

October.2016



## SK INDUSTRY ANALYSIS

# IT

# 아삼육 (IT삼인방에게 60분에 듣는) 3Q16 실적 관전포인트

IT총괄/반도체/디스플레이. 김영우 | 3773-9244, hermes@sk.com  
통신/지주회사/인터넷/게임. 최관순 | 3773-8812, ks1.choi@sk.com  
휴대폰/전기전자/통신장비. 박형우 | 3773-8889, hyungwou@sk.com  
R.A. 홍승일 | 3773-8497, seungil@sk.com

## IT

### 아삼육 (IT 삼인방에게 60분에 듣는) 3Q16 실적 관전포인트

3분기 실적시즌이 임박했습니다. 실적시즌을 앞두고 IT 하드웨어와 소프트웨어 산업을 총망라한 ① 3Q16 실적관전포인트와 ② 주요 질문들, 그리고 ③ IT 기업들의 3분기 실적동향을 “60 분 세미나”로 정리했습니다. 3분기 실적 요약에 포함해 하반기와 2017년을 위한 지주/하드웨어/소프트웨어 업종 투자전략에 대해 논의하고자 합니다.



**Analyst**  
**김영우**  
(반도체/디스플레이)  
hermes\_cmu@sk.com  
02-3773-9244



**Analyst**  
**최관순**  
(통신/지주/인터넷)  
ks1.choi@sk.com  
02-3773-8812



**Analyst**  
**박형우**  
(휴대폰/전기전자)  
hyungwou@sk.com  
02-3773-8889



**R.A.**  
**홍승일**  
(IT)  
seungil@sk.com  
02-3773-8497

#### 반도체 / 디스플레이 3Q16 실적 관전포인트

삼성전자 반도체와 SK Hynix의 3분기 실적은 어닝서프라이즈가 기대된다. PC DRAM 생산비용을 줄이고 Mobile DRAM 생산을 증가시켰던 삼성전자의 전략은 대성공을 거두고 있다. 삼성전자의 3D Nand는 공급이 수요를 따라가지 못하고 있으며, 2D Nand도 계절적 성수기를 맞이하여 수익성이 개선되고 있다. 삼성디스플레이(SDC)의 OLED 부문은 어닝서프라이즈가 기대되며, LG 디스플레이는 SDC 7-1 LCD 라인의 폐쇄로 인한 공급 감소의 수혜를 4분기까지 누리게 될 것이다.

#### 세트 / 부품 (휴대폰/전기전자) 3Q16 실적 관전포인트

세트와 부품 제조사들은 3분기에 부진한 실적이 예상된다. 세트업체들은 원자재 가격의 상승과 IT 성수기 진입에 따른 제조사들의 가격 경쟁으로 수익성이 하락할 전망이다. 스마트폰 부품사들은 기대했던 매출증가가 미미했다. 이는 삼성전자의 중저가 스마트폰 증산이 제한적이었기 때문이다. 옆친 데 덮친 격으로, 일부 부품사들은 노트 7의 품질 이슈로 공급차질을 빚었다. 3분기는 부진하지만, 4Q16 스마트폰 증산 가능성과 2017년 신규 기능채용에 따른 수혜 업체들에 주목이 필요하다.

#### 통신 / 지주 / 인터넷 3Q16 실적 관전포인트

9월 번호이동 가입자가 연중 최저 수준으로 이동통신 시장안정화 기조는 유지될 전망이다. SK 텔레콤의 가입자 유지 전략이 유효하며 영업수익 대비 마케팅 비용 비중이 높은 LG 유플러스의 수혜를 예상한다. 지주회사는 비상장 자회사 실적 개선이 예상되는 LG 실적이 양호할 것으로 예상되며, SK, 원익홀딩스는 자체 사업부문이 호조를 보일 것이고, LS는 우호적인 영업환경이 예상된다. 4분기 성공가능성 높은 리니지 활용 모바일 게임 출시를 앞두고 있는 엔씨소프트는 3분기 다소 부진한 실적에도 긍정적 추가 흐름을 예상한다.

