 부진이 메모리의 공급과잉으로 이어질 가능성을 일부에서 우려하고 있음.

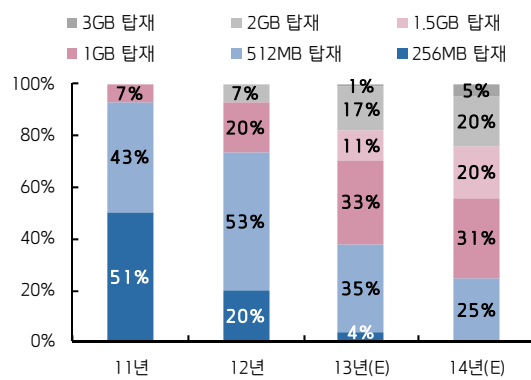
2014년 스마트폰 수요는 26%YoY 늘어난 11.9억대로 휴대폰에서 차지하는 비중이 66%으로 전망함 (2013년 53%). 또한 스마트폰의 Box당 D램 용량도 2013년에 1.06GB→2014년에 22%YoY 증가한 1.29GB(보수적)로 증가할 것으로 추정함. 이는 스마트폰 고사양화, 즉 ① 카메라의 고화소화(500만→800→1300), ② Display의 고정세화(HD→FHD→UHD), ③ O/S의 고성능화, U/I 기능을 고려할 때 Mobile D램의 대용량화 추세는 지속될 수 밖에 없기 때문임. 제품의 추세를 고려할 때, 2012년 출시된 고사양 스마트폰이 2014에 중반에는 Mid급 사양에 지나지 않을 것으로 예상함(갤럭시S2 참조). 1.5GB 이상의 Mobile D램을 탑재한 스마트 비중이 2013년 29%→2014년 44%로 증가할 것으로 예상.

Mobile D램 탑재량에 따른 스마트폰 수요 (M대, MB)



자료: 키움증권 추정치

Box당 Mobile D램 탑재량에 따른 스마트 비중 추이

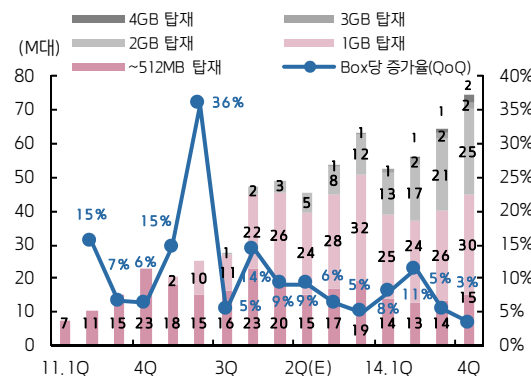


자료: 키움증권 추정

2014년의 태블릿PC 수요는 17%YoY 증가한 247M만대로 보수적으로 전망함. 반면에 Box당 Mobile D램 용량은 2013년에 1.0GB→2014년 33%YoY 증가한 Box당 평균 용량이 1.32GB로 추정함.

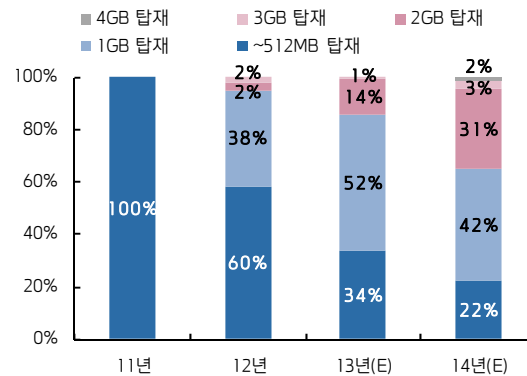
태블릿 PC의 고사양화, 멀티 작업 기능 등으로 인해 스마트폰 보다 Mobile D램 탑재 용량이 높을 수밖에 없음. 당사 리서치센터는 2014년에 출시되는 태블릿 PC 신제품에 2GB급 Mobile D램이 탑재할 것으로 추정함. (노트북 대용의 탈착식 태블릿 PC는 4GB 탑재)

태블릿PC의 Box당 Mobile D램 탑재



자료: 키움증권 추정치

태블릿 PC의 Box당 Mobile D램 탑재 비중 추이



자료: 키움증권 추정

II. 메모리 소자 업체 비중 확대

>>> 삼성전자(005930), SK하이닉스(000660) 비중확대 권고

◎ **삼성전자(005930)**: 스마트폰/태블릿 PC의 판매호조로 IM 부문의 실적호조가 2012~2013년에 동사의 성장성/수익성을 견인하여 왔던 것이 사실임. 수량기준으로 고성장세가 여전히 유지되지만 급속한 Commodity화, 고사양화로 인한 재료비 부담으로 IM 부문의 수익성은 2013년을 Peak로 역성장이 불가피할 것으로 추정됨. 또한 메모리 현물가격의 약보합세와 더불어 고정 가격의 상승세 둔화 그리고 Capex 확대 우려로 인해 메모리 반도체도 2013년이 Peak 아닌가? 하는 우려로 동사의 주가는 고점 대비 큰 폭으로 하락, 부진을 면치 못하고 있음.

