

Mar,2016



반도체/디스플레이

한국은 왜 Google 을 꿈꾸는가

삼성의 패러다임 전환

김영우 | 3773-9244 hermes_cmu@sk.com





반도체/디스플레이. 김영우

미래에 대한 신성장동력을 찾기 위해 노력하는 한국의 IT 기업들에게 주어진 시간은 얼마 남아있지 않습니다. 글로벌 IT 수요는 회복될 기미가 보이지 않으며, 새로운 혁신에 대한 그림을 그리기도 쉽지 않은 것이 사실입니다. Google이 보여주는 인공지능(AI) 기반의 무인차, 드론, 바이오, 스마트홈 등 새로운 성장동력에 편승하기 위한 한국 기업의 변화는 지금 시작되고 있습니다.

반도체/장비/재료

한국은 왜 Google을 꿈꾸는가 (삼성의 패러다임 전환)

비중확대(유지)

Analyst

김영우

hermes_cmu@sk.com

02-3773-9244

SK Coverage

종목	투자의 견	목표가	Top Picks
삼성전자	매수	1,550,000 원	0
SK 하이닉스	매수	37,000 원	
LG 디스플레이	매수	29,000 원	0
삼성SDI	매수	132,000 원	

미래에 대한 신성장동력을 찾기 위해 노력하는 한국의 IT 기업들에게 주어진 시간은 얼마 남아있지 않다. 글로벌 IT 수요는 회복될 기미가 보이지 않으며, 새로운 혁신에 대한 그림을 그리기도 쉽지만은 않은 것이다. Google 이 보여주는 인공지능(AI) 기반의 무인차, 드론, 바이오, 스마트홈 등 새로운 성장동력에 편승하기 위한 한국기업의 변화는 시작되고 있다.

Google, 다시 한 번 세상을 놀라게 하며 AI 시대 개막을 알린다

1996 년 IBM Watson 연구소가 개발한 Deep Blue 라는 컴퓨터는, 당시 체스 세계 챔피언이었던 러시아의 게리 카스파로프(Garry Kasparov)와의 대결에서 1 승을 거두며 세상을 놀라게 했다. 총 전적은 1 승 2 무 3 패였다. 그리고 다음해에는 성능을 개선한 Deeper Blue 를 등장시켜 재대결을 펼쳤고, 결과는 IBM 의 2 승 3 무 1 패 승리였다. 2016 년 Google 은 AlphaGo 라는 AI(인공지능)를 활용해, 인간이 만든 가장 복잡한 게임인 바둑에 도전했다. AlphaGo 는 세계 최고 수준인 이세돌 9 단을 맞아, 5 전 4 승 1 패를 거두며 AI 시대의 본격적인 개막을 선언하였다.

R&D 에서 C&D 로 달라진 삼성, R&D 는 3D Nand 와 OLED 에 집중

Google 은 지난해 8 월, Alphabet 이라는 지주회사를 설립하며 회사 구조를 대폭 변경하였다. Alphabet 은 미래 사업 및 혁신 기술에 대한 투자회사를 설립하였으며, 인류 혁신기술, 불로장생 신약 개발 등에 박차를 가하고 있다. 그리고 이러한 신규사업에 대한 추진은 개방형 혁신 (Open Innovation)을 기반으로 이루어진다. 마찬가지로 삼성그룹도 자체 R&D (Research & Development) 위주의 폐쇄형 혁신에서, C&D (Connect & Development) 중심의 개방형 혁신으로 빠르게 변화하고 있다. 향후 삼성그룹의 구조는 단순하게 변화될 것이며, 많은 계열사들이 사업부별로 인수, 합병, 매각되며 강력한 구조조정도 이어질 것이다. 그리고 외부에서 기술 구매가 어려운 핵심 기술인 반도체와 Flexible OLED 로 내부 R&D 역량을 집중시킬 것이다.

Top-picks 는 삼성전자와 LGD, 3D NAND 와 Flexible OLED 성장에 기대

Top-picks 로 삼성전자와 LG 디스플레이를 제시한다. 삼성그룹은 필연적으로 핵심역량을 보유한 사업부문으로 집중하게 될 것이다. 그리고 C&D 위주의 융복합 전략은 회사 또는 사업부 차원에서의 인수, 합병, 매각 등이 수반될 것이다. 이미 성장성을 상실했거나 수익성을 확보하기 어려운 사업부문은 매각 또는 합병이 활발히 진행 중이다. 따라서 2016 년 2 분기 이후 강력한 경영효율화 방안이 시행될 가능성이 높아지고 있는 것이다. 당사는 ① Big Data 시대의 중심이 될 3D Nand 기술에서 압도적 경쟁력을 보유하고 있고, ② 향후 SmartPhone 및 Wearable Device 에서 중심이 될 Flexible OLED 기술을 보유하고 있으며, ③ 강력한 구조조정으로 2016 년 하반기부터 고정비 부담을 줄일 수 있는 삼성전자와 ① 1 분기를 바닥으로 하반기 턴어라운드 가 기대되고, ② 대형 OLED 부문에서 독보적인 기술력을 보유 중이며, ③ Valuation merit 가 부각되고 있는 LG 디스플레이를 Top-picks 로 제시한다.

Contents

1. 변화하는 Google, 달라지는 삼성	5
2. AI 시대의 도래	14
3. VR 이 보여줄 새로운 세상	22
4. 미래는 준비된 자의 것	25
5. 2016 년을 위한 IT 투자전략	31
개별기업분석	32

Compliance Notice

- 작성자(김영우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 3 월 15 일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

1. 변화하는 Google, 달라지는 삼성

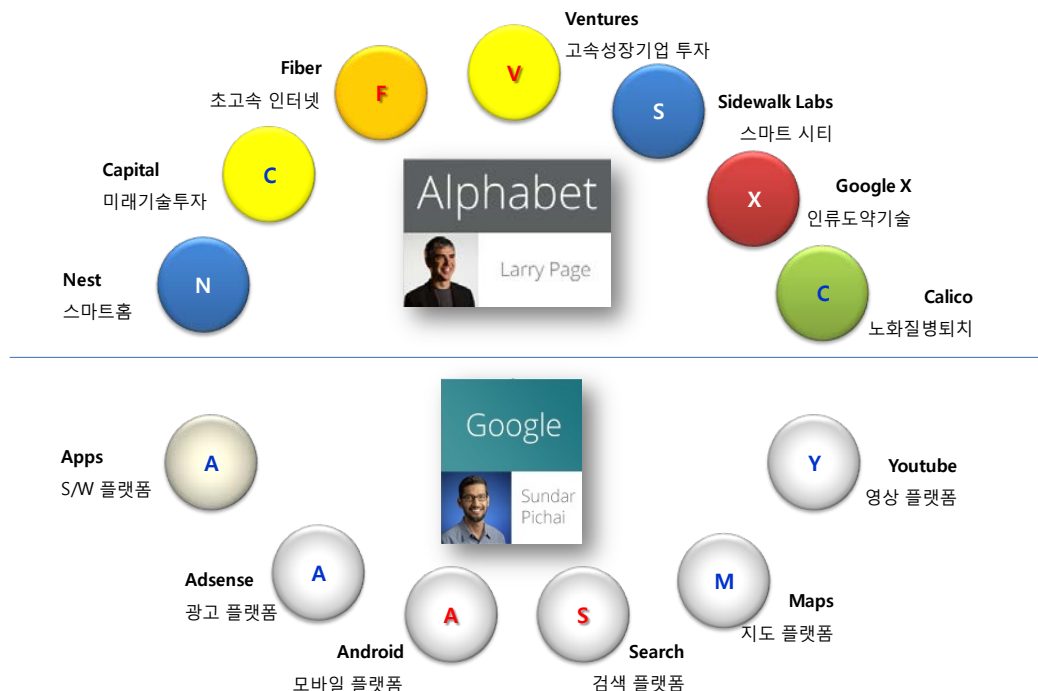
1) Google 과 Alphabet

1. Alphabet이란 무엇인가

Google은 Alphabet이라는
지주회사 설립하여
미래기술과 투자부문 확대,
Google은 핵심부문에 집중

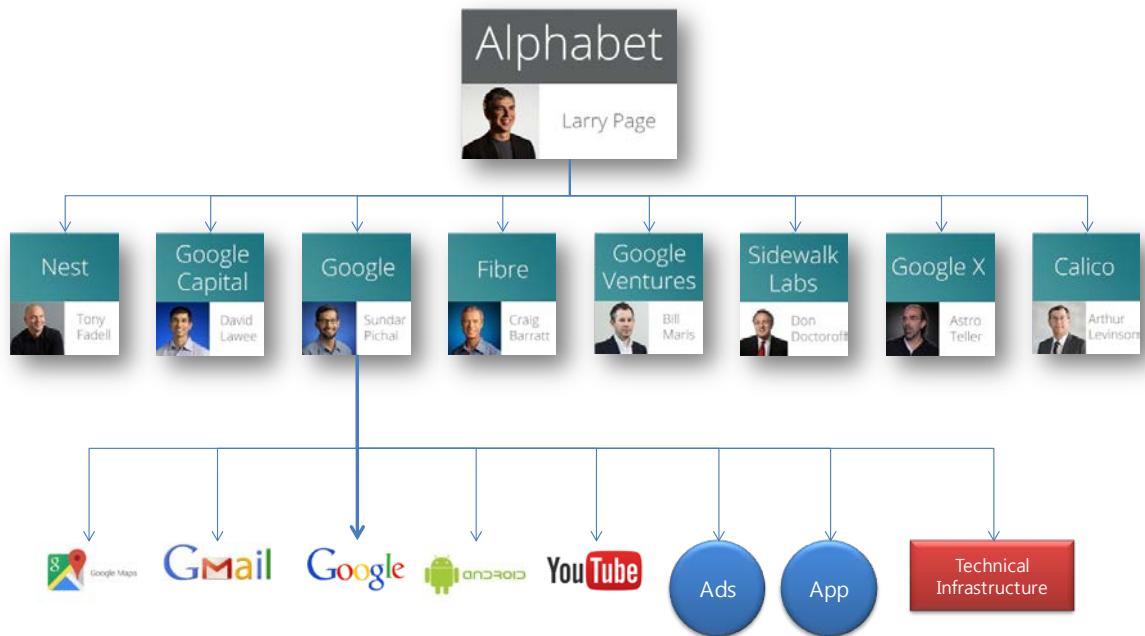
Google은 지난 8월 Alphabet이라는 모회사를 설립하였다. 기존의 Google 체제를 유지하기에는, 미래의 사업 추진 및 기술 투자 등의 측면에서 너무 비효율적이기 때문이었다. 기존 Google의 주요 사업인 검색, 광고, 지도, App, YouTube, Android 등의 핵심은 그대로 Google로 남아있게 되었으며, Nest(스마트홈), Calico(노화질병퇴치), 파이버(초고속 인터넷), Google Ventures(벤처투자), Google Capital(미래기술투자), Google X(인류도약 신기술) 등은 지주회사인 Alphabet의 품 안으로 들어가게 되었다. Google의 창업자인 Larry Page는 이렇게 회사를 지주회사 체제로 전환한 이유에 대해서, “더 야심찬 일을 해내기, 장기적 안목을 갖기, 훌륭한 창업자와 기업이 융성하게 힘을 주기, 자신들이 보는 기회와 자원에 큰 규모로 투자하기, 하는 일에 대해 투명성과 관리를 개선하기, 더 큰 집중을 통해 구글을 훨씬 더 좋게 만들기, 그리고 가능하면 많은 사람들의 삶을 개선하기”라고 전하고 있다.

Alphabet이 꿈꾸는 세상과 Google이 세상을 바라보는 방식을 이해하려면 Alphabet과 Google의 관계를 먼저 이해해야 한다



자료 : Alphabet, SK 증권

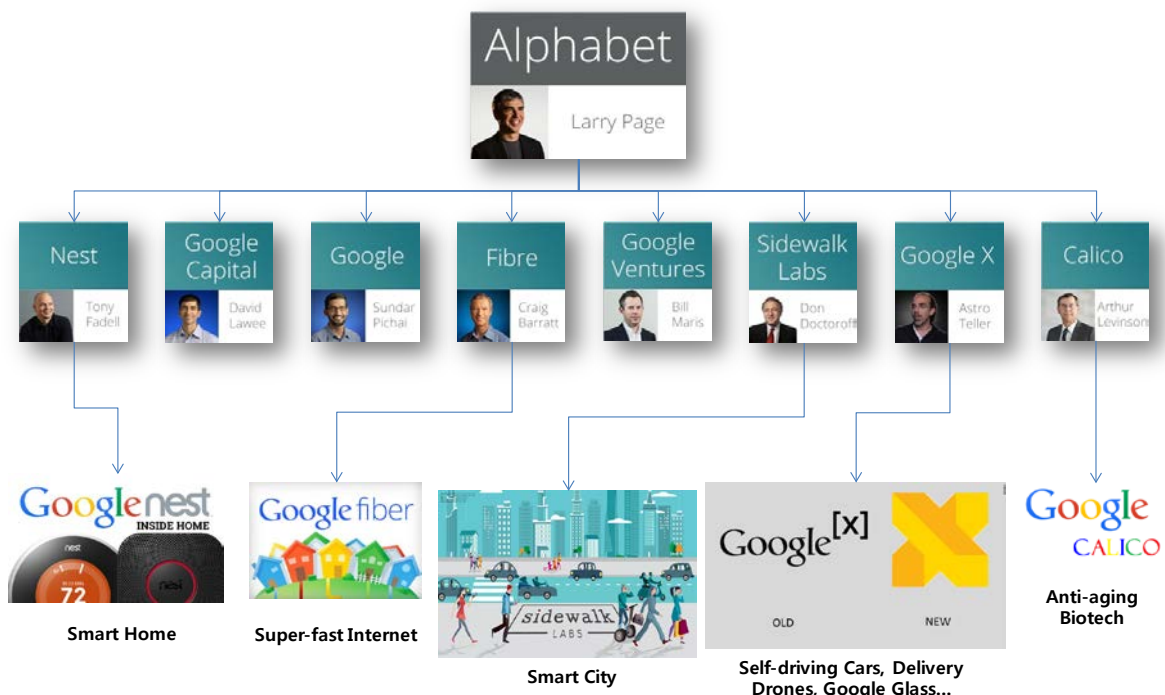
구글 Platform의 핵심은 Google 검색엔진과 Android에서 시작 : 모든 Platform 서비스의 기반은 Database이기 때문이다



Google Platform의 핵심은 Google 검색엔진에서 시작

자료 : Alphabet, SK 증권

Google의 새로운 구조 : 알파벳은 기존 Google core에 머무르지 않고 미래사업과 기술투자에 집중



자료 : Alphabet, SK 증권

Alphabet 재편 과정: 핵심인 Google core 는 독립적으로 유지, 그 외 미래사업과 기술투자를 연결 (Connect)하여 성장동력 발굴

1. Google core는 유지

- 검색엔진
- 광고 (AdSense, Double Click, AdMob)
- YouTube
- Android
- Play Store
- Cloud/Enterprise
- Hardware

2. Operating Businesses

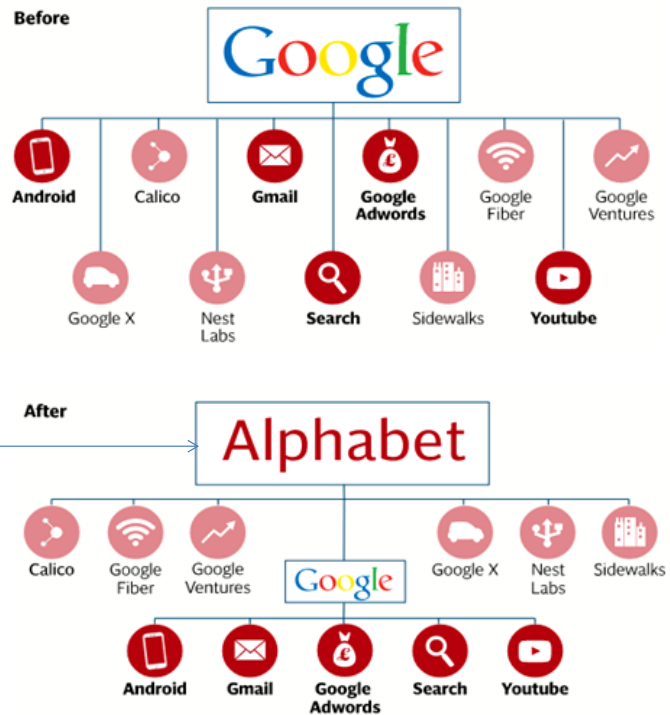
- Nest
- Calico
- Google Fiber
- Google Glass

3. Private Investments

- Google Ventures
- Google Capital
- Other Investments

4. Google X

- Self-Driving Cars
- Life Sciences
- Project Wing
- AI / Machine Learning



자료 : Alphabet, SK 증권

Google의 알파벳: 일상 생활의 A 부터 Z 까지 모든 것을 다 하려는 구글의 Platform 석권 전략이 담겨 있다

a	google analytics	Google Analytics	j	?	comment below if you can think of something	s	google search	g
b	google books	Google books	k	google keep		t	google tv	Google TV
c	google chrome	chrome	l	google local	Google+ Local	u	google url shortener	Google url shortener
d	google drive		m	google maps		v	google voice	
e	google earth		n	google now	Google now	w	google wallet	Google wallet
f	google fiber	Google fiber	o	google offers	Google offers	x	google x labs	Google X
g	google glass	GLASS	p	google play	Google play	y	google youtube	YouTube
h	google hangouts		q	google nexus q	nexus Q	z	google zeitgeist	Google zeitgeist
i	google i/o	Google i/o	r	google reader		google alphabet		

자료 : Google, SK 증권

2) 변화하는 삼성

1. C&D 란 무엇인가

C&D는 폐쇄적인 자체 R&D
중심에서 탈피하여
핵심 요소기술을 보유한
업체와의 연결이 핵심

변화하는 삼성을 이해하기 위해서는, 먼저 C&D 라는 개념을 이해해야만 한다. C&D (Connect & Development)는 내부의 지적재산과 외부의 지적재산을 결합해서 (Connect) 더욱 뛰어난 제품을 개발 (Development)하는 일종의 개방형 개발 방식이다. 가장 유명한 사례는 P&G 가 개발한 Oral B 전동칫솔이다. P&G 는 전동칫솔을 개발하고 싶었지만, 전자제품 경험을 갖고 있지 못했다. 이 때 P&G 는 슈퍼마켓에 놓인 막대사탕을 기구에 꽂고 버튼을 누르면 사탕이 돌아가는 Spin POP 이라는 자동 사탕 회전 기술에 주목하였다. P&G 는 발명가로부터 SpinPOP 기술을 사들여, 기존 제품값의 10 분의 1 에 불과한 히트상품을 탄생시키게 된 것이다 결국 C&D 라고 하는 것은 자체적인 연구개발 (R&D) 일변도에서 탈피하여, 외부 기술과 아이디어를 회사의 제품 개발로 연결시키는 전략인 것이다. 내부 R&D 투자를 무한정 확대하는 것만으로는, 기업이 원하는 성장 목표를 달성하는데 한계가 있기 때문이다.

C&D (Connect & Development)의 유래 : P&G 의 전동칫솔 진출 성공사례 → 폐쇄적인 자체 R&D에서 탈피해 외부 요소기술과 연결 (C&D)

■ C&D의 시초 - 전동칫솔을 개발하려다 C&D를 만나다



자료 : P&G, SK 증권

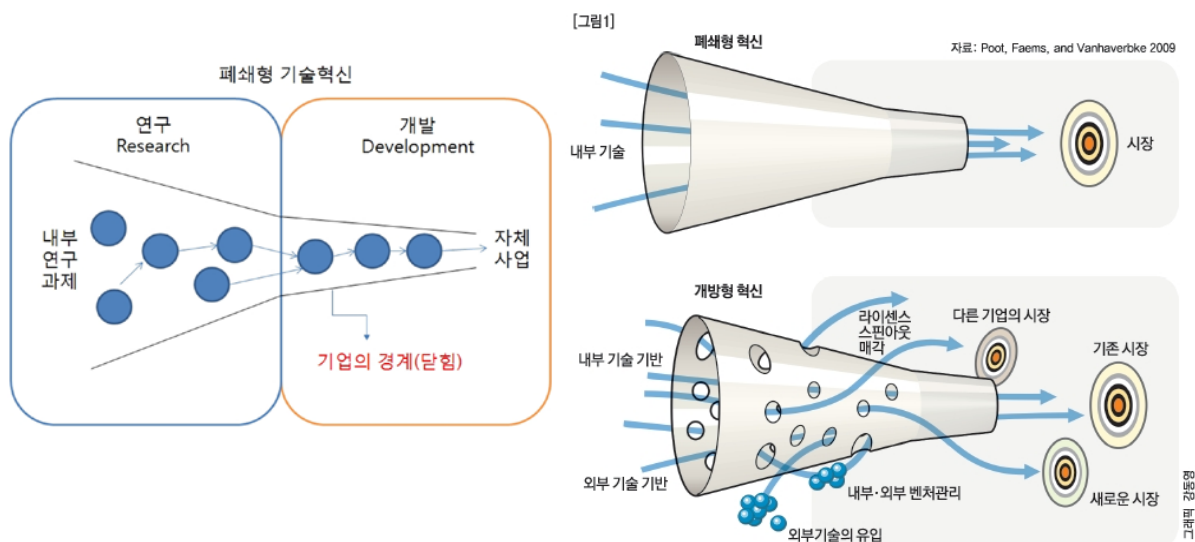
2. R&D 에서 C&D 중심으로 변화하는 삼성

삼성종합기술원의 축소와
실리콘밸리 GIC 설립, 그리고
비주력계열사 및 한계사업
정리는 삼성의 C&D 전략

이재용 부회장이 삼성그룹을 이끌게 되면서, 삼성그룹의 미래에 대해 걱정하는 투자자들이 증가하고 있다. “마누라와 자식 빼고 다 팔자”는 전략이냐는 목 멘 소리가 나오기도 한다. 실제로 삼성그룹은 수많은 계열사 및 사업부문을 매각하고 있다. 게다가 삼성그룹의 10 년후 먹거리를 준비한다던 삼성종합기술원도 대대적인 조직 축소와 많은 수의 연구과제가 중단되었다. 근시일내에 사업화가 가능한 연구과제만 남기고, 연구 성과가 단기에 가시화되지 않는 과제들은 정리한 것이다. 연구원들도 연관성이 있는 사업부서로 전진 배치되었다. 이외에도 삼성전자 DMC 연구소도 1/4 규모로 축소되었다.

그 대신에 두 개의 중요한 법인이 미국 실리콘밸리에 설립되었다. 첫번째는 Stanford University 인근에 설립된 Samsung Research America (SRA)이고, 두번째 역시 Stanford 인근에 설립된 Global Innovation Center (GIC)이다. 이는 연구인력도 현지에서 고용하여 SRA 에서 연구를 시키고, 팬텀은 기술은 GIC 에서 투자를 하여 삼성의 제품들과 연결 (Connect)시키려는 것이다. 이러한 관점에서, 삼성의 국내 非주력 계열사와 한계사업 정리는 어쩌면 당연한 수순이다. 그리고 융복합을 위한 부품계열사간 합병도 필요하기 때문에, 중복 및 유희인력에 대한 대대적인 경영효율화는 필연적으로 발생하게 될 것이다.

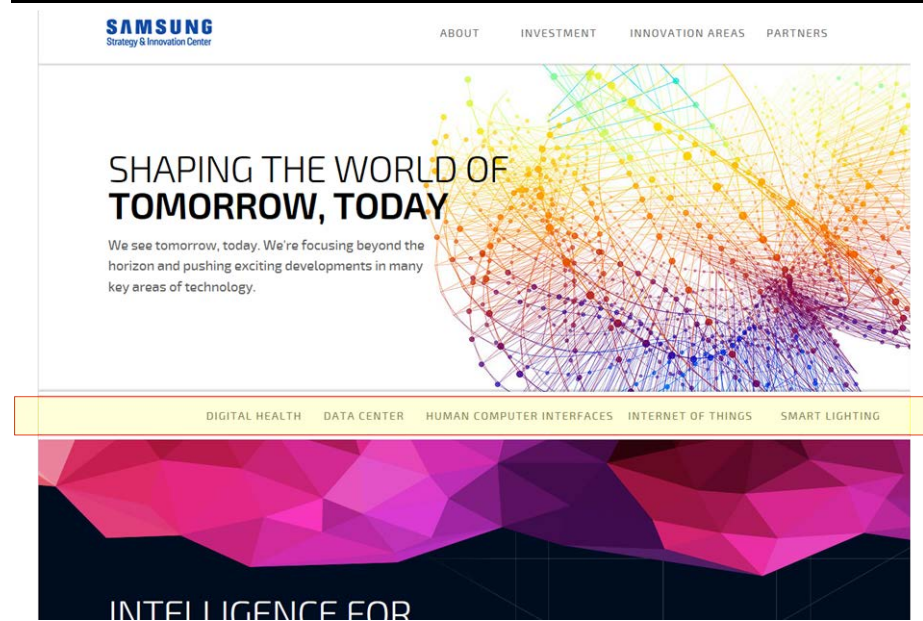
이재용 부회장 체제하에서 삼성그룹이 가장 크게 변하고 있는 것은 R&D 일변도에서 C&D 로의 패러다임 전환이다



삼성 : 자체 R&D 위한 삼성종합기술원 축소, Global Innovation Center 설립
→ M&A 강화, 非주력계열사 및 한계사업 정리

자료 : 업계자료, SK 증권

삼성종합기술원 축소 대신 선택한 실리콘밸리 GIC 설립 → 필요한 기술 및 기업에 대한 투자 관리




주 : Samsung GIC, SK 증권

삼성전자 소프트웨어와 서비스 전략에 필요한 스타트업 발굴해 투자/인수 → 루프페이, 스마트싱스 등



주 : Samsung GIC, SK 증권

삼성종합기술원 인력 일부는 SRA 로 이동 → 실리콘밸리 인력들 활용하여 R&D 도 강화 + GIC 와 시너지



SAMSUNG RESEARCH AMERICA

[RESEARCH](#)
[PARTNERSHIPS](#)
[ABOUT US](#)
[CAREERS](#)
[CONTACT](#)
[SEARCH](#)

[HOME](#) / [RESEARCH](#)


Research

We are always looking for new talent. Join us. [SEE ALL CURRENT OPENINGS](#)




Advanced Materials

We pioneer revolutionary energy and display solutions (to save your battery and the world).




Advanced Processor

We research and develop graphics software and hardware solutions for mobile devices.




B2B Research

We build a mobile security platform solution that enables Samsung Mobile to lead the enterprise mobility space.




Computing Science Innovation Center

We are at the forefront of computer science research.




Customer Experience

We put innovation on display.




Digital Media Solutions

We develop innovative and advanced core technologies for the digital media market in the U.S.




Mobile Innovation

We're creating the future of mobile.




Mobile Platform and Solutions

We develop software and services for mobile.




Mobile Processor Innovation

Envision the future. Design Reality.



Standards and Mobility Innovation

Fearless Innovation.



Think Tank Team

We're very disruptive.

주 : Samsung Research America, SK 증권

3. Google 과 함께 가는 삼성

삼성에는 바이오, 스토리지,
모바일 플랫폼 분야에서
시장 석권 전략 추진 중이며
차별화된 기술력 확보 가능

삼성의 한계는 Google 등 미국의 핵심 기업들과 달리 Global Big Data 를 모으는 것이 사실상 불가능하다는 것이다. 따라서 Google 같은 기업들이 Big Data 를 모으려는 IoT, Wearable, Mobile 시장에서 차별화된 경쟁력을 바탕으로 시장점유율을 더욱 높이는 것이 중요하다. 이를 위해서는 1) 디자인 자유도 향상 및 융복합 디바이스 판매 확대를 위한 Flexible OLED, 2) Data 분석 퍼포먼스 향상을 위한 3D Nand, 3) IoT 및 Wearable 기반의 Healthcare 제품군 확대 등을 추진할 것으로 전망된다. 바이오 부문에서는 취약한 신약개발 능력 보완과 CMO 사업 확대를 위해 글로벌 신약업체들과의 C&D 도 확대하게 될 것이다.