## Contents

1. 반도체 산업	(Analyst 김영우)
2. 디스플레이 산업	(Analyst 김영우)
3. IT 세트 산업	(Analyst 박형우)
4. IT 부품 산업	(Analyst 박형우)
5. 통신 산업	(Analyst 최관순)
6. 지주 산업	(Analyst 최관순)
7. 인터넷/게임 산업	(Analyst 최관순)
8. 개별종목 25 개 기업	

### Compliance Notice

- 작성자(김영우, 최관순, 박형우)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 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 10 월 5 일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 1. 반도체 산업

### (1) 반도체 3Q16 실적 Preview

3 분기는 PC DRAM 생산 성공적  
축소 및 Mobile 판매 확대 성공,  
삼성전자 3D Nand는 공급 부족  
상황이며 2D Nand 수급도 안정적

삼성전자 반도체와 SK Hynix의 3분기 실적은 어닝서프라이즈가 기대된다. PC DRAM 생산비중을 줄이고 Mobile DRAM 생산을 증가시켰던 삼성전자의 전략은 대 성공을 거두고 있다. 삼성전자의 3D Nand는 공급이 수요를 따라가지 못하고 있으며, 2D Nand도 계절적 성수기를 맞이하여 수익성이 개선되고 있다. 다만 최근 판매가 회복되고 있는 PC는 게이머용 High-end와 초저가 PC로 제품으로 양극화되어 있다. Micron의 2z nm 수율이 지속적으로 개선된다면, 수요 대비 공급이 증가하는 연말연 초에는 DRAM 가격의 상승세가 주춤하게 될 것이다. 3D Nand는 Super Cycle이지만, DRAM은 업황의 일시적 개선으로 판단된다.

### (2) 반도체 산업 핵심 Q&A

삼성전자의 3D Nand 성공으로  
HDD 및 2D Nand 장기 수요는  
매우 부정적, 공격적 증설 경쟁

**Q : 삼성전자와 SK Hynix의 3D NAND의 영업이익률과 향후 생산능력 증설 전망?**

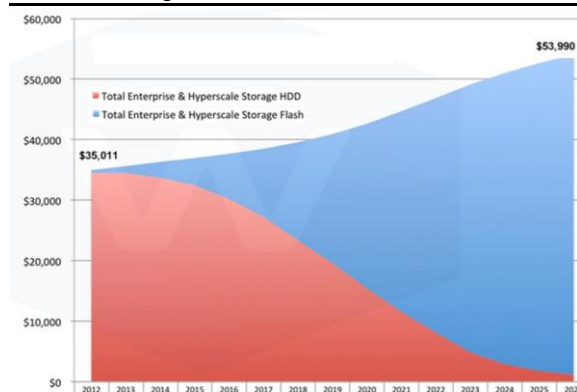
A: 삼성의 48단 3D Nand 영업이익률은 이미 40%를 상회할 정도로 높은 수익성을 보여주고 있고, 2017년 120K 수준의 공격적 증설이 기대된다. 평택라인은 64단 위주로 투자될 전망이며, 독보적인 경쟁력을 유지할 것으로 기대된다. Hynix는 3D Nand에서는 글로벌 업체 가운데 가장 뒤쳐지고 있지만 2017년에 72단 기준 30~50K 수준의 투자를 할 것으로 예상된다. 뒤늦게 48단을 투자하는 것은 의미가 없기 때문이다.

