KDB대우증권 리서치센터

SK하이닉스 (000660)

4Q 이후 소프트랜딩에 초점!

반도체

Company Update
2013. 9. 4

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	35,000
현재주가(13/09/03,원)	28,450
상승여력	23%

영업이익(13F,십억원)	3,584
Consensus 영업이익(13F,십억원)	3,590
EPS 성장률(13F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(13F,%)	22.5
P/E(13F,x)	6.7
MKT P/E(13F,x)	9.8
KOSPI	1,933.74
시가총액(십억원)	20,205
발행주식수(백만주)	710
유동주식비율(%)	75.9
외국인 보유비중(%)	33.0
베타(12M,일간수익률)	1.13
52주 최저가(원)	20,550
52주 최고가(원)	32,950

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.6	7.4	32.9
상대주가	3.1	11.9	31.8

반도체

송종호
02-768-3722
james.song@dwsec.com

장준호
02-768-3241
joonho.jang@dwsec.com

What's New: 3Q13 분기 사상 최대 실적 경신 예상

3Q13 사상 최대 실적: SK하이닉스의 3Q13 실적은 매출액 4.1조원(+5% QoQ, +71% YoY), 영업이익 1.2조원(+8% QoQ, YoY 흑전, 영업이익률 29%)로 분기 사상 최대 실적을 다시 한번 경신할 전망이다. 다만 시장의 기대치는 이미 영업이익 1.3조원 수준까지 형성되어 있기 때문에, 3분기 실적이 주가에 미치는 영향은 그리 크지 않을 것으로 판단된다.

DRAM 중심의 성장세: 3Q13 DRAM, NAND bit 성장률은 각각 3%, 19%로 추정된다. 연간 DRAM, NAND bit 성장률은 각각 44%, 53%로 예상되는데, DRAM bit 성장률은 특히 2분기 재고 축소 영향에 따라 연초 25~30% 의 가이던스를 크게 넘어설 전망이다. 3분기 모바일DRAM 비중은 DRAM 매출의 30% 이상으로 확대되고, PC DRAM 비중은 30% 이하로 축소되는 추세이다. 서버DRAM은 20% 초반에서 유지되고 있다.

Catalyst: 4Q13 이후 실적 소프트랜딩 가능성에 주목

4Q13 이후 소프트랜딩에 주목: 4Q13 실적은 매출액 3.9조원(-6% QoQ, +43% YoY), 영업이익 9,530억원(-21% QoQ, 영업이익률 24.4%)으로 예상한다. 4분기 이후 점진적인 메모리 가격 하락이 나타난다고 가정할 때, 1Q14 영업이익은 8,140억원(-15% QoQ)으로 4Q13 대비 다소 하락할 전망이다. 그러나 여기서 주목할 점은 내년 1분기까지의 실적 하락이 하드랜딩이 아니라, 소프트랜딩이 될 가능성이 높다는 부분이다.

하반기 예상 모멘텀: 하반기 수요 측면에서는 1) 애플과 LG전자의 신규 스마트폰 출시 효과와 2) 중국 스마트폰 업체들의 MCP 수요 증가 등이 중요할 전망이다. 공급 측면에서 DRAM Capa 증설은 여전히 보수적이므로, 4Q13 이후에도 예상보다 견조한 DRAM 가격은 오히려 모멘텀이 될 수 있을 것이다. NAND Capa 증설에 대한 우려는 여전히 크지만, 실질적인 Capa 증설은 수요 증가에 따라 점진적으로 이루어질 가능성이 있을 것이다.

Valuation: 리스크 요인에 대한 충분한 선 반영. 목표주가 35,000원 유지

부정적인 변수들에 점차 내성: 6월 이후 주가 하락에는 1) 하반기 모바일 세트 수요에 대한 불확실성, 2) 메모리업체들의 Capa 증설 시사, 3) 메모리 가격 상승세 둔화, 4) CB 전환 물량 매도 등의 부정적 변수들이 복합적으로 영향을 미쳤다. 그러나 하반기에 실질적인 Capa 증설이 크지 않고, 메모리 가격 하락세 역시 가파르지 않다면, 이러한 부정적 변수들이 주가에 미치는 영향은 점차 완화될 수 있을 것이다.