Global Data 를 직접 모을 수 없지만 이에 대한 핵심 역할을 하는 기업으로 남으려는 몸부림

Big Data Is All Data

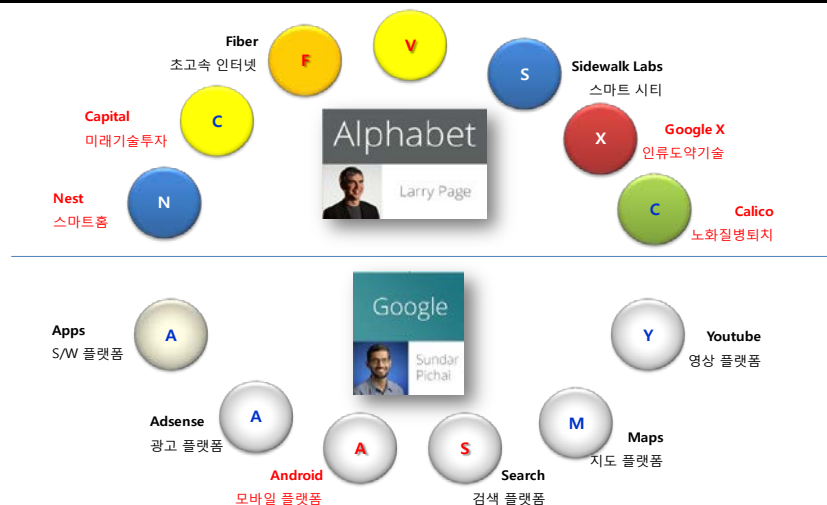


삼성 : Google과 달리 Global Big Data를 모으는 것이 사실상 불가능

→ IoT 및 Wearable 디바이스 시장내 입지 강화, 스토리지용 Nand 시장 석권 전략

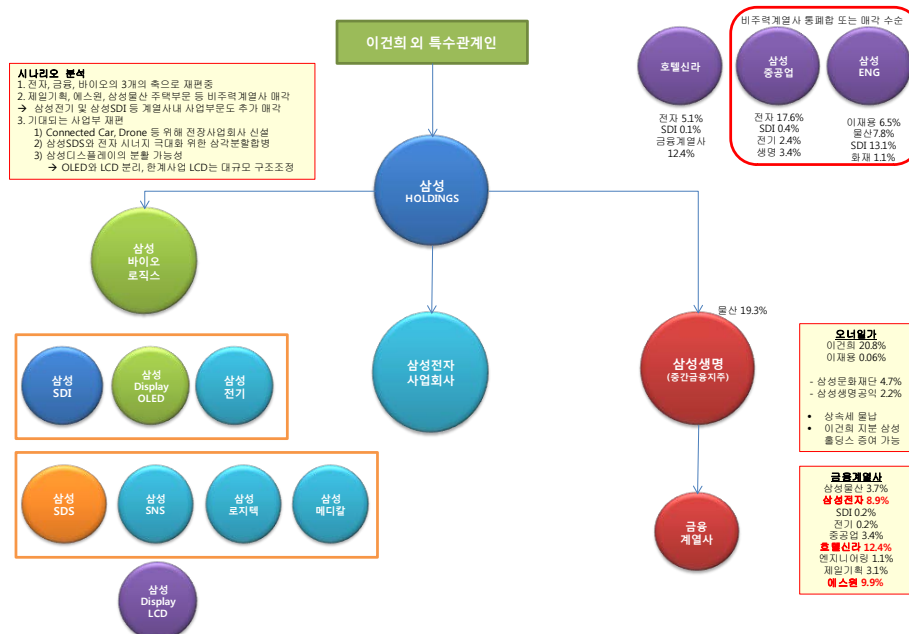
주 : IBM, SK 증권

삼성이 바라보는 유망부문: 바이오, 스토리지, 모바일 플랫폼 → Google 전략선과 상당부분 일치



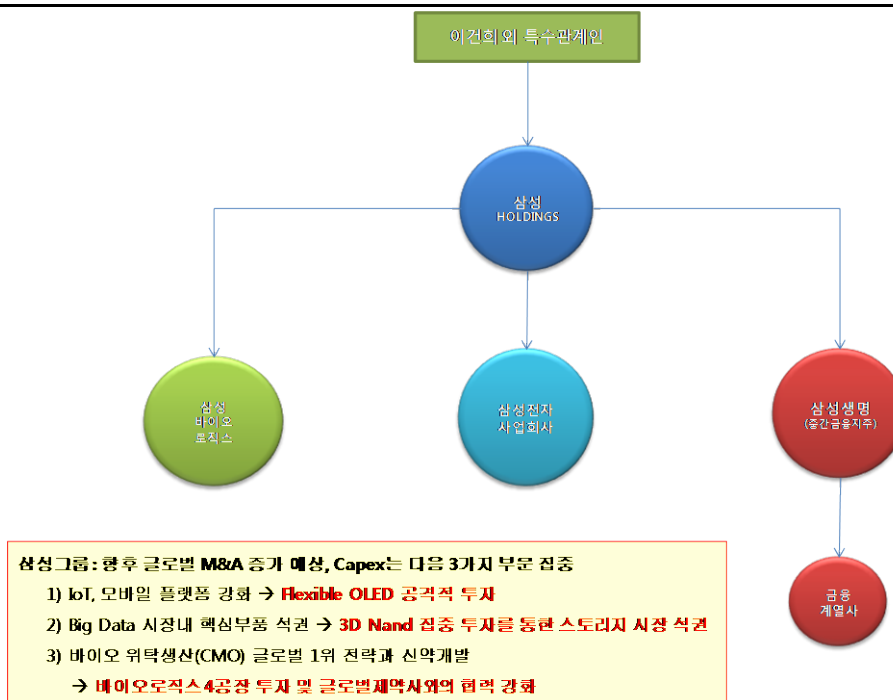
주 : Alphabet, SK 증권

이재용 부회장 체제는 주력사업 집중, 융복합 시대를 위한 계열사 및 조직 통폐합 등이 중요 → 강력한 경영효율화 (구조조정) 수반될 것



자료 : SK 증권

해외에서 해결이 어려운 핵심 역량인 반도체와 OLED 부문은 R&D 및 투자 집중, 그래도 해외 선진기술 확보를 통한 C&D는 강화



자료 : SK 증권

2. AI 시대의 도래

1) 세상을 뒤흔든 인공지능(AI): AlphaGo 란 무엇인가

AlphaGo 는 지주회사인
Alphabet 의 Alpha 와
바둑을 뜻한 한자 碁 의
일본어 발음을 영어로 표기

그리스어 자모중 처음은 Alpha(α)이고, 마지막은 Omega(Ω)이다. 따라서 Alpha 는 근본이자 시작을 의미한다. 그리고 바둑을 뜻하는 한자 碁의 일본어 발음을 영어로 표기한 Go 는 바둑을 뜻한다. AlphaGo 의 뜻은 Google 의 처음이자 근본인 Alpha(=Data)에 기반한 인공지능 (AI) 바둑(Go) 게임 알고리즘을 의미하는 것이다. 우리는 Google 이 Alphabet 으로 새롭게 변화하는 과정을 지켜 보았다. 이러한 모든 변화의 핵심에는 Google 과 Android 가 전세계에서 끊임없이 모아서 제공하는 Data 가 있다. 수집된 모든 Data 를 기반으로 자가 학습을 반복하여, 인공지능을 활용한 서비스 Platform 을 구축하려는 전략인 것이다.

AlphaGo 는 Alphabet 의 근본이자 처음인 Alpha(=Data) 기반의 바둑게임(=Go)를 합성한 것



주 : Google DeepMind, SK 증권

2011 년 2 월 IBM Watson 이 미국 퀴즈쇼 Jeopardy 최강자간 대결에서 우승 → 이해 및 추론능력 과시



주 : IBM, SK 증권

2) AlphaGo 는 어떻게 의사결정을 하는 것인가

AlphaGo 가 이기기 위한
첫번째 조건은
뛰어난 알고리즘의 구축

바둑은 19x19 의 격자점을 가지고 있으므로, 인간이 만든 게임 중 가장 복잡도가 높다. 1) 바둑의 착점 가능성은 $19^2=361$ 이고, 2) 상태공간 복잡도는 3^{361} (대략 10^{172})이고, 3) 게임트리 복잡도는 $20^{250\sim300}$ (대략 10^{575})이다. AlphaGo 는 신경망 (정책망+ 가치망)을 혼합 적용하고, 경기 Data 는 서버에서 가져와 학습하게 하는 방식으로 개발되었다. 경위의 수를 의미하는 Game Tree 의 복잡도를 줄이기 위해 몬테카를로 시뮬레이션과 트리 검색 (MCTS: Monte Carlo Simulation & Tree Search)을 통해 바둑 각 수마다의 움직임을 확인하여, 장기적으로 승리를 위해 가장 효율적인 수를 파악하게 된다. 그런데, 게임 종료시까지 무작위 선택을 하는 MCTS 를 반복하는 것은 계산 시간이 너무 길어지기 때문에, 의사결정 시간을 줄이기 위한 수학적 기법(UCT, RAVE 등)을 도입해 경위의 수를 축소시키게 되는 것이다.

AlphaGo 가 이기기 위한
두번째 조건은
매우 강력한 컴퓨팅 파워

경위의 수가 많아질수록, 속도가 늦어지지 않도록 강력한 Computing power 가 요구된다. 1) 일반적인 게임의 인공지능은 Min-max tree search 와 Generic Algorithm 의 협업구조로 설계되는데, 2) 수 많은 계산량을 소모하지만 Solution space 의 수많은 후보 벡터에 대해 독립적으로 수행해야만 하기 때문에, 3) GPU 상에서의 대량 병렬처리를 통해 수행되면 Tree Search 와 Generic Algorithm 에서 3~400 배 가량 속도 향상이 가능해진다. 이러한 Algorithm 과 Computing power 의 차이는 바둑게임을 위한 인공지능의 수준차이로 이어지는데, Google 의 AlphaGo 와 Facebook 의 DarkForest 의 수준을 비교하면 한 눈에 비교해 볼 수 있다. 물론 Data 가 많을수록 정확도와 승률은 향상된다.

Google 의 AlphaGo와 Facebook의 DarkForest 비교, 핵심은 알고리즘과 Computing Power의 차이

구분	AlphaGo (Google)	Darkforest (Facebook)
착수 예측	1. 인공신경망 구축 - 종류 : 컨볼루션 신경망 (지도학습, 강화학습) - 신경망 층 : 13개 2. 데이터 - 총 바둑게임 16만개에서 3천만개 추출 - 학습과 시험에는 바둑게임 상태가 사용됨 - 학습(train) : 2900만개 - 시험(test) : 100만개 - 정확도 : 57.0% (지도학습)	1. 인공신경망 구축 - 종류 : 컨볼루션 신경망 - 신경망 층 : 12개 2. 데이터 - 총 바둑게임 : 25만개 - 학습(train) : 22만개 - 시험(test) : 3만개 - 정확도 : 57.1%
탐색 알고리즘	MCTS의 정책과 가치 구현에 인공신경망 적용	MCTS와 인공신경망의 동기화/비동기화 전략으로 구현
성능	프로 9단	아마추어 2단
계산환경	CPU 1920개, GPU 280개	소수의 CPU와 GPU 44개
기존연구와 차별성	강화학습, MCTS와 인공신경망의 결합	MCTS와 인공신경망의 동기화

주 : Google Deepmind, Facebook, SK 증권

AlphaGo의 두 가지 기본 전략 고수 따라하기와 두가지 신경망 활용하기

알파고의 두가지 전략

전략 1 - 고수 따라 하기

구글 프로그래머와 알파고의 가상대화

속제로 훌륭한 수만 뽑아 공부해!

범위가 좁아서 수월해요!

프로그래머: 풀렸는 수 (blue dot), 배울 것 없는 수 (grey dot)

알파고

모든 수를 검토하기 힘들니 3000만 경우의 수가 담긴 기보를 16만 개 입력했다. 알파고는 그중에서도 이길 확률이 높은 수만 집중 학습했다.

전략 2 - 두가지 신경망 활용하기

정책망(Policy network)

‘바둑 고수라면 어디에 놓을까’ 예측.

같은 상황에서 많은 고수들이 뒀던 수를 선택.

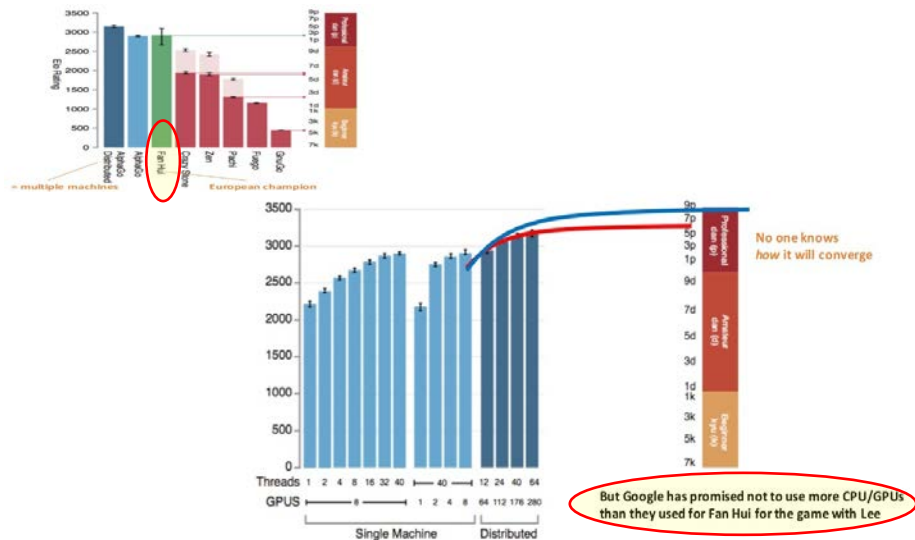
가치망(Value network)

‘여기에 놓으면 이길 확률이 얼마나 될까?’ 계산. 알파고가 스스로와의 대결을 통해 얻은 비장의 무기.

승률이 높았던 수를 선택.

주: 조선일보

고수와 둘수록 다양한 전략적 방향성 발생하여 경우의 수 증가 → 컴퓨팅 파워가 높아야만 시간내 처리 가능

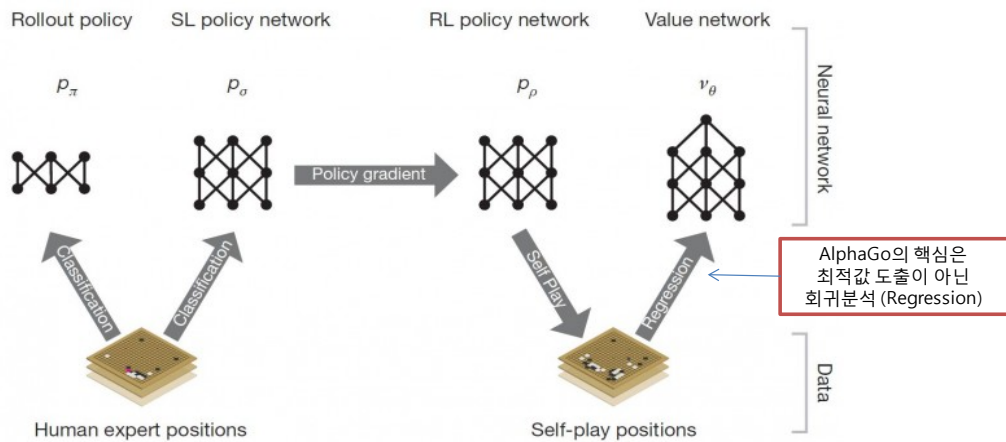


주: Google Deepmind, SK 증권

AlphaGo 알고리즘: Deep Learning 으로 최적의 해법을 찾는 방식 + DNN 과 Tree search 를 통해 처리속도 개선도 가능

Deep Learning으로 최적의 수를 찾는 방식

- DNN (Deep Neural Network, 심층신경망)과 나무탐색 (Minimax tree search)을 통해 최적의 착점 결정
- DNN은 Deep Learning의 한 방식으로 바둑돌 놓는 위치가 경기 결과에 미치는 영향 분석해 이길 가능성 높은 수를 찾는 알고리즘
- Min-max tree search를 통해 일정한 패턴에 따라 데이터 묶으며 낮은 승률의 경우의 수는 과감하게 배제하여 빠른 계산 가능해짐
- 인간 바둑고수의 패턴을 묶어서 분석하고, 무한 반복 학습을 통해 승리할 수 있는 최적점을 찾아가는 구조
- 각종 기보 분석으로 다음 수 예측률 57%까지 예측 가능 (지도학습) → 승리 가능한 경험 쌓기 위한 무한 자가 대국 → 승률 향상

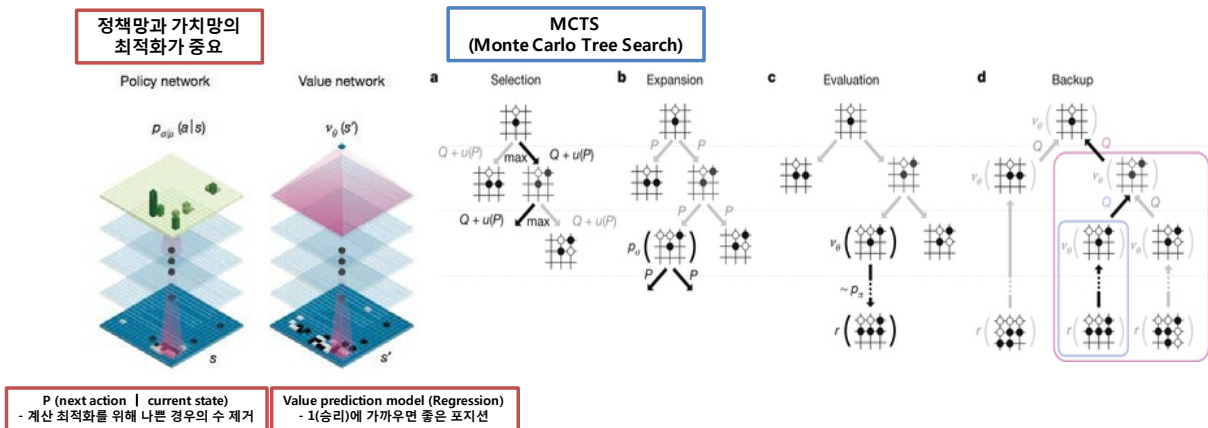


자료 : Nature, SK 증권

AlphaGo의 최대 강점은 둘 하나의 최적값을 도출하는 것이 아닌 회귀분석을 통해 이기는 방향성 (승리) 추구

AlphaGo의 강점은 최적해 하나를 제시하는 것이 아닌 회귀분석 방식 채택

- 정책망과 가치망은 최적의 수를 찾는 역할을 하지만, 정책망은 여러 경우의 수를 제시하나 가치망은 최적해를 제시
- 최적해 (Single prediction) 문제에서 탈피해 게임 전체를 회귀분석하는 방법으로 둘 하나로 경기 망치는 오류 탈피
- AlphaGo는 두 개의 신경망 (정책망+가치망)과 MCTS를 함께 활용해 최적의 자리에 바둑알을 포석 : **이기는 경기가 최종 목표**
- 트리 검색은 행동가치, 방문 횟수, 그리고 사전 확률 등이 담겨져 있음 : 특정 행동을 했을 때 기대되는 미래 가치의 총합을 의미
- 정책망과 가치망 강화학습과 내부 트레이닝을 거친 AlphaGo는 다른 바둑 프로그램들과 대국후 사람에 도전하는 것



자료 : SK 증권, Carnegie Mellon University

AlphaGo가 승리하기 위한 최소한의 조건은 뛰어난 알고리즘 구축 및 강력한 컴퓨팅 파워

AlphaGo가 이기기 위해서는 1) 뛰어난 Algorithm 필요

- 바둑은 19*19의 격자점을 가지고 있으므로, 인간이 만든 게임중 가장 복잡도가 높음
 - 1) 착점 가능성 : $19^2 = 361$
 - 2) 상태공간 복잡도 : 3^{361} (대략 10^{172})
 - 3) 게임트리 복잡도 : $200^{250 \sim 300}$ (대략 10^{575})
- 신경망 (정책망+가치망)을 혼합 적용하고, 경기데이터는 서버에서 가져와 학습하게 하는 방식으로 개발
- 게임트리 복잡도 줄이기 위해 몬테카를로 시뮬레이션과 트리검색(MCTS) 통해 각각의 움직임 확인 → 장기적으로 효율적인 수 파악
- 게임 종료시까지 무작위 선택만 하는 것은 시간 길어져, MCTS 시간 개선 위해 UCT와 RAVE 등 기법 도입
(1997년 체스 세계 챔피언을 이긴 IBM Deeper Blue는 Brute force 방식으로 게임 트리 Full Search)

AlphaGo가 이기기 위해서는 2) 매우 강력한 Computing power 필요

- 인공지능 강화시 속도향상은 CPU 못지않게 GPU(Graphic Processing Unit)의 중요성도 높아질 가능성 높음
 - 일반적인 게임의 인공지능은 Min-max tree search와 Generic Algorithm의 협업구조로 설계
 - 수 많은 계산량을 소모하지만, Solution space의 수많은 후보 벡터에 대해 독립적으로 수행해야 함
 - GPU상에서의 대량 병렬처리를 통해 수행되면 Tree Search와 Generic Algorithm에서 3~400배 가량 속도 향상 가능
- 저전력 반도체를 위한 공정미세화 (Logic, DRAM, Nand) 및 서버기능 향상을 위한 3D Nand, SCM 등 발전 필요

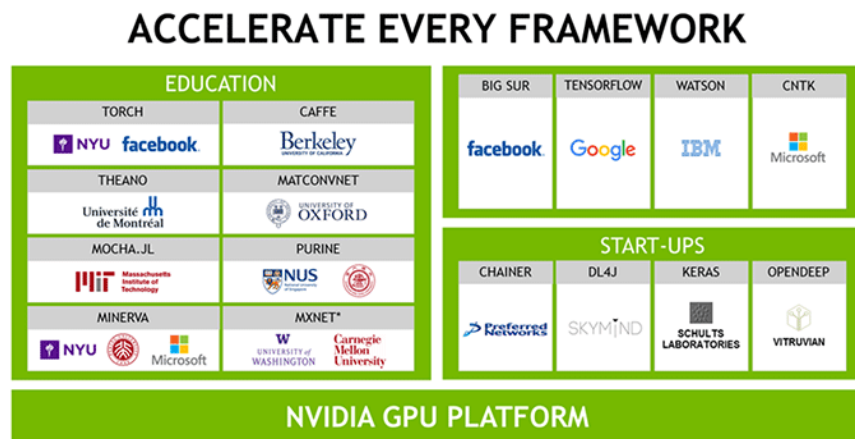
자료 : SK 증권

3) 시나브로 찾아온 인공지능(AI)의 시대

AlphaGo의 시스템과
CES2016에서 선보인
자율주행차 시스템은
매우 유사한 원리와 구조

인류를 대표하는 이세돌 9단이 AlphaGo에게 지는 모습을 보면서, 많은 인류들은 만감이 교차했을 것이다. 그러나 우리는 AlphaGo보다 수천배 만들기 어려우며, 닥칠 수도 있는 사고 상황을 현실에서 책임져야 하는 자율주행차용 인공지능(AI)의 탄생도 CES 2016에서 이미 경험한 바 있다. Data를 모으고 처리하는 방식과 GPU 병렬연결 등 많은 부분에서 자율주행차용 인공지능과 AlphaGo는 닮아있다. 그리고 이 시스템에는 AlphaGo에 참여했던 Google과 Nvidia는 물론 IBM, Facebook, Microsoft 등 미국의 거물급 기업들이 모두 참여하고 있는 것이다. 이러한 변화는 거의 모든 산업에서 혁명을 일으킬 것이다.

AlphaGo에 사용된 System은 CES2016에서 Nvidia가 선보인 자율주행차 시스템과 거의 동일함

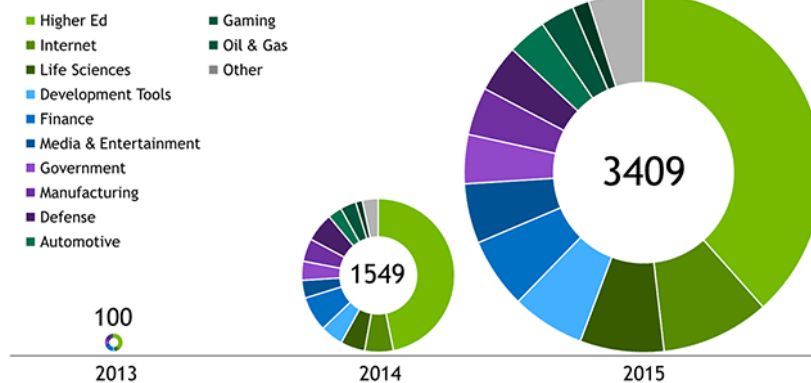


주 : Nvidia, SK 증권

인공지능(AI)을 위한 Deep Learning은 전분야에 걸쳐서 폭발적으로 팽창 → 새로운 산업혁명 시기 도래

EVERY INDUSTRY WANTS INTELLIGENCE

Organizations engaged with NVIDIA on deep learning



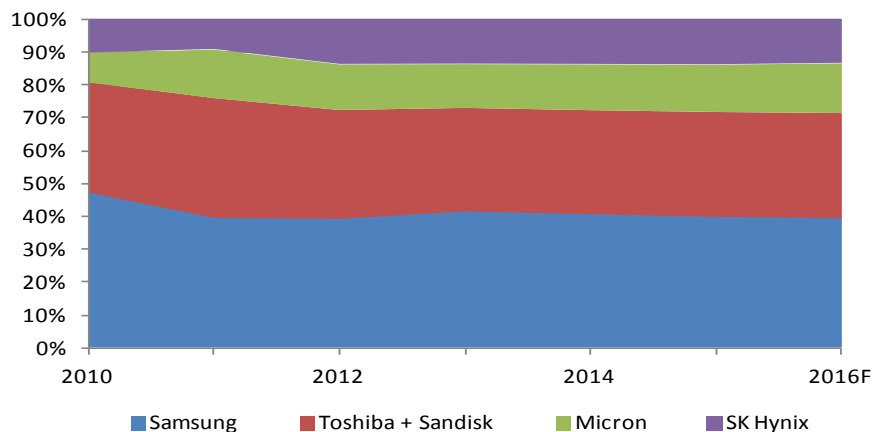
주 : Nvidia, SK 증권

4) AI 시스템 개선: 삼성전자 3D Nand 전략과 부합

삼성전자의 3D Nand 전략은
HDD를 완전 대체하는
128단까지 이어질 것이며
Storage 시장 석권 가능할 것

Nand 기반의 SSD는 자기디스크 기반의 저장장치(Storage)인 HDD에 비해 최소 7 배 이상 빠르게 Data의 읽기와 쓰기가 가능하다. 지난 20년간 CPU, DRAM 등은 빠르게 성능이 개선되어 왔으나, HDD의 경우 자기디스크를 회전시켜 구동하는 물리적인 한계 때문에 속도를 크게 높이기 힘들었다. 따라서 HDD의 병목현상을 피하기 위해 다양한 서버 시스템이 탄생하기도 하였다. SSD의 문제는 HDD와 비교 시 가격 대비 용량이 너무 작다는 것이 단점이었다. 그러나 3D Nand(TLC)의 층수가 높아질수록, GB 당 가격은 일반적인 2D Planar Nand에 비해 현저하게 하락하고 있다. 삼성전자는 2017년부터 서버시장까지 공략이 가능한 64층 3D Nand(TLC)에 대한 공격적 투자를 개시할 것이고, 48층 구현도 힘든 경쟁사를 압도하게 될 것이다. 투자는 이제 시작이다.

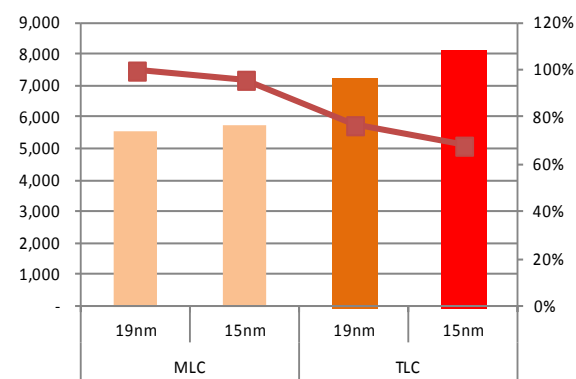
NAND 시장 점유율은 Capex 규모와 비슷 3D NAND를 먼저 치고 나가는 기업이 승리하게 될 것



주: SK 증권

TLC 비중 증가할수록 GB 당 원가 절감 가능

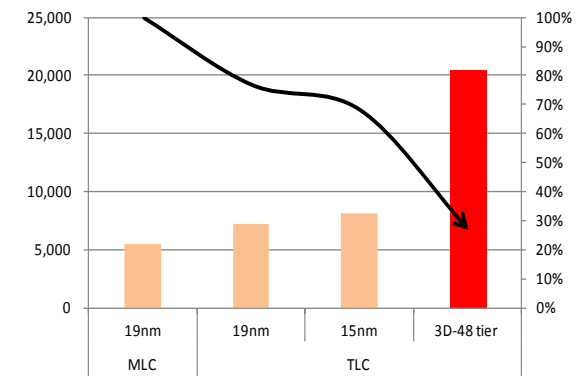
(단위: GB, %)



자료: SK 증권

Planar NAND 시대의 종말 3D와 비교 불가

(단위: GB, %)



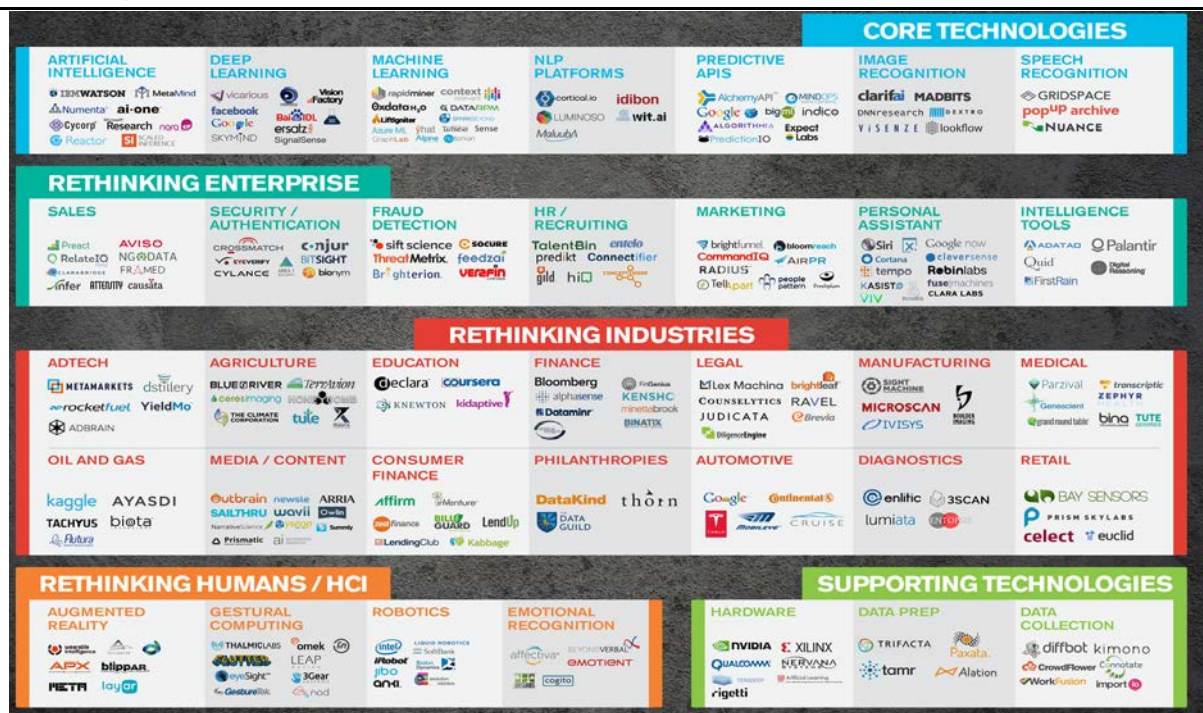
자료: SK 증권

2015 Data Storage Market Map: 삼성전자는 3D Nand 경쟁력을 바탕으로 Data Storage 시장 전체를 뒤흔들 수 있을 것으로 기대



자료 : techexpectations, SK 증권

Machine Intelligence의 글로벌 구도 → 한국 기업들의 존재감 미미하며, 향후 C&D를 통한 Level-up이 반드시 필요한 분야



자료 : ShivonZilis.com, SK 증권

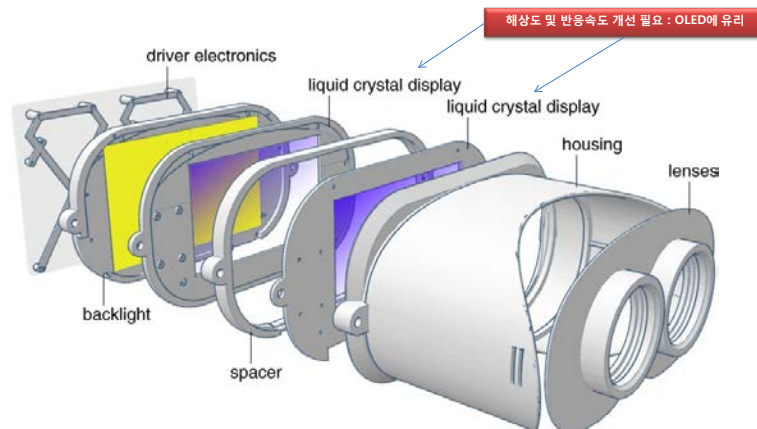
3. VR 이 보여줄 새로운 세상

1) VR 의 단점과 차세대 VR

VR 의 H/W 적 단점은
실감나지 않는 화면으로,
고해상도 디스플레이 채택과
어지럼증 개선 등이 필요

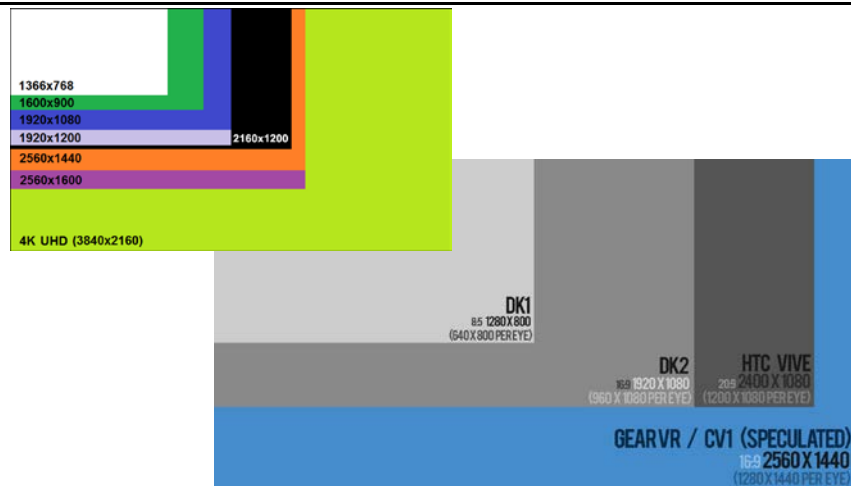
삼성은 Google 뿐 아닌 Facebook 과도 C&D 를 진행하고 있으며, 대외적인 결과물이 바로 삼성전자가 내놓은 Gear VR 이다. 그러나 VR 의 가장 시급한 문제는 해상도다. 어색한 색감과 흐릿한 초점, 무거운 중량 등은 VR 로부터의 몰입을 방해하는 방해 요소가 된다. 이러한 경우 어지럼증을 유발할 수도 있는데, 이는 VR 헤드셋에 디스플레이되는 이미지가 사용자머리 움직임 동작시간보다 약간 늦게 반영되기 때문이기도 하다. Google 이 5 월에 발표 예정인 Google VR 에서는 S/W 를 활용한 이미지 지연현상 개선 등을 제시하게 될 것이다.