당사 리서치센터는 동사에 대한 실적 전망 Focus를 Set 부문이 아닌 부품 사업군(=반도체+Display) 외형과 수익성 개선에 주목해야 시기로 판단함. 즉, 1) 메모리(事)의 호황과 Sys.LSI 반도체(事)의 Turn-Around에 힘입어 2H13부터 반도체 사업부의 가파른 실적 개선이 예상되고, 2) AMOLED 선전 지속과 일부 LCD 생산 라인 감가상각 종료로 자회사인 SD(社)의 실적 성장까지 배가될 것으로 전망되기 때문임. 투자의견 'BUY', 목표주가 210만원 유지함.

◎ **SK하이닉스(000660)**: 메모리가 과점산업으로 재편이 일단락되었고 더구나 2014년에 메모리호황이 지속되고, D램 분야에 최고 경쟁력을 보유하고 있다는 점을 고려할 때 Overhang 이슈로 인한 최근의 주가조정은 비중확대의 적기로 판단됨. (정책금융공사 1,041만주, 외환은행 1,009만주)

우리는 동사의 영업이익이 2013년에 이어 2014년에도 사상최대 실적달성을 예상함. 특히 과점산업으로 재편으로 동사의 실적 변동폭이 현저히 둔화될 것으로 보여 이제는 주가 Premium 요구됨.

일부에서 2014년의 메모리 업황을 부정적으로 보고 있으나 우리는 공급측면의 문제가 시장 예상보다도 훨씬 심각한 수준이라 판단되기 때문에 2014년에도 메모리 수급은 Tight할 것으로 전망임. 투자의견 'BUY', 목표주가 42,000원을 유지함.

반도체 소자업체 투자지표 요약

투자의견 목표주가	삼성전자					SK하이닉스				
	BUY(Maintain)					BUY(Maintain)				
	2,100,000 원					42,000 원				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(억원)	1,650,018	2,011,036	2,304,515	2,461,783	2,584,873	103,958	101,622	145,317	153,782	161,471
보고영업이익(억원)	156,443	290,493	391,562	438,144	472,976	3,691	-2,273	37,346	46,751	49,329
핵심영업이익(억원)	156,443	290,493	391,562	438,144	472,976	3,691	-2,273	37,346	46,751	49,329
EBITDA(억원)	292,364	446,714	519,798	580,213	615,401	38,360	29,762	62,569	74,763	79,574
세전이익(억원)	171,919	299,150	401,688	443,906	481,013	451	-1,993	35,848	47,655	53,417
순이익(억원)	137,590	238,453	315,393	346,247	375,190	-560	-1,588	29,929	37,647	42,199
지배주주순이익(억원)	133,826	231,854	307,377	337,392	364,926	-566	-1,589	29,929	37,649	42,223
EPS(원)	78,660	136,278	180,669	198,311	214,495	-96	-233	4,095	5,050	5,663
증감율(%YoY)	-15.3	73.2	32.6	9.8	8.2	흑전	적전	흑전	23.3	12.1
PER(배)	13.5	11.2	7.5	6.8	6.3	-229.5	-110.5	6.9	5.6	5.0
PBR(배)	1.9	2.2	1.6	1.3	1.1	1.7	1.8	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	5.6	5.1	3.4	2.5	1.7	4.6	7.6	3.7	2.7	2.2
보고영업이익률(%)	9.5	14.4	17.0	17.8	18.3	3.6	-2.2	25.7	30.4	30.5
핵심영업이익률(%)	9.5	14.4	17.0	17.8	18.3	3.6	-2.2	25.7	30.4	30.5
ROE(%)	14.4	21.4	23.1	20.5	18.4	-0.7	-1.8	25.4	24.0	21.4
순부채비율(%)	-12.1	-18.6	-32.0	-44.1	-55.3	62.1	48.1	21.0	2.1	-13.3

자료: 키움증권 리서치센터

>>> 삼성전자: 2014년 부품 사업군 영업이익 19.0조원(반도체 13.1조원)