리스크 요인에 대한 선반영: 특히 최근 SK하이닉스의 주가는 26,000원 초반까지 하락한 이후 반등하였다. 12M FWD P/B 1.4배의 Valuation은 리스크 요인들을 충분히 선반영한 것이라는 시각을 나타낸다. 또한 2014년 실적이 적어도 올해 대비 하락할 가능성은 높지 않다는 시장의 판단을 반영하는 것이다. SK하이닉스의 2014년 영업이익은 3.7조원으로 예상된다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	12,106	10,396	10,162	14,754	15,669	16,438
영업이익(십억원)	2,975	369	-227	3,585	3,677	3,071
영업이익률 (%)	24.6	3.6	-2.2	24.3	23.5	18.7
순이익(십억원)	2,621	-57	-159	2,971	3,084	2,550
EPS (원)	4,440	-96	-233	4,280	4,443	3,673
ROE (%)	39.2	-0.7	-1.8	26.6	22.1	15.4
P/E (배)	5.4	-	-	6.7	6.4	7.8
P/B (배)	1.9	1.8	2.0	1.7	1.4	1.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터

Valuation 및 투자의견

표 1. SK하이닉스 P/B Valuation (원,%)

	2013F	2014F	비고
주가	28,450	28,450	A
13F BPS	16,651	21,124	B
PBR	1.71	1.35	C=A/B
13F ROE	26.6%	22.1%	D
Earnings Yield	15.6%	16.4%	E=D/C
무위험 수익률(3년 국고채 수익률)	2.9%	2.9%	F
Risk Premium	12.7%	13.5%	G=E-F
적정 Risk Premium	9.8%	10.5%	H
적정 Earning Yield	12.7%	13.4%	I=F+H
적정 P/B	2.10	1.65	J=D/I
적정 주가	35,000	35,000	K=B*J

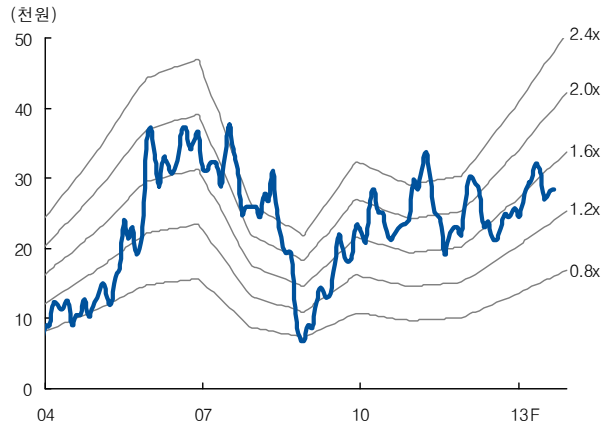
자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

표 2. 글로벌 메모리 반도체 업체 peer valuation (십억원,%,배)

	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	196,939	229,075	255,577	39,389	43,805	17.2	17.1	32,156	36,786	7.1	6.2	1.5	1.2	24.4	22.5
SK하이닉스	20,205	14,754	15,669	3,585	3,677	24.3	23.5	2,971	3,084	6.7	6.4	1.7	1.4	26.6	22.1
Micron (미)	15,521	9,911	14,715	354	2,429	3.6	16.5	-262	2,112	-	7.8	2.0	1.6	-2.7	20.1
Nanya (대)	3,436	1,613	1,687	285	365	17.7	21.6	-293	235	-	12.1	9.5	3.9	134.6	68.3
Inotera (대)	2,924	1,838	2,170	365	712	19.9	32.8	455	629	6.7	4.6	1.6	1.1	43.4	33.8
Toshiba (일)	19,084	70,969	73,278	3,529	4,076	5.0	5.6	1,571	1,968	12.4	9.9	1.5	1.3	12.5	14.7
SanDisk (미)	14,610	6,782	7,450	1,839	2,053	27.1	27.6	1,286	1,437	11.6	10.5	1.7	1.5	14.8	14.6
반도체 평균						16.4	20.7			8.9	8.2	2.8	1.7	36.2	28.0

