

한솔테크닉스 (004710)

BUY(Reinitiate)

주가(1/23) 14,750원
목표주가 23,000원

2017. 1. 24

한국의 Foxconn을 향하여

한솔테크닉스의 사업 구조가 휴대폰 EMS 위주로 변화하고 있다. EMS 사업은 규모의 경제를 통한 원가절감이 가능한 안정적인 사업이다. 국내 EMS 사업이 초기 단계인 점을 감안하면 성장성도 크다. 태양광, 파워모듈 등 추가 성장을 뒷받침할 신사업들을 보유하고 있고, LED 소재의 원가절감으로 인한 적자 개선도 주목할만하다. 삼성전자의 구조적 변화와 함께 하는 한솔테크닉스에 대해 주가 프리미엄이 정당화돼야 한다.



휴대폰 부품
Analyst 김지산

02) 3787-4862
jisan@kiwoom.com
장민준
02) 3787-4740
minjunj@kiwoom.com

키움증권

한솔테크닉스 (004710)



Stock Data

KOSPI(1/23)	2,065.99pt
시가총액	3,261억원
52주 주가동향	최고가 최저가 24,150원 13,500원
최고/최저가대비 등락율	-38.92% 9.26%
주가수익률	절대 상대 1M -7.8% -9.2% 6M -29.3% -31.2% 1Y -35.4% -41.3%

Company Data

발행주식수	22,110천주
일평균 거래량(3M)	175천주
외국인 지분율	8.76%
배당수익률(16.E)	0.00%
BPS(16.E)	12,046원
주요 주주	한솔홀딩스 20.55%
매출구성(16E)	BLU 4% 파워보드, 인버터 27% LED(웨이퍼, 잉곳) 6% 태양광 20% 휴대폰 42%

Price Trend



한솔테크닉스 매출액 및 영업이익 전망



Contents

I. 투자포인트 요약	3
> 투자의견 BUY, 목표주가 23,000원 제시	3
II. 한국의 Foxconn을 향하여	4
> EMS 새로운 매출 성장의 축	4
III. 태양광과 파워 모듈 성장, LED 적자 개선	9
> 태양광 사업: 세계 태양광 시장 강한 성장세 지속	9
> 파워 모듈 사업: 무선 충전 모듈 성장 동력 장착	11
> LED 소재 사업: 수익성 개선 국면	12
IV. 실적 전망 및 Valuation	14
> 17년 매출액 9,486억원, 영업이익 380억원 전망	14
> Valuation	16

- > 당사는 1월 23일 현재 '한솔테크닉스(004710)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

I. 투자포인트 요약

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 23,000원 제시

한솔테크닉스에 대해 투자의견 'BUY'와 목표주가 23,000원을 제시하며 커버리지를 재개한다. 투자포인트는 1) 주력 사업이 과거 BLU에서 안정적인 성장 기반의 EMS 사업으로 미래지향적으로 변화하고 있고, 2) 태양광 모듈과 무선 충전 모듈의 성장이 지속될 것이며, 3) 적자 기조의 LED 소재 사업이 수익성 개선 국면으로 전환된다는 것이다.

우선, 한솔테크닉스의 사업 구조가 EMS 중심으로 빠르게 변모하고 있다. EMS 사업은 전자 제품 최종 조립과 함께 일괄 테스트 서비스를 제공한다. 글로벌 기업으로는 Foxconn, Jabil, Pegatron 등이 있다. 동사의 EMS 사업은 14년 8월 시작하여 삼성전자의 보급형 중저가 모델을 생산 중이다. 16년 3분기까지 매출 2,560억원을 기록하였고, 전체 매출액의 40% 이상의 비중을 차지하고 있다. 베트남 공장은 삼성전자의 갤럭시J 시리즈 등 보급형 모델의 판매 확대 전략에 따라 생산 라인이 완전 가동 상태인 것으로 판단한다. 앞으로도 중저가 스마트폰과 함께 EMS 사업의 성장이 예상된다.

글로벌 태양광 시장은 중국, 미국, 일본 등 주력 시장 수요에 더해 신흥국 수요가 빠르게 증가하고 있다. 18년까지 누적 태양광 설치량이 15년 대비 약 2배 이상 성장할 전망이다. 동사는 미국과 중국 수출 비중이 태양광 모듈 매출의 절반 이상을 차지한다. 두 시장의 성장에 따른 동사의 태양광 모듈 매출 증가가 예상된다.

파워 모듈 사업은 글로벌 스마트폰 제조사들의 무선 충전 모듈 탑재율이 증가함에 따라 성장성이 확보되었다. 앞으로 삼성전자는 중저가 모델에 무선 충전 모듈이 채용될 것으로 기대된다. 애플도 차기 아이폰에 무선 충전 모듈을 탑재할 것이라는 발표가 있었고, 중화권 스마트폰 업체에서도 무선 충전 채용이 기대된다. 이러한 변화 속에서 무선 충전 모듈도 동사의 매출에 기여하는 부분이 클 것으로 예상된다.

마지막으로 16년 상반기부터 LED wafer 수율 증가로 인한 원가 절감이 이루어지고 있다. 전방 사업 수급 개선과 원재료비 감소에 따른 수익성 개선은 지속될 것으로 판단한다. 또한 6인치 이상 웨이퍼 수요 증가 추세는 동사에게 긍정적이다.

투자표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	5,678	6,523	8,176	9,486	9,883
보고영업이익(억원)	86	165	273	380	397
핵심영업이익(억원)	86	165	273	380	397
EBITDA(억원)	331	449	546	603	861
세전이익(억원)	-137	304	191	375	396
순이익(억원)	-153	286	189	360	380
지배주주지분순이익	-154	279	173	332	351
EPS(원)	-890	1,299	780	1,501	1,587
증감율(%YoY)	N/A	N/A	-40.0	92.4	5.7
PER(배)	-16.3	22.0	19.8	10.3	9.7
PBR(배)	1.5	2.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	13.4	18.2	15.2	12.9	8.4
보고영업이익률(%)	1.5	2.5	3.3	4.0	4.0
핵심영업이익률(%)	1.5	2.5	3.3	4.0	4.0
ROE(%)	-8.2	12.4	7.1	12.2	11.4

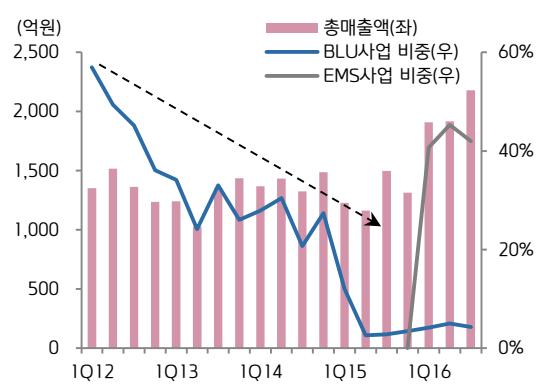
II. 한국의 Foxconn을 향하여

>> EMS 새로운 매출 성장의 축

한솔테크닉스 BLU 중심에서 EMS 사업으로 주력 사업 전환

한솔테크닉스는 기존의 BLU 사업에서 EMS 사업 중심으로 사업 포트폴리오를 재편하였다. 14년 하반기부터 시작한 휴대폰 EMS 사업이 16년부터 본격적으로 매출로 인식되면서, BLU 사업 축소에 따른 매출 감소분을 상쇄하고 있다. 16년 휴대폰 EMS 사업의 매출 비중이 전사의 40% 이상 차지한 것으로 예상한다.