성장성과 수익성을 주도한 IM 부문은 2013년을 정점으로 영업이익이 감소세로 전환은 수차례 언급한 바와 같이 불가피할 듯. 우리는 동사의 2014년의 스마트폰/태블릿 PC 판매량을 각각 34%YoY, 30%YoY 증가한 4.32억대, 46M대로 기존 추정대비 크게 상향조정하며 Commodity화로 휴대폰 평균 ASP는 각각 8%YoY, 20%YoY 하락한 US\$206, US\$288로 소폭 상향함. IM 부문의 2014년 매출액은 140조원으로 6%YoY 증가할 것으로 추정하나 영업이익은 23조원으로 올해 대비 7%YoY 감소로 예상. 또한 Mobile 기기의 고사양화로 인한 재료비 상승으로 IM 부문의 영업이익률이 2013년 18%에서 2014년에 16.4%로 1.6%p 감소할 것으로 추정함.

당사 리서치센터는 3Q13부터 IM 부문이 수익성 유지를 위해 조달이 원활한 부품류에 대한 공격적인 CR이 예상되는 바, 특히 스마트폰/태블릿 PC용 핵심 부품 업체들에 대한 선별적 투자를 요구함.

시장에서 IM 부문의 영업이익 감소분을 부품 사업군인 반도체와 Display 자회사인 SD(社)의 실적개선으로 만회할 수 있느냐? 가 시장의 관심사임. 당사 리서치센터는 충분히 커버할 것으로 예상함.

부품 사업군(=반도체+SD)의 2013년 영업이익이 12.5조원, 영업이익 비중 32%에 그칠 것으로 보이나 2014년에 19.2조원, 44%로 올해 대비 6.7조원 증가할 것으로 보여 IM 부문의 감소분을 충분히 커버할 것으로 예상함.

사업군별로 보면,

첫째, 삼성전자 반도체 부문의 2013년 영업이익을 8.1조원에서 2014년에 13.0조원을 상회할 것으로 예상함. 우리는 2014년의 메모리(事) 영업이익이 10.5조원으로 추정하는데 이는 ① 중국 NAND 공장 본격 가동으로 Capa가 증가할 뿐만 아니라 3D NAND 본격 양산이 수익성 개선에 크게 기여할 것으로 예상되고 ② 공정 미세화 부진으로 2013년에 최악의 한 해를 보냈으나 2H13부터 정상궤도에 진입하고 있으며, 무엇보다 ③ 올해 극심한 실적부진을 겪고 있는 Sys. LSI(事)도 Turn Around 효과로 2014년의 영업이익이 2013년 대비 1.5조원 증가한 2.5조원 수익성 회복이 회복될 것으로 추정함.

반도체 부문의 분기단위 영업이익은 3Q13~4Q13에 Peak로 계절적 비수기인 1Q14에는 메모리 가격 약세로 2.3조원으로 감소하다가 2Q14부터 재차 회복세로 전환을 예상함.

둘째, 자회사인 SD(社)의 외형과 수익성이 대폭 호전될 것으로 전망함. 2013년의 매출과 영업이익은 각각 33.6조원 4.4조원에서 2014년에 각각 41조원, 5.9조원으로 호전될 것으로 예상함. SD(社)의 실적 개선은 중소형 AMOLED Display에서 독점, LCD 일부 라인의 감가상가 종료, TFT-LCD 산업이 2Q14초부터 회복세로 전환이 예상되기 때문임.

삼성전자 분기별 전망 (단위 십억원, %)

	2012년				2013년 E				2014년 E				2011	2012	2013 (E)	2014 (E)
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE				
매출액	45,271	47,597	52,177	56,059	52,868	57,464	57,274	62,845	55,906	59,855	63,827	66,591	165,002	201,104	230,451	246,178
YoY	22%	21%	26%	19%	17%	21%	10%	12%	6%	4%	11%	6%	7%	22%	15%	7%
QoQ	-4%	5%	10%	7%	-6%	9%	0%	10%	-11%	7%	7%	4%				
반도체부문	7,980	8,384	9,055	9,285	8,262	8,551	9,665	9,773	9,075	10,094	10,759	11,016	33,788	34,704	36,252	40,944
영업이익	5,689	6,462	8,125	8,774	8,779	9,531	10,305	10,541	9,494	10,699	11,727	11,894	15,644	29,049	39,156	43,814
YoY	93%	72%	91%	87%	54%	47%	27%	20%	8%	12%	14%	13%	-10%	86%	35%	12%
QoQ	21%	14%	26%	8%	0%	9%	8%	2%	-10%	13%	10%	1%				
영업이익률	13%	14%	16%	16%	17%	17%	18%	17%	17%	18%	18%	18%	9%	14%	17%	18%
반도체부문	1,060	1,167	1,215	1,510	1,066	1,781	2,556	2,667	2,266	3,122	3,715	4,016	7,054	4,952	8,070	13,119