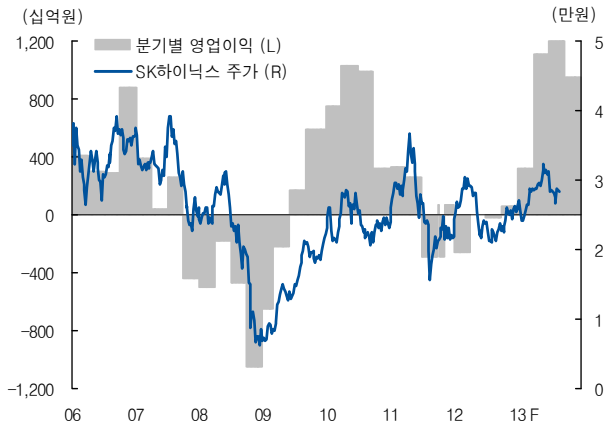
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. SK하이닉스의 12M Forward P/B Band



자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 2. SK하이닉스의 분기 영업이익과 주가 추이



자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

실적 전망

표 3. SK하이닉스 분기 및 연간 실적 추이와 전망 (십억원,%)

	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	2,781	3,933	4,143	3,897	3,743	3,977	4,040	3,910	10,162	14,754	15,669	16,438
% QoQ	2.3	41.4	5.3	-5.9	-4.0	6.3	1.6	-3.2				
% YoY	16.4	49.4	70.9	43.4	34.6	1.1	-2.5	0.3	-2.2	45.2	6.2	4.9
DRAM	1,975	2,871	3,009	2,822	2,686	2,879	2,920	2,876	7,241	10,677	11,713	11,964
NAND	806	1,062	1,133	1,075	1,056	1,098	1,120	1,034	2,921	4,077	4,307	4,474
매출원가	2,018	2,374	2,482	2,465	2,459	2,532	2,536	2,556	8,551	9,338	10,082	11,267
매출총이익	771	1,559	1,661	1,433	1,284	1,445	1,504	1,354	1,611	5,416	5,587	5,171
판관비	446	445	460	480	470	470	480	490	1,839	1,754	1,910	2,100
영업이익	317	1,114	1,201	953	814	975	1,024	864	-228	3,585	3,677	3,071
% QoQ	472.3	251.4	7.8	-20.6	-14.6	19.8	5.0	-15.7				
% YoY	흑전	28102.5	흑전	1620.4	156.8	-12.4	-14.7	-9.4	적전	흑전	2.6	-16.5
DRAM	283	947	1,024	828	737	864	928	814	-214	3,083	3,343	2,828
NAND	34	167	177	125	77	111	96	49	-17	502	334	242
EBITDA	1,089	1,973	2,095	1,846	1,896	2,046	2,085	1,916	2,976	7,003	7,944	7,147
순이익	179	947	1,012	834	672	855	844	713	-159	2,971	3,084	2,550
매출총이익률	27.7	39.7	40.1	36.8	34.3	36.3	37.2	34.6	15.9	36.7	35.7	31.5
영업이익률	11.4	28.3	29.0	24.4	21.7	24.5	25.3	22.1	-2.2	24.3	23.5	18.7
DRAM	14.4	33.0	34.0	29.3	27.4	30.0	31.8	28.3	-3.0	28.9	28.5	23.6
NAND	4.2	15.7	15.6	11.6	7.3	10.1	8.6	4.8	-0.6	12.3	7.7	5.4
EBITDA 이익률	39.2	50.2	50.6	47.4	50.7	51.5	51.6	49.0	29.3	47.5	50.7	43.5
순이익률	6.4	24.1	24.4	21.4	17.9	21.5	20.9	18.2	-1.6	20.1	19.7	15.5