한솔테크닉스 사업비중(BLU, EMS 사업)



자료: 한솔테크닉스, 키움증권

한솔테크닉스 베트남 EMS 공장 전경



자료: 한솔테크닉스, 키움증권

글로벌 EMS 현황

EMS(Electronics Manufacturing Service)는 전자 제품을 최종 조립과 테스트까지 일괄 제공하는 서비스를 의미한다. 전방 Set 업체로부터 수탁을 받아 부품이나 자재를 대량으로 구매할 수 있어 규모의 경제를 확보하고 가격 경쟁력을 가지게 된다.

글로벌 EMS 시장 규모는 15년 기준 36조원으로 추정하고, 제품군으로는 PC, 모바일폰, 태블릿 등 다양한 IT 어플리케이션이 있다. 글로벌 EMS 제조업체는 Hon Hai Precision(Foxconn), Pegatron, Quanta computer, Flextronics 등이 있다.

EMS 사업은 규모의 경제를 바탕으로 안정적인 수익 창출을 할 수 있는 사업에 속한다. 글로벌 EMS 업체 평균 영업이익률은 15년 기준 약 5% 수준이다. 다른 사업에 비해 이익률의 변동성이 적다는 것이 특징이다.

EMS 사업의 본보기, Foxconn

EMS 사업에서 Foxconn을 빼고는 이야기할 수 없다. 휴대폰뿐만 아니라, PC, 태블릿 등 다양한 전자 제품을 위탁생산하면서 꾸준히 성장하고 있는 기업이다.

Foxconn이 성장할 수 있었던 배경에는 최고의 고객들과 함께 했다는 점과 끊임없는 혁신을 추진했다는 점을 꼽을 수 있다. 우선, Foxconn은 애플, 구글, 마이크로소프트, 아마존, HP 등 글로벌 IT Set 업체가 주 고객사이다. 스마트폰 시장의 성장성이 둔화되고 있는 와중에 Foxconn은 원가 절감 노력으로 혁신을 추구하고 있다. 앞으로도 로봇 설비 투자로 인건비 부담을 줄여갈 것이다.

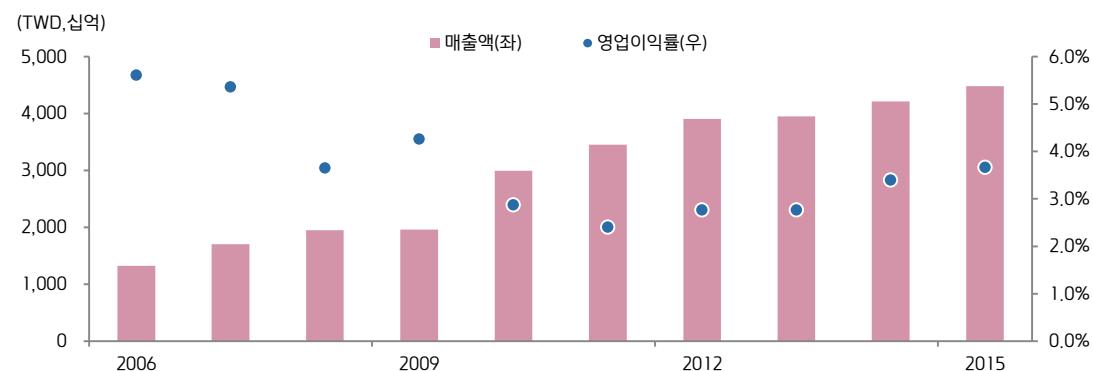
규모의 경제를 통한 원가절감

EMS 기업이 비용 절감이 가능한 이유는 1) 규모의 경제 및 표준화에 의한 비용 절감, 2) 고객다변화를 통한 높은 공장가동률, 3) 글로벌 제조 아웃소싱 등이 있다.

한솔테크닉스는 현재 월 300만대 규모의 생산능력을 보유하고 있고, 삼성전자의 중저가 스마트폰을 집중적으로 생산함에 따라 표준화 및 규모의 경제 효과를 누리고 있다. 또한 베트남 공장 건설을 통해서 인건비 축소 등 원가 절감 노력을 지속적으로 기울이고 있다.

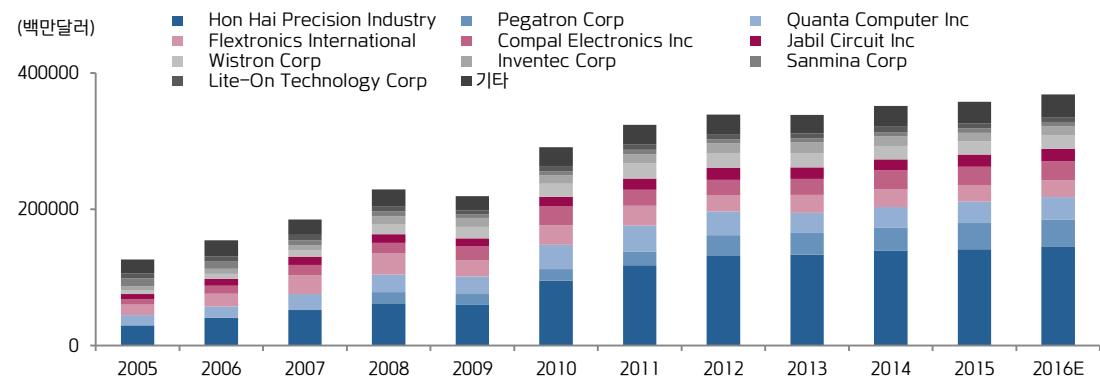
앞으로 Set 업체의 원가 관리 및 수익성 개선이 중요해짐에 따라 EMS 시장은 지속 성장할 것이고, 한솔테크닉스에게 기회가 될 것으로 예상된다.

Foxconn 매출액 추이



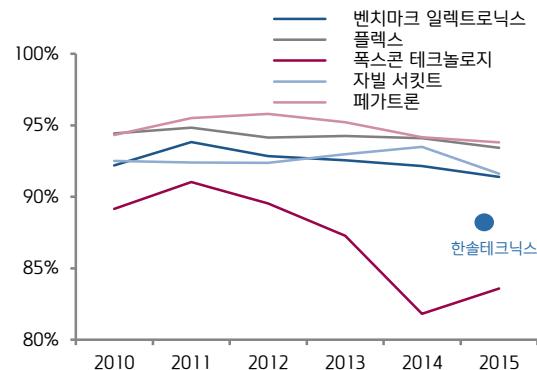
자료: Bloomberg, 키움증권

글로벌 EMS 상위 20개 기업 매출액 추이



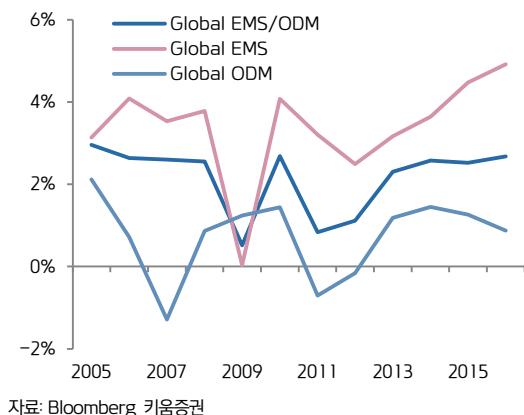
자료: Bloomberg, 키움증권

주요 EMS 업체 매출원가율 비교



자료: Bloomberg 키움증권

글로벌 EMS 업체 평균 영업이익률



자료: Bloomberg 키움증권

EMS, OEM 등 생산방식 비교

구분	설명	개념	방식별 비교 항목		
			생산형태	라이프 사이클	지역적 위치
EMS	Electronic Manufacturing Service (전자생산서비스)	주문자의 제조기능 전체를 담당	대량 다품종	신제품 등 모든제품	전세계
OEM	Original Equipment Manufacturing	주문자의 제품을 단순 납품하는 위탁 생산	대량 소품종	주로 성숙기 제품	아시아/태평양
ODM	Original Development Manufacturing	디자인까지 직접 수행하여 제품생산, 납품	대량 소품종	주로 성숙기 제품	아시아/태평양
CMS	Contract Manufacturing Service	EMS 개념을 전자산업 이외까지 확장	대량 다품종	신제품 등 모든제품	전세계