향후 3년간 3D Nand 공격적 증설  
불가피하며, Big Data 시대의  
Storage는 3D Nand가 차지할 것

**Q : 3D Nand 투자는 일시적인 것인가, 아니면 향후 2~3년간 지속될 것인가?**

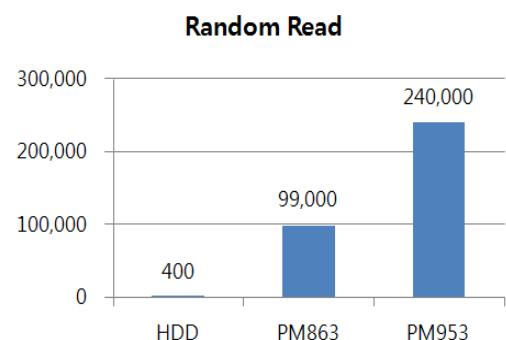
A: 3D Nand의 최대 장점은 원가 경쟁력이다. Cloud Computing에서 가장 중요한 Random read 부문에서, 3D Nand는 HDD 대비 300배 이상 빠르다. 2017년에는 1,000배 이상 빨라질 수도 있다. 64단 TLC 제품이 쏟아져 나오게 되면, 3D Nand는 가격마저 HDD 대비 우월하게 될 것으로 예상된다. 따라서 이번 3D Nand 투자 사이클은 HDD 대체는 물론, 장기적으로 2D Nand까지 대체하는 Super Cycle이다.

3D Nand의 Storage 시장 석권은 아직 초기 국면 (단위 : M USD)



자료: 업계자료, SK 증권

HDD와 비교 불가한 삼성전자 SSD의 성능 (단위 : 초당 횟수)



자료: 삼성전자, SK 증권



## 2. 디스플레이 산업

### (1) 디스플레이 3Q16 실적 Preview

삼성디스플레이 7-1 LCD Fab  
클로징으로 4분기까지 LCD 업황  
개선, 중소형 OLED는 공급부족

2016년 상반기는 글로벌 2위 LCD 업체인 삼성디스플레이(SDC)의 공정 전환 실패로, TV 용 LCD 패널 공급량은 기대치를 훨씬 하회했다. 그리고 오는 11 월에는 SDC 의 LCD 7-1 LCD Fab 이 폐쇄된다. 따라서 LG 디스플레이와 SDC 의 대형 LCD 부문은 4 분기까지 실적이 개선될 수 있다. 다만 중소형에서는 OLED 가 LTPS LCD 에 완전한 승리를 거두었다. 중소형 OLED 는 공급 부족으로, SDC 의 하반기 어닝 서프라이즈를 이끌게 될 것이다. 그러나 LTPS LCD 는 2017 년부터 수요도 급감하고, Japan Display (JDI)가 공격적인 고객 확보 전략을 시작하여 중장기적 가격 폭락이 예상된다.

### (2) 디스플레이 산업 핵심 Q&A

2017년 LTPS LCD 가격의 급락은  
불가피하며, 중국의 BOE 와 대만의  
Honhai 그룹은 중소형 OLED 투자  
공격적으로 진행하게 될 것

**Q : '17년과 '18년, LTPS LCD 가격은 왜 하락하며, 글로벌 OLED 투자는 왜 증가하는가?**

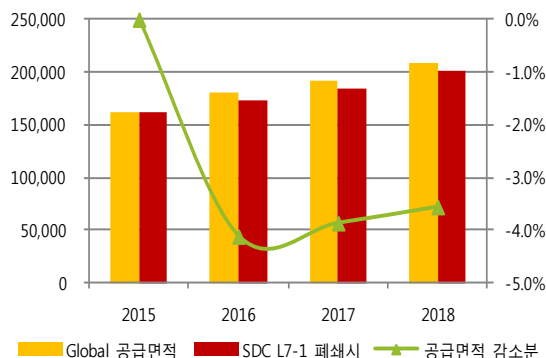
A: 2016년 스마트폰에서 LTPS LCD 가 차지하는 비중은 34.6% 수준이다. 연간 5억 대수준인 것이다. 이 가운데 Apple 이 차지하는 수요는 2.2~2.3 억대에 달한다. 전체 LTPS LCD 수요의 45%가 2018년까지 사라지게 될 상황에서, 가격 폭락은 불가피하다. 중국과 대만의 중소형 LCD 패널업체들은 최악의 상황이 우려되며, JDI 도 대만의 Honhai Group 또는 중국업체에 매각될 가능성도 제기된다. 이런 상황에서 Apple 공급을 노리고 있는 중국의 BOE 와 대만의 Honhai Group 은, Flexible OLED 에 대한 공격적인 투자를 진행하게 될 것이다.