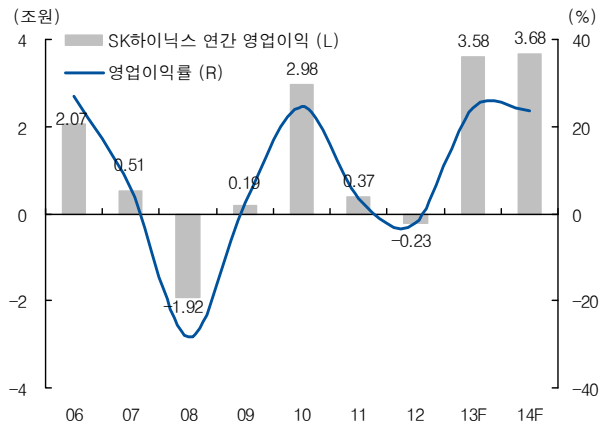
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

표 4. 수익 예상 전 후 비교 (십억원, %)

	수정 전		수정 후		변경률		변경이유
	13F	14F	13F	14F	13F	14F	
매출액	15,309	15,972	14,754	15,669	-3.6	-1.9	DRAM, NAND bit 성장률 조정
영업이익	3,591	3,619	3,585	3,677	-0.2	1.6	Product Mix 및 원가 개선
순이익	2,976	3,026	2,971	3,084	-0.2	1.9	
영업이익률(%)	23.5	22.7	24.3	23.5	0.8	0.8	
순이익률(%)	19.4	18.9	20.1	19.7	0.7	0.7	

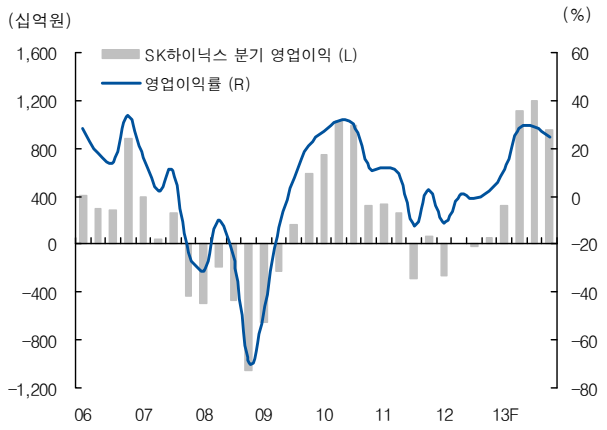
자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 3. SK하이닉스의 연간 영업이익 추이와 전망



자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 4. SK하이닉스의 분기 영업이익 추이와 전망



자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

표 5. SK하이닉스 DRAM 부문 주요 추정과 전망

(단위:십억원,%,1Gb 환산 백만개, US$)

	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,975	2,871	3,009	2,822	2,686	2,879	2,920	2,876	7,241	10,677	11,713	11,964
영업이익	283	947	1,024	828	737	864	928	814	-214	3,083	3,343	2,828
영업이익률	14.4%	33.0%	34.0%	29.3%	27.4%	30.0%	31.8%	28.3%	-3.0%	28.9%	28.5%	23.6%
출하(1Gb 환산, 백만개)	2,374	2,849	2,934	3,022	3,178	3,494	3,729	3,982	7,773	11,180	14,383	18,698
Bit Growth (% QoQ, %YoY)	3.0%	20.0%	3.0%	3.0%	5.2%	9.9%	6.7%	6.8%	50.8%	43.8%	28.7%	30.0%
ASP(1Gb 환산, US$)	0.80	0.92	0.94	0.86	0.78	0.76	0.72	0.66	0.85	0.88	0.73	0.58
% QoQ, % YoY	3.9%	15.8%	2.2%	-8.9%	-9.5%	-2.5%	-4.9%	-7.8%	-36.2%	3.9%	-17.8%	-20.0%