자료 : 신문기사, 키움증권

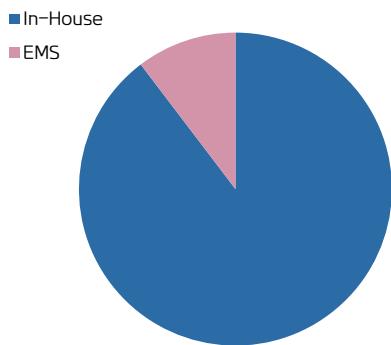
삼성전자 EMS 초기 단계, EMS 외주 가능성 높음

글로벌 스마트폰 제조사 상위 4개 업체 중 삼성전자의 EMS 비중이 가장 낮은 것으로 추정된다. 시장 조사기관인 Gartner에 따르면, 애플은 스마트폰 생산 전량을 EMS에 의존하고 있고, 중화권 업체도 60% 이상을 EMS화하고 있다.

삼성전자처럼 EMS를 하지 않고, 내부 생산을 통해 기술 유출의 위험을 줄이는 것 또한 기업의 전략적 선택 중의 하나이다. 하지만 스마트폰 시장의 경쟁이 심화되고, Set 업체 간 차별화 요소가 줄어든 시점에서 제조업체들의 원가 절감이 중요한 요소가 되었다.

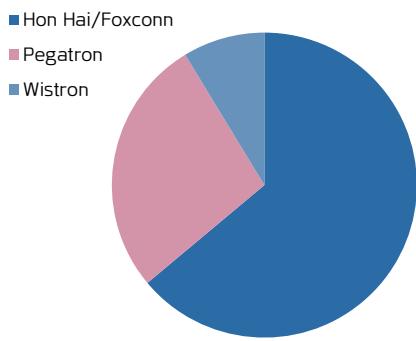
삼성전자 무선사업부의 영업이익률이 13년 10%대 후반에서 현재 10%까지 하락하면서 삼성전자도 원가 절감 노력을 강화하고 있다. 앞으로도 EMS 생산을 확대할 가능성이 높다.

삼성전자 스마트폰 EMS 비중(16년 상반기 기준)



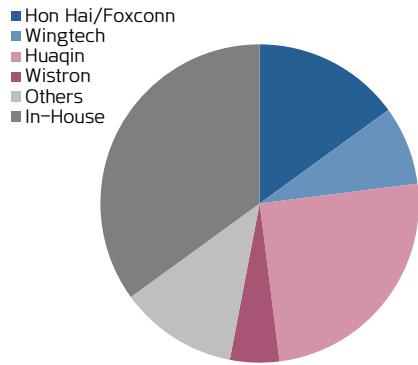
자료: Gartner, 키움증권

Apple 스마트폰 EMS 비중(15년 기준)



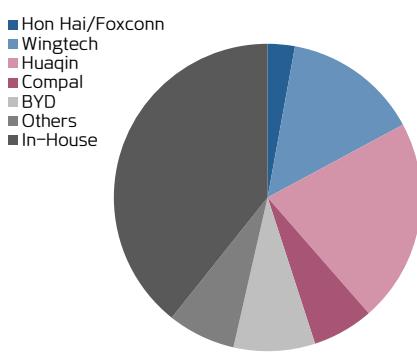
자료: Gartner, 키움증권

Huawei 스마트폰 EMS 비중(15년 기준)



자료: Gartner, 키움증권

Lenovo 스마트폰 EMS 비중(15년 기준)

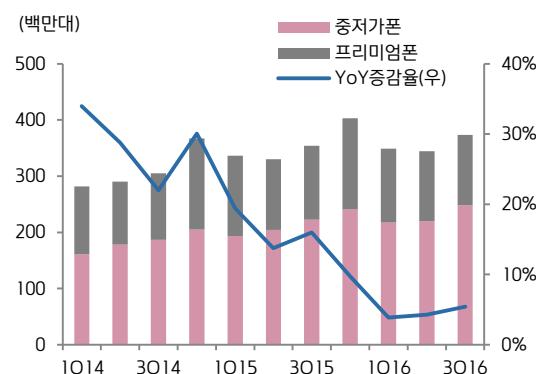


자료: Gartner, 키움증권

한솔테크닉스 중저가 EMS 사업의 안정성

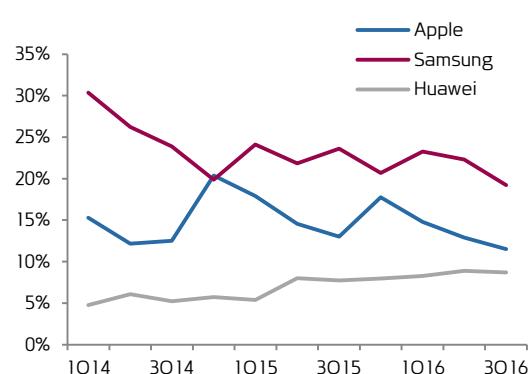
한솔테크닉스는 현재 베트남 공장에서 EMS 사업을 영위하고 있다. 14년 8월 양산 개시하여 삼성전자의 보급형 중저가 모델을 생산 중이다. 16년 3분기까지 매출 2,560억원을 기록하였고, 전체 매출액의 40% 이상의 비중을 차지하고 있다. 한솔테크닉스의 경우 매출원가율 92%로 업계 평균 수준이다. 현재 베트남 공장은 삼성전자의 갤럭시J 시리즈 등 보급형 모델의 판매 확대 전략에 따라 생산라인이 완전 가동 상태인 것으로 판단한다. 앞으로도 중저가 스마트폰 외주 물량 확대로 동사 EMS 사업의 성장이 예상된다.