Micro LED 는 Wearable 수준에서  
적용 가능하며, 향후 Apple 의  
iPhone 과 iPad 는 OLED 로 출시

**Q : Micro LED 가 Apple Watch, iPhone, iPad 에서 OLED 를 대체할 것인가?**

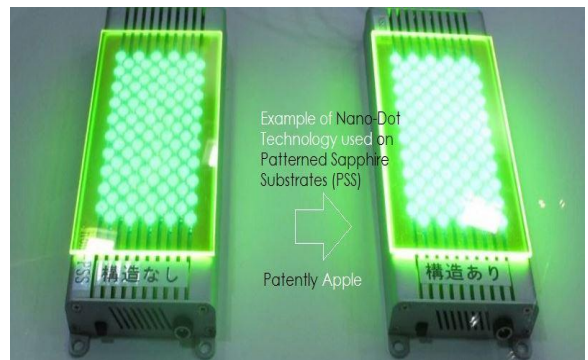
A: Apple Watch2 는 삼성디스플레이(SDC)의 OLED 를 채택하여 생산되고, 2017년 iPhone 10 주년 기념작인 iPhone8 은 SDC 의 Flexible OLED 를 채택하는 것으로 이미 확정되어 있다. 초대규모(15조원 이상)의 OLED 투자가 진행되는 상황에서, Apple 이 엄청난 단가의 Micro LED 를 iPhone 과 iPad 에서 채용할 가능성은 중단기에는 없다.

SDC 7G LCD Fab Closing 시 공급면적 큰 폭 감소 (단위: 1,000 m<sup>2</sup>, %)



자료: IHS, SK 증권

MicroLED 는 Wearable 은 가능하나, iPhone 적용은 중기 불가능



자료: LuxVue, Patently Apple

### 3. IT 세트 산업 (TV, 가전, 스마트폰)

#### (1) 세트 3Q16 실적 Preview

LG 전자와 삼성전자는 세트  
산업에서 프리미엄 시장 선점에  
총력을 다하고 있음

LG 전자와 삼성전자는 프리미엄 시장 선점에 총력을 기울이고 있다. TV 시장에서는 각각 OLED와 퀀텀닷 TV를 주축으로, 가전시장에서는 디스플레이, 카메라, IoT 기능 등을 접목시킨 프리미엄 제품을 주축으로 산업을 선도하고 있다고 판단된다. 그러나 하반기 IT 성수기 진입으로 세트업체들은 프로모션을 확대하고, 중국업체들과는 가격경쟁이 심화될 것이며, 이에 따라 수익성은 하락할 전망이다. 원재료 가격의 상승이 예상되는 점도 부정적이다. 스마트폰 산업에서는 삼성전자는 노트 7 폭발 이슈로, LG 전자는 매출 부진에 따른 고정비 부담으로 곤혹을 치르고 있다.

#### (2) 세트 산업 핵심 Q&A

프리미엄 가전 시장에서 삼성과 LG  
의 강점은 디스플레이와 스마트시스  
템에서 돋보임

**Q : 가전시장에서 삼성과 LG의 경쟁력은 향후에도 유지될 수 있을까?**

A: 가전산업의 트렌드는 ① 후발주자들의 낮은 브랜드 인지도를 극복하기 위한 디자인 개선 노력, ② 디스플레이 채용을 통한 인터페이스 변화, ③ IoT 허브를 통한 스마트시스템 구현 세가지로 요약할 수 있다. 이 중 삼성과 LG의 강점은 디스플레이와 스마트시스템에서 돋보인다. 국내 제조사들은 디스플레이 자회사들의 투명디스플레이와 엣지 디스플레이 경쟁력을 가전세트로 연결시켰고, 오랜 기간 휴대폰 산업에서 굳혀온 모바일 기술력을 스마트홈(IoT) 생태계에 접목시키고 있다.