자료: 삼성전자, 키움증권 추정

>>> SK하이닉스: 2014년 영업이익 4.5조원 상회 - Risk는 Overhang

2Q13 창사이래 최대 실적: 매출액 3.93조원, 영업이익 1.14조원

2Q13의 매출액과 영업이익은 각각 3.93조원(41%QoQ ↑), 1조 1,140억원(251%QoQ, OPM 28%)로 삼성전자 메모리(事)의 OPM을 상회하는 Earning Surprise 실현. 이는 ① 제품 비중이 높은 PC D램의 가격 급등, ② D램에서 세계 최고수준의 공정 기술력을 확보, 제조원가가 대폭 절감되었기 때문임.

3Q13 매출액과 영업이익 각각 4.05조원, 영업이익 1.26조원

3Q13 매출액과 영업이익을 4.05조원(3%QoQ ↑), 1.26조원(13%QoQ, OPM 31%)로 신기록 갱신할 전망이다. 당초 예상보다 소폭 하향 조정함. 이는 PC/Server D램의 고가가격 상승에도 불구하고 ① NAND 공정미세화 차질로 인한 일시적 수출 하락, ② 29nm Mobile D램으로 공정전환에 따른 수출 하락 등으로 인해 Lowest인 B급 제품의 증가, ③ 출하량 증가가 회사측 Guidance를 하회할 가능성이 높기 때문임.

2014년 영업이익 4.67조원으로 14% 상향 조정

2014년 매출을 15.4조원, 영업이익을 4.67조원(OP Margin 30%)으로 종전 전망치 대비 각각 5%, 14% 상향 조정함. 이는 ① 원/달러 평균환율 1,082원(2013년 1,105원)으로 상향, ② PC/Mobile D램 ASP를 각각 8%YoY, 16%YoY 하락한 1.44\$, 1.88\$(2Gb 환산), ③ NAND ASP가 16%YoY 하락한 4.24\$(64Gb 환산) 가정했음.

일부에서 D램 ASP를 1.5\$로 가정하여 2014년 영업이익을 2조원으로 추정하나 이는 ① D램 ASP가 1.0\$(2Gb환산)까지 급락, or ② 원/달러 환율이 1,000원까지 하락, or ③ Tech. Migration을 통한 원가 절감이 5% 이내에 그칠 경우에 가능한 추정치임.

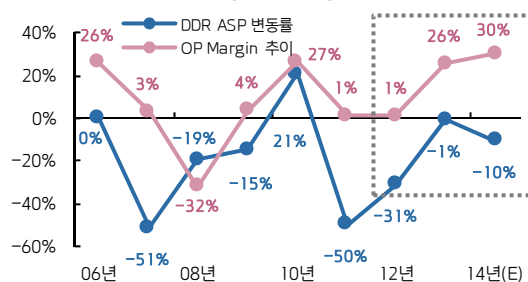
또한 Dramatic한 실적개선을 시황호전으로 치부하는 경향이 있는데 적어도 D램에 국한해서 동사의 차별화된 원가/제품 경쟁력에 주목해야 함. 즉, PC/Mobile D램에서 Top One과 동등한 수준의 공정/제품 경쟁력을 보유하고 웨이퍼 Capa 기준으로 1위인 Micron 대비 원가 경쟁력이 20% 이상 뛰어난 것으로 추정됨.

SK하이닉스의 수익 추정의 Key Factors (단위: 백만US\$, %)

	07년	08년	09년	10년	11년	12년	13년E	14년E
원/달러 환율	920	1,136	1,281	1,050	1,090	1,115	1,105	1,082
DRAM ASP(1Gb)	2.6	2.1	1.8	2.3	1.0	0.7	0.8	0.7
YoY(%)	-51%	-19%	-15%	27%	-55%	-28%	5%	-8%
Mobile D 램(1Gb)	7.1	5.0	4.5	2.6	1.4	1.1	0.9	0.9
YoY(%)			-30%	-9%	-42%	-47%	-20%	-16%
NAND ASP (32Gb)	7.8	3.1	10.0	8.0	4.7	2.6	2.5	2.1
YoY(%)	-60%	-60%	223%	-20%	-41%	-44%	-4%	-16%
매출액(\$)	9,260	6,257	6,342	10,412	9,388	9,092	13,105	14,229
YoY(%)	14%	-32%	1%	64%	-10%	-3%	44%	9%
영업이익(\$)	291	-1,996	242	2,789	128	110	3,357	4,332
OP Margin	3%	-32%	4%	27%	1%	1%	26%	30%