글로벌 스마트폰 출하량



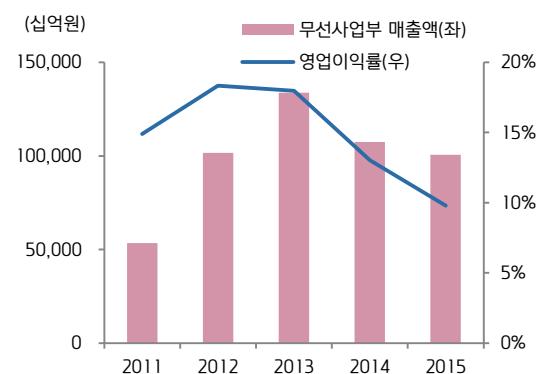
자료: Gartner, 키움증권

주요 스마트폰 업체 시장 점유율



자료: Gartner, 키움증권

삼성전자 무선사업부 영업이익률 변화



자료: 삼성전자, 키움증권

Foxconn EMS 사업장



자료: 신문기사, 키움증권

III. 태양광과 파워 모듈 성장, LED 적자 개선

>>> 태양광 사업: 세계 태양광 시장 강한 성장세 지속

미국, 중국 신재생 에너지에 대한 수요 증가

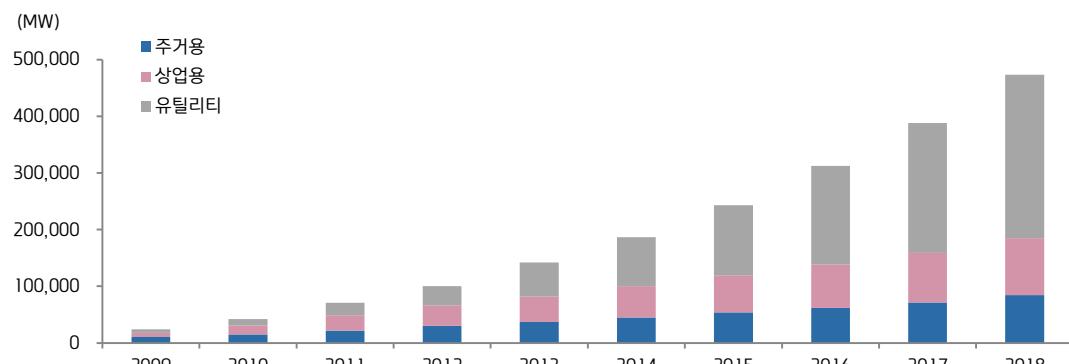
태양광 모듈을 제조하고 있는 한솔테크닉스는 중장기적으로 태양광 산업 성장에 따른 수혜도 예상된다. 글로벌 누적 태양광 설치량은 2015년 247GW에서 2018년까지 479GW에 달할 것으로 전망된다. 중국, 미국, 일본 등 기존 수요에 더불어 신흥국 수요가 빠르게 증가하고 있기 때문이다.

미국, 중국 신재생 에너지에 대한 수요 증가

미국은 정부 차원에서 투자 세액 공제 제도 연장 등 태양광 시장에 대한 우호적인 정책을 지속하고 있다. 기존에 16년 미국 전체 태양광 모듈 설치량이 9.5GW가 될 것으로 예상되었으나, 강한 수요 증가로 인해 12GW 상향 조정될 전망이다. 트럼프 당선으로 파리기후협정 파기 등의 위험이 존재하고는 있지만, 현실적으로 전통에너지로 회귀는 쉽지 않을 것이다. 파리기후협정은 탈퇴에만 4년 이상 걸릴 것으로 파악되기 때문이다.

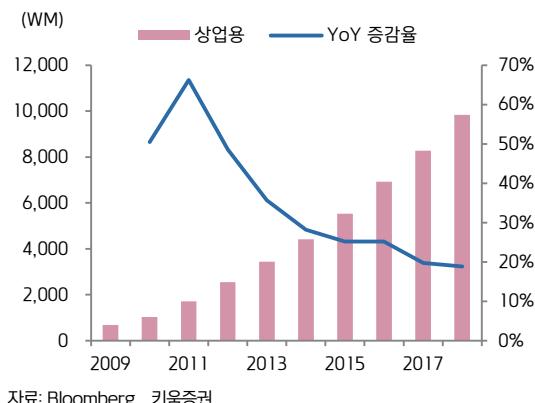
블룸버그에 따르면 중국 누적 태양광 모듈 설치량이 15년 50GW에서 18년 120GW(CAGR 40%)까지 성장할 것으로 예상된다. 한솔테크닉스는 미국과 중국 수출 비중이 태양광 모듈 매출의 절반 이상을 차지한다. 현재 상업용 태양광 모듈의 비중이 높은 동사는 미국 및 중국 시장 성장에 따른 수혜가 예상된다.