2017년 삼성과 Apple의 신규  
플래그십은 폴체인지 모델. 새롭게  
채용되는 기능에 주목 필요

**Q : 2017년 출시될 삼성 갤럭시 S8과 Apple iPhone8의 변화점은?**

A: 삼성전자와 Apple은 2017년 신제품을 각각 2월과 9월에 출시할 것으로 전망된다. 2016년 갤럭시 S7과 iPhone7이 전작대비 완성도를 보강한 스마트폰이었다면, 2017년 플래그십들은 모델 폴체인지가 기대되는 스마트폰이기 때문이다. 신규채용 또는 채용확대가 기대되는 기능은 Flexible OLED(직각/4면엣지), On-Panel 홈키버튼, 3D 터치, 듀얼카메라, 전자펜 등이다. 세트의 변화에 맞추어 실적 개선이 가능한 부품업체들에 주목이 필요하다.

삼성전자갤럭시 S7



자료 : SK 증권 삼성전자

Apple iPhone7



자료 : SK 증권 Apple

## 4. IT 부품 산업 (휴대폰 서플라이체인)

### (1) 부품 3Q16 실적 Preview

스마트폰 부품사 실적은 2 분기에 이어 3Q16 에도 부진할 전망이다. 이는 삼성전자의 스마트폰 생산이 예상을 하회했기 때문

스마트폰 부품사 실적은 2 분기에 이어 3Q16 에도 부진할 전망이다. 당초 부품사들의 3분기 실적은 개선될 것으로 전망됐었다. 3분기는 통상적으로 하반기 IT 성수기를 대비한 3분기 삼성전자의 스마트폰 증산 시즌이기 때문이다. 그러나 예상과는 다르게 삼성전자는 중저가 스마트폰 대신 갤럭시노트 7 중심의 플래그십 확관 전략을 펼쳤고, 이에 따라 부품사들의 출하량은 기대치를 하회했다. 앞선 데 덮친 격으로, 일부 부품사들은 노트 7의 품질 이슈로 공급차질을 빚었다.

### (2) 부품 산업 핵심 Q&A

부품산업의 3분기 실적부진은 노트 7 품질이슈 보다는, 삼성의 스마트폰 생산이 기대치를 하회했기 때문

**Q : 갤럭시노트 7 폭발 이슈에 따른 밸류체인 업체들의 공급차질 현황은?**

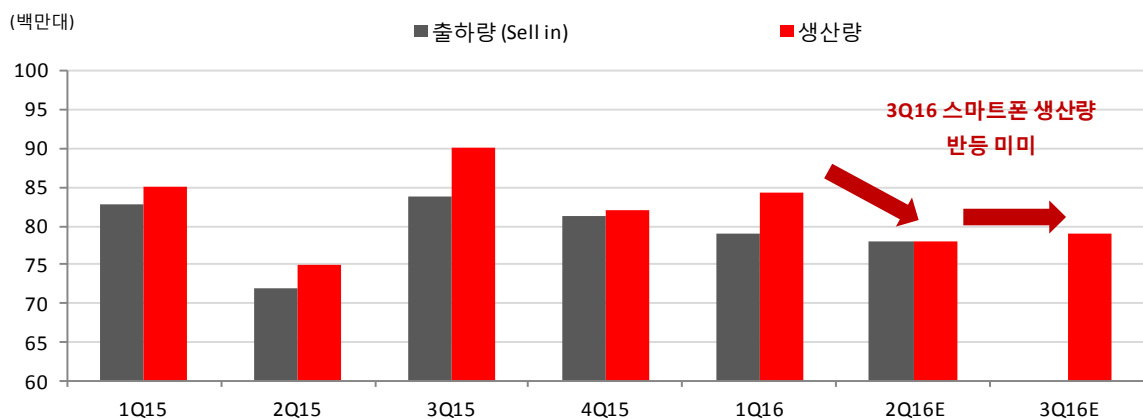
A: 갤럭시노트 7 부품의 실적 기여가 절대적인 부품사는 일부에 불과하다. 다수의 부품사들은 삼성의 플래그십 생산량보다는 전체 스마트폰 생산량이 중요하다. 삼성전자가 플래그십 판매 위주의 수익성 확보 전략을 펼치는 시기보다, 중저가 스마트폰 (A, J 등) 증산으로 출하량 확대 전략을 선택하는 시기의 실적이 견조한 것이다. 또한 삼성전자는 이번 노트 7 폭발 후, 리콜물량 준비를 위해 일부 부품들의 경우, 오히려 주문을 늘리고 있다. 따라서 부품 산업의 3분기 실적부진은 노트 7 생산 지연 보다는, 삼성의 중저가 스마트폰 생산량이 기대치를 하회했기 때문으로 분석된다.