자료: 키움증권 추정치

SK하이닉스의 DRAM 평균판가/영업이익률 추이



자료: 키움증권 추정

SK하이닉스 분기별 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2011	2012	2013E	2014E
매출액	2,388	2,632	2,423	2,718	2,781	3,933	4,049	3,769	3,506	3,853	4,014	4,005	10,396	10,162	14,532	15,378
YoY	-14%	-5%	6%	6%	16%	49%	67%	39%	26%	-2%	-1%	6%	-13%	-2%	43%	6%
QoQ	-6%	10%	-8%	12%	2%	41%	3%	-7%	-7%	10%	4%	0%				
영업이익	-264	23	-15	28	317	1,185	1,260	1,044	808	1,204	1,352	1,311	369	-227	3,735	4,675
YoY	적전	-95%	적지	흑전	흑전	5097%	흑전	3569%	155%	2%	7%	26%	-88%	적전	흑전	23%
QoQ	적지	흑전	적전	흑전	1013%	274%	6%	-17%	-23%	49%	12%	-3%				
영업이익률	-11%	1%	-1%	1%	11%	30%	31%	28%	23%	31%	34%	33%	4%	-2%	26%	30%

자료: SK하이닉스, 키움증권 추정

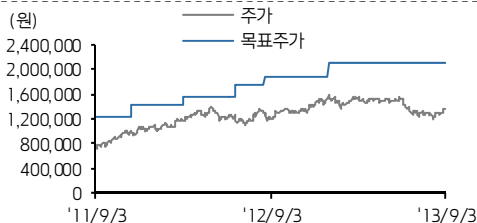
투자의견변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
삼성전자 (005930)	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
	2012/11/05	BUY (Maintain)	1,870,000원
	2012/12/06	BUY (Maintain)	1,870,000원
	2013/01/03	BUY (Maintain)	2,100,000원
	2013/02/18	BUY (Maintain)	2,100,000원
	2013/03/26	BUY (Maintain)	2,100,000원
	2013/04/24	BUY (Maintain)	2,100,000원
	2013/05/23	BUY (Maintain)	2,100,000원
	2013/05/27	BUY (Maintain)	2,100,000원
	2013/06/10	BUY (Maintain)	2,100,000원
	2013/07/01	BUY (Maintain)	2,100,000원
	2013/07/03	BUY (Maintain)	2,100,000원
	2013/07/22	BUY (Maintain)	2,100,000원
	2013/08/01	BUY (Maintain)	2,100,000원
	2013/09/03	BUY (Maintain)	2,100,000원

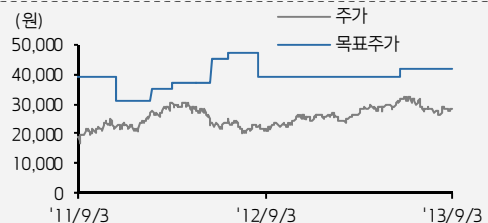
종목명	일자	투자의견	목표주가
SK하이닉스 (000660)	2010/11/08	BUY (Maintain)	39,000원
	2011/01/03	BUY (Maintain)	44,000원
	2011/02/14	BUY (Maintain)	44,000원
	2011/03/21	BUY (Maintain)	44,000원
	2011/04/14	BUY (Maintain)	44,000원
	2011/05/30	BUY (Maintain)	44,000원
	2011/05/31	BUY (Maintain)	44,000원
	2011/07/05	BUY (Maintain)	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
	2012/11/05	BUY (Maintain)	39,000원
	2012/11/21	BUY (Maintain)	39,000원
	2012/12/06	BUY (Maintain)	39,000원
	2013/01/03	BUY (Maintain)	39,000원
	2013/02/18	BUY (Maintain)	39,000원
	2013/04/24	BUY (Maintain)	39,000원
	2013/05/23	BUY (Maintain)	42,000원
	2013/05/27	BUY (Maintain)	42,000원
	2013/07/03	BUY (Maintain)	42,000원
	2013/08/01	BUY (Maintain)	42,000원
	2013/09/03	BUY (Maintain)	42,000원

목표주가 추이 (2개년)

삼성전자



SK하이닉스



투자의견 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		