글로벌 태양광 설치량 전망



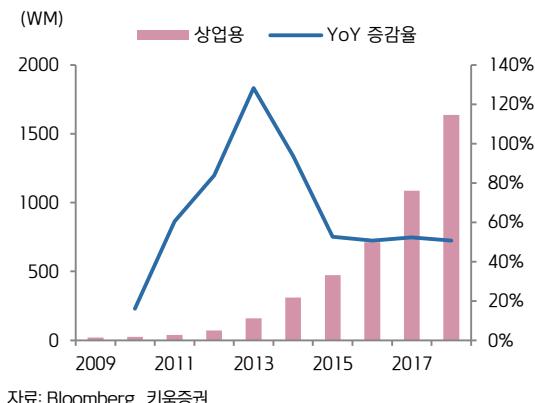
자료: Bloomberg, 키움증권

미국 상업용 태양광 모듈 설치량 전망



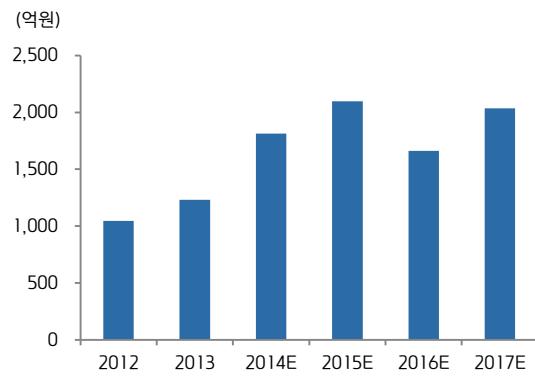
자료: Bloomberg, 키움증권

중국 상업용 태양광 모듈 설치량 전망



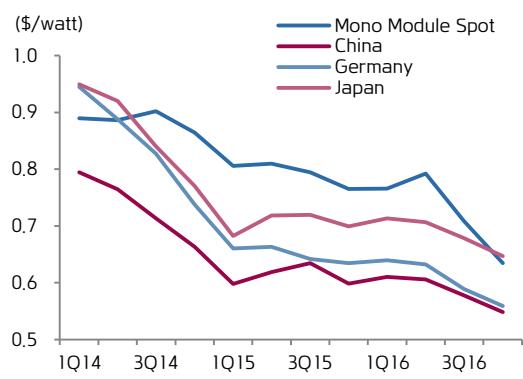
자료: Bloomberg, 키움증권

한솔테크니스 태양광 매출 비중



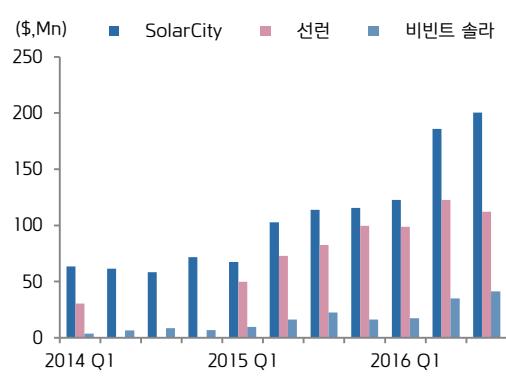
자료: 한솔테크니스, 키움증권

태양광 모듈 Spot 가격 변화



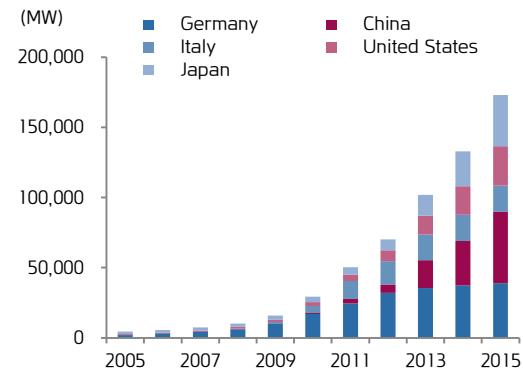
자료: BNEF, PV insight, PV Xchange, 키움증권

미국 상위 3개 분산형 태양열 공급업체



자료: BNEF, 키움증권

태양광 모듈 상위 5개국 누적 설치량 추이



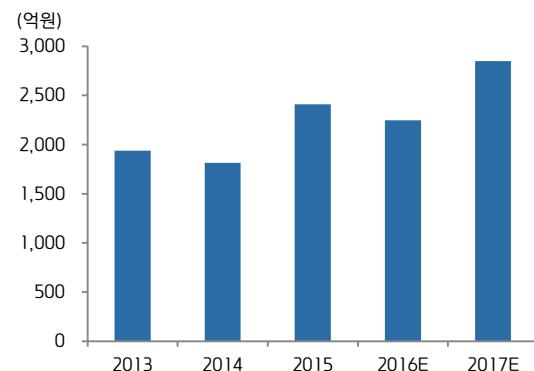
자료: BNEF, 키움증권

>>> 파워 모듈 사업: 무선 충전 모듈 성장 동력 장착

파워 모듈 사업 지속 성장 가능

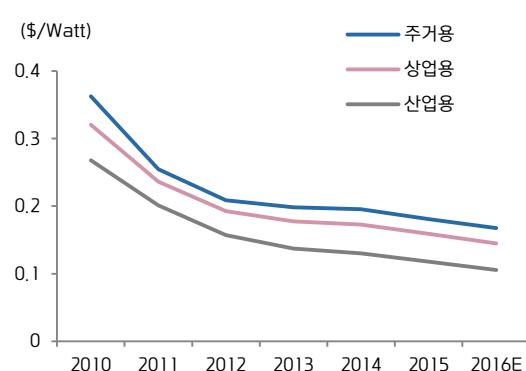
파워 모듈 사업은 TV용 인버터, 무선 충전 모듈 등을 생산하고 있다. 인버터는 TV등 가전기기의 파워 모듈뿐만 아니라 태양광 발전용 인버터도 생산하고 있다. TV용 인버터의 수요 둔화가 우려되지만, 태양 광 발전용 인버터 사업의 성장으로 새로운 성장 동력을 가질 것으로 예상된다.

파워모듈 매출액 추이



자료: 한솔테크닉스, 기움증권

태양광 발전용 인버터 가격 추이



자료: PV Insight, 기움증권

태양광 인버터 발전 시스템 구성



자료: 한솔테크닉스, 기움증권

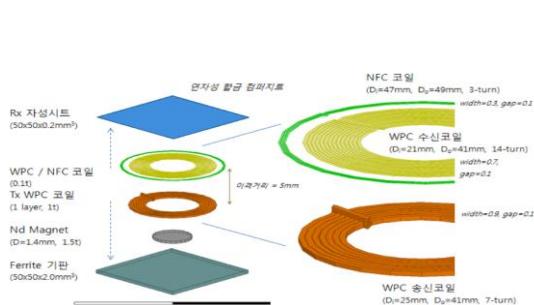
무선 충전과 전자결제 모듈

15년부터 무선 충전 시장이 급속히 개화함에 따른 수혜가 구체화되고 있다.

동사는 삼성전자의 무선 충전 및 전자 결제 안테나 모듈을 생산 납품하고 있다. 삼성전자는 15년 갤럭시 S6부터 무선 충전, 삼성 페이(MST방식), NFC 안테나를 하나의 모듈로 만든 3콤보 모듈을 탑재하였다. 3콤보 모듈은 각자의 모듈을 독립적으로 구성하는 기술에 비해 안테나 부품의 소형화가 가능하다.

앞으로 삼성전자는 중저가 모델에 무선 충전 모듈을 확대 채용할 것으로 기대된다. 애플도 차기 아이폰에 무선 충전 모듈을 탑재할 것이라는 발표가 있었고, 중화권 스마트폰 업체에서도 무선 충전 채용이 예상된다. 이러한 시장의 확장성이 동사 파워 모듈 사업의 기회가 될 것이다.

무선 충전 모듈 분해도



자료: LG이노텍 부품연구소, 키움증권

무선충전 적용된 스피커



자료: 한솔테크닉스, 키움증권

>>> LED 소재 사업: 수익성 개선 국면

LED 시장 현황

LED 공급 과잉의 원인이었던 중국의 MOCVD 보조금이 15년 대비 대폭 감소한 것으로 파악된다. 또한 San'an Opto, HC SemiTek, Epistar 등 치킨게임을 주도했던 중화권 업체들을 중심으로 LED 칩 가격 인상을 시도하는 움직임이 나타나고 있다. 이로 인해 향후 LED 가격 하락폭이 둔화될 전망이다. 아래 그래프에서 보듯이 15년 20%를 넘어서던 공급 과잉률이 현재 15% 이하로 감소하였다. 특히 조명용 제품의 ASP 하락폭이 둔화될 것으로 기대된다. 이처럼 LED 칩의 수급 불균형이 완화되면, Upstream의 소재 분야 영업 환경도 개선될 것이다.

6인치 웨이퍼 확대 추세 긍정적

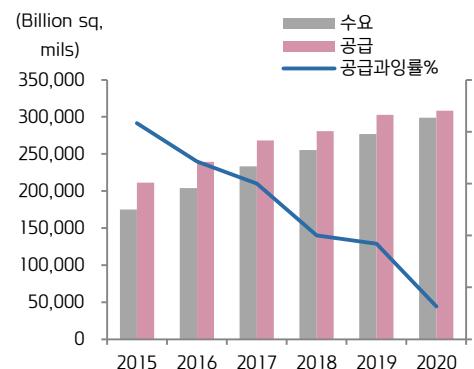
웨이퍼 소재 사업의 원가는 사파이어 단결정을 성장시키는 방식에 따라 많은 차이를 보인다. 대표적인 방식이 키로플러스법과 VHGF법(수직수평온도구배법)이다. 키로플러스방식은 원기둥 모양으로 잉곳을 형성하는 방식이다. 현재 국내 업체들이 가장 많이 채택하고 있는 기술이고, 세계적으로 가장 생산량이 많은 검증된 기술이다. VHGF은 국내 업체가 개발한 방식으로 직육면체 형태로 잉곳을 성장시키는 방식이다. 2인치 웨이퍼 기준 잉곳 사용 효율 면에서는 VHGF 방식이 웨이퍼 생산 직전 단계인 실린더 가공시 버려지는 사파이어의 양을 최소화할 수 있어 키로플러스방식보다 나은 것으로 판단된다. 하지만 LED 웨이퍼가 4인치와 6인치 등으로 대형화되는 상황에서는 생산성 차이가 크지 않으며, 오히려 6인치 이상은 키로플러스 방식의 생산성이 높은 것으로 알려져 있다.