자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

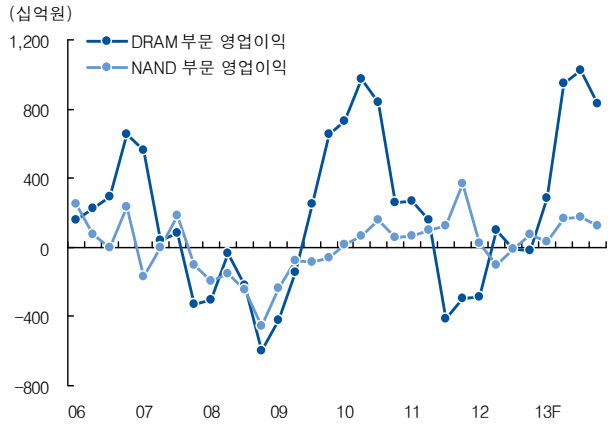
표 6. SK하이닉스 NAND 부문 주요 추정과 전망

(단위:십억원,%,1Gb 환산 백만개, US$)

	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	806	1,062	1,133	1,075	1,056	1,098	1,120	1,034	2,921	4,077	4,307	4,474
영업이익	34	167	177	125	77	111	96	49	-17	502	334	242
영업이익률	4.2%	15.7%	15.6%	11.6%	7.3%	10.1%	8.6%	4.8%	-0.6%	12.3%	7.7%	5.4%
출하(16Gb 환산, 백만개)	438	565	672	706	785	893	958	1,006	1,492	2,380	3,642	5,645
Bit Growth (% QoQ, %YoY)	-1.0%	29.0%	18.9%	5.2%	11.1%	13.8%	7.3%	5.0%	46.7%	59.5%	53.0%	55.0%
ASP(16Gb 환산, US$)	1.29	1.35	1.26	1.13	1.01	0.91	0.87	0.75	1.34	1.25	0.88	0.62
% QoQ, % YoY	-5.1%	5.1%	-6.5%	-10.8%	-9.9%	-9.9%	-4.6%	-13.6%	-44.4%	-6.8%	-29.5%	-30.0%

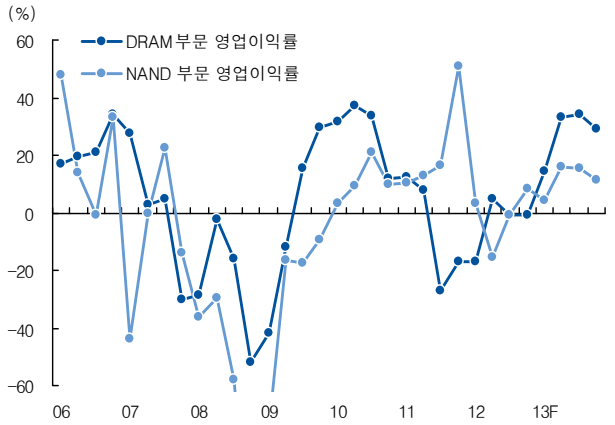
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 5. SK하이닉스 부분별 영업이익 추이와 전망



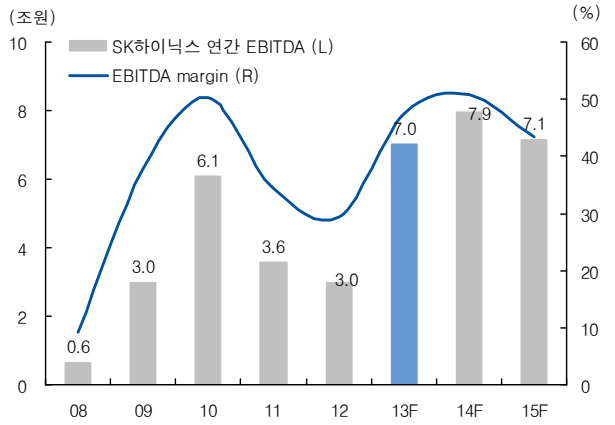
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 6. SK하이닉스 부문별 영업이익률 추이와 전망