2016 년은 2 분기와 3 분기 삼성전자의 스마트폰 생산량이 제한적이었기에 4Q16에 증산 가능성 존재

**Q : 2Q16과 3Q16에 연이어 부진했던 스마트폰 부품산업, 4Q16 업황 전망은?**

A: 일반적으로, 4 분기는 스마트폰 재고조정으로 부품업체들의 비수기이다. 그러나 2016 년은 2 분기와 3 분기 삼성전자의 스마트폰 생산량이 제한적이었기에 4 분기 증산 가능성이 존재한다. 최근 주가 하락이 가팔랐던 업체들과 밸류에이션 매력을 보유한 부품사들에 주목이 필요하다.

삼성전자 스마트폰 생산량 & 출하량 추이 : 부품 업체가 기대했던 3분기 생산량 반등은 크지 않았던 것으로 추산됨



자료 : SK 증권 추정, SA

## 5. 통신 산업

### (1) 통신 3Q16 실적 Preview

9월 번호이동 가입자  
연중 최저 수준

통신서비스 업체의 3Q16 실적은 대체로 시장기대치에 부합할 전망이다. 9월 번호이동 가입자 수는 46.9만명으로 올해 들어 가장 낮은 수치를 기록할 만큼 시장안정화 기조는 유지되고 있다. 갤럭시노트 7 출시 이후 10월 21일 아이폰 7 출시가 예정되어 있음에도 시장 안정화 기조가 유지되면서 통신업체의 마케팅 비용 안정화는 지속될 것으로 예상된다.

### (2) 통신 산업 핵심 Q&A

시장안정화로 SK 텔레콤과  
LG 유플러스의 수혜 전망

**Q : 번호이동 안정화 이후 수혜 업체는?**

A: 가입자를 지켜야 하는 1위 업체인 SK 텔레콤에 우호적인 환경이다. 또한 영업수익 대비 마케팅 비용 비중이 가장 높은 LG 유플러스도 실적 개선 가능성이 높다.

통신비 인하 정책의 실현 가능성은  
낮으나 주가 측면에서 부정적인  
요인

**Q : 기본료 폐지, 약정할인 30% 확대 등 정책에 따른 영향은?**

A: 현재 이동통신 기본료 폐지, 약정할인 30% 확대 등에 대한 논의가 진행되고 있는 것이 사실이나 현실화 가능성은 낮다고 판단한다. 다만 2017년 대선을 앞두고 가계통신비 인하 관련 정책이 제안된다면 통신업체 주가에는 부정적일 수 있다.