한솔테크닉스는 사파이어 단결정을 성장시키는 방식으로 키로플러스 방식을 사용하고 있고, 4인치, 6인치 웨이퍼 생산에 유리한 60kg, 85kg의 대형 잉곳을 양산할 수 있는 설비를 마련하였다. 동사의 6인치 웨이퍼 생산 비중이 16년 하반기 20~30% 수준이었다면, 17년 하반기는 50%까지 상승할 예정이다. 따라서 앞으로 대형 LED 웨이퍼 시장을 선점하는 데 유리한 위치에 올라설 것으로 기대한다.

수익성 측면에서 살펴보면, 동사의 LED 사업도 업황의 영향으로 적자가 지속됐다.

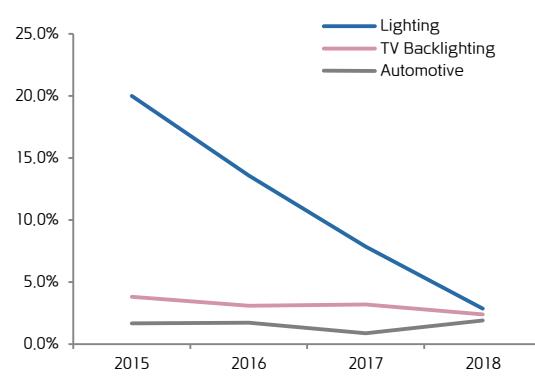
매출 감소 속에 감가상각비 등 높은 고정비 부담으로 인한 수익성 악화가 진행되어 왔다. 하지만 16년 상반기부터 LED 웨이퍼 수율 개선으로 인한 원가 절감이 이루어지고 있다. 앞서 말한 웨이퍼 대형화 추세에 따른 판가 상승과 수율 개선 추세가 긍정적인 방향성을 제시할 것이다.

LED 수급전망



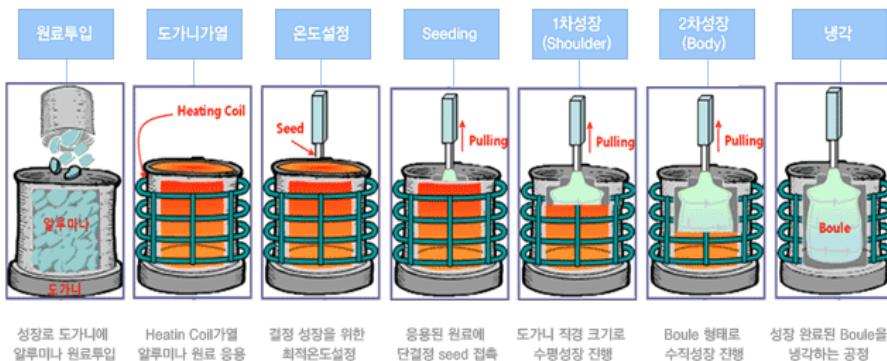
자료: IHS, 키움증권

LED Application 별 ASP 감소율 전망



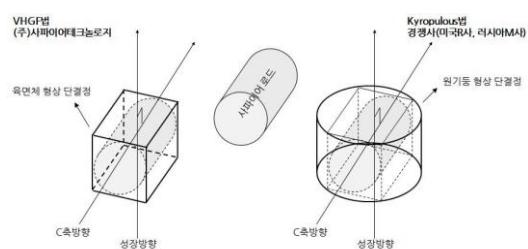
자료: IHS, 키움증권

키로플러스(Kyropoulos) 공법 공정도



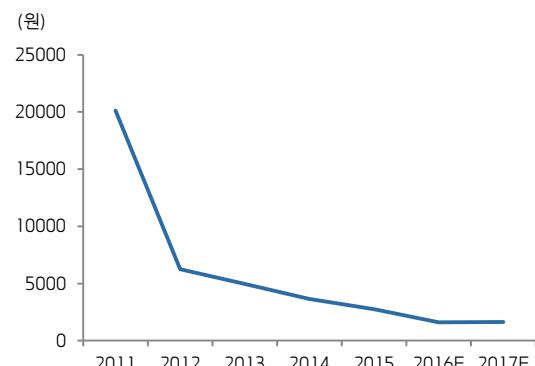
자료: 한솔테크닉스, 키움증권

키로플러스 방식 vs VHGF 방식



자료: 사파이어테크놀로지, 키움증권

사파이어 단결정 가격(2인치 웨이퍼기준)



자료: 사파이어테크놀로지, 키움증권

IV. 실적 전망 및 Valuation

>> 17년 매출액 9,486억원, 영업이익 380억원 전망

17년 매출 성장과 수익성 개선 기대

LED 소재사업은 16년 하반기부터 LED 웨이퍼 매출 확대 및 내부 효율화 작업으로 순익이 개선되고 있다. 휴대폰 EMS 사업은 견조한 성장세를 유지하고 있어, 16년 매출액은 57%(YoY) 성장한 것으로 추정된다. 파워모듈 사업은 안정적 매출 성장을 기록하고 있다.

갤럭시 노트7 단종 이슈와 관련해 동사 EMS 사업은 Flagship 모델을 대상으로 하지 않고, 무선충전이 가능한 3콤보 모듈은 주요 공급사가 아니어서 단종에 따른 부정적 영향을 피해갈 수 있었다.

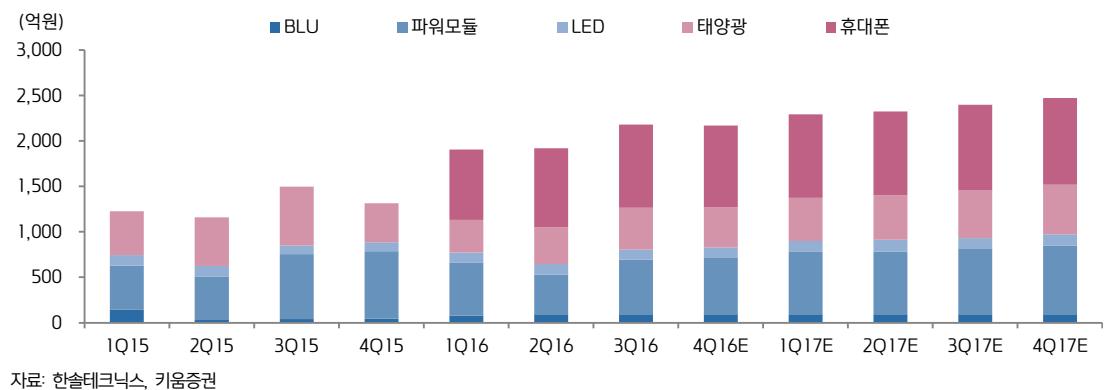
17년은 매출액 9,486억원(YoY 16%), 영업이익 380억원(YoY 39%)을 기록할 것으로 예상한다. 우선, 휴대폰 EMS 사업이 지속적이고 안정적인 성장을 이어갈 것이다. 삼성전자 중저가 모델의 판매 호조와 더불어 동사의 적극적인 수율 관리가 이루어질 것으로 기대한다. 또한 적자 사업이었던 LED의 적자 폭이 개선될 것이다. 파워 모듈 사업은 태양광 인버터, 무선 충전 모듈의 성장으로 정체되어 있던 TV 인버터의 부진을 만회할 것으로 예상한다.