Nvidia 가 제시한 차세대 VR HMD 구조 → LCD 가 아닌 OLED 채택시 효과는 더욱 극대화될 수 있음



주 : Nvidia, SK 증권

VR 성능이 개선되려면 고해상도 디스플레이 필요 → 디스플레이 구동속도가 더욱 중요해짐



주 : 업계자료, SK 증권




2) VR의 핵심: 고해상도 OLED와 저전력 고성능 반도체

고해상도 동영상 반응속도와
빠른 그래픽 처리를 위해
고해상도 OLED와 저전력
고성능 DRAM 채택 증가

차세대 VR로 갈수록 1) 높은 해상도의 디스플레이 패널을 사용하게 될 것이며, 2) 동영상 반응속도가 더욱 빨라져야 하며, 3) Headset과 연결시켜 동영상을 보기 위해서는 DRAM 및 Nand 용량이 증가할 가능성이 높다. 따라서 VR에 최적화된 디스플레이는 LTPS TFT 기반의 OLED로 볼 수 있다. 한편, S/W를 통해 이미지 지연현상을 개선하려는 업체들의 계획을 고려해 보면, 점진적이지만 저전력 고성능 DRAM을 만들고 있는 삼성전자와 SK Hynix에도 기회가 있을 것으로 기대된다.

한국의 삼성과 LG의 VR 전략은 서로 다르다. 삼성은 자사의 모바일 H/W와 Facebook의 S/W 기술을 결합시켜 최고의 VR 제품을 만들겠다는 전략이지만, LG는 Google과 손을 잡고 Google의 Street View 등 관련서비스와 연결시킨 휴대성 높은 제품을 만들겠다는 전략이다. 전반적으로 휴대성과 가격 메리트는 LG 제품이 나올 것이나, 제품의 성능과 기술력 측면에서는 삼성이 우월할 것으로 전망된다.

주요 VR 제품의 시스템 요구사항 → 동영상 반응속도가 높은 고해상도 OLED 및 높은 사양의 DRAM 필요 (최소 8GB)

	Oculus Rift	HTC Vive	PlayStation VR
			
Display Technology	OLED	OLED	OLED
Display Resolution	2160 x 1200	2160 x 1200	1920 x 1080
Display Refresh Rate	90hz	90hz	120hz
Field of View	110 degrees (approx)	110 degrees (approx)	100 degrees (approx)
Audio	Headphones & Microphone	Integrated Headphones	Integrated 3D Audio
Input (s)	Oculus Touch, Xbox One Controller	SteamVR, PC gamepad	PlayStation Move, Dual Shock 4 Controller
Connectivity	HDMI 1.3, 3x USB 3.0, 1x USB 2.0	HDMI 1.3, 2x USB 3.0	HDMI, USB
Sensors	Accelerometer, gyroscope, magnetometer, external Constellation tracking sensor array	Accelerometer, gyroscope, laser position sensor, front-facing camera	Accelerometer, gyroscope, PlayStation Eye Tracking System
Compatibility	Windows 7 SP1 or newer	TBC	PlayStation 4
Cost	\$599.00 (£417.28)	TBC	TBC
Release Date	March 28, 2016	April, 2016	2016
Requirements	NVIDIA GTX 970/ AMD Radeon 290 or greater Intel i5-4590 or greater 8GB of RAM HDMI 1.3 2x USB 3.0	TBC	PlayStation 4

자료 : Oculus, HTC, SONY, SK 증권

스스로 만드는 Google VR Box 부터 수십만원에 이르기까지 다양한 VR, 생각보다 빠르게 확대될 것



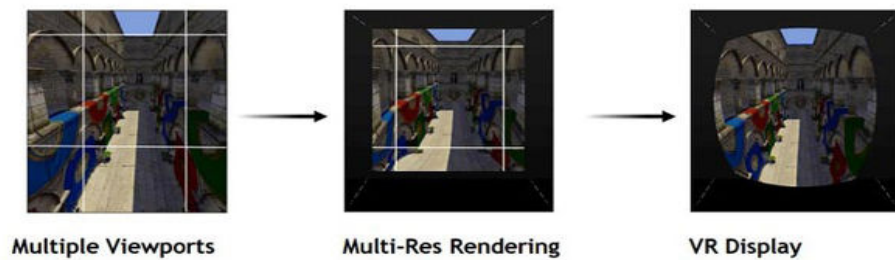
주 : Oculus, Google, 폭풍마경, SK 증권

VR은 PC 게임 대비 훨씬 높은 수준의 DRAM 요구 → 동영상 반응속도 및 높은 그래픽 처리능력 필요



NVIDIA MULTI-RES SHADING

An Innovative New Way to Render for VR



주 : Nvidia, SK 증권

4. 미래는 준비된 자의 것

1) 삼성은 디바이스 시장 및 OS 준비 미흡

High-end 시장 재창출 및 전체 M/S 개선 전략 필요

Google Android OS 점유율

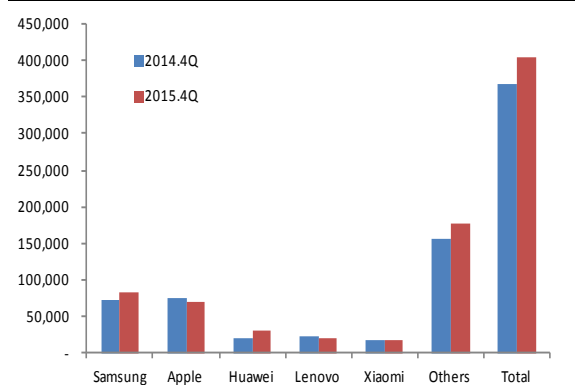
견조하나 삼성 Tizen은 존재감 상실

Android 디바이스내 High-End 및

Total 점유율 개선 위한 전략 필요

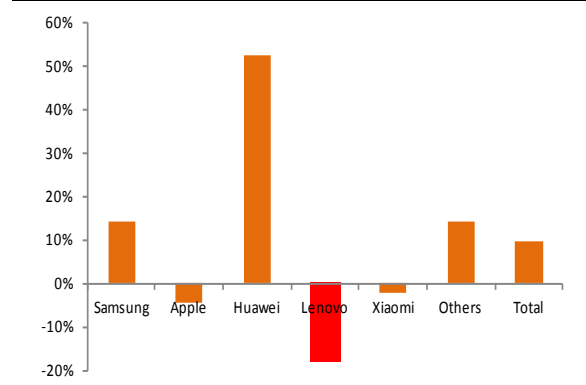
삼성엔 Google 을 꿈꾸지만, Tizen OS 의 존재감은 어디서도 찾아볼 수 없다. 초저가폰 시장에서조차 Google 의 Android OS 가 완전히 석권하고 있는 형국이다. 이러한 상황에서 자신의 입지를 강화하려면, Foldable OLED 를 채택하여 SmartPhone + Tablet 또는 Notebook 기능을 할 수 있는 새로운 Segment 를 창출해 내야만 한다. 그리고 Wearable 시장에서도 입지를 넓혀야만 할 것이다. 어차피 Tizen OS 를 통한 Platform 전략이 실패했다면, 기존 Android 내에서라도 자신의 입지를 강화해야 하기 때문이다. 한편, VR 기기도 Two-track 전략을 통해, 고가폰은 물론 저가폰까지 VR 을 즐길 수 있도록 휴대가 간편한 보급형을 준비할 필요가 있을 것이다. 저가폰 고객도 M/S 확보에는 중요하다.

2014.4Q 比 2015.4Q Handset 업체별 판매 추이 (단위: 천대)



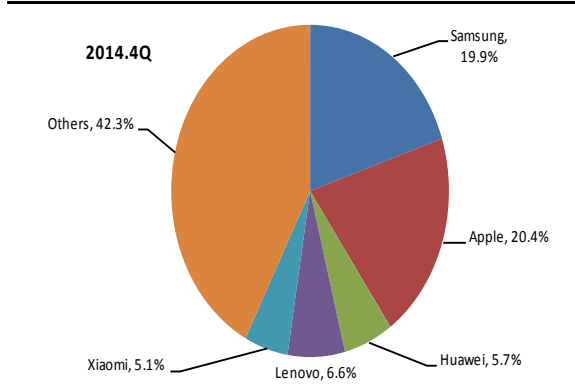
자료: 업계자료, SK 증권

2014.4Q 比 2015.4Q Handset 업체별 판매 증감율 (단위: %)



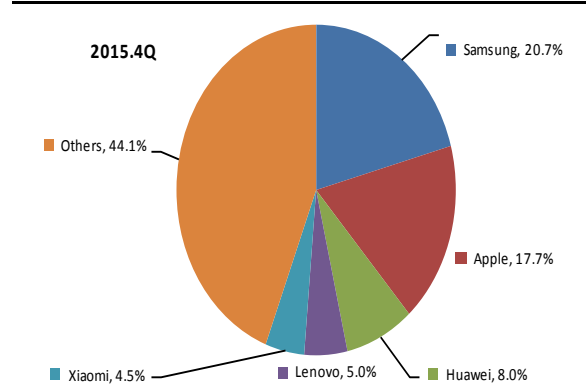
자료: 업계자료, SK 증권

2014.4Q Handset M/S (시장 우려 확대) (단위: %)



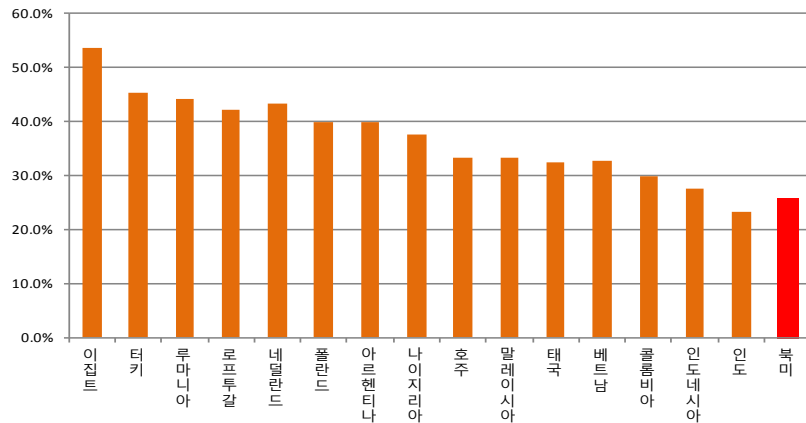
자료: 업계자료, SK 증권

2015.4Q Handset M/S (삼성 M/S 견조) (단위: %)



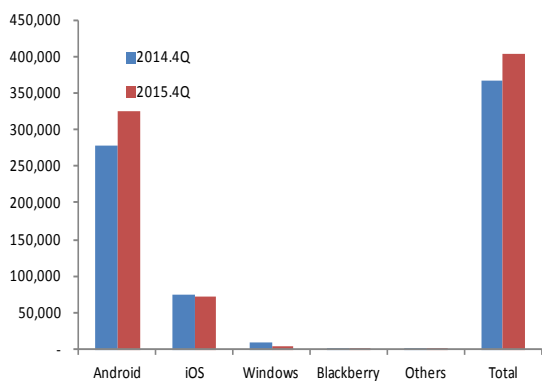
자료: 업계자료, SK 증권

동남아, 중동, 동유럽 인도에서 삼성전자 M/S 강세 유지하고 있으나 중저가 판매 주력해 버티는 구조



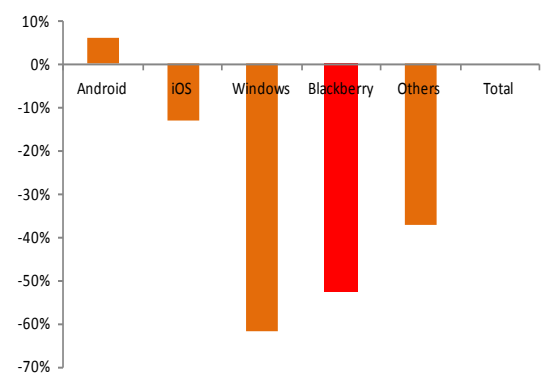
주: 업계자료, SK 증권

Android OS 점유율 절대적, 삼성전자 M/S 개선 절실 (단위: 천대)



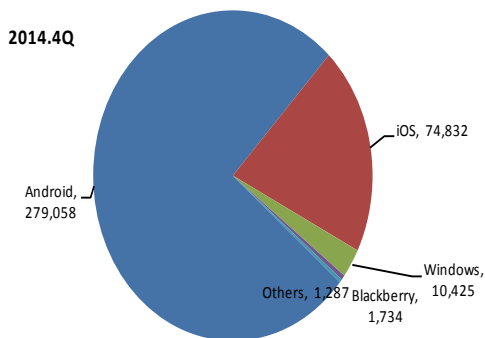
자료: 업계자료, SK 증권

찾아볼 수 없는 Tizen OS 점유율 상승 소식 (단위: %)



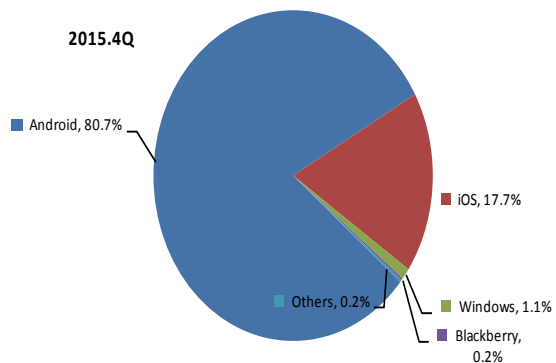
자료: 업계자료, SK 증권

2014.4Q 운영체제(OS)별 시장점유율 (단위: %)



자료: 업계자료, SK 증권

2015.4Q 운영체제(OS)별 시장점유율 (단위: %)



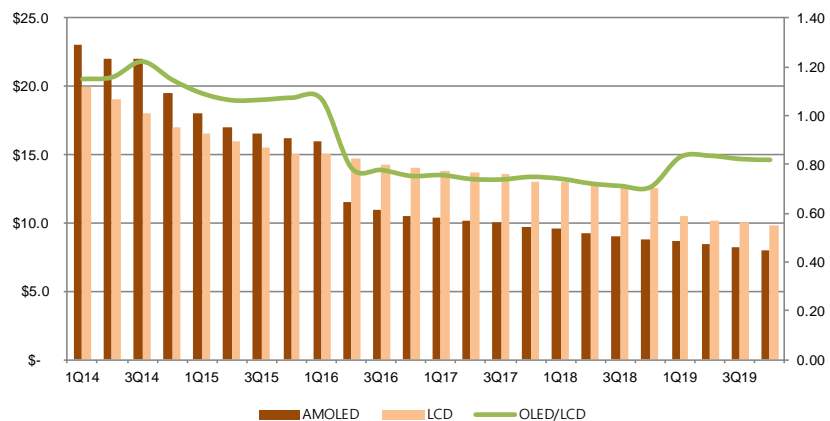
자료: 업계자료, SK 증권

2) 중소형 Flexible OLED 는 삼성의 가장 강력한 무기

디자인 차별화 수준에서 벗어나
Tablet, Notebook 전환 가능한
새로운 Segment 창출 위해
Flexible OLED 집중투자 필요

Google 은 글로벌 시장을 석권하고 있는 Google search 와 Android OS 를 보유하고 있다. Google 은 강력한 Platform 과, 이를 통해 획득되는 글로벌 Data 를 기반으로 엄청난 신사업들을 추진하고 있다. 삼성에게 Google 은 부러움의 대상이다. Facebook 도 마찬가지다. 그래도 삼성이 Google 과 Facebook 에게 글로벌 파트너가 될 수 있는 것은 High-end SmartPhone 시장에서의 강한 입지와, 다른 Set 업체들은 흉내내기 어려운 부품 경쟁력을 갖고 있기 때문이다. 삼성은 경쟁사들이 보유하지 못한, 뛰어난 중소형 Flexible OLED 의 경쟁력을 극대화시킬 필요가 있다. SmartPhone 과 Tablet, Notebook 의 결합은 물론, 각종 Wearable 및 자율주행차, VR 등 전체 디바이스 시장에서 강력한 신제품을 제시해야만 할 것이다. 보다 공격적이고 선행적인 중소형 Flexible OLED 투자를 통해, 중국의 BOE 등 경쟁업체들의 추격도 따돌려야만 할 것이다.

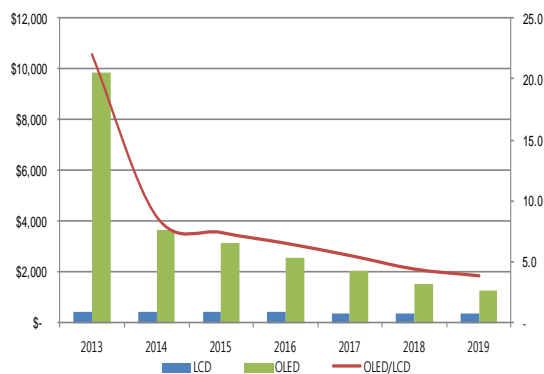
삼성디스플레이 A2 라인 감가상각 종료로 LCD 대비 원가경쟁력 급격히 개선



자료: IHS SK 증권

OLED TV 가격 하락으로 판매량 급증 기대

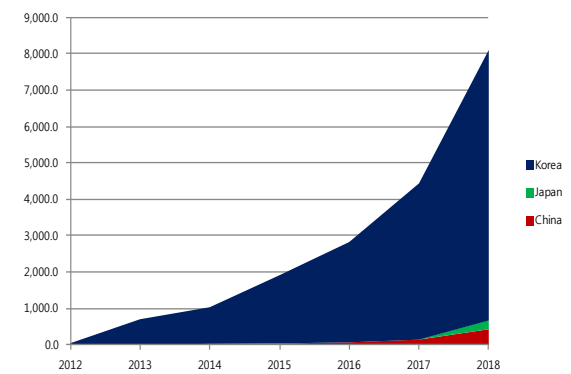
(단위: USD)



자료: IHS SK 증권

한국: 대형 OLED + 중소형 Flexible 집중 투자

(단위: 1,000 m²)



자료: 업계자료, SK 증권

삼성전자는 스마트폰과 Tablet 을 통합한 디바이스 준비중



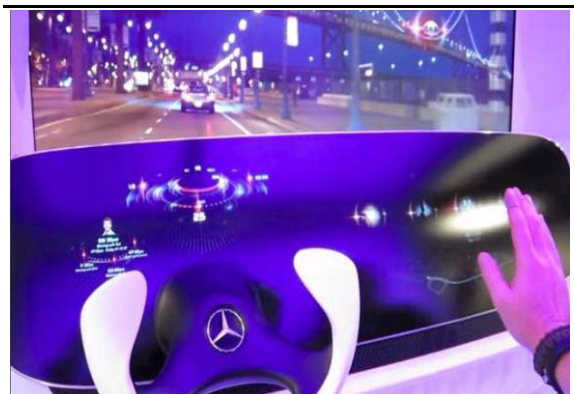
자료 : 삼성전자, SK 증권

Flexible OLED 가 적용된 Foldable PC 컨셉



자료 : Feno

미래형 자동차의 Smart Cockpit



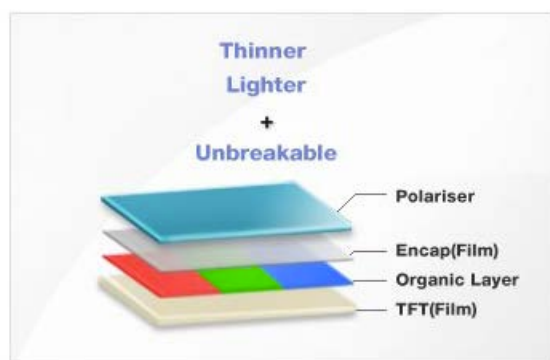
자료 : Mercedes Benz

LG 디스플레이 18" Flexible OLED



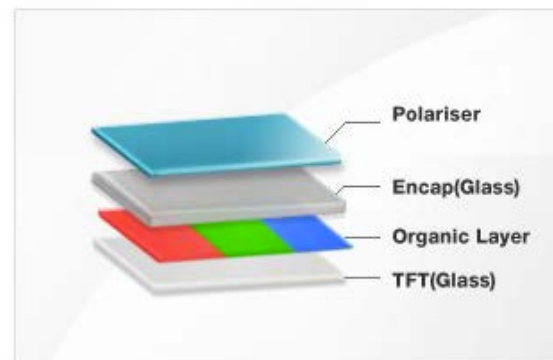
자료 : LG 디스플레이

삼성디스플레이 Flexible OLED 의 구조



자료 : 삼성디스플레이

삼성디스플레이 Rigid OLED 의 구조



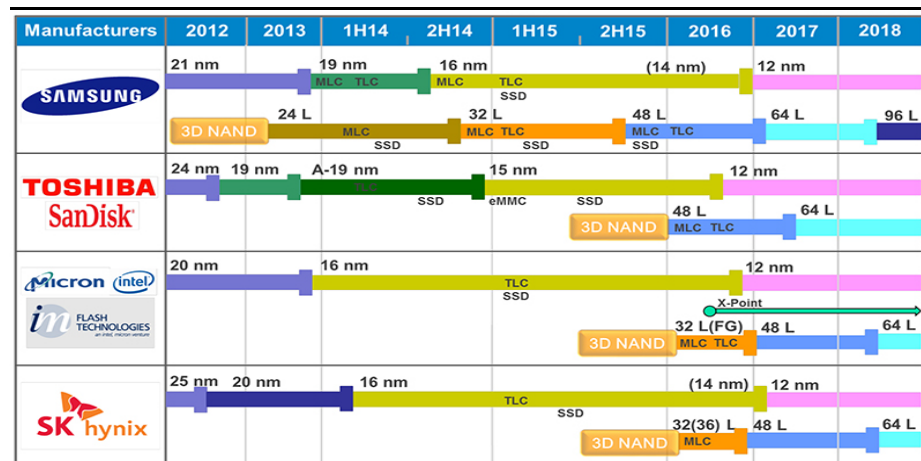
자료 : 삼성디스플레이

3) SSD 의 Super Cycle 은 잔인할 것

64 층 3D Nand(TLC) 양산으로
SSD 가 HDD 를 대체하는
Super Cycle 은 승자독식의
잔인한 Cycle 이 될 것으로 전망

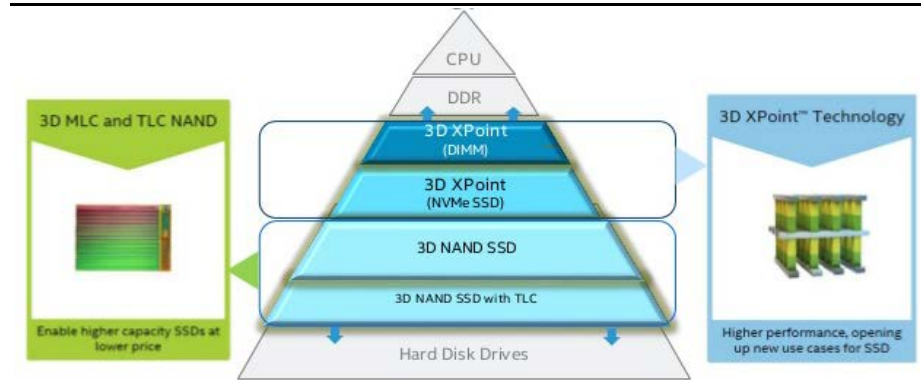
SSD 는 자주 사용하는 Data 를 빠르게 읽고 쓰는데에는 HDD 대비 성능 측면에서 유리했지만, 가격이 너무 높았다. 그러나 64 층 이상의 3D Nand(TLC)가 등장하게 된다면, HDD 와의 가격차는 기존의 5~6 배에서 1.8~2.4 배정도 수준까지 좁혀질 수 있다. 문제는 48 층 3D Nand(MLC)를 생산하는 업체는 선두업체와의 제품경쟁력은 물론 원가경쟁력도 따라갈 방법이 없다. 같은 64 층 TLC 제품을 생산하더라도, 선두업체와 수율 차이가 발생한다면 적자에 허덕일 수도 있다. 따라서 선두업체는 강한 자신감으로 공격적인 Capex 를 단행할 가능성이 높은 반면, 다른 모든 업체는 투자비 회수에도 어려움을 겪는 잔인한 시장이 될 수도 있을 것이다. 결론적으로, 삼성전자는 2017 년 이후 3D Nand 에 대한 공격적인 투자를 단행할 것이며, 후발업체는 R&D 및 Capex 를 확대함에도 불구하고 수익이 나지 않는 힘든 시장을 맞이하게 될 것이다.

Nand Flash Technology Roadmap, 경쟁사 대비 고층 3D Nand(TLC) 양산 가능한 업체가 시장 석권



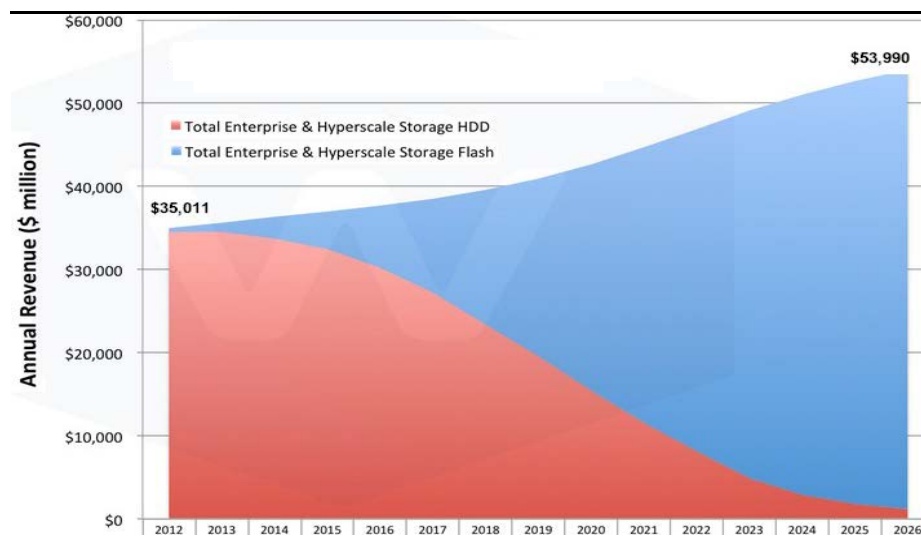
자료: Techinsights, SK 증권

64 층 이상 3D Nand(TLC) 등장으로 HDD 시장 본격 대체 시작, 3D Xpoint 도 성능개선에 도움될 것



자료: Intel, SK 증권

64-96-128 층 3D Nand(TLC) 제품의 순차적인 출시는 SSD 가 HDD 를 대체하는 Super Cycle 이 될 것



자료: Wikibon Server SAN Research, SK 증권

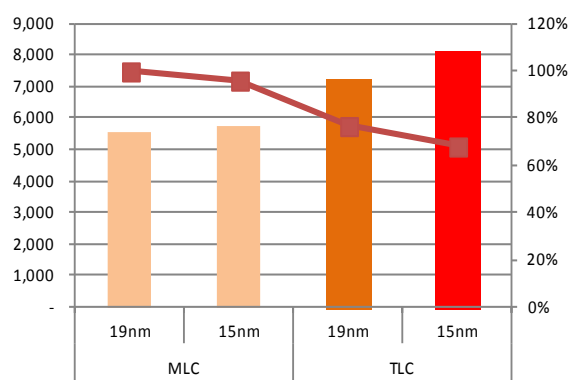
5. 결론: 3D NAND 와 Flexible OLED 의 Super Cycle

한국 IT H/W 의 돌파구는
3D NAND 의 HDD 대체 및
Flexible OLED 가 LTPS LCD
완전 대체하는 Super Cycle

한국을 대표하는 삼성그룹은 Google, Apple, Facebook, Microsoft 와 같은 Platform 을 가진 기업이 되기를 꿈꾸었을 것이다. 그리고 Platform 으로부터 얻어지는 Data 를 기반으로 제공하는 Service 를 통해 편안하게 수익을 창출하는 기업을 꿈꾸었을지도 모른다. 그러나 현실은 냉정하다. 중국의 Huawei 는 가성비 높은 SmartPhone 으로 삼성을 중국 시장에서 몰아내고 있으며, 중국 정부는 디스플레이와 반도체 산업에 대한 적극적인 육성책을 아끼지 않고 있다. 이러한 상황에서 한국 기업들이 스스로를 차별화하고 존재감을 유지하려면, 기술력을 기반으로 한 차별화된 제품으로 승부해야만 한다. 아직은 다행히 한국에도 기회는 있다. 3D Nand 와 Flexible OLED 에 대한 적극적이고 선제적인 투자를 통해, 기존의 HDD 와 LCD 를 완전 대체하며 시장을 창출해야 할 것이다.