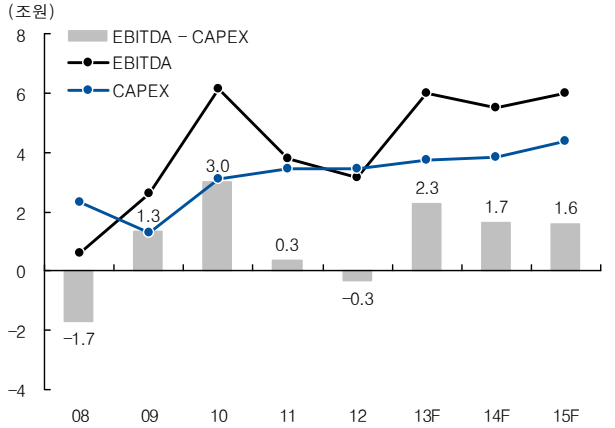
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 7. SK하이닉스의 연간 EBITDA 추이와 전망



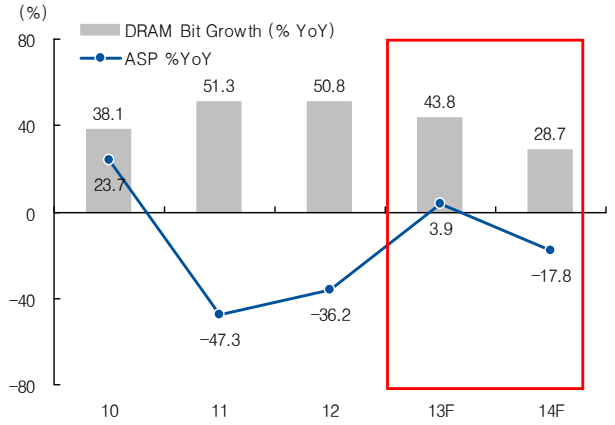
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

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



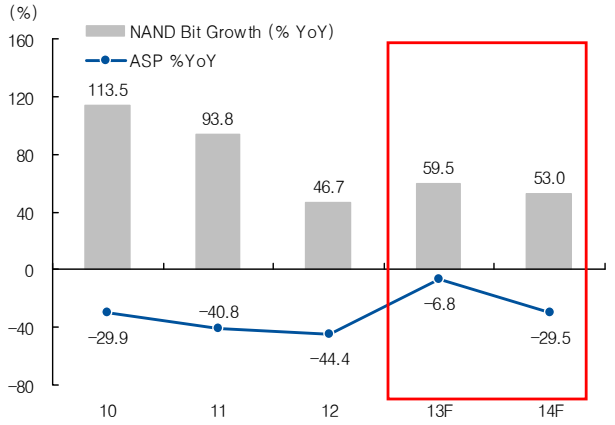
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

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



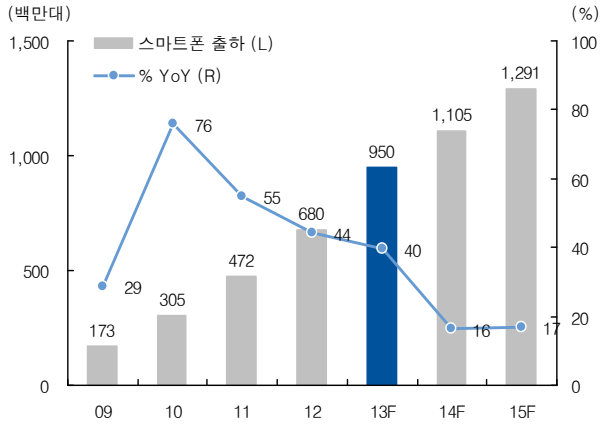
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

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



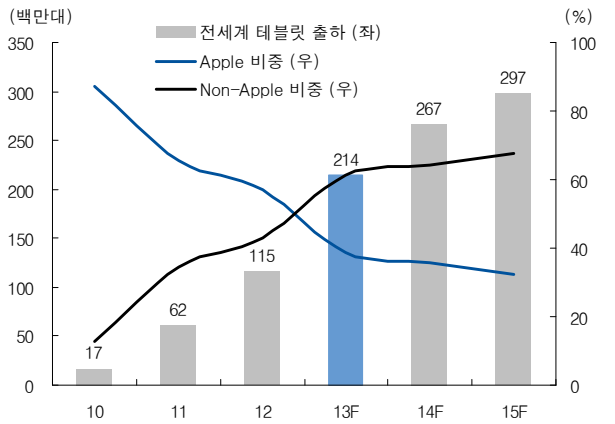
자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 11. 전세계 스마트폰 출하 추이와 전망