한솔테크닉스 분기별 실적 전망 (단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2014	2015	2016E	2017E
매출액	1,908	1,918	2,179	2,170	2,290	2,326	2,399	2,471	5,612	5,199	8,176	9,486
YoY	55%	65%	46%	65%	20%	21%	10%	14%	11%	-7%	57%	16%
QoQ	45%	1%	14%	0%	6%	2%	3%	3%				
BLU	79	95	92	92	93	92	93	92	1,499	263	358	371
파워모듈	586	434	604	622	686	690	718	754	1,814	2,409	2,247	2,848
LED	109	118	110	115	121	130	121	127	485	430	452	499
태양광	357	402	458	444	476	490	525	546	1,814	2,097	1,662	2,036
휴대폰	776	869	915	897	915	924	942	952			3,456	3,732
영업이익	56	55	79	83	92	92	97	99	86	165	273	380
YoY	221%	110%	-6%	125%	65%	67%	22%	19%	-197%	92%	66%	39%
QoQ	50%	-1%	44%	5%	10%	0%	5%	2%				
세전이익	30	29	49	83	92	92	97	94	-137	304	191	375
순이익	30	31	51	77	88	88	93	90	-153	286	189	360
영업이익률	2.9%	2.9%	3.6%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	1.5%	3.2%	3.3%	4.0%
세전이익률	1.6%	1.5%	2.3%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%	3.8%	-2.4%	5.9%	2.3%	4.0%
순이익률	1.6%	1.6%	2.3%	3.6%	3.8%	3.8%	3.9%	3.7%	-2.7%	5.5%	2.3%	3.8%
제품별 비중	BLU	4%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	27%	5%	4%	4%
	파워모듈	31%	23%	28%	29%	30%	30%	31%	32%	46%	27%	30%
	LED	6%	6%	5%	5%	6%	5%	5%	9%	8%	6%	5%
	태양광	19%	21%	21%	20%	21%	21%	22%	32%	40%	20%	21%
	휴대폰	41%	45%	42%	41%	40%	40%	39%	0%	42%	39%	

자료: 한솔테크닉스, 키움증권

한솔테크닉스 매출액 전망



자료: 한솔테크닉스, 기움증권

>>> Valuation

목표주가 23,000원 제시

투자의견 'BUY'로 커버리지를 재개하며, 23,000원을 목표주가로 제시한다.

목표주가는 17년 사업부분별 예상 순이익에 Peer Group의 평균 PER을 적용해 도출하였다. Peer Group은 사업부별 글로벌 경쟁사로 선정하였다. EMS 사업은 Foxconn, Jabil, Flextronics, 파워모듈은 아모텍, 파트론, Murata, LED 사업은 사파이어테크놀로지, 서울반도체, 루멘스, 태양광 사업은 SUN RUN, Vivint Solar를 선정하였다.

목표주가 산출 근거는 다음과 같다.

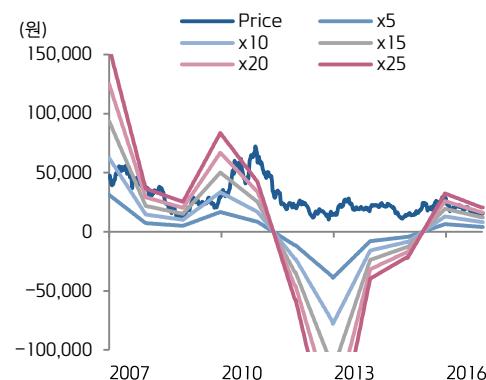
한솔테크닉스 목표주가 산정근거 (단위: 억원, %, 배)

	17년 예상 순이익 (억원)	Peer Average PER	Target PER(배)	적정 가치 (억원)	비고
후대폰(BLU포함)	156	10.8	10.8	1,675	Foxconn, Jabil, Flextronics 17년 평균 PER 적용
파워모듈	108	13.1	13.1	1,411	아모텍, 파트론, Murata 17년 평균 PER 적용
LED	19	17.8	17.8	336	사파이어테크놀로지, 서울반도체, 루멘스 17년 평균 PER 적용
태양광	77	21.4	21.4	1,655	Solarcity, SUN RUN, Vivint Solar 17년 평균 PER 적용
합계	360			5,077	

발행주식수(천주)	목표주가(원)	현 주가(원)	Upside potential
22,110	22,963	14,750	55.68%

자료: 블룸버그, DataGuide, 키움증권

PER Band



자료: DataGuide, 키움증권

PBR Band



자료: DataGuide, 키움증권

Peer Group 실적전망 및 Valuation (단위: 십억원, 백만달러, %, 배)

	매출액	영업이익	순이익	OPM(%)	ROE(%)	PER(배)	PBR(배)	
아모텍	2014	170	2	-2	1.43	- 1.77	-	1.05
	2015	278	19	14	6.85	11.22	13.10	1.37
	2016E	253	24	9.5	16	11.77	11.67	1.30
	2017E	309	28	9.1	21	14.00	8.66	1.13
파트론	2014	731	63	46	8.60	16.27	13.06	2.02
	2015	712	52	35	7.30	12.51	13.13	1.59
	2016E	683	41	6.1	21	8.07	22.16	1.61
	2017E	754	57	7.6	33	13.63	14.37	1.49
Murata	2014	8,455	1,257	931	14.87	10.26	22.09	2.16
	2015	9,540	1,961	1,533	20.56	16.14	20.87	3.12
	2016E	10,950	2,531	23.1	1,889	17.56	14.93	2.46
	2017E	10,191	1,869	18.3	1,429	12.77	19.24	2.35
사파이어 테크놀로지	2014	49	- 25	- 25	-51.37	- 32.49	-	1.53
	2015	28	- 5	- 24	- 18.34	- 39.78	-	1.36
	2016E	-	-	-	-	-	-	-
	2017E	-	-	-	-	-	-	-
서울반도체	2014	892	2	- 7	0.27	- 1.22	-	2.11
	2015	894	40	15	4.51	2.98	53.95	1.58
	2016E	815	42	5.2	22	4.51	31.38	1.44
	2017E	855	45	5.3	27	5.68	25.58	1.38
루멘스	2014	498	19	11	3.83	5.40	27.65	1.42
	2015	376	5	- 5	1.44	- 2.71	-	0.88
	2016E	366			10	4.76	16.45	0.76
	2017E	415			18	8.33	8.80	0.70
SUN RUN	2014	199	- 133	- 71	- 66.79	- 420.27	-	-
	2015	305	-219	- 28	-71.96	-18.55	-	2.15
	2016E	461	- 219	- 47.5	58	12.52	11.02	1.01
	2017E	626	- 192	- 30.6	1	9.34	17.86	0.95
Vivint Solar	2014	25	-162	- 29	-642.54	- 10.37	-	2.03
	2015	64	-231	13	-360.09	2.62	44.50	1.96
	2016E	135	- 201	- 149.1	- 162	- 44.54		0.74
	2017E	234	- 161	- 68.8	- 62	- 127.13		0.97
Hon Hai	2014	138,996	4,724	4,306	3.40	15.40	9.93	1.40
	2015	141,187	5,174	4,626	3.66	15.16	8.58	1.25
	2016E	136,173	4,770	3.5	3,996	12.16	11.10	1.33
	2017E	142,240	5,354	3.8	4,435	12.56	10.18	1.25
Jabil	2014	15,762	204	241	1.29	10.54	55.78	1.87
	2015	17,899	555	284	3.10	12.47	11.61	1.61
	2016E	18,189	633	3.5	355	9.80	12.89	1.81
	2017E	18,500	630	3.4	382	7.83	11.44	1.71
Flextronics	2014	26,109	520	366	1.99	16.58	13.31	2.53
	2015	26,148	669	601	2.56	26.56	13.04	3.02
	2016E	24,503	787	3.2	638	24.00	12.98	3.22
	2017E	23,843	808	3.4	637	19.16	12.56	2.92