TLC 비중 증가할수록 GB 당 원가 절감 가능

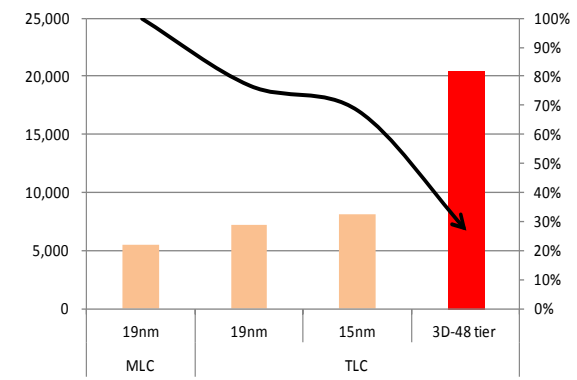
(단위 : GB, %)



자료 : SK 증권

Planar NAND 시대의 종언, 3D와 원가 비교 불가

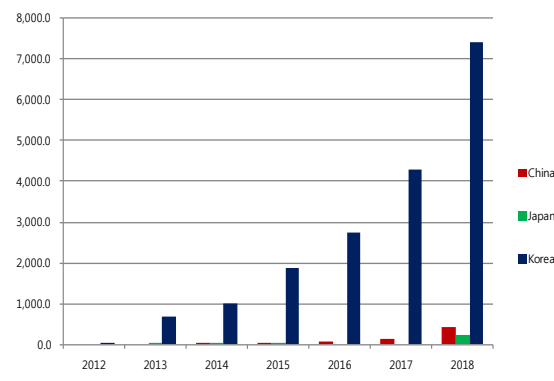
(단위 : GB, %)



자료 : SK 증권

경쟁국을 압도하는 소~대형 OLED 투자 필요

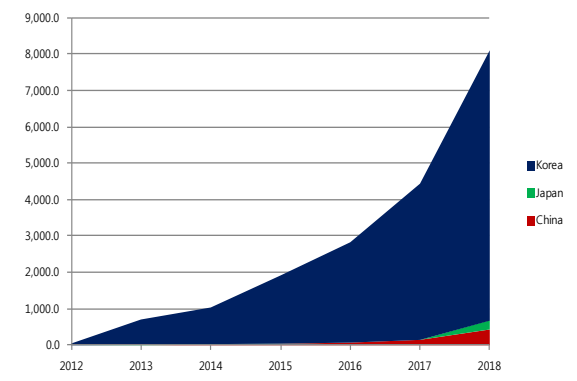
(단위 : 1,000 m²)



자료 : Displaysearch, SK 증권

한국: 대형 OLED + 중소형 Flexible 집중 투자

(단위 : 1,000 m²)



자료 : Displaysearch, SK 증권

Company Analysis

I 개별기업분석

삼성전자(005930/KS)

새벽이 오기 전이 가장 어둡다

매수(유지)

T.P 1,550,000 원(하향)

Analyst

김영우

hermes_cnu@sk.com

02-3773-9244

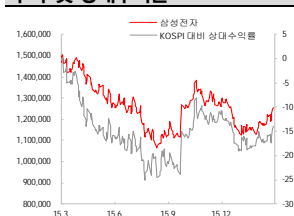
Company Data

자본금	8,975 억원
발행주식수	16,666 만주
자사주	2,263 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,820,620 억원
주요주주	
이건희(외9)	17.90%
삼성전자 자사주	13.14%
외국인지분률	49.60%
배당수익률	1.60%

Stock Data

주가(16/03/15)	1,255,000 원
KOSPI	1972.27 pt
52주 Beta	1.00
52주 최고가	1,503,000 원
52주 최저가	1,067,000 원
60일 평균 거래대금	2,582 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	11.1%	3.4%
6개월	11.7%	9.3%
12개월	-13.9%	-13.3%

삼성그룹의 전방위적 계열사 및 사업부 매각과 인력감축이 진행되면서, 그룹의 성장성에 대한 의구심도 점차 커져가고 있다. 그러나 삼성그룹은 폐쇄형 혁신에서 벗어나 개방적 혁신 (Open Innovation)을 추구하고 있으며, 지금은 체질 개선을 위한 환골탈태의 시기를 지나고 있는 것이다. 삼성전자는 장기적 관점에서 투자의 방향성을 살펴 볼 필요성이 있으며, 구조조정 후 달라질 삼성전자에 대해 긍정적 시각을 유지할 필요가 있다.

반도체와 디스플레이 부문에서 Earning shock 우려

지금 글로벌 IT 수요는 부진하다 못해 처절하다. 우려했던 수요 절벽이 현실화되고 있다. 공격적인 투자를 자제하고 있지만, 아직도 공급 초과 상황은 쉽게 개선되지 못하고 있다. SmartPhone, Tablet, Notebook, TV 등 전 부문에서 뚜렷한 해결책은 나오지 않고 있으며, 이로 인해 글로벌 반도체와 디스플레이 부문의 실적은 YoY 로 대규모 악화가 불가피해 보인다. 특히 기술력마저 떨어지는 삼성디스플레이 LCD 부문은 최악의 실적이 우려되며, 디스플레이 부문은 적자 전환이 예상된다.

IM 및 CE 사업부는 견조한 실적 기대, 실적은 중장기 바닥을 지나는 중

삼성전자의 IM 사업부는 반도체와 디스플레이 등 주요 핵심부품의 가격 인하로 인해, 견조한 실적이 기대된다. 새로 출시되는 갤럭시 S7 시리즈의 판매도 시장의 낮아진 눈높이보다는 선전할 것으로 전망된다. 이는 Apple iPhone6S의 판매가 부진하며, 경쟁 업체들도 별다른 신제품을 보여주지 못하고 있기 때문이다. CE 사업부도 대형 LCD 패널 가격의 급격한 하락으로, TV 부문에서 기대 이상의 실적을 거둘 수 있을 전망이다. 에어컨 및 가전제품들도 시장의 우려와는 달리 선전할 것이다.

투자의견 매수 및 목표주가 155만원 제시

삼성전자에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 155 만원을 제시한다. 삼성전자의 목표주가 155 만원은 SOTP (Sum of the Parts) 방식으로 산출한 적정주가 127 만원, Target P/E 10X 적용한 120 만원, Target P/B 1.3X 를 적용한 155 만원 가운데 가장 높은 P/B 1.3 배를 적용한 값이다. 삼성전자는 모든 사업부문에서 리스크가 발생하고 있으나, 여전히 커다란 성장성이 기대되는 Flexible OLED 와 3D Nand 시장의 기술력은 독보적이다. 강력한 자사주 매입 후 소각 및 주주친화적인 배당정책은 지속될 것이고, 분기배당 도입 및 지주회사 전환 기대감도 여전히 유효하다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	228,693	206,206	200,653	206,910	211,036	216,603
yoy	%	13.7	-9.8	-2.7	3.1	2.0	2.6
영업이익	십억원	36,785	25,025	26,413	21,829	23,555	25,551
yoy	%	26.6	-32.0	5.6	-17.4	7.9	8.5
EBITDA	십억원	53,230	43,078	47,344	42,599	46,035	49,235
세전이익	십억원	38,364	27,875	25,961	22,988	24,714	27,133
순이익(지배주주)	십억원	29,821	23,083	18,695	16,843	18,103	19,917
영업이익률%	%	16.1	12.1	13.2	10.6	11.2	11.8
EBITDA%	%	23.3	20.9	23.6	20.6	21.8	22.7
순이익률	%	13.3	11.4	9.5	8.3	8.8	9.4
EPS	원	175,282	135,673	109,883	100,981	108,537	119,407
PER	배	7.8	9.8	11.5	12.4	11.6	10.5
PBR	배	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	3.6	4.1	3.4	3.5	3.2	2.7
ROE	%	22.8	15.1	11.2	9.3	9.2	9.4
순차입금	십억원	-43,335	-50,552	-58,619	-66,359	-71,565	-82,469
부채비율	%	42.7	37.1	35.3	34.1	33.7	34.4

1. 사업부문별 분석

1) 반도체

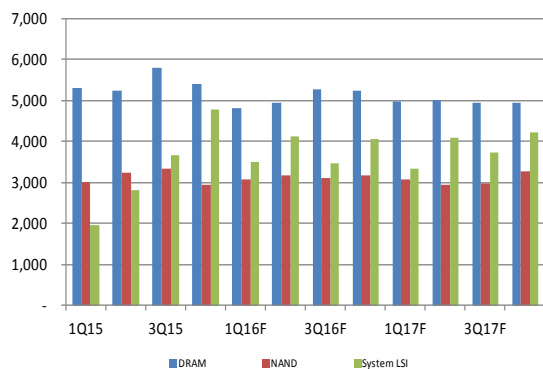
수요 부진으로 전년比 전반적 하락세

삼성전자의 압도적인 기술력과
시장점유율 격차는 유지될 것이나
메모리 업황은 상반기까지 약세

메모리 반도체 산업에서 삼성전자의 입지는 타의 추종을 불허한다. 지난해 20nm DRAM 생산을 통해 기술력을 과시했던 삼성전자는, 1x nm DRAM 생산을 통해 올해에도 그 모습을 유지해 나갈 것이다. 경쟁사들은 1x nm 는 고사하고, 20nm 양산에도 커다란 어려움을 겪고 있다. 그리고 삼성전자는 48 층 3D Nand 양산 확대 및 하반기 64 층 3D Nand 양산을 위한 투자도 준비하고 있다. 이는 경쟁업체들과의 기술력 격차가 더욱 벌어지고 있음을 의미한다. 다만, 전반적인 IT Set 수요의 부진으로 공격적인 Capex 투자는 삼가할 것으로 전망된다.

삼성전자 반도체 부문별 매출 추이 및 전망

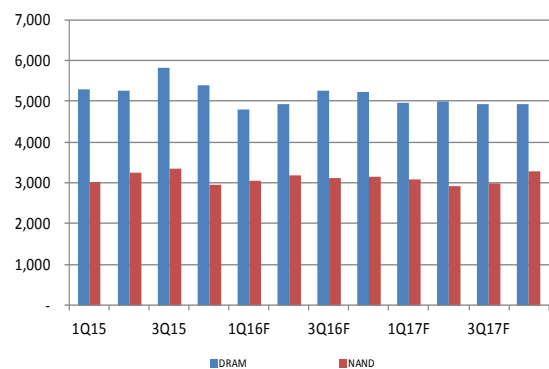
(단위 : 십억원)



자료 : 삼성전자, SK 증권

삼성전자 메모리 반도체 매출 추이 및 전망

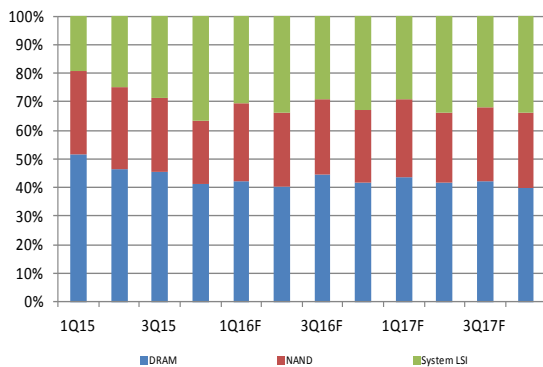
(단위 : 십억원)



자료 : 삼성전자, SK 증권

반도체 부문별 매출 기여도 추이 및 전망

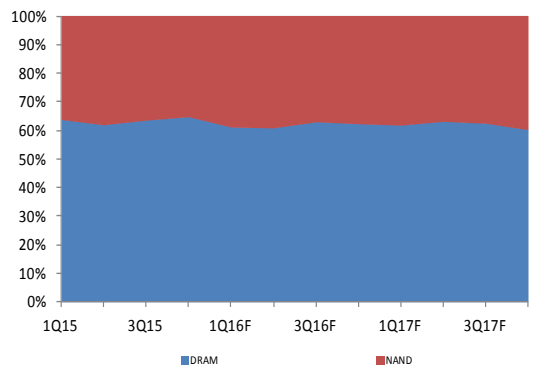
(단위 : %)



자료 : 삼성전자, SK 증권

메모리 반도체 매출 기여도 추이 및 전망

(단위 : %)



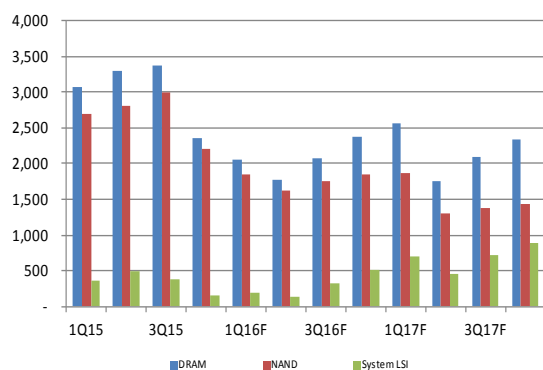
자료 : 삼성전자, SK 증권

**LSI 부문의 실적개선 불확실하며
하반기 Apple 리스크 발생,,
DRAM은 Micron 20나노 수율에
따라 업황은 크게 좌우될 전망**

메모리 업황의 부진으로, 삼성전자 반도체의 실적은 System LSI 부문의 선전 여부가 상당히 중요해졌다. Apple 의 하반기 수주 오더는 크게 줄어들고 있으나, 1) 삼성전자의 갤럭시 S7 에 채택될 Exynos 8 시리즈 생산이 시작되었고, 2) 퀄컴의 Snapdragon820 이 100% 삼성전자에서 생산을 시작하게 될 것이며, 3) 삼성전자 중저가 스마트폰에서도 Exynos 채택비율은 계속 높아지고 있으며, 4) 퀄컴의 Snapdragon625 도 전량 삼성전자에서 생산이 예정되어 있다. 다만 Apple 의 A10 Processor 생산이 대만의 TSMC 에서 이루어질 것이기 때문에, 하반기에도 견조한 실적을 유지할 수 있을지는 의문이다. 한편, DRAM 은 Micron 의 20nm 수율 개선 여부가 관건이다. 지난 1년간 공정설계 결함으로 고생해 왔던 Micron 으로 인하여, 한국의 DRAM Maker 들은 시장점유율 확대와 기록적인 영업이익의 수혜를 누렸다. 이미 삼성전자와 SK Hynix 는 보수적인 Capex 로 정책을 변경하였다. Micron 만 지난해처럼 올해에도 수율 개선에 실패한다면 금년 하반기는 DRAM 업황의 회복도 기대할 수 있을 것이다.

삼성전자 반도체 부문별 영업이익 전망

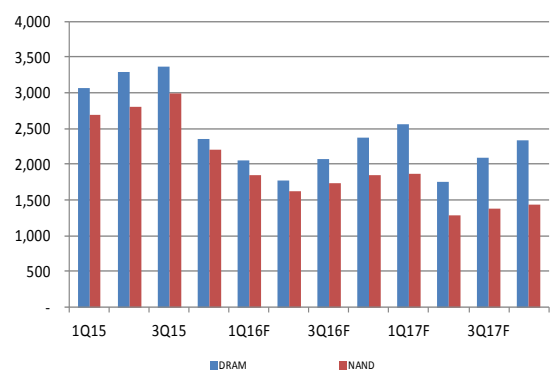
(단위 : 십억원)



자료 : 삼성전자, SK 증권

삼성전자 메모리 영업이익 추이 및 전망

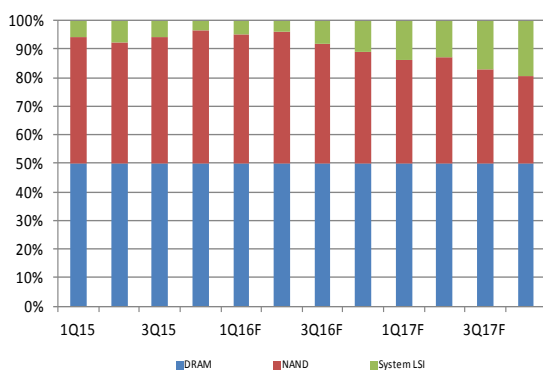
(단위 : 십억원)



자료 : 삼성전자, SK 증권

반도체 부문별 영업이익 기여도 추이 및 전망

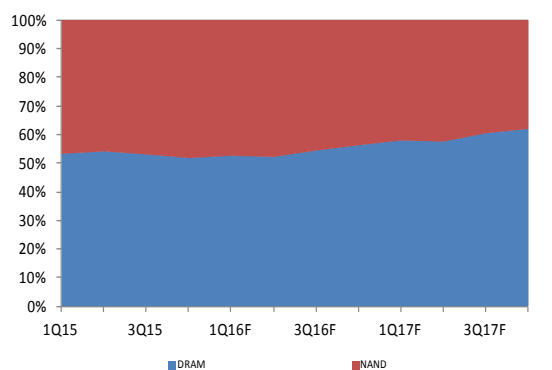
(단위 : %)



자료 : 삼성전자, SK 증권

메모리 반도체 영업이익 기여도 추이 및 전망

(단위 : %)



2) 디스플레이

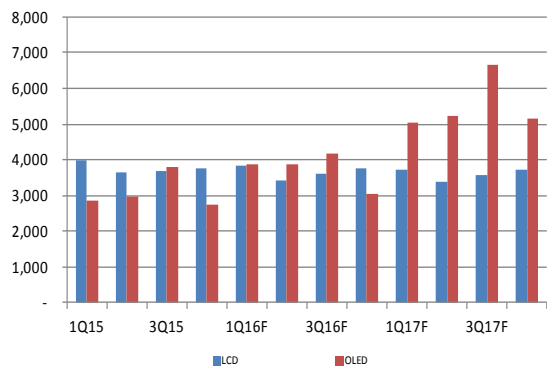
AMOLED Super Cycle 진입하나 LCD 는 심각한 부진 우려

AMOLED 는 LTPS LCD 를 완전히 대체하는 Super Cycle 로 진입중, LCD 는 상반기 어닝 쇼크 예상

삼성전자의 디스플레이 사업 부문은 Earning Shock 가 전망된다. 현재 32" TV 용 LCD 패널의 재고는 심각한 수준이다. 42/43"의 상황도 다르지 않다. 패널업체들은 공급 과잉에도 생산을 멈추지 않고, Cash Cost 이하로 내려오기 전까지는 생산을 지속할 움직임이다. 삼성디스플레이의 LCD 부문은 시장 기대치를 크게 하회하는 엄청난 수준의 적자가 우려된다. 그러나 Flexible OLED 의 미래는 대단히 밝다. Smart Device 시장에서 High-end 수요 성장은 매우 제한적이며, Flexible OLED 를 채택한 Phone+ Tablet 또는 Phone+ Notebook 의 새로운 디바이스가 필요하다. 게다가 삼성디스플레이의 A2 일부라인은 감가상각도 종료되고 있다. 제품 경쟁력과 디자인 자유도, 원가경쟁력까지 갖추게 된 AMOLED 는 LTPS LCD 를 5 년내로 완전 대체하는 Super Cycle 에 진입하게 될 것이다.

삼성전자 DP 부문별 매출 추이 및 전망

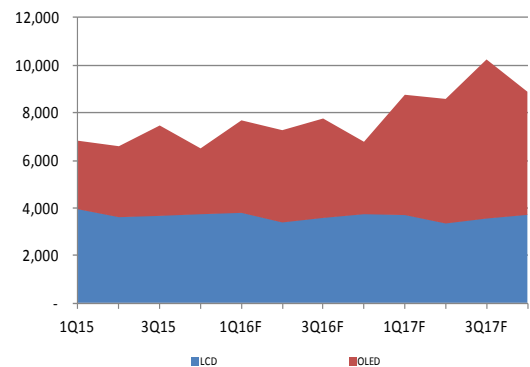
(단위 : 십억원)



자료 : 삼성전자, SK 증권

삼성전자 DP 매출 비중 추이 및 전망

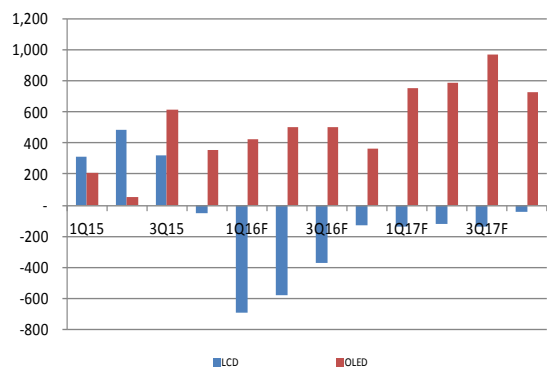
(단위 : 십억원)



자료 : 삼성전자, SK 증권

DP 부문별 영업이익 추이 및 전망

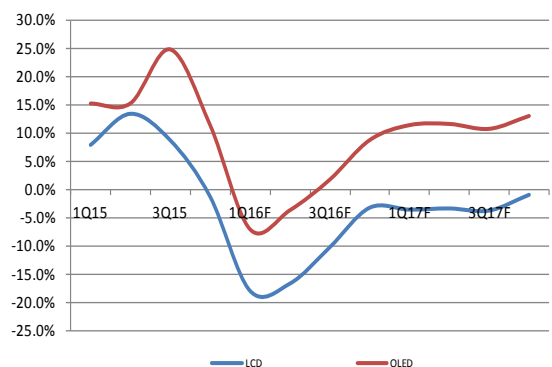
(단위 : 십억원)



자료 : 삼성전자, SK 증권

DP 부문별 영업이익률 추이 및 전망

(단위 : 십억원)



자료 : 삼성전자, SK 증권

3) IM

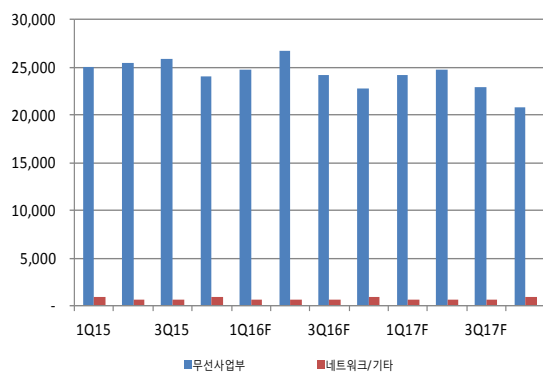
핵심부품 가격 하락으로 견조한 실적 예상

반도체와 패널가격 하락으로 ASP
하락에도 견조한 실적 전망되며
갤럭시 S7 본격 출시로 3~5 월은
어닝 서프라이즈 기대도 가능

삼성전자 IM 사업부의 상황은 분명히 좋아 보이지는 않는다. 중국 시장에서의 입지는 하루가 다르게 몰락하고 있으며, 인도 및 동남아 시장에서도 J 시리즈 등 저가 라인업으로 시장점유율을 유지하고 있다. 그러나 BOM Cost 를 좌우하는 반도체와 디스플레이 패널 가격은 IM 사업부에 우호적이다. ASP 하락보다 더 가파르게 하락하고 있는 DRAM, Nand, Display 패널 가격으로 인해, 1 분기는 물론 2 분기까지도 IM 사업부의 실적은 견조할 것으로 기대된다. Apple 의 iPhone6S 판매는 부진하며, 경쟁사들의 제품은 그다지 위협적이지 않다. 따라서 강력한 대내외 비용 절감 및 인력 구조조정을 실시하면 2016 년에도 양호한 실적을 기대해 볼 수 있을 것이다. 갤럭시 S7 의 초기 판매는 양호할 것으로 기대된다.

삼성전자 IM 부문별 매출 추이 및 전망

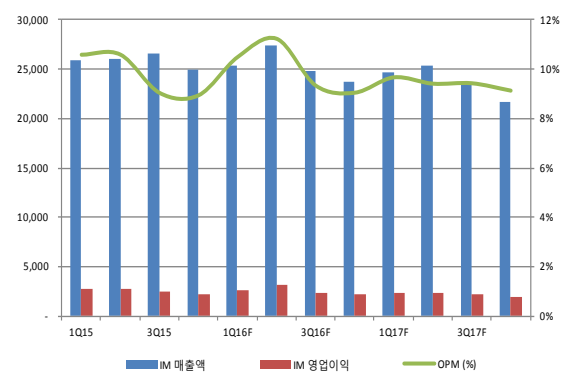
(단위 : 십억원)



자료 : 삼성전자, SK 증권

삼성전자 IM 영업이익 추이 및 전망

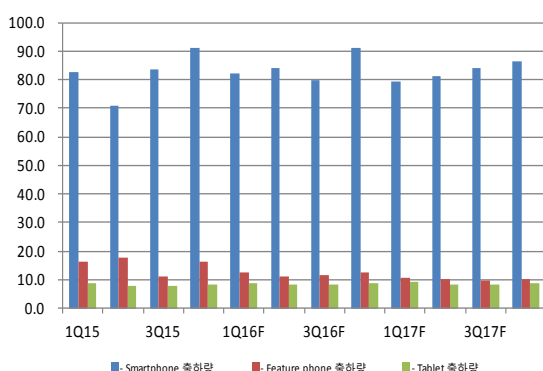
(단위 : 십억원 %)



자료 : 삼성전자, SK 증권

Handset 출하량 추이 및 전망

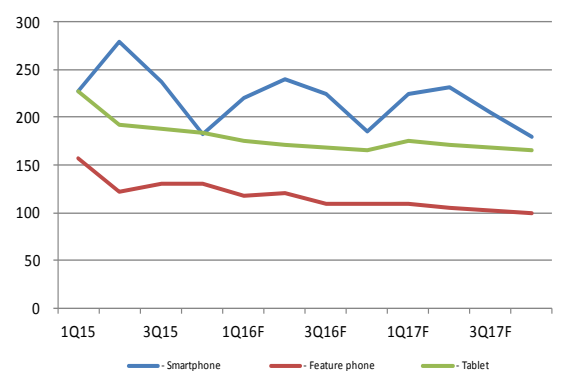
(단위 : 백만대)



자료 : 삼성전자, SK 증권

Handset ASP 추이 및 전망

(단위 : USD)



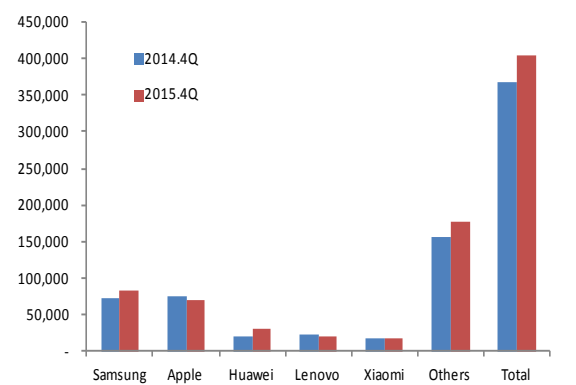
자료 : 삼성전자, SK 증권

증거가로 버티는 구조, Foldable SmartPhone 필요성 증대

삼성전자 IM의 제품들은 차별화가 아닌 증거가로 힘겹게 버티는 구조, Foldable SmartPhone 등 혁신제품 통한 질적 개선이 절실한 시점

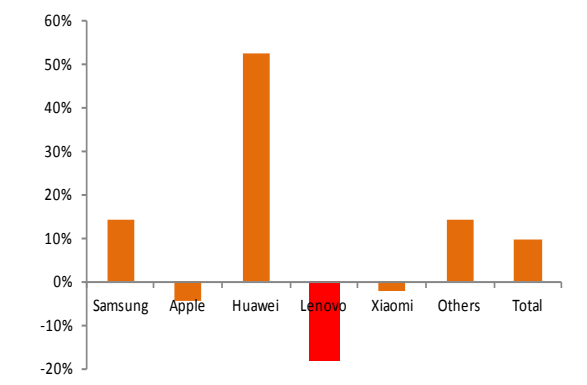
삼성전자 IM의 제품들은 지나칠 정도로 구태의연하다는 비판에 직면하고 있다. 갤럭시 A 시리즈, 갤럭시 J 시리즈, 갤럭시 ON 시리즈를 보자마자 바로 구분할 수 있는 소비자들이 거의 없을 정도이다. Flexible OLED를 채택한 갤럭시 S 계열의 edge 시리즈를 제외하면, 모든 제품이 전부 비슷하다. Apple(iOS)과 Nokia (Windows) 제품을 제외하면 운영체제(OS)마저 완전히 같다. 디자인과 운영체제가 같은 제품을 삼성이라는 이름 때문에 20~30% 프리미엄을 주고 사야 할 이유가 점차 소멸되고 있는 것이다. 따라서 삼성전자는 프리미엄 라인업을 강화해야만 한다. 어차피 사라지고 있는 Tablet 시장에 대한 미련을 버리고, Foldable SmartPhone을 2017년에는 출시하기를 기대해 본다. 디바이스간 융합을 주도하고, 경쟁업체들이 따라올 수 없는 혁신은 삼성전자가 주도해야만 할 것이다.

2014.4Q 比 2015.4Q Handset 업체별 판매 추이 (단위: 천대)



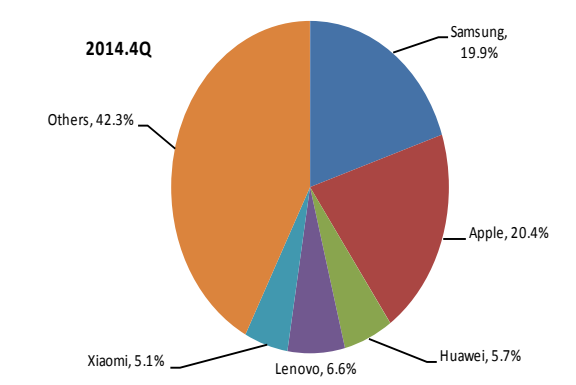
자료: 업계자료, SK 증권

2014.4Q 比 2015.4Q Handset 업체별 판매 증감율 (단위: %)



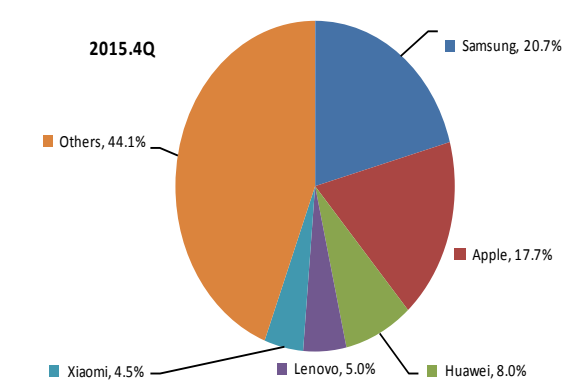
자료: 업계자료, SK 증권

2014.4Q Handset M/S (시장 우려 확대) (단위: %)



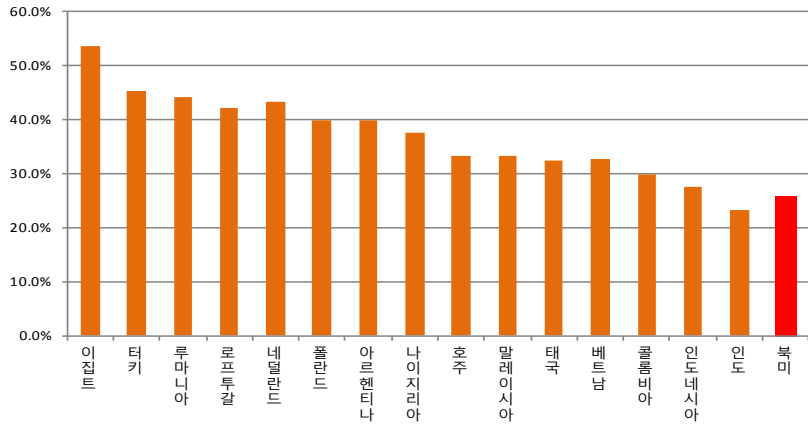
자료: 업계자료, SK 증권

2015.4Q Handset M/S (삼성 M/S 견조) (단위: %)



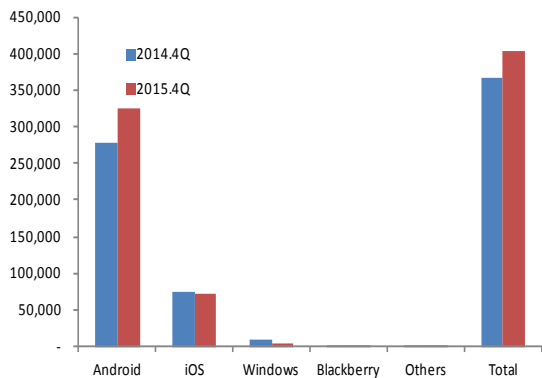
자료: 업계자료, SK 증권

동남아, 중동, 동유럽, 인도 M/S 강세 유지하고 있으나 중저가 판매 주력 불가피



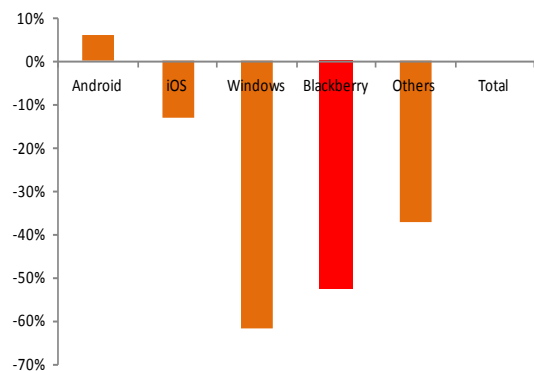
주 : 업계자료, SK 증권

Android OS 스마트폰 시장점유율 단기 회복세 (단위 : 천대)



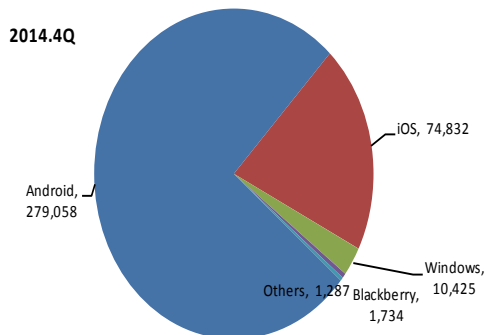
자료 : 업계자료, SK 증권

스마트폰 시장내 Apple 부진으로 iOS 점유율 하락 (단위 : %)



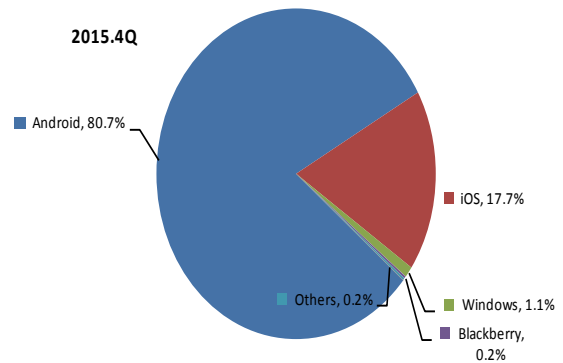
자료 : 업계자료, SK 증권

2014.4Q 운영체제(OS)별 시장점유율 (단위 : %)



자료 : 업계자료, SK 증권

2015.4Q 운영체제(OS)별 시장점유율 (단위 : %)



자료 : 업계자료, SK 증권

4) VD/CE

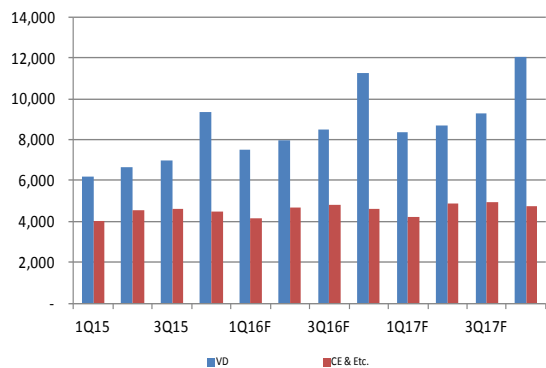
LCD 판가 지속 하락으로 견조한 실적 기대

TV 용 LCD 패널의 빠른 단가인하로
TV 사업부문의 실적 호조 기대되나
OLED TV 전략은 여전히 불확실

삼성전자의 TV 및 가전부문은 전년 대비 실적개선이 뚜렷할 것으로 기대된다. 물론 가장 큰 이유는 고부가가치 제품이 특별하게 잘 팔리거나 하는 것이 아닌, TV 용 LCD 패널 가격의 빠른 하락이다. 단기에는 삼성디스플레이의 TV 용 LCD 패널가격이, 일부 사이즈에서 Cash cost 수준까지 하락하였다. LCD 패널가격의 하락으로, TV 부문의 실적은 양호할 것으로 전망된다. 다만 OLED TV 에 대한 경쟁력 확보는 여전히 미지수이다. 2018 년 55" UHD (4K) OLED TV 를 출시하는 전략은 너무나 미련하다. 2018 년 50"이상 대형 TV 의 UHD (4K) 비중은 100%에 달할 전망이다. 9.7G 또는 10.5G OLED Fab 투자를 통해 65" 8K OLED TV 양산능력을 확보해야만 할 것이다. 다만 낮은 ROE 는 대규모 투자 결정의 걸림돌이다.