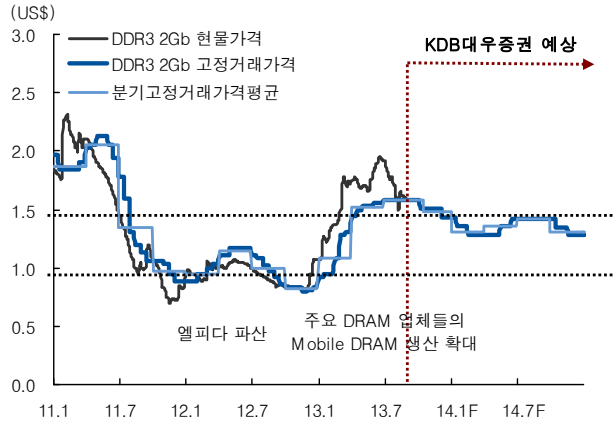
자료: 각 사, IDC, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 12. 전세계 테블릿 출하 추이와 전망



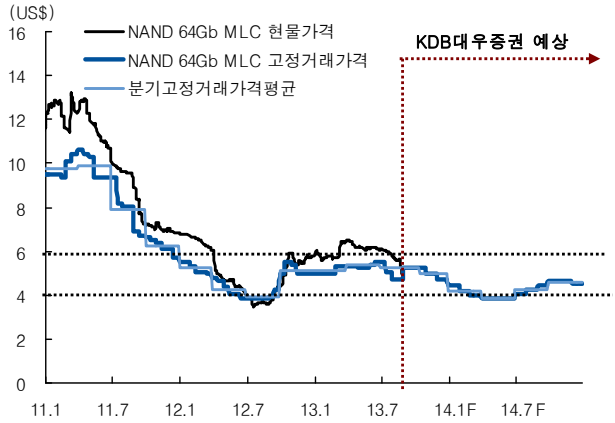
자료: Gartner, KDB대우증권 리서치센터 예상

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)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	**10,162**	**14,754**	**15,669**	**16,438**
매출원가	**8,551**	**9,338**	**10,082**	**11,267**
매출총이익	**1,611**	**5,416**	**5,587**	**5,171**
판매비와관리비	**1,839**	**1,831**	**1,910**	**2,100**
조정영업이익	**-227**	**3,585**	**3,677**	**3,071**
영업이익	**-227**	**3,585**	**3,677**	**3,071**
비영업손익	**28**	**-361**	**-248**	**-126**
순금융비용	238	233	155	33
관계기업등 투자손익	17	-3	-3	-3
세전계속사업손익	-199	3,223	3,429	2,944
계속사업법인세비용	-41	252	345	394
계속사업이익	-159	2,971	3,084	2,550
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**-159**	**2,971**	**3,084**	**2,550**
지배주주	-159	2,971	3,084	2,550
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**-464**	**2,823**	**2,936**	**2,401**
지배주주	-464	2,822	2,933	2,398
비지배주주	0	0	3	3
EBITDA	2,976	7,003	7,944	7,147
FCF	-1,655	2,395	3,588	3,070
EBITDA마진율 (%)	29.3	47.5	50.7	43.5
영업이익률 (%)	-2.2	24.3	23.5	18.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.6	20.1	19.7	15.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	**5,314**	**8,084**	**10,992**	**13,219**
현금 및 현금성자산	658	2,243	4,793	6,942
매출채권 및 기타채권	1,832	2,494	2,673	2,639
재고자산	1,509	1,871	2,037	2,137
기타유동자산	186	256	271	283
비유동자산	**13,335**	**14,145**	**13,591**	**13,227**
관계기업투자등	104	105	102	99
유형자산	11,586	12,295	12,004	11,783
무형자산	984	1,005	728	572
자산총계	**18,649**	**22,228**	**24,583**	**26,446**
유동부채	**4,441**	**4,908**	**4,587**	**4,410**
매입채무 및 기타채무	1,335	1,871	1,916	2,010
단기금융부채	2,736	2,485	2,085	1,785
기타유동부채	370	552	586	615
비유동부채	**4,468**	**4,758**	**4,602**	**4,345**
장기금융부채	3,754	3,532	3,132	2,632
기타비유동부채	139	529	773	1,016
부채총계	**8,909**	**9,666**	**9,189**	**8,755**
지배주주지분	**9,740**	**12,563**	**15,391**	**17,685**
자본금	3,488	3,489	3,489	3,489
자본잉여금	3,054	3,054	3,054	3,054
이익잉여금	3,313	6,284	9,264	11,710
비지배주주지분	**-1**	**-1**	**3**	**6**
자본총계	**9,739**	**12,562**	**15,394**	**17,691**