자료: 블룸버그, DataGuide, 키움증권

포괄손익계산서		(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결		2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액		5,678	6,523	8,176	9,486	9,883
매출원가		5,110	5,813	7,390	8,760	8,878
매출총이익		568	710	786	726	1,005
판매비및일반관리비		482	546	501	380	397
영업이익(보고)		86	165	273	380	397
영업이익(핵심)		86	165	273	380	397
영업외손익		-223	140	-107	-102	0
이자수익		10	5	1	1	1
배당금수익		0	0	0	0	0
외환이익		82	126	40	0	0
이자비용		106	92	76	101	0
외환손실		85	129	49	0	0
관계기업지분법손익		-19	277	0	0	0
투자및기타자산처분손익		-5	6	-1	0	0
금융상품평가및기타		6	12	-25	0	0
기타		-106	-64	3	-2	-2
법인세차감전이익		-137	304	191	375	396
법인세비용		16	19	2	15	16
유효법인세율 (%)		-12.0%	6.1%	1.0%	4.0%	4.0%
당기순이익		-153	286	189	360	380
지배주주지분순이익(억원)		-154	279	173	332	351
EBITDA		331	449	546	603	861
현금순이익		92	570	451	617	633
수정당기순이익		-155	269	209	360	380
증감율(%, YoY)						
매출액		11.1	14.9	25.3	16.0	4.2
영업이익(보고)		N/A	91.5	65.7	39.2	4.4
영업이익(핵심)		N/A	91.5	65.7	39.2	4.4
EBITDA		129.0	35.8	21.5	10.4	42.8
지배주주 당기순이익		N/A	N/A	-38.2	92.4	5.7
EPS		N/A	N/A	-40.0	92.4	5.7
수정순이익		N/A	N/A	-22.3	72.0	5.7

현금흐름표		(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결		2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름		121	422	329	516	596
당기순이익		-153	286	189	360	380
감가상각비		234	260	239	235	232
무형자산상각비		11	24	23	21	20
외환손익		2	2	10	0	0
자산처분손익		5	6	1	0	0
지분법손익		19	-20	0	0	0
영업활동자산부채 증감		-165	31	-123	-100	-37
기타		169	-166	-10	0	0
투자활동현금흐름		-138	-2	-43	-202	-201
투자자산의 처분		-21	15	-3	-2	-1
유형자산의 처분		10	14	0	0	0
유형자산의 취득		-125	-116	-200	-200	-200
무형자산의 처분		-17	-21	0	0	0
기타		14	107	160	0	0
재무활동현금흐름		21	-191	80	95	112
단기차입금의 증가		-435	-426	0	0	0
장기차입금의 증가		-8	235	0	0	0
자본의 증가		465	0	0	0	0
배당금지급		0	0	0	0	0
기타		0	0	80	95	112
현금및현금성자산순증가		4	235	367	409	507
기초현금및현금성자산		3	7	243	610	1,019
기말현금및현금성자산		7	243	610	1,019	1,526
Gross Cash Flow		286	392	452	617	633
Op Free Cash Flow		35	332	154	219	477

재무상태표		(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결		2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산		1,184	1,492	2,131	2,759	3,339
현금및현금성자산		7	243	610	1,019	1,526
유동금융자산		5	5	6	7	7
매출채권및유동채권		732	810	1,022	1,054	1,098
재고자산		353	414	494	649	676
기타유동비금융자산		87	21	0	31	32
비유동자산		2,900	3,920	3,710	3,663	3,614
장기매출채권및기타		119	45	56	65	67
투자자산		97	6	8	9	9
유형자산		2,195	2,870	2,832	2,796	2,764
무형자산		259	838	815	793	773
기타비유동자산		231	161	0	0	0
자산총계		4,084	5,412	5,841	6,423	6,953
유동부채		1,208	1,428	1,587	1,714	1,752
매입채무및기타유동채무		482	633	793	920	959
단기차입금		188	355	355	355	355
유동성장기차입금		534	427	427	427	427
기타유동부채		4	12	12	11	11
비유동부채		861	1,400	1,480	1,575	1,687
장기매입채무및비유동채무		15	19	19	19	19
사채및장기차입금		684	1,152	1,152	1,152	1,152
기타비유동부채		161	229	310	405	517
부채총계		2,068	2,828	3,068	3,289	3,439
자본금		1,053	1,105	1,105	1,105	1,105
주식발행초과금		1,469	1,438	1,438	1,438	1,438
이익잉여금		-241	196	369	701	1,052
기타자본		-269	-249	-249	-249	-249
지배주주지분자본총계		2,012	2,491	2,663	2,995	3,346
비지배주주지분자본총계		3	93	110	138	168
자본총계		2,015	2,584	2,774	3,133	3,514
순차입금		1,394	1,687	1,319	909	401
총차입금		1,406	1,934	1,934	1,934	1,934

투자지표		(단위: 원, 배, %)				
12월 결산, IFRS 연결		2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)						
EPS		-890	1,299	780	1,501	1,587
BPS		9,556	11,265	12,046	13,547	15,134
주당EBITDA		1,916	2,091	2,470	2,727	3,894
CFPS		531	2,654	2,039	2,789	2,863
DPS		0	0	0	0	0
주가배수(배)						
PER		-16.3	22.0	19.8	10.3	9.7
PBR		1.5	2.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA		13.4	18.2	15.2	12.9	8.4
PCFR		27.3	10.8	7.6	5.5	5.4
수익성(%)						
영업이익률(보고)		1.5	2.5	3.3	4.0	4.0
영업이익률(핵심)		1.5	2.5	3.3	4.0	4.0
EBITDA margin		5.8	6.9	6.7	6.4	8.7
순이익률		-2.7	4.4	2.3	3.8	3.8
자기자본이익률(ROE)		-8.2	12.4	7.1	12.2	11.4
투하자본이익률(ROIC)		3.1	4.5	5.5	6.7	11.7
안정성(%)						
부채비율		102.6	109.4	110.6	105.0	97.9
순차입금비율		69.1	65.3	47.5	29.0	11.4
이자보상배율(배)		0.8	1.8	3.6	3.7	N/A
활동성(배)						
매출채권회전율		8.6	8.5	8.9	9.1	9.2
재고자산회전율		16.1	17.0	18.0	16.6	14.9
매입채무회전율		11.3	11.7	11.5	11.1	10.5

투자의견 변동내역 (2개년)

목표주가 추이 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
한솔테크닉스 (004710)	2015/04/20	BUY(Reinitiate)	28,000원
	2015/05/19	BUY(Maintain)	35,000원
	2015/06/23	BUY(Maintain)	35,000원
	2015/07/14	BUY(Maintain)	35,000원
	2015/07/30	BUY(Maintain)	35,000원
담당자 변경	2017/01/24	BUY(Reinitiate)	23,000원

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		

투자등급 비율 통계 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%