삼성전자 CE 부문별 매출 추이 및 전망

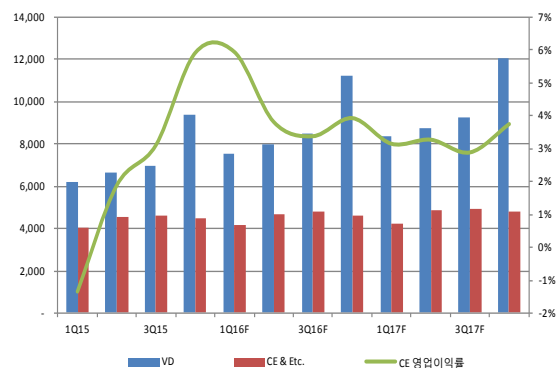
(단위 : 십억원)



자료 : 삼성전자, SK 증권

삼성전자 CE 영업이익 추이 및 전망

(단위 : 십억원 %)



자료 : 삼성전자, SK 증권

IoT 기능 적용된 스마트 냉장고 (CES 2016 출품)



자료 : 삼성전자

SUHD TV는 2016 년 판매량 증가 예상



자료 : 삼성전자

2. Valuation 및 투자의견

투자의견 매수 및
목표주가 155만원 제시,
길게 볼수록 이기는 게임

삼성전자에 대해 투자의견 매수를 유지하고, 6개월 목표주가 155만원을 제시한다. 삼성전자의 적정가치는 Sum of the Parts 기준으로 127만원, Target P/E 기준으로 120만원, Target P/B 기준으로 155만원이다. 동사의 실적이 중장기적 저점을 지나고 있다는 측면에서 120만원 이하에서는 분할 매수 전략이 타당하다고 판단된다.

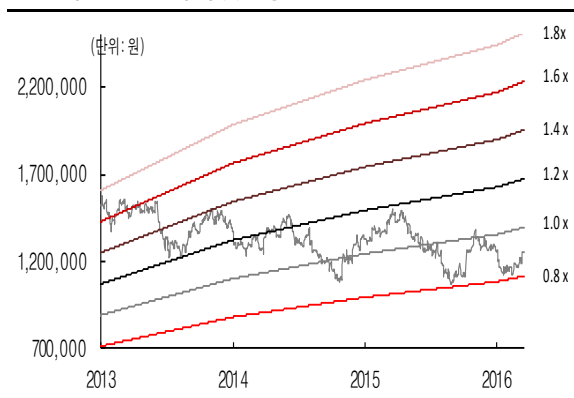
독보적인 3D Nand와 DRAM 부문의 기술 선도력은 2020년까지 유지될 것이며, 향후 Apple의 iPhone에서 Flexible OLED 채택 시, 주 공급처는 삼성디스플레이가 될 수 밖에 없다. 길게 보고 투자하면 이기는 게임이다.

삼성전자의 사업가치가 증가하려면 3D Nand와 Flexible OLED를 성공시키고 스마트 디바이스 경쟁력 강화도 필요

	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F
A 사업부문별 Sum of the Parts Valuation (단위: 십억원)	Target Multiple (P/E)			237,049	204,919	243,224
IT & Mobile Semiconductor	8.0	8.0	8.0	81,086	81,570	71,721
Memory				127,309	93,559	104,611
DRAM				120,987	82,691	92,874
NAND	10.0	10.0	10.0	106,907	70,706	59,662
System LSI	10.0	10.0	12.0	14,080	11,984	33,212
Display Panel	10.0	10.0	10.0	6,321	10,868	11,737
Large Panel (LCD)	6.0	6.0	6.0	6,367	(10,593)	(2,594)
Mobile (OLED)	12.0	15.0	18.0	14,781	26,887	58,201
Consumer Electronics				7,506	13,496	11,285
VD	6.0	6.0	6.0	5,732	11,568	9,512
CE & Etc.	6.0	6.0	6.0	1,774	1,928	1,772
B 유동자산 - 유동부채				76,735	91,631	106,319
A+B				313,784	296,550	349,543
발행주식수 대비 적정주가	166,662,764	161,402,764	161,402,764	1,422,329	1,269,614	1,506,939
EPS				128,105	120,148	129,138
BPS				1,057,747	1,190,774	1,306,201
Target P/E	11.0	10.0	11.0	1,409,154	1,201,476	1,420,522
Target P/B	1.4	1.3	1.4	1,480,845	1,548,006	1,828,682
Average				1,437,443	1,339,698	1,585,381

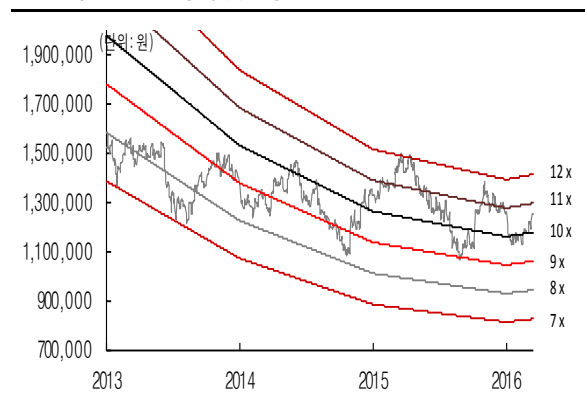
자료 : SK 증권

삼성전자 P/B Band 추이 및 전망



자료 : 삼성전자, SK 증권

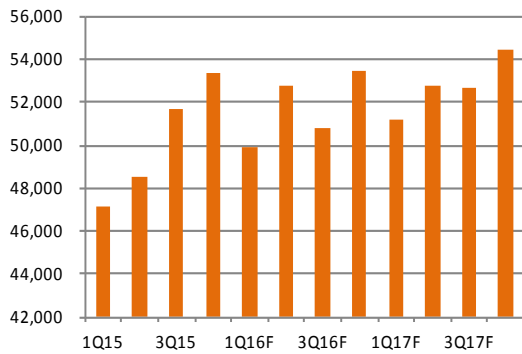
삼성전자 P/E Band 추이 및 전망



자료 : 삼성전자, SK 증권

삼성전자 전사 매출 추이 및 전망

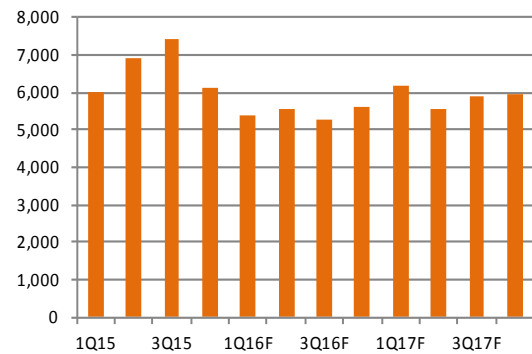
(단위 : 십억원)



자료 : 삼성전자, SK 증권

삼성전자 전사 영업이익 추이 및 전망

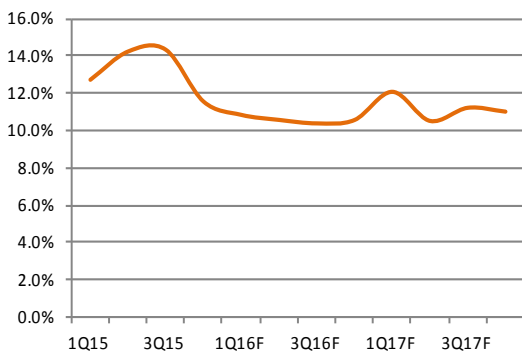
(단위 : 십억원)



자료 : 삼성전자, SK 증권

삼성전자 영업이익률은 안정적일 것으로 전망

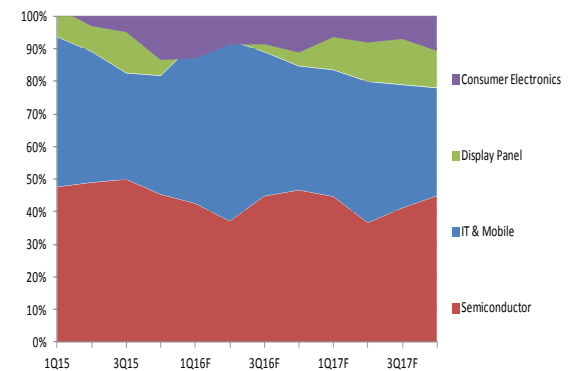
(단위 : %)



자료 : 삼성전자, SK 증권

삼성전자 부문별 영업이익 기여도 추이 및 전망

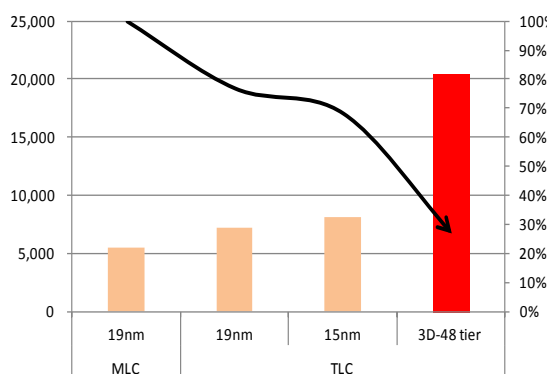
(단위 : %)



자료 : 삼성전자, SK 증권

64층 이상 3D Nand 로 Storage 시장 석권 필요

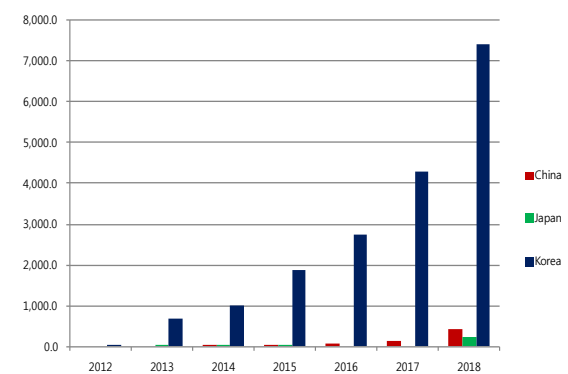
(단위 : GB, %)



자료 : SK 증권

경쟁사를 압도하는 소~대형 OLED 투자 필요

(단위 : 1,000 m²)



자료 : DisplaySearch, SK 증권

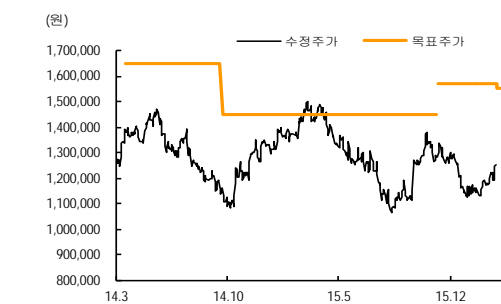
삼성전자 전사 실적추정

(단위 : 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
매출액 (십억원)	47,118	48,538	51,683	53,320	49,864	52,776	50,777	53,494	51,147	52,789	52,667	54,434
IT & Mobile	25,890	26,060	26,612	25,000	25,360	27,349	24,872	23,669	24,693	25,412	23,568	21,633
무선사업부	24,995	25,484	25,940	24,079	24,801	26,788	24,192	22,793	24,134	24,822	22,885	20,758
네트워크/기타	895	576	672	920	559	560	680	876	559	590	684	875
Semiconductor	10,270	11,290	12,820	13,132	11,351	12,237	11,834	12,457	11,403	12,042	11,668	12,418
Memory	8,320	8,490	9,140	8,342	7,866	8,126	8,369	8,392	8,059	7,945	7,924	8,210
DRAM	5,301	5,255	5,803	5,397	4,806	4,941	5,266	5,224	4,976	5,011	4,946	4,941
NAND	3,019	3,235	3,336	2,946	3,060	3,186	3,103	3,168	3,083	2,934	2,978	3,269
System LSI	1,950	2,800	3,680	4,790	3,486	4,111	3,465	4,065	3,344	4,097	3,745	4,207
Display Panel	6,805	6,307	7,490	6,529	7,706	7,293	7,783	6,806	8,779	8,605	10,261	8,907
Large Panel (LCD)	3,928	3,328	3,696	3,765	3,822	3,420	3,609	3,766	3,730	3,377	3,584	3,738
Mobile (OLED)	2,877	2,979	3,794	2,764	3,884	3,873	4,173	3,040	5,049	5,228	6,677	5,169
Consumer Electronics	10,260	11,200	11,590	13,850	11,660	12,662	13,254	15,857	12,547	13,563	14,205	16,824
VD	6,220	6,660	6,971	9,370	7,527	7,961	8,474	11,237	8,335	8,712	9,264	12,052
CE & Etc.	4,040	4,540	4,619	4,481	4,133	4,701	4,780	4,620	4,213	4,851	4,941	4,773
내부조정	- 6,107	- 6,319	- 6,829	- 5,191	- 6,214	- 6,765	- 6,966	- 5,295	- 6,276	- 6,832	- 7,036	- 5,348
매출원가 (십억원)	28,955	28,956	31,902	33,963	31,225	32,962	32,392	34,270	32,557	33,804	33,724	34,907
매출원가율	61.5%	59.7%	61.7%	63.7%	62.6%	62.5%	63.8%	64.1%	63.7%	64.0%	64.0%	64.1%
매출총이익	18,163	19,582	19,780	19,357	18,638	19,813	18,385	19,224	18,590	18,986	18,943	19,527
매출총이익율	38.5%	40.3%	38.3%	36.3%	37.4%	37.5%	36.2%	35.9%	36.3%	36.0%	36.0%	35.9%
판매비 및 관리비	12,183	12,684	12,386	13,216	13,252	14,255	13,133	13,592	12,430	13,455	13,053	13,552
(SG&A 비율)	25.9%	26.1%	24.0%	24.8%	26.6%	27.0%	25.9%	25.4%	24.3%	25.5%	24.8%	24.9%
영업이익	5,979	6,898	7,394	6,140	5,386	5,558	5,253	5,631	6,160	5,531	5,890	5,975
영업이익 (십억원)	5,979	6,898	7,393	6,141	5,386	5,558	5,253	5,631	6,160	5,531	5,890	5,975
IT & Mobile	2,743	2,762	2,401	2,230	2,662	3,078	2,319	2,137	2,386	2,389	2,219	1,971
Semiconductor	2,855	3,386	3,701	2,789	2,297	2,068	2,359	2,632	2,759	2,031	2,430	2,688
Memory	3,066	3,298	3,375	2,361	2,051	1,774	2,079	2,365	2,559	1,750	2,093	2,331
DRAM	2,696	2,801	2,991	2,202	1,852	1,628	1,745	1,845	1,863	1,295	1,373	1,434
NAND	369	497	383	159	198	146	334	521	696	455	720	897
System LSI	(211)	88	327	428	246	294	280	267	200	281	337	357
Display Panel	521	540	930	301	(267)	(71)	127	239	620	667	830	684
Large Panel (LCD)	309	484	318	(50)	(691)	(574)	(374)	(126)	(137)	(117)	(138)	(39)
Mobile (OLED)	212	56	613	351	423	503	501	365	757	784	968	724
Consumer Electronics	(140)	210	360	821	694	483	448	624	395	444	410	631
VD	(144)	96	288	715	629	383	369	547	329	340	328	587
CE & Etc.	4	114	72	106	65	101	79	77	66	104	82	44
영업이익률 (%)	12.7%	14.2%	14.3%	11.5%	10.8%	10.5%	10.3%	10.5%	12.0%	10.5%	11.2%	11.0%
IT & Mobile	10.6%	10.6%	9.0%	8.9%	10.5%	11.3%	9.3%	9.0%	9.7%	9.4%	9.4%	9.1%
Semiconductor	27.8%	30.0%	28.9%	21.2%	20.2%	16.9%	19.9%	21.1%	24.2%	16.9%	20.8%	21.6%
Memory	36.8%	38.8%	36.9%	28.3%	26.1%	21.8%	24.8%	28.2%	31.8%	22.0%	26.4%	28.4%
DRAM	50.9%	53.3%	51.5%	40.8%	38.5%	33.0%	33.1%	35.3%	37.4%	25.8%	27.8%	29.0%
NAND	12.2%	15.4%	11.5%	5.4%	6.5%	4.6%	10.8%	16.4%	22.6%	15.5%	24.2%	27.4%
System LSI	-10.8%	3.1%	8.9%	8.9%	7.1%	7.1%	8.1%	6.6%	6.0%	6.8%	9.0%	8.5%
Display Panel	7.7%	8.6%	12.4%	4.6%	-3.5%	-1.0%	1.6%	3.5%	7.1%	7.7%	8.1%	7.7%
Large Panel (LCD)	7.9%	14.5%	8.6%	-1.3%	-18.1%	-16.8%	-10.4%	-3.4%	-3.7%	-3.5%	-3.8%	-1.1%
Mobile (OLED)	7.4%	1.9%	16.2%	12.7%	10.9%	13.0%	12.0%	12.0%	15.0%	15.0%	14.5%	14.0%
Consumer Electronics	-1.4%	1.9%	3.1%	5.9%	6.0%	3.8%	3.4%	3.9%	3.2%	3.3%	2.9%	3.8%
VD	-2.3%	1.4%	4.1%	7.6%	8.4%	4.8%	4.4%	4.9%	4.0%	3.9%	3.5%	4.9%
CE & Etc.	-0.1%	-1.8%	-1.1%	-2.0%	-1.0%	-1.5%	-1.1%	-1.4%	-1.1%	-1.5%	-1.2%	-0.8%
영업외 수익	239	730	-	1,420	443	546	173	3	453	548	167	9
기타수익	366	649	480	700	380	450	490	714	388	459	499	728
기타비용	316	149	560	3,120	121	168	571	936	123	171	583	955
자분법이익	55	35	20	990	52	45	50	54	55	38	42	50
금융수익	2,400	2,176	2,180	2,350	2,380	2,265	2,450	2,360	2,416	2,299	2,487	2,395
금융비용	2,265	1,981	2,120	2,340	2,248	2,046	2,245	2,195	2,282	2,077	2,279	2,228
법인세차감순이익	6,218	7,628	7,393	4,721	5,829	6,104	5,426	5,628	6,613	6,079	6,057	5,966
법인세비용	1,592	1,876	1,930	1,501	1,492	1,501	1,357	1,407	1,693	1,495	1,514	1,491
유효법인세율	25.6%	24.6%	26.1%	31.8%	25.6%	24.6%	25.0%	25.0%	25.6%	24.6%	25.0%	25.0%
당기순이익	4,626	5,752	5,464	3,220	4,337	4,603	4,070	4,221	4,920	4,584	4,543	4,474
당기순이익률	9.8%	11.9%	10.6%	6.0%	8.7%	8.7%	8.0%	7.9%	9.6%	8.7%	8.6%	8.2%

자료 : 삼성전자, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.03.15	매수	1,550,000원
	2015.11.24	매수	1,570,000원
	2015.11.23	담당자 변경	
	2014.11.03	매수	1,450,000원
	2014.10.06	매수	1,450,000원
	2014.08.01	매수	1,650,000원
	2014.06.27	매수	1,650,000원
	2014.04.29	매수	1,650,000원
	2014.04.03	매수	1,650,000원
	2014.04.01	담당자 변경	



Compliance Notice

- 작성자(김영우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 3월 15일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	115,146	124,815	138,040	149,493	167,132
현금및현금성자산	16,841	22,637	31,973	38,626	50,384
매출채권및기타채권	28,234	28,521	28,616	29,119	32,097
재고자산	17,318	18,812	23,154	27,916	30,770
비유동자산	115,277	117,365	124,918	132,372	138,276
장기금융자산	12,668	8,332	8,332	8,332	8,332
유형자산	80,873	86,477	92,404	98,235	102,030
무형자산	4,785	5,396	5,739	6,003	6,206
자산총계	230,423	242,180	262,958	281,865	305,408
유동부채	52,014	50,503	52,174	54,405	59,404
단기금융부채	9,808	11,377	12,946	14,515	15,457
매입채무 및 기타채무	18,233	15,052	15,102	15,367	16,939
단기충당부채	5,992	6,421	6,442	6,555	7,226
비유동부채	10,321	12,617	14,669	16,654	18,693
장기금융부채	1,458	1,497	1,524	1,402	1,314
장기매입채무 및 기타채무	2,562	3,042	3,521	4,001	4,480
장기충당부채	499	522	524	533	588
부채총계	62,335	63,120	66,843	71,059	78,097
지배주주지분	162,182	172,877	189,578	203,886	220,008
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
기타자본구성요소	-8,495	-13,592	-13,592	-13,592	-13,592
자기주식	-8,429	-13,441	-13,441	-13,441	-13,441
이익잉여금	169,530	185,132	201,723	215,922	231,934
비지배주주지분	5,906	6,183	6,537	6,920	7,304
자본총계	168,088	179,060	196,115	210,806	227,311
부채외자본총계	230,423	242,180	262,958	281,865	305,408

현금흐름표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	34,388	38,392	32,655	35,249	39,834
당기순이익(손실)	23,394	19,060	17,231	18,520	20,333
비현금성항목등	22,324	29,611	25,369	27,515	28,902
유형자산감가상각비	16,910	19,663	19,612	21,243	22,387
무형자산감각비	1,143	1,268	1,158	1,237	1,297
기타	1,568	3,065	369	303	303
운전자본감소(증가)	-3,837	-4,682	-4,182	-4,587	-2,597
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-879	414	-95	-503	-2,978
재고자산감소(증가)	267	-2,616	-4,342	-4,762	-2,855
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	787	-1,220	50	265	1,571
기타	-4,012	-1,259	206	412	1,664
법인세납부	-7,493	-5,597	-5,763	-6,199	-6,805
투자활동현금흐름	-29,755	-24,750	-24,273	-25,643	-24,432
금융자산감소(증가)	-10,988	-294	0	0	0
유형자산감소(증가)	-21,657	-25,523	-25,539	-27,075	-26,182
무형자산감소(증가)	-1,293	-1,501	-1,501	-1,501	-1,501
기타	4,182	2,568	2,767	2,933	3,251
재무활동현금흐름	-3,521	-7,322	954	-2,953	-3,644
단기금융부채증가(감소)	1,833	3,202	1,569	1,569	942
장기금융부채증가(감소)	-1,559	-1,609	27	-122	-88
자본의증가(감소)	-1,098	-5,012	0	0	0
배당금의 지급	-2,234	-3,130	-3,126	-3,905	-3,905
기타	-464	-774	-390	-495	-593
현금의 증가(감소)	556	5,796	9,336	6,653	11,758
기초현금	16,285	16,841	22,637	31,973	38,626
기말현금	16,841	22,637	31,973	38,626	50,384
FCF	16,536	11,147	5,754	6,811	12,395

자료 : 삼성전자, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	206,206	200,653	206,910	211,036	216,603
매출원가	128,279	123,482	130,850	134,992	138,561
매출총이익	77,927	77,171	76,061	76,045	78,041
매출총이익률 (%)	37.8	38.5	36.8	36.0	36.0
판매비와관리비	52,902	50,758	54,232	52,490	52,490
영업이익	25,025	26,413	21,829	23,555	25,551
영업이익률 (%)	12.1	13.2	10.6	11.2	11.8
비영업손익	2,850	-452	1,159	1,159	1,582
순금융비용	-1,240	-985	-1,156	-1,233	-1,453
외환관련손익	-250	-510	-29	-141	62
관계기업투자등 관련손익	343	1,102	201	185	185
세전계속사업이익	27,875	25,961	22,988	24,714	27,133
세전계속사업이익률 (%)	13.5	12.9	11.1	11.7	12.5
계속사업법인세	4,481	6,901	5,757	6,193	6,800
계속사업이익	23,394	19,060	17,231	18,520	20,333
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	23,394	19,060	17,231	18,520	20,333
순이익률 (%)	11.4	9.5	8.3	8.8	9.4
지배주주	23,083	18,695	16,843	18,103	19,917
지배주주귀속 순이익률(%)	11.19	9.32	8.14	8.58	9.19
비지배주주	312	366	388	417	417
총포괄이익	21,401	19,136	17,307	18,596	20,409
지배주주	20,991	18,804	16,953	18,213	20,026
비지배주주	410	332	354	383	383
EBITDA	43,078	47,344	42,599	46,035	49,235

주요투자지표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	-9.8	-2.7	3.1	2.0	2.6
영업이익	-32.0	5.6	-17.4	7.9	8.5
세전계속사업이익	-27.3	-6.9	-11.5	7.5	9.8
EBITDA	-19.1	9.9	-10.0	8.1	7.0
EPS(계속사업)	-22.6	-19.0	-8.1	7.5	10.0
수익성 (%)					
ROE	15.1	11.2	9.3	9.2	9.4
ROA	10.5	8.1	6.8	6.8	6.9
EBITDA마진	20.9	23.6	20.6	21.8	22.7
안정성 (%)					
유동비율	221.4	247.1	264.6	274.8	281.4
부채비율	37.1	35.3	34.1	33.7	34.4
순차입금/자기자본	-30.1	-32.7	-33.8	-34.0	-36.3
EBITDA/이자비용(배)	72.7	61.0	49.0	47.2	45.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	135,673	109,883	100,981	108,537	119,407
BPS	953,266	1,016,129	1,161,678	1,249,357	1,348,145
CFPS	241,787	232,909	225,510	243,313	261,401
주당 현금배당금	20,000	21,000	30,000	30,000	31,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	10.8	13.7	12.4	11.6	10.5
PER(최저)	8.0	9.7	11.2	10.4	9.4
PBR(최고)	1.5	1.5	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
PCR	5.5	5.4	5.6	5.2	4.8
EV/EBITDA(최고)	4.7	4.2	3.5	3.2	2.7
EV/EBITDA(최저)	3.2	2.7	3.0	2.7	2.3

SK하이닉스(000660/KS)

상반기 저점 통과 중

매수(유지)

T.P 37,000 원(하향)

Analyst

김영우

hermes_cmu@sk.com

02-3773-9244

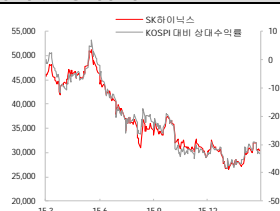
Company Data

자본금	36,577 억원
발행주식수	72,800 만주
자사주	2,200 만주
액면가	5,000 원
시가총액	220,949 억원
주요주주	
SK(주)(외4)	20.77%
국민연금공단	8.10%
외국인지분률	47.70%
배당수익률	1.60%

Stock Data

주가(16/03/15)	30,350 원
KOSPI	1972.27 pt
52주 Beta	1.27
52주 최고가	51,200 원
52주 최저가	26,600 원
60일 평균 거래대금	925 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	11.0%	3.3%
6개월	-12.3%	-14.1%
12개월	-31.2%	-30.7%

중국 반도체 굴기에 대한 우려가 잦아들고 있지만, 아직 글로벌 IT Set 수요는 도무지 회복세를 보이지 않고 있다. DRAM 재고는 증가하고 있고, Nand 가격은 빠르게 하락하고 있다. 환율도 널을 뛰고 있어, 환율에 대한 수혜 여부도 불투명하다. 그러나 SK Hynix의 실적을 좌우하는 DRAM 산업의 과점화는 유지되고 있고, 최악의 상황을 가정해도 2017년까지 흑자 기조는 확고할 것이다. Valuation에 입각한 저점 매수 전략이 유효하다.

상반기 업황 저점 통과 중, 하반기 안정적 실적 유지 기대

칭화그룹 계열사인 유니스플랜더의 Western Digital 증자 철회로, 중국 반도체 굴기에 대한 우려는 진정되고 있다. Western Digital의 SanDisk 인수도 사실상 어려워졌기 때문이다. 그러나 상반기 기대치를 큰 폭으로 하회하는 글로벌 IT 수요 부진으로, 메모리 반도체의 가격은 DRAM과 Nand 모두 빠르게 하락하고 있다. 그러나 계절적 성수기인 하반기에 접어들면서, 과점화된 DRAM 부문의 실적 안정화가 기대된다.