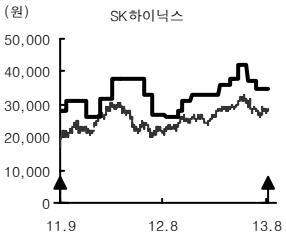
예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,393	6,374	7,308	6,786
당기순이익	-199	3,001	3,084	2,550
비현금수익비용가감	3,382	4,064	4,860	4,597
유형자산감가상각비	3,058	3,231	3,791	3,721
무형자산상각비	146	188	477	355
기타	-144	-177	-110	-110
영업활동으로인한자산및부채의변동	-762	-467	-291	34
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-322	-531	-178	33
재고자산 감소(증가)	-336	-350	-166	-100
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	731	45	94
법인세납부	-28	-224	-345	-394
투자활동으로 인한 현금흐름	-4,604	-3,922	-3,583	-3,498
유형자산처분(취득)	-3,737	-3,688	-3,500	-3,500
무형자산감소(증가)	-158	-200	-200	-200
장단기금융자산의 감소(증가)	-490	-90	0	0
기타투자활동	-220	56	116	202
재무활동으로 인한 현금흐름	1,642	-874	-1,175	-1,139
장단기금융부채의 증가(감소)	-412	-621	-800	-800
자본의 증가(감소)	2,329	0	0	0
배당금의 지급	0	0	-104	-104
기타재무활동	-275	-253	-271	-235
현금의증가	-585	1,585	2,550	2,149
기초현금	1,244	658	2,243	4,793
기말현금	658	2,243	4,793	6,942

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	-	6.7	6.4	7.8
P/CF (x)	5.8	3.1	2.7	3.0
P/B (x)	2.0	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA (x)	7.8	3.4	2.5	2.4
EPS (원)	-233	4,280	4,443	3,673
CFPS (원)	4,467	9,205	10,590	9,546
BPS (원)	12,615	16,651	21,124	24,653
DPS (원)	0	150	150	150
배당성향 (%)	0.0	3.5	3.4	4.1
배당수익률 (%)	0.0	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	-2.3	45.2	6.2	4.9
EBITDA증가율 (%)	-22.4	135.3	13.4	-10.0
영업이익증가율 (%)	적전	흑전	2.6	-16.5
EPS증가율 (%)	적지	흑전	3.8	-17.3
매출채권 회전율 (회)	6.2	7.3	6.5	6.6
재고자산 회전율 (회)	7.6	8.7	8.0	7.9
매입채무 회전율 (회)	10.3	13.4	12.5	12.8
ROA (%)	-0.9	14.5	13.2	10.0
ROE (%)	-1.8	26.6	22.1	15.4
ROIC (%)	-1.7	21.9	21.3	17.5
부채비율 (%)	91.5	76.9	59.7	49.5
유동비율 (%)	119.6	164.7	239.6	299.8
순차입금/자기자본 (%)	48.3	20.3	-5.2	-21.2
영업이익/금융비용 (x)	-0.7	12.3	13.6	13.1

자료: SK하이닉스, KDB대우증권 리서치센터

Compliance Notice

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