글로벌 IT 수요도 개선이 더디지만, 공급증가도 크지는 않을 것

‘수요 절벽’이라는 단어를 붙여야 할 정도로 글로벌 IT 수요는 부진하다. 글로벌 스마트폰 시장의 성장은 부진하며, 매출액 기준으로 역성장도 우려된다. Tablet, Notebook, Desktop PC 모두 역성장에 대한 공포가 제기되고 있다. 그러나 삼성전자와 SK Hynix 모두 이 점을 잘 알고 있으며, Capex 축소를 통해 Bit Growth를 조정할 것으로 기대된다. Micron의 20 나노 DRAM 수율이 급격하게 개선되지만 않는다면, 하반기 공급증가는 크지 않을 것으로 예상된다. 하반기 최대 변수는 Micron이다.

투자의견 매수 및 목표주가 37,000 원 제시, 저점 매수 전략 유효

SK Hynix에 대해 투자의견 매수 및 6개월 목표주가 37,000 원을 제시한다. 이는 최악의 실적을 가정한 2016년 예상 BPS에 Target P/B 1.1X를 적용하여 6개월 목표주가를 산출하였다. P/B 1.1X를 적용한 이유는 하반기 DRAM 업황 안정화에 대한 기대감이다. 동사의 주가가 부진한 이유는 1) 중국 반도체 굴기에 따른 M&A 우려, 2) 삼성전자의 1x nm 전환 가속화, 3) 취약한 3D Nand 경쟁력, 4) Apple의 재고 조정, 5) Micron 20nm DRAM 수율 개선 우려 등 다양한 이유가 혼재되어 있다. 그러나 삼성과 SK Hynix 모두 보수적 Capex를 계획하고 있으며, 3분기 이후 업황은 개선될 수 있다. Valuation에 입각한 저점 매수 전략이 유효할 것으로 판단된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	14,165	17,126	18,798	16,749	18,188	18,541
yoy	%	39.4	20.9	9.8	-10.9	8.6	1.9
영업이익	십억원	3,380	5,109	5,336	2,196	1,969	2,060
yoy	%	흑전	51.2	4.4	-58.8	-10.3	4.6
EBITDA	십억원	6,458	8,553	9,289	6,821	7,149	7,650
세전이익	십억원	3,075	5,048	5,269	2,223	1,994	2,071
순이익(지배주주)	십억원	2,872	4,195	4,322	1,782	1,598	1,659
영업이익률%	%	23.9	29.8	28.4	13.1	10.8	11.1
EBITDA%	%	45.6	50.0	49.4	40.7	39.3	41.3
순이익률	%	20.3	24.5	23.0	10.7	8.8	9.0
EPS	원	4,045	5,766	5,937	2,447	2,195	2,279
PER	배	9.1	8.3	5.2	12.4	13.8	13.3
PBR	배	2.0	1.9	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	4.4	4.2	2.4	3.3	3.3	3.1
ROE	%	25.2	27.0	21.9	8.0	6.7	6.6
순차입금	십억원	1,625	117	-976	-103	693	777
부채비율	%	59.2	49.1	38.8	37.7	39.6	39.9

실적 전망 및 Valuation

1) 실적 전망

IT Set 수요절벽으로 전반적
공급초과 상황은 불가피하나
하반기 업황 안정화 기대,
Micron 20nm 수율 부진시
하반기 개선폭 확대 전망

글로벌 IT Set 수요가 좋지 않다. 2 분기 Apple iPhone 의 전반적인 재고
조정도 동사 실적에는 부정적 요인이다. IT Set 수요절벽으로 2016 년 상
반기 전반적인 공급초과 상황은 불가피해 보인다. 다행스럽게도 삼성전자
와 SK Hynix 의 전반적인 Capex 기조는 DRAM Big Growth 의 완만한
성장이다. Micron 20nm DRAM 생산 수율이 하반기에 급속하게 개선되지
만 않는다면, 하반기에는 업황 안정화가 가능할 전망이다. 단, 공급초과가
심각한 Nand 부문은 2016 년 내내 부진할 것으로 우려된다.

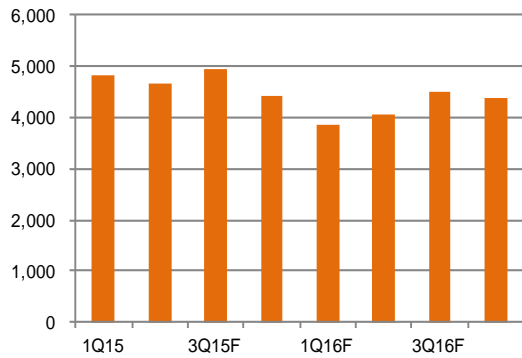
SK Hynix 실적 전망 및 주요 가정. 어려운 경영환경에도 불구하고 안정적 실적 달성 기대

	1Q15	2Q15	3Q15F	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015F	2016F
매출액 (Total)	4,818	4,639	4,925	4,416	3,839	4,049	4,478	4,384	18,798	16,749
YoY	28.7%	18.3%	14.2%	-14.2%	-20.3%	-12.7%	-9.1%	-0.7%	9.8%	-10.9%
QoQ	-6.4%	-3.7%	6.2%	-10.3%	-13.1%	5.5%	10.6%	-2.1%		
매출액 (USD Mn)	4,379	4,227	4,286	3,774	3,199	3,431	3,795	3,747	16,666	14,171
YoY	25.0%	9.2%	1.1%	-22.1%	-26.9%	-18.8%	-11.5%	-0.7%	1.3%	-15.0%
QoQ	-9.6%	-3.5%	1.4%	-11.9%	-15.2%	7.3%	10.6%	-1.3%		
영업이익 (Total)	1,588	1,375	1,383	989	534	545	576	542	5,336	2,196
YoY	50.2%	26.9%	6.3%	-40.7%	-66.4%	-60.4%	-58.4%	-45.2%	4.4%	-58.8%
QoQ	-4.7%	-13.4%	0.6%	-28.5%	-46.0%	2.1%	5.6%	-5.9%		
영업이익률	33.0%	29.7%	28.1%	22.4%	13.9%	13.5%	12.9%	12.4%	28.4%	13.1%
YoY	4.7%	2.0%	-2.1%	-10.0%	-19.1%	-16.2%	-15.2%	-10.0%	-1.4%	-15.3%
QoQ	0.6%	-3.3%	-1.6%	-5.7%	-8.5%	-0.4%	-0.6%	-0.5%		
EBITDA	2,531	2,323	2,368	1,989	1,563	1,606	1,667	1,677	9,170	6,401
EBITDA Margin	52.5%	50.1%	48.1%	45.0%	40.7%	39.7%	37.2%	38.3%	48.8%	38.2%
DRAM 부문										
DRAM 매출액	3,614	3,479	3,523	3,182	2,812	2,939	3,164	3,140	13,798	12,055
매출액 (USD Mn)	3,284	3,170	3,066	2,719	2,343	2,490	2,681	2,684	12,240	10,199
Bit Growth (QoQ, YoY)	-5.0%	4.0%	10.5%	6.2%	-3.8%	16.4%	29.2%	14.6%	20.8%	19.7%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	-4.0%	-8.0%	-8.4%	-11.3%	-33.0%	-33.5%	-29.6%	-23.0%	-19.7%	-30.2%
DRAM 영업이익	1,551	1,339	1,335	1,021	659	748	728	654	5,247	2,789
DRAM OPM	42.9%	38.5%	37.9%	32.1%	23.4%	25.4%	23.0%	20.8%	38.0%	23.1%
NAND 부문										
NAND 매출액	1,060	1,067	1,243	1,051	854	1,000	1,134	1,042	4,421	4,030
매출액 (USD Mn)	963	972	1,081	899	712	848	961	891	3,916	3,411
Bit Growth (QoQ, YoY)	0.0%	8.0%	15.6%	-5.4%	-10.0%	35.4%	24.5%	3.0%	62.4%	36.1%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	-8.0%	-6.0%	-9.0%	-12.1%	-12.0%	-12.0%	-9.0%	-10.0%	-28.3%	-36.0%
NAND 영업이익	21	26	39	-38	-131	-206	-158	-119	49	-615
NAND OPM	2.0%	2.4%	3.2%	-3.6%	-15.3%	-20.6%	-14.0%	-11.4%	1.1%	-15.2%
Others										
매출액	144	93	159	183	173	110	180	201	579	664
매출액 (USD Mn)	131	85	139	156	144	93	152	172	511	562
영업이익	16	10	8	6	6	4	6	6	40	21
영업이익률	10.8%	11.2%	5.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	6.9%	3.2%
세전 계속사업이익	1,602	1,379	1,312	995	546	549	578	550	5,288	2,223
법인세	307	270	263	197	108	109	114	109	1,037	440
지배주주 순이익	1,296	1,109	1,049	799	438	441	464	441	4,251	1,784
원/달러 환율	1,100	1,097	1,149	1,170	1,200	1,180	1,180	1,170	1,129	1,183

자료 : SK Hynix, SK 증권

SK Hynix 전사 매출 추이 및 전망

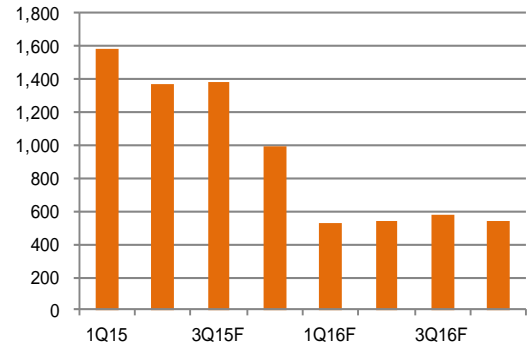
(단위 : 십억원)



자료 : SK Hynix, SK 증권

전사 영업이익은 전년 대비 하락 추세 불가피

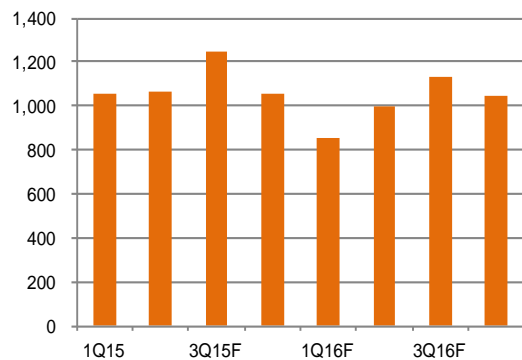
(단위 : 십억원)



자료 : SK Hynix, SK 증권

NAND : 전반적 공급과잉 지속, 매출 감소 우려

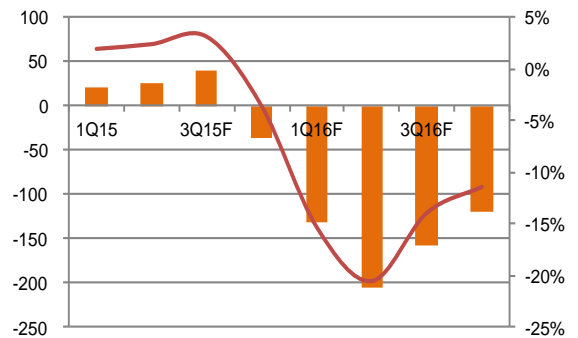
(단위 : 십억원)



자료 : SK Hynix, SK 증권

NAND : 영업이익 전자 전환 지속 가능성

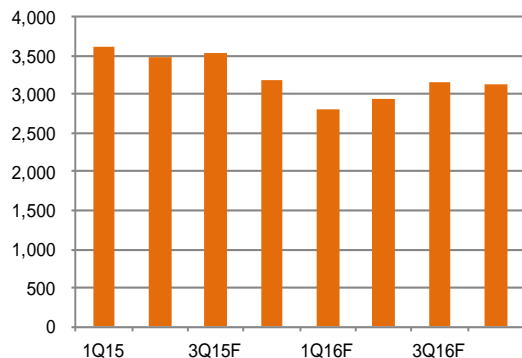
(단위 : 십억원 %)



자료 : SK Hynix, SK 증권

DRAM : 전반적 공급과잉 지속, 매출 감소 우려

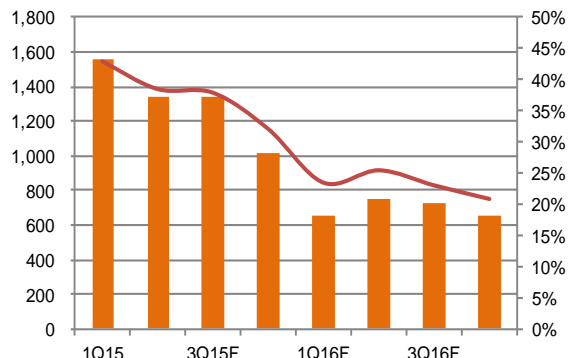
(단위 : 십억원)



자료 : SK Hynix, SK 증권

DRAM : 최악의 상황 가정해도 하반기 안정화

(단위 : 십억원 %)



자료 : SK Hynix, SK 증권

2) 투자의견 및 Valuation

투자의견 매수 유지하나
목표주가 37,000 원 하향,
하반기 Micron 상황에 따라
업황 개선여부 결정될 것

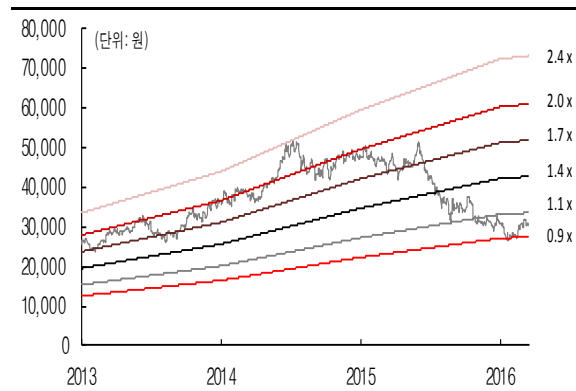
SK Hynix 에 대해 투자의견 매수 및 6 개월 목표주가 37,000 원을 제시한다. 동사의 Nand 사업부의 가치를 0 으로 계산해도, 동사의 주당 가치는 30,799 원이고, Nand 사업부를 최악의 상황으로 가정한 2016 년 EPS 에 Target P/E 10X 적용 시 25,263 원, 2016 년 예상 BPS 에 Target P/B 1.1X 를 적용하면 37,180 원 정도의 가치가 산출된다. 당사는 최악의 실적을 가정한 후, 하반기 안정화에 대한 기대감을 반영하여 6 개월 목표주가 37,000 원을 제시한다. 동사의 주가가 부진한 이유는 1) 중국 반도체 굴기에 따른 M&A 우려, 2) 삼성전자의 1x nm 전환 가속화, 3) 취약한 3D Nand 경쟁력, 4) Apple iPhone 의 2분기 재고조정, 5) Micron 20nm DRAM 수율 개선 우려 등 다양한 이유가 혼재되어 있다. 그러나 삼성과 SK Hynix 모두 보수적 Capex 를 계획하고 있으며, 3 분기이후 업황은 개선될 수 있다. Valuation 에 입각한 저점 매수 전략이 유효할 것이다.

SK Hynix 의 25,000 원에서 37,000 원까지 Valuation 가능할 것으로 전망

	2015F	2016F	2015F	2016F
A 사업부문별 Sum of the Parts Valuation (단위: 십억원)	Target Multiple (P/E)		사업부별 가치	
Semiconductor			42,564	22,422
Memory			42,363	22,316
DRAM	8.0	8.0	41,972	22,316
NAND	8.0	6.4	391	0
Others	5.0	5.0	201	106
발행주식수 대비 적정주가	728,002,365	728,002,365	58,467	30,799
EPS			6,021	2,526
BPS			29,980	33,800
Target P/E	10.0	10.0	60,209	25,263
Target P/B	1.4	1.1	41,972	37,180
Average (단위: 원)			53,549	31,081

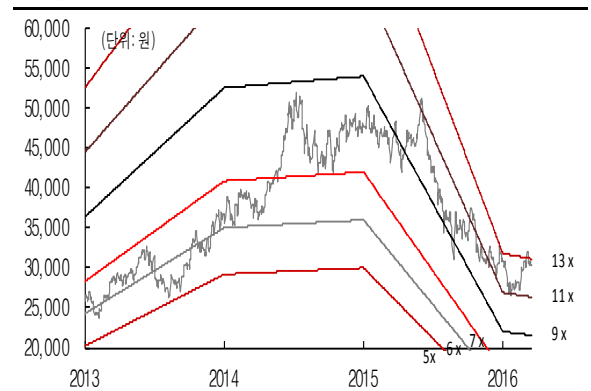
주: SK 증권

SK Hynix P/B Band 추이 및 전망



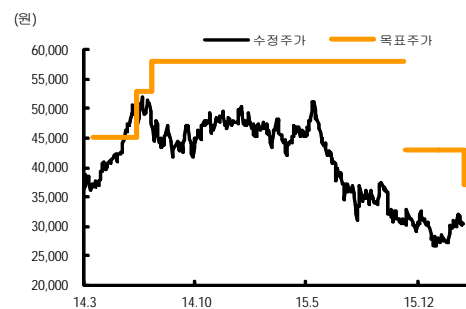
자료: SK Hynix, SK 증권

SK Hynix P/E Band 추이 및 전망



자료: SK Hynix, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	20160315	매수	37,000
	20151124	매수	43,000
	20151123	담당자 변경	
	20141006	매수	58,000
	20140901	매수	58,000
	20140725	매수	58,000
	20140627	매수	53,000
	20140403	매수	45,000
	20140401		-



Compliance Notice

- 작성자(김영우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 3월 15 현재 SK하이닉스(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 3월 15일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	10,364	9,760	9,289	9,502	10,123
현금및현금성자산	437	1,176	769	714	965
매출채권및기타채권	4,388	2,666	2,646	2,805	3,018
재고자산	1,498	1,923	1,909	2,024	2,178
비유동자산	16,520	19,918	22,644	24,826	26,343
장기금융자산	135	138	138	138	138
유형자산	14,090	16,966	19,142	20,784	21,810
무형자산	1,337	1,705	2,078	2,373	2,607
자산총계	26,883	29,678	31,934	34,329	36,465
유동부채	5,765	4,841	4,913	5,180	5,677
단기금융부채	1,755	1,013	1,113	1,153	1,343
매입채무 및 기타채무	2,147	2,129	2,114	2,240	2,411
단기충당부채	26	25	25	27	29
비유동부채	3,082	3,450	3,832	4,554	4,727
장기금융부채	2,420	2,806	3,172	3,873	4,018
장기매입채무 및 기타채무	131	87	80	73	73
장기충당부채	59	61	61	64	69
부채총계	8,847	8,290	8,745	9,734	10,404
지배주주지분	18,036	21,387	23,187	24,592	26,057
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,144	4,144	4,144	4,144
기타자본구성요소	0	-772	-772	-772	-772
자기주식	0	-772	-772	-772	-772
이익잉여금	10,277	14,359	16,141	17,527	18,975
비지배주주지분	0	1	2	3	4
자본총계	18,036	21,388	23,189	24,594	26,061
부채외자본총계	26,883	29,678	31,934	34,329	36,465

현금흐름표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	5,965	9,375	6,328	6,588	7,038
당기순이익(손실)	4,195	4,324	1,783	1,599	1,661
비현금성항목등	4,768	5,201	5,038	5,550	5,989
유형자산감가상각비	3,270	3,695	4,382	4,859	5,207
무형자산상각비	174	258	243	320	382
기타	328	164	-23	-47	-47
운전자본감소(증가)	-2,657	832	32	-81	-116
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,629	1,260	19	-158	-213
재고자산감소(증가)	-315	-415	14	-114	-154
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-37	-216	-16	127	171
기타	-678	203	14	65	81
법인세납부	-340	-982	-525	-480	-495
투자활동현금흐름	-6,035	-7,057	-7,081	-7,026	-6,757
금융자산감소(증가)	-1,135	35	0	0	0
유형자산감소(증가)	-4,602	-6,555	-6,558	-6,502	-6,233
무형자산감소(증가)	-336	-616	-616	-616	-616
기타	37	78	93	92	92
재무활동현금흐름	-123	-1,587	346	383	-31
단기금융부채증가(감소)	0	0	100	40	190
장기금융부채증가(감소)	28	-472	366	701	145
자본의증가(감소)	0	-772	0	0	0
배당금의 지급	0	-218	-350	-212	-212
기타	-152	-124	-120	-146	-154
현금의 증가(감소)	-195	739	-407	-55	251
기초현금	632	437	1,176	769	714
기말현금	437	1,176	769	714	965
FCF	1,712	2,231	-775	-460	257

자료 : SK하이닉스 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	17,126	18,798	16,749	18,188	18,541
매출원가	9,462	10,515	11,897	13,319	13,582
매출총이익	7,664	8,283	4,852	4,868	4,959
매출총이익률 (%)	44.8	44.1	29.0	26.8	26.8
판매비와관리비	2,554	2,947	2,655	2,899	2,899
영업이익	5,109	5,336	2,196	1,969	2,060
영업이익률 (%)	29.8	28.4	13.1	10.8	11.1
비영업손익	-62	-67	27	25	10
순금융비용	118	78	75	102	117
외환관련손익	129	58	58	58	58
관계기업투자등 관련손익	23	25	20	21	21
세전계속사업이익	5,048	5,269	2,223	1,994	2,071
세전계속사업이익률 (%)	29.5	28.0	13.3	11.0	11.2
계속사업법인세	853	946	440	395	410
계속사업이익	4,195	4,324	1,783	1,599	1,661
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	4,195	4,324	1,783	1,599	1,661
순이익률 (%)	24.5	23.0	10.7	8.8	9.0
지배주주	4,195	4,322	1,782	1,598	1,659
지배주주귀속 순이익률(%)	24.5	22.99	10.64	8.79	8.95
비지배주주	0	1	1	1	1
총포괄이익	4,143	4,342	1,801	1,617	1,679
지배주주	4,143	4,341	1,800	1,616	1,678
비지배주주	0	1	1	1	1
EBITDA	8,553	9,289	6,821	7,149	7,650

주요투자지표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	20.9	9.8	-10.9	8.6	1.9
영업이익	51.2	4.4	-58.8	-10.3	4.6
세전계속사업이익	64.2	4.4	-57.8	-10.3	3.8
EBITDA	32.4	8.6	-26.6	4.8	7.0
EPS(계속사업)	42.6	3.0	-58.8	-10.3	3.8
수익성 (%)					
ROE	27.0	21.9	8.0	6.7	6.6
ROA	17.6	15.3	5.8	4.8	4.7
EBITDA마진	50.0	49.4	40.7	39.3	41.3
안정성 (%)					
유동비율	179.8	201.6	189.1	183.4	178.3
부채비율	49.1	38.8	37.7	39.6	39.9
순차입금/자기자본	0.7	-4.6	-0.4	2.8	3.0
EBITDA/이자비용(배)	50.2	78.4	60.3	51.4	49.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,766	5,937	2,447	2,195	2,279
BPS	24,775	29,377	31,850	33,780	35,793
CFPS	10,500	11,368	8,801	9,310	9,957
주당 현금배당금	300	500	300	300	300
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.0	8.6	13.1	14.6	14.0
PER(최저)	6.1	4.9	10.9	12.1	11.7
PBR(최고)	2.1	1.7	1.0	1.0	0.9
PBR(최저)	1.4	1.0	0.8	0.8	0.7
PCR	4.6	2.7	3.5	3.3	3.1
EV/EBITDA(최고)	4.4	4.0	3.5	3.4	3.2
EV/EBITDA(최저)	3.0	2.2	2.9	2.9	2.7

LG디스플레이(034220/KS)

1분기 바닥, 점진적 실적 개선

매수(유지)

T.P 29,000 원(유지)

Analyst

김영우

hermes_cmu@sk.com

02-3773-9244

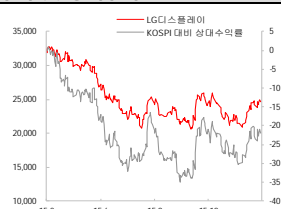
Company Data

자본금	17,891 억원
발행주식수	35,782 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	88,380 억원
주요주주	
엘지전자(주)(외)	37.90%
국민연금공단	8.12%
외국인지분률	31.30%
배당수익률	2.00%

Stock Data

주가(16/03/15)	24,700 원
KOSPI	1972.27 pt
52주 Beta	0.69
52주 최고가	32,800 원
52주 최저가	20,600 원
60일 평균 거래대금	377 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	16.2%	8.2%
6개월	1.2%	-0.9%
12개월	-19.8%	-19.3%

디스플레이 산업은 1분기에 업황 저점을 통과하고 있다. 그러나 동사의 LCD 부문은 산업내에서 유일하게 흑자를 달성할 것으로 기대된다. 대형 OLED 부문은 비록 대규모 적자를 낼 전망이다, 강력한 원가절감을 통해 시장 우려보다는 훨씬 나은 실적을 보여줄 것으로 기대된다. 중장기적 리스크는 여전히 높지만, 동사의 실적은 1 분기를 저점으로 3 분기까지 개선이 가능하다. 실적 개선 추이에 따른 매수 전략을 추천한다.

1분기 LCD 업황 저점에서 유일하게 흑자 달성 가능한 기업

1분기 LCD 산업은 단기 업황 저점을 통과하고 있다. AUO, Innolux, BOE 등의 업체가 모두 적자에 허덕일 것으로 예상되고 있으며, 삼성디스플레이의 LCD 부문은 최악의 실적이 우려되고 있다. LG 디스플레이는 업황 저점에서도 유일하게 흑자 달성이 가능한 기업이다. 뛰어난 원가절감 능력을 통해 OLED 부문에서의 적자를 획기적으로 줄이는데 성공한 것으로 보이며, 대형 LCD는 시장의 우려를 깨끗하게 날리며 흑자를 달성할 수 있을 것으로 기대된다.

중장기 Apple 리스크 높아지고 있지만, 대형 OLED 시장을 창조하는 기업

한계에 부딪힌 Apple의 iPhone이 늦어도 2018년에는 경쟁사인 삼성디스플레이의 OLED 패널을 채택하게 될 것이라는 리스크는 여전히 높은 것이 사실이다. LTPS LCD 1위 업체로써, 최대 고객사가 떠나가게 된다면 문제는 심각해진다. 그러나 아직 우려하는 상황은 벌어지지 않았고, 동사의 기술력도 아직은 믿어볼 만 하다. 프리미엄 TV 시장 석권을 위해서는 10G급 OLED Fab의 신규투자가 필요하기 때문에, 향후 Capex의 확대도 우려된다. 그러나 이러한 기술력을 보유한 업체는 동사가 유일하다.

투자의견 매수 및 6개월 목표주가 29,000 원 유지

LG 디스플레이에 대해 투자의견 매수 및 6개월 목표주가 29,000 원을 유지한다. 실제로 Apple이 iPhone과 Apple Watch의 주거래선을 장기적으로 삼성디스플레이로 옮길 수 있다는 최악의 상황을 가정하더라도, 1분기를 저점으로 실적이 개선되고 있는 동사의 주가는 P/B 0.7 배 수준으로 저평가되어 있다. 삼성전자를 제외한 모든 TV Set 업체들이 OLED TV를 출시하기 위해서는, LG 디스플레이 외에는 대안도 없다. 2017년 OLED TV 출시를 계획해야 하는 SONY도 동사의 패널을 사용하게 될 가능성이 높다. Valuation에 입각한 트레이딩 전략은 여전히 유효한 것으로 판단된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	27,033	26,456	28,384	26,679	26,666	27,055
yoy	%	-8.1	-2.1	7.3	-6.0	-0.1	1.5
영업이익	십억원	1,163	1,357	1,626	102	279	668
yoy	%	27.5	16.7	19.8	-93.7	173.0	139.2
EBITDA	십억원	4,998	4,850	5,001	3,472	3,805	4,159
세전이익	십억원	830	1,242	1,434	-1	-71	315
순이익(지배주주)	십억원	426	904	967	-7	-70	240
영업이익률%	%	4.3	5.1	5.7	0.4	1.1	2.5
EBITDA%	%	18.5	18.3	17.6	13.0	14.3	15.4
순이익률	%	1.6	3.5	3.6	0.0	-0.2	0.9
EPS	원	1,191	2,527	2,701	-21	-195	670
PER	배	21.3	13.3	9.1	N/A	N/A	36.8
PBR	배	0.9	1.1	0.7	0.7	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	2.2	3.0	2.3	3.7	3.3	2.9
ROE	%	4.1	8.2	8.2	-0.1	-0.6	2.1
순차입금	십억원	1,579	1,829	1,697	2,900	2,742	2,299
부채비율	%	101.1	94.9	77.7	88.1	95.3	102.4

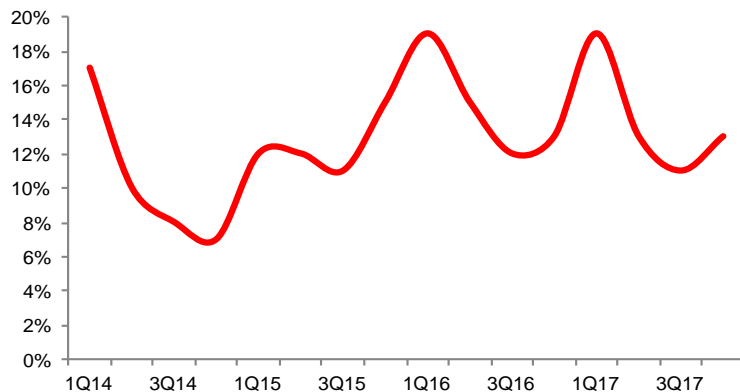
실적전망 및 Valuation

1 분기 저점으로 주가 회복 기대

1 분기 바닥으로 점진적으로
실적 개선 가능할 것으로 전망,
중장기 리스크 지속되고 있으나
하반기 성수기 기대감 유효

LG 디스플레이에 대해 투자 의견 매수 및 6 개월 목표주가 29,000 원을 유지한다. (P/B 0.8 배 적용) 경쟁사인 삼성디스플레이의 LCD 부문은 심각한 Earning Shock 가 예상되지만, 동사는 1) 1 분기 OLED TV 소재에 대한 강력한 CR 을 실시하여 적자폭이 개선되었고, 2) 중국정부로부터 친환경 패널 보조금을 받았으며, 3) TV 용 패널 시장에서 IPS 패널에 대한 선호도가 더욱 높아지고 있으며, 4) TV 용 패널가격은 바닥 수준에 근접하였다. 따라서 LCD 업황이 예상되는 2 분기부터 동사의 실적은 경쟁사 대비 빠르게 개선될 수 있을 것이며, 하반기 성수기에 진입하며 흑자 전환도 가능할 것이다. 장기적 리스크는 지속되고 있지만, 단기 실적 개선은 분명해 보인다.

LCD 공급과잉 추이 : 1 분기 저점으로 공급과잉 완화될 것 1 분기 단기 업황 저점 통과중



자료 SK 증권

LCD 산업은 2016년 연중 공급과잉 상황 지속 우려

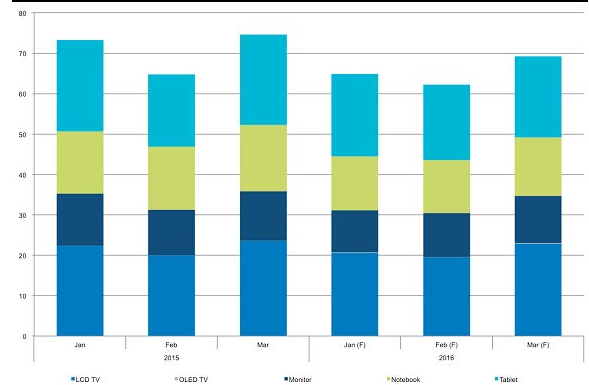
(단위: M²)



자료 : IHS, SK 증권

높은 재고와 부진한 수요로 전년대비 출하량 감소

(단위: 백만대)



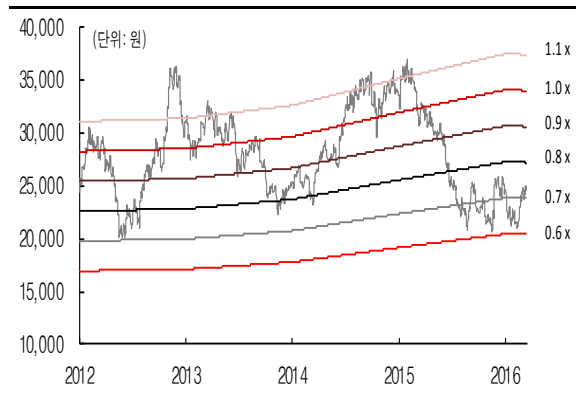
자료 : IHS, SK 증권

LG 디스플레이는 1분기 바닥으로 점진적 개선 가능하나, LCD 산업의 중장기적 불황은 지속될 전망

(단위:십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
매출액	7,022	6,708	7,158	7,496	6,297	6,423	6,744	7,216	6,278	6,403
YoY	25.7%	12.2%	9.3%	-10.1%	-10.3%	-4.3%	-5.8%	-3.7%	-0.3%	-0.3%
QoQ	-15.8%	-4.5%	6.7%	4.7%	-16.0%	2.0%	5.0%	7.0%	-13.0%	2.0%
매출원가	5,661	5,568.0	6,111	6,730	5,749	5,832	6,036	6,386	5,713	5,763
매출총이익	1,361	1,140	1,047	766	548	591	708	830	565	640
매출총이익률(%)	19.4%	17.0%	14.6%	10.2%	8.7%	9.2%	10.5%	11.5%	9.0%	10.0%
SG&A	617	652.1	717	735	642	624	593	714	610	589
매출원가+판매비	6,278	6,220	6,828	7,465	6,391	6,456	6,629	7,100	6,323	6,352
매출액 대비										
매출원가비중	80.6%	83.0%	85.4%	89.8%	91.3%	90.8%	89.5%	88.5%	91.0%	90.0%
판매비중	8.8%	9.7%	10.0%	9.8%	10.2%	9.7%	8.8%	9.9%	9.7%	9.2%
매출원가+판매비 비중	89.4%	92.7%	95.4%	99.6%	101.5%	100.5%	98.3%	98.4%	100.7%	99.2%
영업이익	743.9	488.4	330.1	60.6	(94.5)	(33.2)	114.7	115.5	(45.2)	51.2
영업이익률	10.6%	7.3%	4.6%	0.8%	-1.5%	-0.5%	1.7%	1.6%	-0.7%	0.8%
법인세 차감전 순이익	624	507.1	272	31	(47)	(21)	123	129	(35)	63
법인세율	23.7%	28.5%	27.0%	145.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
법인세비용	148.0	144.5	73.4	45.1	-9.4	-4.2	24.6	25.8	-6.9	12.6
당기순이익	476	363	198	(14)	(38)	(17)	98	103	(28)	50
당기순이익률	6.8%	5.4%	2.8%	-0.2%	-0.6%	-0.3%	1.5%	1.4%	-0.4%	0.8%
지배주주지분	458	335	189	(13)	(36)	(16)	94	98	(26)	48
발행주식수	357,815,700	357,815,700	357,815,700	357,815,700	357,815,700	357,815,700	357,815,700	357,815,700	357,815,700	357,815,700
자기주식수	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
유통주식수	357,815,700	357,815,700	357,815,700	357,815,700	357,815,700	357,815,700	357,815,700	357,815,700	357,815,700	357,815,700
EPS (당기순이익)	1330	1013	555	(39)	(105)	(47)	275	289	(77)	141
EPS (지배주주 포괄순익)	1281	936	528	(37)	(100)	(45)	262	275	(74)	134
(단위:십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
매출비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	108%	100%	104%	100%
Mobile	25%	28%	27%	32%	24%	20%	27%	29%	26%	21%
NPC & TAB	17%	16%	18%	19%	17%	17%	17%	16%	17%	17%
Monitor	17%	16%	16%	15%	16%	16%	20%	18%	20%	20%
TV	41%	40%	39%	34%	43%	47%	44%	37%	41%	42%
매출액										
Mobile	1,756	1,878	1,933	2,399	1,511	1,285	1,821	2,093	1,632	1,345
NPC & TAB	1,194	1,073	1,288	1,424	1,070	1,092	1,146	1,155	1,067	1,089
Monitor	1,194	1,073	1,145	1,124	1,007	1,028	1,349	1,299	1,256	1,281
TV	2,879	2,683	2,792	2,549	2,708	3,019	2,967	2,670	2,574	2,689

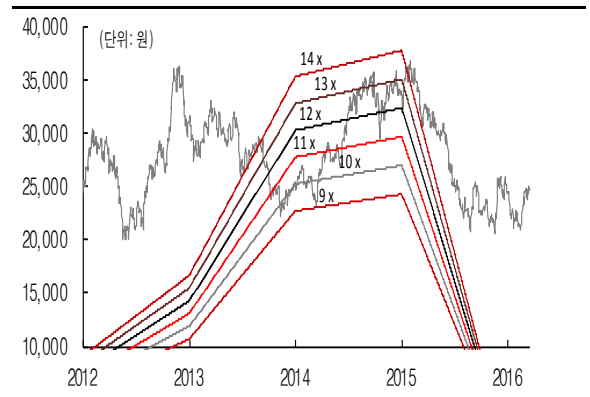
자료 : LG 디스플레이, SK 증권

LG 디스플레이 P/B Band 추이 및 전망



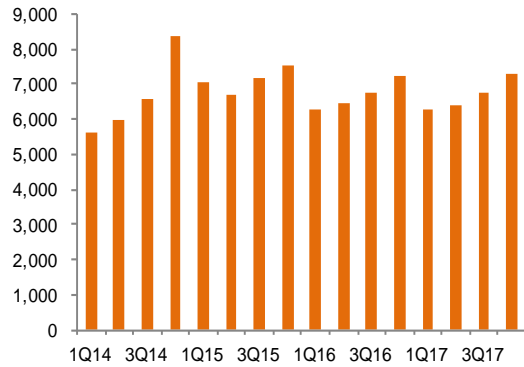
자료 : LG 디스플레이, SK 증권

LG 디스플레이 P/E Band 추이 및 전망



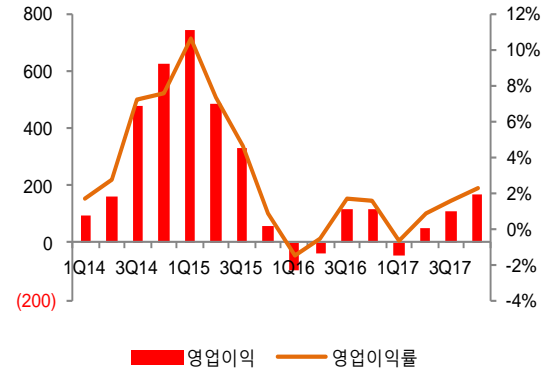
자료 : LG 디스플레이, SK 증권

LGD 매출 추이 및 전망 성장성 둔화 가능성 높음 (단위 : 십억원)



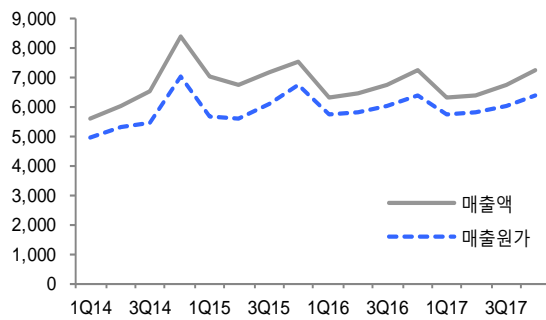
자료 : LG 디스플레이, SK 증권

1 분기 바닥으로 실적은 하반기 일시적 회복 (단위 : 십억원)



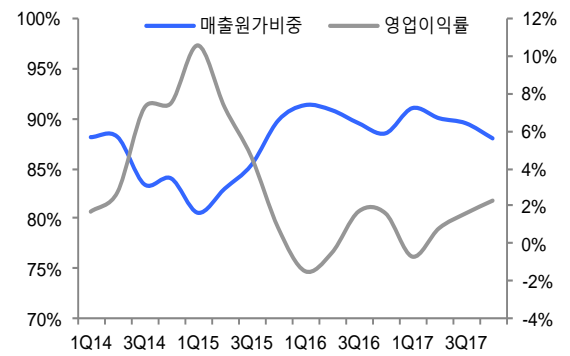
자료 : LG 디스플레이, SK 증권

매출원가 관리는 LGD의 가장 뛰어난 부분 (단위 : %)



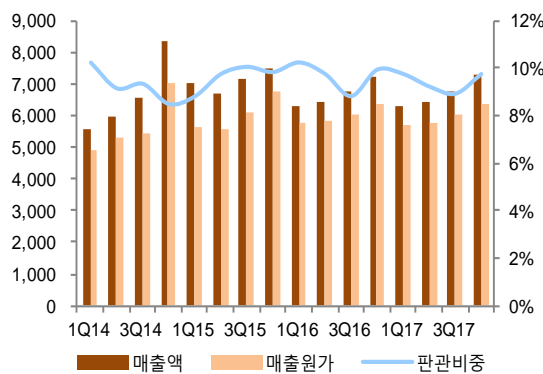
자료 : LG 디스플레이, SK 증권

뛰어난 원가절감 능력으로 영업이익 개선 가능 (단위 : %)



자료 : LG 디스플레이, SK 증권

매출액, 매출원가, 판관비중 추이 및 전망 (단위 : %)



자료 : LG 디스플레이, SK 증권

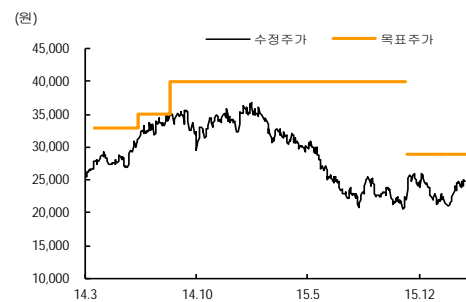
LGD가 Test 중인 TEL의 잉크젯프린팅 OLED 장비



자료 : Tokyo Electron, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.03.15	매수	29,000원
2015.11.24	매수	29,000원
2015.11.23	담당자 변경	
2014.11.03	매수	40,000원
2014.10.06	매수	40,000원
2014.09.22	매수	40,000원
2014.08.26	매수	40,000원
2014.07.24	매수	35,000원
2014.06.27	매수	35,000원
2014.04.24	매수	33,000원
2014.04.03	매수	33,000원



Compliance Notice

- 작성자(김영우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 3월 15일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	9,241	9,532	9,293	9,629	10,570
현금및현금성자산	890	752	774	1,068	1,646
매출채권및기타채권	3,546	4,188	4,031	4,057	4,274
재고자산	2,754	2,352	2,264	2,278	2,400
비유동자산	13,726	13,046	14,413	14,328	14,193
장기금융자산	15	24	24	24	24
유형자산	11,403	10,546	12,170	12,256	12,242
무형자산	577	839	698	629	595
자산총계	22,967	22,577	23,706	23,957	24,763
유동부채	7,550	6,607	6,538	6,694	7,089
단기금융부채	968	1,416	1,541	1,666	1,791
매입채무 및 기타채무	4,900	4,264	4,105	4,131	4,352
단기충당부채	194	110	106	106	112
비유동부채	3,634	3,265	4,566	4,998	5,439
장기금융부채	3,279	2,808	3,909	3,919	3,929
장기매입채무 및 기타채무	13	8	17	25	34
장기충당부채	8	12	11	11	12
부채총계	11,184	9,872	11,104	11,693	12,528
지배주주지분	11,431	12,193	12,077	11,721	11,674
자본금	1,789	1,789	1,789	1,789	1,789
자본잉여금	2,251	2,251	2,251	2,251	2,251
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	7,455	8,159	8,151	7,903	7,964
비지배주주지분	352	512	525	543	562
자본총계	11,783	12,705	12,602	12,264	12,235
부채외자본총계	22,967	22,577	23,706	23,957	24,763

현금흐름표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	2,992	2,805	3,720	3,977	4,158
당기순이익(손실)	917	1,023	0	-57	252
비현금성항목등	4,379	4,361	3,473	3,863	3,907
유형자산감가상각비	3,222	2,969	2,936	3,164	3,164
무형자산상각비	270	406	434	362	327
기타	554	587	-69	-37	-37
운전자본감소(증가)	-2,193	-2,166	107	17	-78
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-921	-1,061	156	-25	-217
재고자산감소(증가)	-824	405	88	-14	-122
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	160	-1,130	-159	26	221
기타	-609	-380	22	31	40
법인세납부	-111	-414	140	155	77
투자활동현금흐름	-3,412	-2,673	-4,788	-3,476	-3,368
금융자산감소(증가)	-223	-258	0	0	0
유형자산감소(증가)	-2,943	-1,918	-4,560	-3,250	-3,150
무형자산감소(증가)	-353	-294	-294	-294	-294
기타	107	-204	66	67	75
재무활동현금흐름	237	-311	1,091	-208	-212
단기금융부채증가(감소)	-682	-968	125	125	125
장기금융부채증가(감소)	941	876	1,101	10	10
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-179	-179	-179	-179
기타	-21	-40	-135	-164	-168
현금의 증가(감소)	-132	-138	23	293	578
기초현금	1,022	890	752	774	1,068
기말현금	890	752	774	1,068	1,646
FCF	-313	760	-1,324	193	474

자료 : LG디스플레이, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	26,456	28,384	26,679	26,666	27,055
매출원가	22,667	24,070	24,003	23,883	23,883
매출총이익	3,788	4,314	2,677	2,783	3,171
매출총이익률 (%)	14.3	15.2	10.0	10.4	11.7
판매비와관리비	2,431	2,689	2,574	2,504	2,504
영업이익	1,357	1,626	102	279	668
영업이익률 (%)	5.1	5.7	0.4	1.1	2.5
비영업손익	-115	-192	-103	-351	-352
순금융비용	61	71	78	105	101
외환관련손익	-4	-34	-96	-285	-290
관계기업투자등 관련손익	14	42	2	2	2
세전계속사업이익	1,242	1,434	-1	-71	315
세전계속사업이익률 (%)	4.7	5.1	0.0	-0.3	1.2
계속사업법인세	325	411	0	-14	63
계속사업이익	917	1,023	0	-57	252
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	917	1,023	0	-57	252
순이익률 (%)	3.5	3.6	0.0	-0.2	0.9
지배주주	904	967	-7	-70	240
지배주주귀속 순이익률(%)	3.42	3.41	-0.03	-0.26	0.89
비지배주주	13	57	7	12	12
총포괄이익	843	1,003	-103	-159	150
지배주주	820	940	-116	-178	132
비지배주주	23	63	13	18	18
EBITDA	4,850	5,001	3,472	3,805	4,159

주요투자지표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	-2.1	7.3	-6.0	-0.1	1.5
영업이익	16.7	19.8	-93.7	173.0	139.2
세전계속사업이익	49.6	15.5	적전	적지	흑전
EBITDA	-3.0	3.1	-30.6	9.6	9.3
EPS(계속사업)	112.2	6.9	적전	적지	흑전
수익성 (%)					
ROE	8.2	8.2	-0.1	-0.6	2.1
ROA	4.1	4.5	0.0	-0.2	1.0
EBITDA마진	18.3	17.6	13.0	14.3	15.4
안정성 (%)					
유동비율	122.4	144.3	142.1	143.8	149.1
부채비율	94.9	77.7	88.1	95.3	102.4
순차입금/자기자본	15.5	13.4	23.0	22.4	18.8
EBITDA/이자비용(배)	44.2	39.2	24.1	22.1	23.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,527	2,701	-21	-195	670
BPS	31,948	34,076	33,753	32,756	32,625
CFPS	12,287	12,136	9,398	9,660	10,428
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.2	13.7	N/A	N/A	37.3
PER(최저)	9.1	7.6	N/A	N/A	31.3
PBR(최고)	1.1	1.1	0.7	0.8	0.8
PBR(최저)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
PCR	2.7	2.0	2.6	2.6	2.4
EV/EBITDA(최고)	3.2	3.2	3.7	3.3	3.0
EV/EBITDA(최저)	2.2	2.0	3.3	3.0	2.6

삼성SDI(006400/KS)

본업은 부진하나, Valuation은 매력적

매수(유지)

T.P 132,000 원(하향)

Analyst

김영우

hermes_cmu@sk.com

02-3773-9244

Company Data

자본금	3,567 억원
발행주식수	7,038 만주
자사주	11 만주
액면가	5,000 원
시가총액	67,939 억원
주요주주	
삼성전자(주)(외3)	20.52%
국민연금공단	9.20%
외국인지분률	29.70%
배당수익률	1.00%

Stock Data

주가(16/03/15)	98,800 원
KOSPI	1972.27 pt
52주 Beta	1.10
52주 최고가	145,000 원
52주 최저가	76,800 원
60일 평균 거래대금	411 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.2%	-0.3%
6개월	14.4%	12.0%
12개월	-25.4%	-24.9%

중국의 전기차 보조금 정책이 축소되고, 상용차(BUS)에 대한 지원이 한국업체에 불리하게 적용될 것이라는 우려에, 동사의 주가는 크게 하락하였다. 흑자를 지속하던 케미칼 사업의 매각으로 본사의 실적도, 전년 대비 역성장이 불가피하다. 삼성디스플레이의 1분기 실적은 적자 전환이 예상되고, SDI의 2차전지도 부진할 전망이다. 그러나 동사의 하반기 실적은 점진적 개선이 기대되며, Valuation merit는 충분한 것으로 판단된다.

중국 전기차 보조금 축소는 과도한 우려

중국을 이미 지난해부터 2016년 이후 전기차에 대한 보조금을 서서히 축소할 것으로 발표한 바 있다. 이는 중국내 전기차 시장이 급격하게 확대됨에 따라 시행되는 정책으로, 불가피한 측면이 있다. 문제는 중국 신에너지 차량 관련 회의에서 NCM(니켈 코발트망간) 양극활물질을 사용한 차량을 보조하지 않겠다는 발언이 나왔다는 점이다. 중국업체들이 양산중인 LFP(리튬인산철) 배터리에만 보조금을 주겠다는 정책으로 받아들여지면서, 동사의 미래 성장성에 대한 우려는 고조되었다.

점진적 실적개선 및 Valuation merit 기대

향후 전기차 시장을 이끄는 원동력은 글로벌 xEV 시장이다. 글로벌 완성차 업체들은 LFP 배터리 비중이 높지 않으며, NCM 기반의 중대형 배터리 채택비중이 높다. 심지어 중국도 BUS를 제외하면, 삼성 SDI와 LG화학의 중대형 배터리에 대한 의존도가 높은 편이다. 상반기에는 삼성디스플레이의 실적도 나쁘고, 동사도 경영효율화가 진행될 예정이라 예상치 못한 비용도 증가할 수 있다. 그러나 동사의 실적은 하반기에 접어들면서 점진적으로 개선될 것이며, Valuation merit도 충분한 것으로 판단된다.

투자의견 매수 유지하나 목표주가 13.2만원으로 하향

삼성 SDI에 대해 투자의견 매수를 유지하나 목표주가를 13.2만원으로 하향한다. 자동차용 2차전지 시장은 폭발적인 성장세가 기대되지만, 과격한 가격 경쟁으로 인해 대규모 적자가 발생하고 있다. 경영효율화를 위한 구조조정 시행으로, 2분기부터 1회성 비용이 발생할 수도 있다. 그러나 동사의 현금 및 지분가치는 여전히 간과되고 있다. 따라서 보수적인 가치 평가(P/B 0.8X)를 적용하더라도, 동사의 목표주가는 13.2만원에 달한다. 따라서 Valuation merit는 하반기에 부각될 것으로 전망된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	3,428	5,474	7,569	5,983	6,515	6,726
yoy	%	-40.6	59.7	38.3	-21.0	8.9	3.2
영업이익	십억원	-11	71	-60	-15	41	252
yoy	%	적전	흑전	적전	적지	흑전	520.7
EBITDA	십억원	419	604	604	691	772	1,006
세전이익	십억원	513	199	39	662	455	630
순이익(지배주주)	십억원	131	-84	54	501	344	480
영업이익률%	%	-0.3	1.3	-0.8	-0.3	0.6	3.7
EBITDA%	%	12.2	11.0	8.0	11.6	11.9	15.0
순이익률	%	4.3	-1.5	0.3	8.5	5.4	7.3
EPS	원	8,275	2,526	765	7,120	4,890	6,827
PER	배	19.6	45.9	149.0	13.9	20.2	14.5
PBR	배	1.0	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	19.4	14.0	13.7	12.6	13.1	11.3
ROE	%	1.8	-0.9	0.5	4.6	3.2	4.5
순차입금	십억원	423	112	-84	1,235	2,459	3,541
부채비율	%	40.0	35.0	44.2	42.3	59.1	75.7

1. 경영환경 점검

1) 중국 전기차 보조금 이슈

중국 전기차 시장의 급속한
확대로 보조금 삭감 필연적,
지나치게 나쁜 시각보다
빠른 시장 확대에 주목 필요

중국의 전기차 보조금이 줄어든다는 소식에, 동사의 주가는 P/B 0.6 배 수준에서 횡보하고 있다. xEV 용 2 차전지 시장에서의 출혈경쟁은 심각한 수준이다. 그런데 중국정부의 보조금이 줄어든다는 소식까지 전해지면서, 적자에 시달리고 있는 동사의 성장성에 대한 우려도 확대되었다. 그러나 중국 전기차 시장은 급속하게 확대되고 있으며, 어쩌면 대당 보조금의 삭감은 보급 확대에 따른 자연스런 현상으로 보인다.

중국의 전기차 보조금은 2016-2020년 점진적으로 줄어들게 될 것

	2013-2015년	2016-2020년
적용지역	시범도시(군)	전국으로 확대
적용차량	요구에 부합하는 EV, PHEV, FCV 차량	공신부가 지정한 '신에너지 보급 응용 추진차량 목록'에 포함된 EV, PHEV, FCV
년도별 보조금	동일	'17~18년: '16년 대비 20% 축소 '19~20년: '16년 대비 40% 축소 (FCV는 지원 유지)
품질보증기간	-	- 승용차: 8년 혹은 12만km 이상 - 상용차: 5년 혹은 20만km 이상
전지회수주체	-	자동차 생산기업과 동력전지 생산기업
승용차	EV range 기준 - EV: 80km 이상 - PHEV: 50km 이상	EV range 기준 - EV: 100km 이상 - PHEV: 50km 이상 또는 70km 이상
상용차(Bus)	길이 기준 - EV: 6m 이상 - PHEV: 10m 이상	단위 탑재 질량의 에너지 소모량, EV range(등속법) 길이(m)기준 - EV: 단위 탑재질량의 에너지 소모량, EV range, 길이 기준
상용차(기타)	EV/PHEV 전용차, 트럭 - kWh당 2,000위안, 총 15만위안 이내	EV/PHEV 전용차, 트럭 - kWh당 1,800위안

자료: 업계자료, SK 증권

중국의 전기차 보조금 축소는 시장규모가 확대되면서 어쩔 수 없는 측면도 있음

1. 승용차

(단위: 만 위안/대)

구분	EV range (주행패턴법)	2013	2014	2015	2016	2017-2018	2019-2020
EV	100 ≤ R < 150	3.5	3.325	3.15	2.5	2.0	1.5
	150 ≤ R < 250	5	4.754	4.5	4.5	3.6	2.7
	R ≥ 250	6	5.7	5.4	5.5	4.4	3.3
PHEV	R ≥ 50	3.5	3.325	3.15	3.0	2.4	1.8
년도별 축소			'13년 비 -5%	'13년 비 -10%		'16년 비 -20%	'16년 비 -40%

2. 상용차 (전용차 및 트럭)

(단위: 만 위안/대)

구분	2013	2014	2015	2016	2017-2018	2019-2020
EV	0.2/kWh	0.19/kWh	0.18/kWh	0.18/kWh	0.144/kWh	0.108/kWh
PHEV				0.18/kWh	0.144/kWh	0.108/kWh
년도별 축소		'13년 비 -5%	'13년 비 -10%		'16년 비 -20%	'16년 비 -40%

3. 연료전지

(단위: 만 위안/대)

구분	2013-2015	2016-2020
FCV 승용차	20	20
FCV 상용차	50	
- 소형 Bus, 트럭		30
- 중대형 Bus, 트럭		50

자료: 업계자료, SK 증권

**LFP 기반 배터리만 지원할
가능성 여전히 남아 있으나,
동사의 중대형 전지는
글로벌 시장을 겨냥하고 있음**

중국이 향후 NCM(니켈코발트망간) 양극활물질을 사용한 전기차를 보조하지 않겠다는 뉴스가 전해졌다. 중국업체들이 양산중인 LFP(리튬인산철) 배터리에만 보조금을 주겠다는 정책으로 받아들여지면서, 동사의 미래 성장성에 대한 우려는 고조되었다. 중국은 디스플레이, 반도체 산업과 마찬가지로 해외업체에 의존하고 있는 2 차전지 및 전기차 산업의 Supply Chain 을 내재화할 필요성이 있다. 그러나 중국을 제외한 글로벌 완성차 업체들은 LFP 기반보다는 NCM 혹은 LMO 등의 양극활물질을 적용한 중대형 2 차전지를 채택하고 있다. LFP 기반의 2 차전지 업체(BYD 등)에 대한 집중적인 중국 정부의 지원은, 글로벌 시장 확대 측면에서는 오히려 커다란 중장기적 리스크를 내포하고 있는 것이다.

문제는 Bus 를 포함한 상용차, 중국정부의 정책 변화는 여전히 미지수

4. 상용차 (Bus, 2013-2015) vs. (2016-2020)

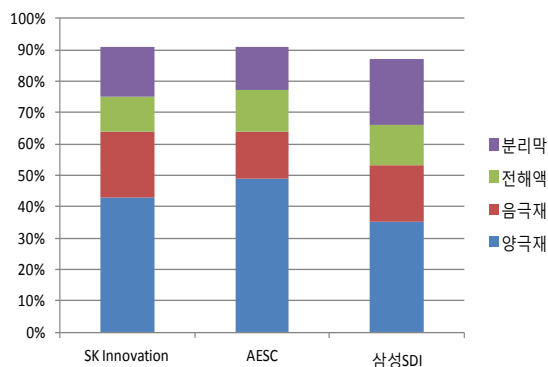
구분	EV Bus			PHEV Bus	Super Cap, LTO 쾌속충전 EV Bus
	6 ≤ L < 8	8 ≤ L < 10	L ≥ 10	L ≥ 10	L ≥ 6
2013	30	40	50	25	15
2014	30	40	50	25	15
2015	30	40	50	25	15

년도	구분	에너지소비량 (Ekg/Wh/km*kg)	버스 기준 차형 (10m < L ≤ 12m)					
			R (EV 항속거리) (등속법, km)					
			6 ≤ R < 20	20 ≤ R < 50	50 ≤ R < 100	100 ≤ R < 150	150 ≤ R < 200	R ≥ 250
2016	EV Bus	Ekg < 0.25	22	26	30	35	42	50
		0.25 ≤ Ekg < 0.35	20	24	28	32	38	46
		0.25 ≤ Ekg < 0.35	18	22	24	28	34	42
		0.25 ≤ Ekg < 0.35	16	18	20	25	30	36
		0.25 ≤ Ekg < 0.35	12	14	16	20	24	30
	PHEV Bus				20	23	25	
2017-2018			'16년도 보조금 比 -20%					
2019-2020			'16년도 보조금 比 -40%					

자료: 업계자료, SK 증권

주요 업체별 재료비내 핵심소재 원가 비중

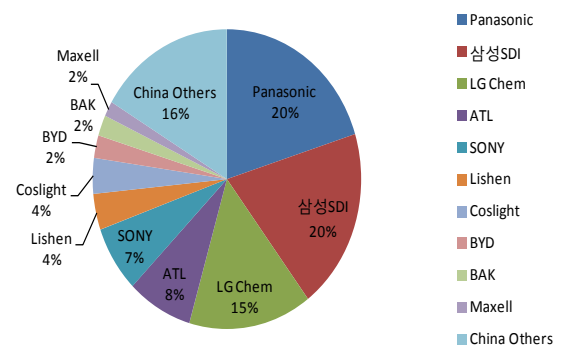
(단위 : GWh)



자료 : SNE Research, SK 증권

중국은 전기차 및 2 차전지 산업 육성 가속화 필요

(용량기준)



자료 : SNE Research, SK 증권

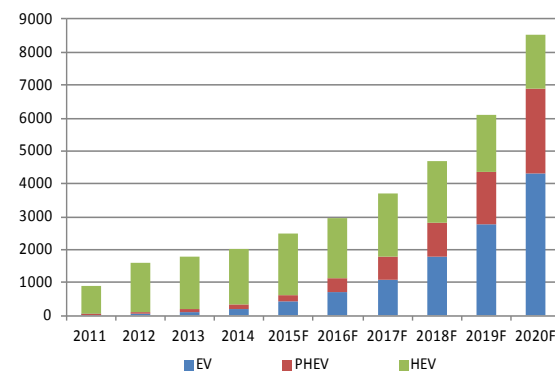
2) 중대형 2 차전지의 성장은 현재 진행형

차세대 친환경차 가운데
중단기적으로 글로벌 상용화
가능한 차량은 전기차 계열뿐

2 차전지 산업이 가장 발달한 한국과 일본의 대표적인 자동차 업체인 현대차와 Toyota 자동차의 궁극적인 친환경차는 장기적으로 FCV(Fuel Cell Vehicle)이었다. 이는 배터리 용량이 자동차 성능에 크게 좌우되는 한계를 극복하기 위함이다. 자동차의 성능이 배터리에만 크게 매달리게 된다면, 자동차 업체 특유의 경쟁력은 사라지고 배터리의 성능 향상과 원가 절감만을 바라보아야 하기 때문이다. 실제로 미래의 친환경차는 수소 연료를 활용한 FCV 로 전환될 가능성을 배제할 수 없으며, 전해질만 교체 해도 FCV 처럼 폭발적인 성능을 기대할 수 있는 Flow-cell 전지를 채택한 차량이 될 수도 있을 것이다. 그러나 중단기적으로는 글로벌 상용화가 가능한 차량은 전기차 계열뿐이다. 따라서 자동차용 배터리 위주로 2 차전지 시장은 급성장할 것이다. 아울러 중국을 포함한 글로벌 완성차 Supply Chain 에서 이미 삼성 SDI 와 LG 화학의 입지는 확고하다.

글로벌 xEV Market의 성장은 매우 빠른 것

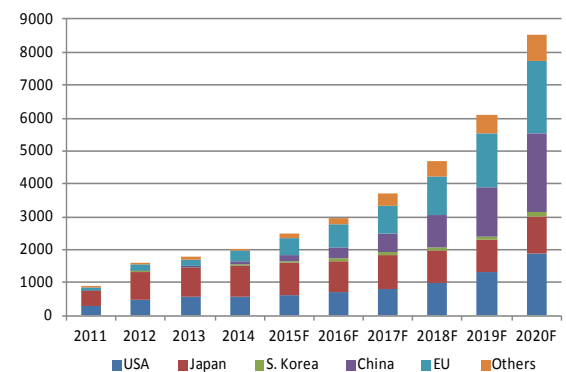
(단위 : K)



자료 : SNE Research, SK 증권

지역별로는 중국의 xEV 확대가 가장 빠른 것

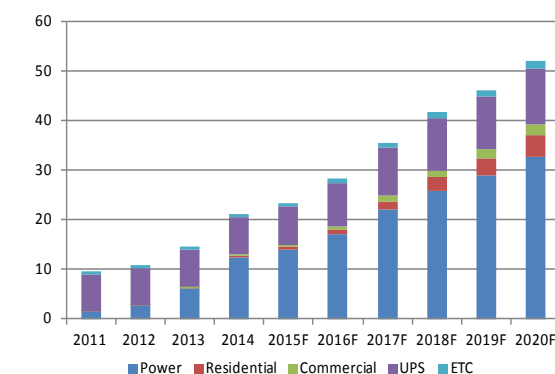
(단위 : B USD)



자료 : SNE Research, SK 증권

견조한 성장이 기대되는 ESS 시장

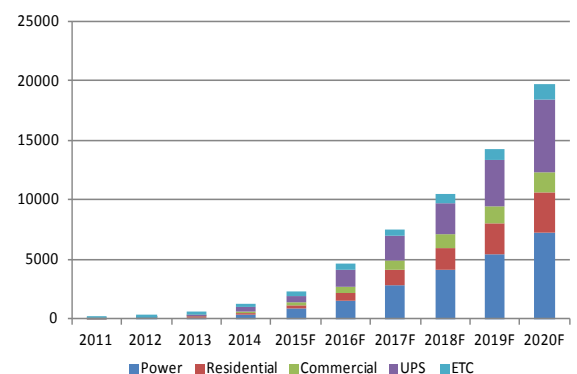
(단위 : GWh)



자료 : SNE Research, SK 증권

가정용 및 UPS용 ESS의 빠른 성장 기대

(단위 : MWh)



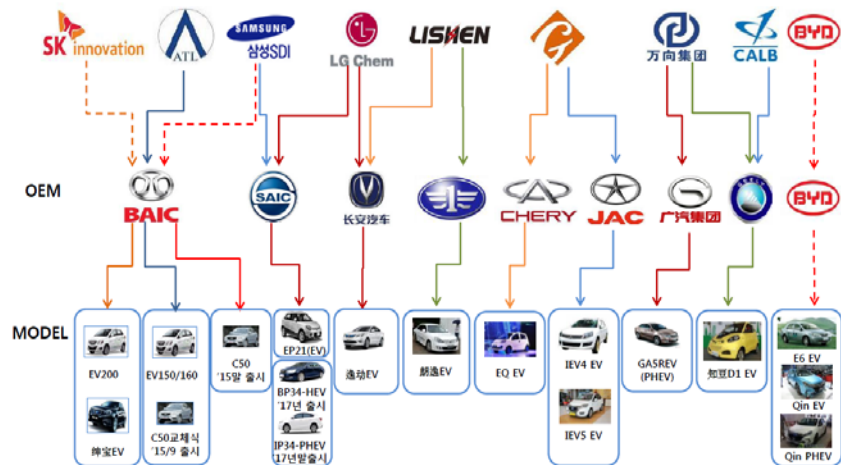
자료 : SNE Research, SK 증권

원형전지에 대한 우려는 과도하며, 중대형전지 글로벌 SCM에서 SDI 입지는 확고함

	12V	48V	HEV	PHEV	BEV
TOYOTA			EV ENERGY	Panasonic	Panasonic
DAEWOO			Hitachi		LG Chem
RENAULT		LG Chem		LG Chem	LG Chem
SEAT			BEC	Panasonic	Panasonic
DAEWOO			TOSHIBA		TOSHIBA
SUZUKI	TOSHIBA	Hitachi			
GM			Hitachi	LG Chem	LG Chem
FORD	SAMSUNG		Panasonic	Panasonic	LG Chem
VW	SAMSUNG		Panasonic	LG Chem	Panasonic
Audi	SAMSUNG	LG Chem	Panasonic	LG Chem	Panasonic
BMW	LG Chem	Johnson Controls	中国万向	SAMSUNG	SAMSUNG
DAIMLER		SK innovation	Johnson Controls	SAMSUNG	LG Chem
HYUNDAI			LG Chem	LG Chem	SK innovation
CHRYSLER	SAMSUNG	LG Chem		LG Chem	SAMSUNG
MINI				LG Chem	

자료: SNE Research, SK 증권

중국내에서도 삼성 SDI와 LG 화학의 입지는 확고하며, Bus를 제외한 상용차 고객도 다수



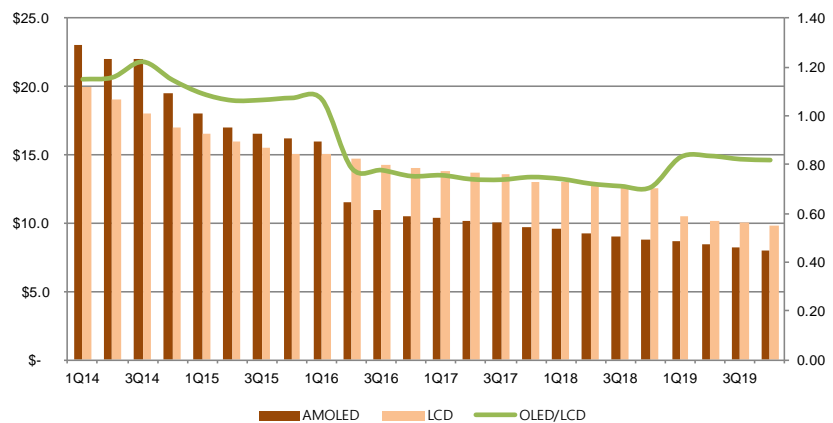
자료: SNE Research, SK 증권

3) OLED 소재 급성장 기대감 유효

2017년 삼성을 제외한 메이저 TV 업체들은 OLED 시장 진입, 중소형 AMOLED는 LTPS LCD 대체하는 Super Cycle 진입 중

2017년 SONY는 LG 디스플레이의 패널을 채택한 OLED TV를 출시하게 될 가능성이 높다. 삼성전자를 제외한 거의 모든 메이저 TV Set 업체들이 OLED TV를 출시하게 되는 것이다. 수익성이 높은 Premium TV 시장을 빼앗기지 않으려면, 결국 삼성도 OLED TV를 준비하지 않을 수 없는 것이다. 삼성의 OLED TV 북미시장 출시는 2018년 3월이 적기로 판단된다. 중소형 디스플레이의 경우, 삼성디스플레이의 A2 Rigid (Flexible이 아닌 평면 패널) 생산라인의 감가상각이 1분기말로 종료된다. 따라서 중소형 OLED 패널의 원가경쟁력이 급격하게 향상되며, 중국 업체의 OLED 패널 구매도 증가할 것으로 기대된다. Apple의 iPhone도 2018년에는 삼성의 OLED 패널로 바뀌게 될 전망이다. 따라서 동사의 OLED 소재 부문도, 중장기적 사업가치는 급격히 높아질 전망이다.

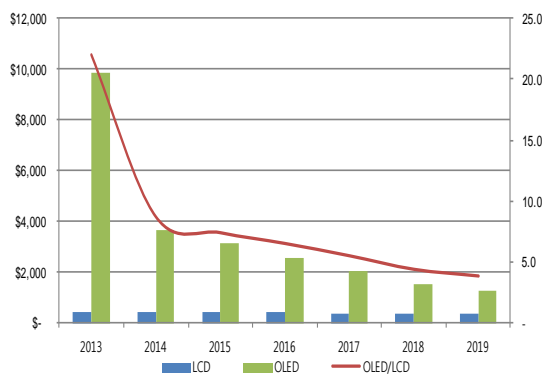
삼성디스플레이 A2 라인 감가상각 종료로 LCD 대비 원가경쟁력 급격히 개선



자료: IHS SK 증권

OLED TV 가격 하락으로 판매량 급증 기대

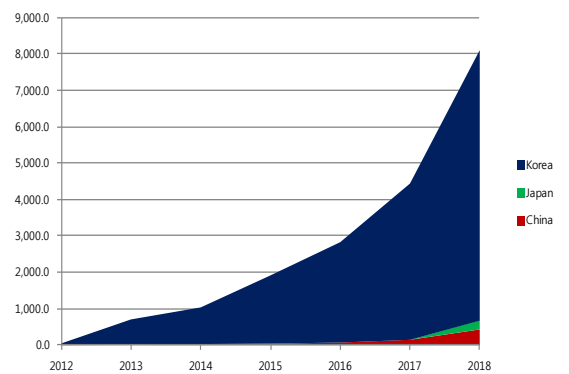
(단위: USD)



자료: IHS SK 증권

한국: 대형 OLED + 중소형 Flexible 집중 투자

(단위: 1,000 m²)



자료: 업계자료, SK 증권

삼성디스플레이는 어닝 쇼크 예상

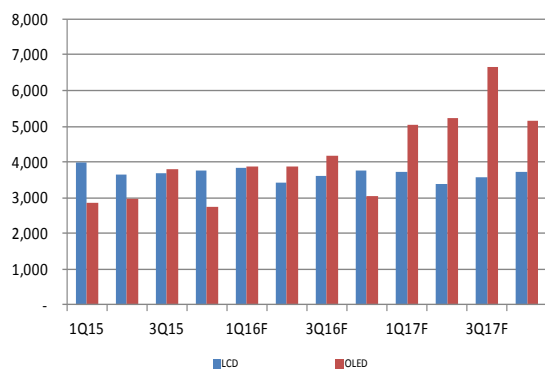
삼성디스플레이는 LCD 부문에서 최악의 부진을 보이며 적자 전환할 것으로 전망됨

삼성디스플레이의 1 분기 실적은 Earning Shock 가 전망된다. 현재 32" TV 용 LCD 패널의 재고는 심각한 수준이다. 42/43"의 상황도 다르지 않다. 패널업체들은 공급 과잉에도 생산을 멈추지 않고, Cash Cost 이하로 내려오기 전까지는 생산을 지속할 움직임이다. 삼성디스플레이 LCD 부문은 시장 기대치를 크게 하회하는 엄청난 수준의 적자가 우려된다.

그러나 Flexible OLED의 미래는 대단히 밝다. 현재 Smart Device 시장에서 High-end 수요 성장은 대단히 제한적이며, 대안으로 Flexible OLED를 채택한 Phone+ Tablet 또는 Phone+ Notebook의 새로운 디바이스가 필요하다. 게다가 삼성디스플레이의 A2 일부 라인은 감가상각도 종료되고 있다. 제품경쟁력과 디자인 자유도, 원가경쟁력까지 갖추게 된 AMOLED는 LTPS LCD를 5년 내로 완전 대체하는 Super Cycle에 진입하게 될 것이다.

삼성디스플레이 부문별 매출 추이 및 전망

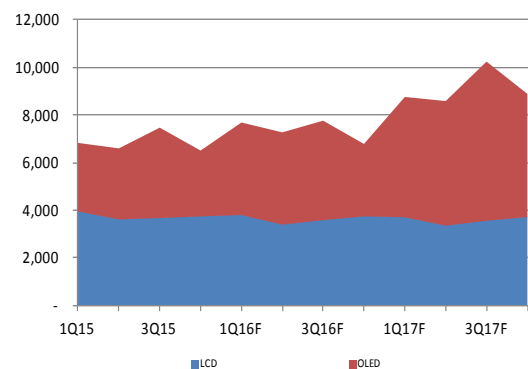
(단위 : 십억원)



자료 : 삼성전자, SK 증권

삼성디스플레이 매출 비중 추이 및 전망

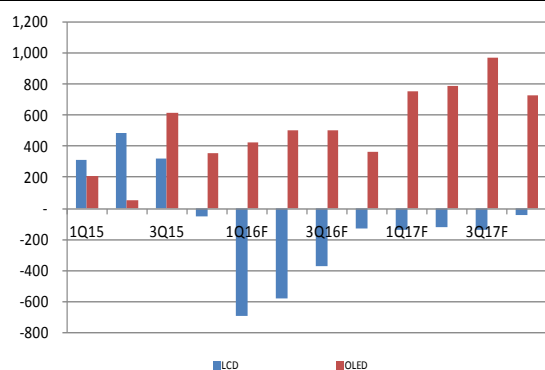
(단위 : 십억원)



자료 : 삼성전자, SK 증권

삼성디스플레이 부문별 영업이익 추이 및 전망

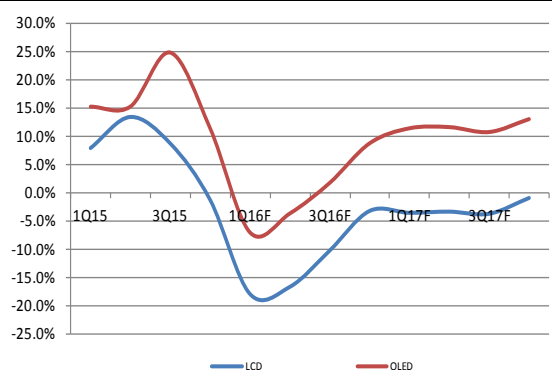
(단위 : 십억원)



자료 : 삼성전자, SK 증권

삼성디스플레이 부문별 영업이익률 추이 및 전망

(단위 : 십억원)



자료 : 삼성전자, SK 증권

2. 실적추정 및 Valuation

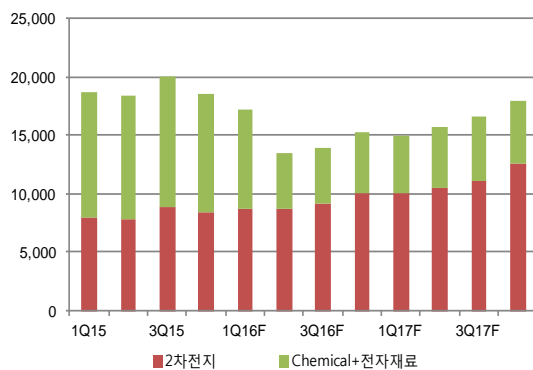
실적 부진은 구조조정으로 이어질 전망

2016년 매출 및 영업이익은 모두 역성장할 것으로 전망, 대형 2차전지 부문의 매출은 매우 빠르게 성장할 것

지난 10 월말 삼성 SDI 는 케미칼 사업부문을 롯데케미칼에 매각하기로 결정하였다. 사업구조를 단순화하여 그룹내 인수, 합병에 대비하려는 삼성 그룹과 화학부문을 강화하려는 롯데그룹의 결정은 상호간에 이익을 얻을 수 있는 Fair deal 이라고 판단된다. 그러나 삼성 SDI 의 실적 측면에서만 놓고 본다면, 그 동안 비교적 꾸준하게 높은 매출과 영업이익을 보여 오던 사업부가 사라진 것이다. 아직 수익을 내기 위해서는 시간이 필요한 중대형 2 차전지는 2016 년에도 비교적 큰 폭의 적자가 우려된다. 결론적으로 삼성 SDI 의 2016 년 매출 및 영업이익은 모두 역성장 할 것으로 전망된다. 다만, 중대형 2 차전지 성장에 대한 기대감과 OLED 소재부문의 성장에 대한 기대감은 주가에 반영될 수 있을 것이다.

케미칼 사업부 매각으로 매출 역성장 불가피

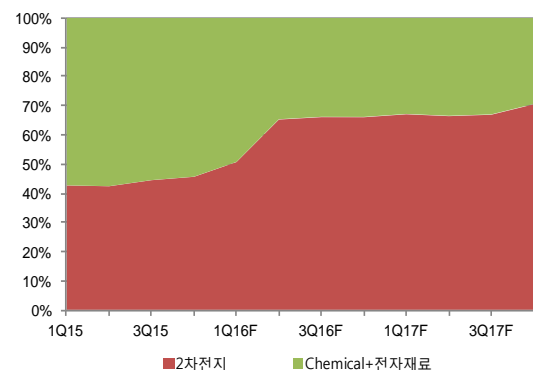
(단위 : 십억원)



자료 : 삼성 SDI, SK 증권

2 차전지 매출 의존도 급증

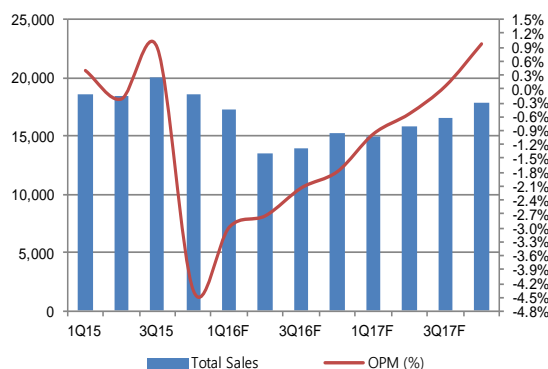
(단위 : 십억원)



자료 : 삼성 SDI, SK 증권

2016 년은 매출과 영업이익의 역성장 우려되는 구간

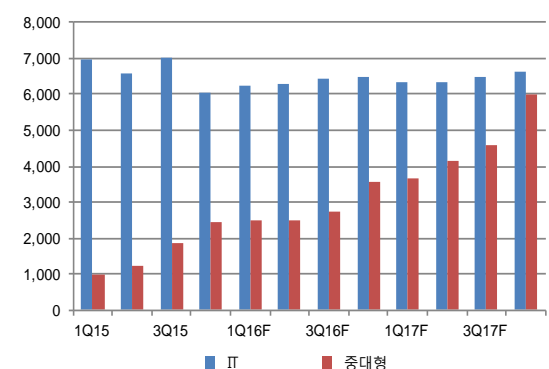
(단위 : %)



자료 : 삼성 SDI, SK 증권

중대형 전지의 성장성은 대단히 가파를 전망

(단위 : 십억원)



자료 : 삼성 SDI, SK 증권

투자의견 및 Valuation

투자의견 매수 및 6개월
목표주가 13.2만원 제시

2차전지 수익성 개선에는
긴 시간 필요하나, Valuation
Merit는 충분하다고 판단

삼성 SDI 에 대해 투자의견 매수를 유지하나, 목표주가는 13.2 만원으로 하향한다. 자동차용 2 차전지 시장은 폭발적인 성장세가 기대되지만, LG 화학과의 치열한 가격 경쟁으로 인해 대규모 적자가 발생하고 있다. 흑자를 내주던 케미칼 사업부도 롯데케미칼에 매각하면서, 동사의 올해 실적은 매출 및 영업이익 모두 전년 대비 감소가 불가피한 것이 사실이다. 그러나 삼성그룹은 변화하고 있다. 부품계열사의 통합을 통하여 부품 및 전장사업의 경쟁력을 높이고, 통합을 대비한 인력 구조조정을 통해 경영효율화를 달성하려 노력 중이다. 상반기 뼈를 깎는 고통이 지나고 나면, 하반기에는 실적도 점진적으로 개선될 것으로 기대된다. 비록 2차전지의 수익성 개선에는 오랜 시간이 필요하겠으나, 동사의 Valuation merit 를 고려하면 현재의 주가는 저평가된 것으로 판단된다.

2차전지 중장기 적자 감안하여 P/B 0.8배 적용한 목표주가 132,000원 제시

Category		장부가	할인율	보유가치 (십억원)
	상장사 (케미칼 매각 이전)	1,526	30%	1,068
	비상장사 (케미칼 매각 이전)	6,497	30%	4,548
	화학계열 매각후 비상장	6,345	30%	4,441
	에스케미칼(비상장) 지분 10%	6,578	30%	4,604
	상장사	1,913	30%	1,339
	비상장사	6,578	30%	4,604
	지분가치 TOTAL			5,944
공시일자	공시내용			현금흐름
2014.10.24	삼성엔지니어링 일부 처분			333
2014.11.26	삼성종합화학 일부 처분			186
2015.04.27	SVIC 24호 출자			(30)
2015.08.28	삼성정밀화학 전지부문 인수			(10)
2015.08.28	에스티엠 (71.8%) 지분 인수			(9)
2015.08.28	삼성비피화학 전량 처분			82
2015.10.30	삼성정밀화학 전량 처분			219
2015.10.30	에스케미칼 (90%) 처분			2,327
2016.02.25	삼성물산(2.63%) 일부 처분			3,000
	현금 TOTAL			6,098
A	현금 + 지분 TOTAL			12,041

Category		Target	적정가치 (십억원)
B	2016년 당기순이익 P/E	123	7.0
=A+B	삼성SDI 적정가치		860
	발행주식수	70,382,426	
	주당가치		12,902
			183,307
	BPS	165000	0.8
			132,000

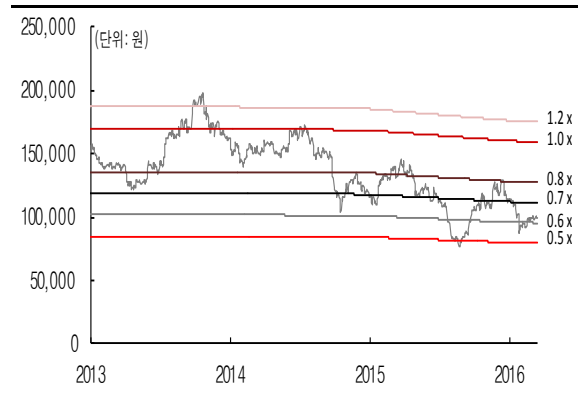
자료: SK 증권

삼성 SDI의 분기별 실적 전망 및 추이, 케미칼 부문 매각으로 2016년 본사 실적 개선은 어려울 것

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
Total Sales	18,652	18,439	19,977	18,613	17,227	13,462	13,887	15,255	14,940	15,783	16,542	17,887
2차전지	7,950	7,807	8,874	8,484	8,721	8,778	9,169	10,067	10,011	10,477	11,060	12,597
IT	6,951	6,582	7,025	6,048	6,241	6,297	6,413	6,485	6,336	6,342	6,466	6,625
중대형	999	1,225	1,849	2,436	2,480	2,480	2,756	3,583	3,675	4,134	4,593	5,972
Chemical+전자재료	10,702	10,632	11,103	10,129	8,506	4,685	4,718	5,187	4,929	5,306	5,483	5,290
매출비중												
2차전지	43%	42%	44%	46%	51%	65%	66%	66%	67%	66%	67%	70%
IT	37%	36%	35%	32%	36%	47%	46%	43%	42%	40%	39%	37%
중대형	5%	7%	9%	13%	14%	18%	20%	23%	25%	26%	28%	33%
Chemical+전자재료	57%	58%	56%	54%	49%	35%	34%	34%	33%	34%	33%	30%
Total OP	77	(37)	179	(808)	(511)	(367)	(294)	(270)	(143)	(82)	13	176
2차전지	(572)	(665)	(806)	(1,851)	(1,087)	(796)	(726)	(882)	(598)	(544)	(461)	(458)
IT	139	53	7	(889)	(219)	(126)	(64)	(130)	63	76	91	80
중대형	(711)	(717)	(813)	(962)	(868)	(670)	(661)	(752)	(661)	(620)	(551)	(537)
Chemical+전자재료	649	627	985	1,043	576	429	431	612	455	462	474	634
OPM (%)	0.4%	-0.2%	0.9%	-4.3%	-3.0%	-2.7%	-2.1%	-1.8%	-1.0%	-0.5%	0.1%	1.0%
2차전지	-7.2%	-8.5%	-9.1%	-21.8%	-12.5%	-9.1%	-7.9%	-8.8%	-6.0%	-5.2%	-4.2%	-3.6%
IT	2.0%	0.8%	0.1%	-14.7%	-3.5%	-2.0%	-1.0%	-2.0%	1.0%	1.2%	1.4%	1.2%
중대형	-71.2%	-58.5%	-44.0%	-39.5%	-35.0%	-27.0%	-24.0%	-21.0%	-18.0%	-15.0%	-12.0%	-9.0%
Chemical+전자재료	6.1%	5.9%	8.9%	10.3%	6.8%	9.2%	9.1%	11.8%	9.2%	8.7%	8.6%	12.0%
EPS	850	(4320)	6773	(311)	2372	(478)	(134)	(109)	302	546	605	776

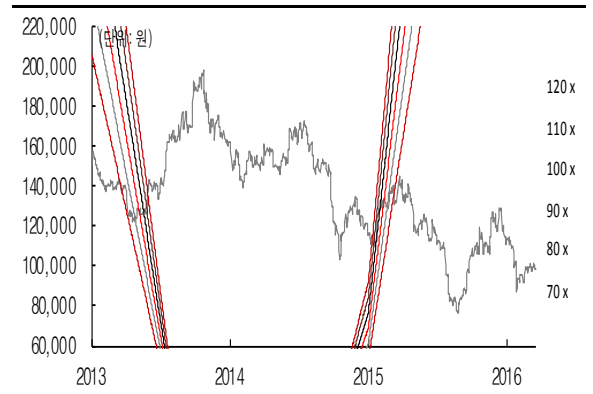
자료 : 삼성 SDI, SK 증권

삼성 SDI P/B Band 추이 및 전망



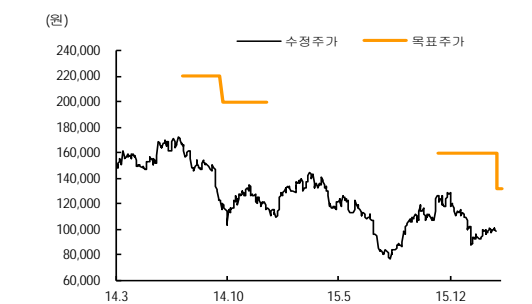
자료 : 삼성 SDI, SK 증권

삼성 SDI P/E Band 추이 및 전망



자료 : 삼성 SDI, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	20160315	매수	132,000원
	20151124	매수	160,000원
	20151123	담당자 변경	
	20150101	담당자 변경	
	20141103	매수	200,000원
	20141006	매수	200,000원
	20140828	매수	220,000원
	20140728	매수	220,000원
	20140722	매수	220,000원



Compliance Notice

- 작성자(김영우)는 본 조사분석자료에 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 3 월 15 일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,536	4,774	4,041	5,108	6,346
현금및현금성자산	628	1,288	79	0	149
매출채권및기타채권	893	1,055	865	1,014	1,134
재고자산	769	750	614	721	806
비유동자산	12,433	11,451	11,907	12,392	12,866
장기금융자산	2,461	1,212	1,212	1,212	1,212
유형자산	3,325	3,229	3,494	3,671	3,828
무형자산	1,279	1,278	1,182	1,109	1,054
자산총계	15,969	16,225	15,948	17,500	19,212
유동부채	2,254	3,201	2,862	3,137	3,451
단기금융부채	975	1,047	1,097	1,067	1,137
매입채무 및 기타채무	754	1,504	1,232	1,445	1,616
단기충당부채	43	48	39	46	51
비유동부채	1,887	1,771	1,880	3,362	4,826
장기금융부채	803	702	762	1,937	3,098
장기매입채무 및 기타채무	7	99	191	283	376
장기충당부채	24	25	21	24	27
부채총계	4,142	4,972	4,743	6,498	8,278
지배주주지분	11,586	11,012	10,957	10,743	10,665
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,033	5,031	5,031	5,031	5,031
기타자본구성요소	-11	-11	-11	-11	-11
자기주식	-11	-11	-11	-11	-11
이익잉여금	4,862	4,853	5,354	5,697	6,176
비지배주주지분	240	241	249	259	269
자본총계	11,827	11,253	11,205	11,002	10,934
부채외자본총계	15,969	16,225	15,948	17,500	19,212

현금흐름표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	320	893	392	483	682
당기순이익(손실)	-80	26	508	354	490
비현금성항목등	440	331	183	418	516
유형자산감가상각비	444	533	595	643	683
무형자산상각비	89	130	111	89	71
기타	92	-37	-424	-197	-197
운전자본감소(증가)	10	624	91	49	53
매출채권및기타채권의 감소(증가)	267	56	191	-149	-120
재고자산감소(증가)	140	17	135	-106	-85
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-213	-20	-272	213	171
기타	-184	571	37	92	87
법인세납부	-50	-87	-391	-338	-377
투자활동현금흐름	-289	166	-1,751	-1,733	-1,752
금융자산감소(증가)	0	0	0	0	0
유형자산감소(증가)	-434	-705	-860	-820	-840
무형자산감소(증가)	-3	-16	-16	-16	-16
기타	148	887	-875	-897	-896
재무활동현금흐름	-132	-417	150	1,170	1,220
단기금융부채증가(감소)	-162	-687	50	-30	70
장기금융부채증가(감소)	-200	392	60	1,175	1,161
자본의증가(감소)	337	0	0	0	0
배당금의 지급	-83	-72	0	0	0
기타	-23	-50	40	27	-9
현금의 증가(감소)	-103	660	-1,209	-79	149
기초현금	730	628	1,288	79	0
기말현금	628	1,288	79	0	149
FCF	-295	508	-157	-92	79

자료 : 삼성SDI, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	5,474	7,569	5,983	6,515	6,726
매출원가	4,545	6,186	4,906	5,289	5,289
매출총이익	929	1,383	1,077	1,226	1,437
매출총이익률 (%)	17.0	18.3	18.0	18.8	21.4
판매비와관리비	858	1,443	1,093	1,185	1,185
영업이익	71	-60	-15	41	252
영업이익률 (%)	1.3	-0.8	-0.3	0.6	3.7
비영업손익	129	99	677	414	378
순금융비용	16	14	16	51	87
외환관련손익	19	-6	-11	-12	-12
관계기업투자등 관련손익	190	311	280	280	280
세전계속사업이익	199	39	662	455	630
세전계속사업이익률 (%)	3.6	0.5	11.1	7.0	9.4
계속사업법인세	47	13	154	101	140
계속사업이익	152	26	508	354	490
중단사업이익	-232	0	0	0	0
*법인세효과	-73	0	0	0	0
당기순이익	-80	26	508	354	490
순이익률 (%)	-1.5	0.3	8.5	5.4	7.3
지배주주	-84	54	501	344	480
지배주주귀속 순이익률(%)	-1.53	0.71	8.38	5.28	7.14
비지배주주	4	-28	7	9	9
총포괄이익	244	-530	-48	-202	-66
지배주주	237	-503	-55	-212	-76
비지배주주	6	-27	8	10	10
EBITDA	604	604	691	772	1,006

주요투자지표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	59.7	38.3	-21.0	8.9	3.2
영업이익	흑전	적전	적지	흑전	520.7
세전계속사업이익	-61.2	-80.4	1,594.8	-31.3	38.6
EBITDA	44.0	0.0	14.6	11.6	30.3
EPS(계속사업)	적전	흑전	830.7	-31.3	39.6
수익성 (%)					
ROE	-0.9	0.5	4.6	3.2	4.5
ROA	-0.6	0.2	3.2	2.1	2.7
EBITDA마진	11.0	8.0	11.6	11.9	15.0
안정성 (%)					
유동비율	156.8	149.1	141.2	162.9	183.9
부채비율	35.0	44.2	42.3	59.1	75.7
순차입금/자기자본	1.0	-0.7	11.0	22.4	32.4
EBITDA/이자비용(배)	14.8	11.1	13.2	11.8	9.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,526	765	7,120	4,890	6,827
BPS	164,621	156,459	155,671	152,631	151,526
CFPS	7,632	10,191	17,163	15,281	17,540
주당 현금배당금	1,000	1,000	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	68.5	189.5	16.2	23.5	16.9
PER(최저)	41.0	100.4	12.3	17.9	12.8
PBR(최고)	1.1	0.9	0.7	0.8	0.8
PBR(최저)	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
PCR	15.2	11.2	5.8	6.5	5.6
EV/EBITDA(최고)	20.6	17.3	14.3	14.6	12.4
EV/EBITDA(최저)	11.3	9.4	11.5	12.1	10.5