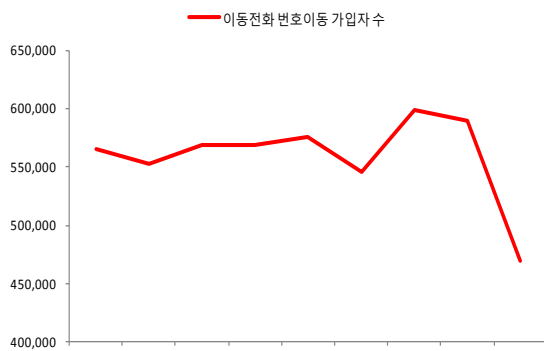
2017년부터 ARPU 반등 전망

**Q : 이동통신 ARPU 반등 시기는?**

A: 선택약정할인이 20%로 상향된 이후 이동통신 ARPU 성장이 정체되고 있다. 하지만 2017년부터 본격적인 ARPU 성장이 가능할 것으로 예상된다. ARPU 상승을 위해 기존 가입자의 요금제 상향 및 데이터 사용량 확대가 필요한데 갤럭시노트 7, 아이폰 7 등 고가 단말기 출시를 가입자의 요금제 상향요인이기 때문이다. 또한 선택약정가입자는 1,000만명을 돌파한 이후 증가세가 둔화되고 있는 것으로 판단한다. 시장안정화 기조가 유지되는 가운데 2017년 매출 상승에 의한 영업이익 개선이 가능할 전망이다.

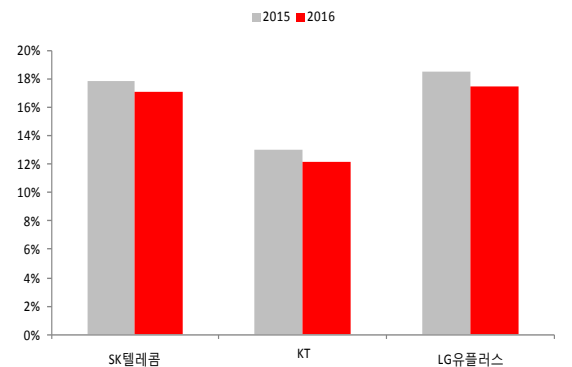
9월 번호이동 가입자 수 연중 최저 수준

(단위 : 명)



자료 : 미래창조과학부

통신 3사 영업수익 대비 마케팅비용 비중



자료 : SK 증권 각 사

## 6. 지주 산업

### (1) 지주 3Q16 실적 Preview

LG 실적 양호

SK, 한화 다소 부진전망

지주회사 3Q16 실적은 지주회사별로 차별화될 전망이다. 비상장자회사 실적 개선이 유효한 LG의 실적이 양호할 것으로 예상되며 SK 이노베이션 실적이 부진할 것으로 예상하는 SK와 한화건설 중등 공사완료에 따른 비용확대가 예상되는 한화의 실적이 시장 기대치를 하회할 전망이다. CJ와 LS, 원익홀딩스는 시장기대치 수준의 실적을 예상한다.

### (2) 지주 산업 핵심 Q&A

지주회사 중 SK는 계열사 주가

상승에도 지주회사의 주가에 반영이 거의 되지 않았음

**Q : 상장 자회사 주가상승 대비 주가가 오르지 못한 지주회사는?**

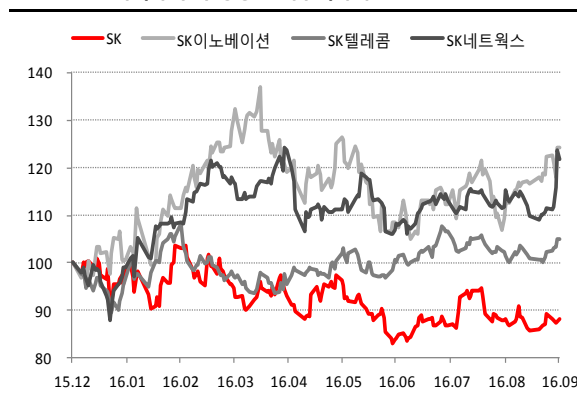
A: SK는 연초 대비 SK 이노베이션 24.2%, SK 텔레콤 4.9%, SK 네트워크 21.9% 주가 상승했음에도 불구하고 오히려 주가가 11.9% 하락하였다. 자체사업 및 신규사업에 대한 기대감이 유효한 상황에서 주가 하락이 과도하다고 판단한다. 자회사 주가는 지주회사 NAV를 구성하는 요소이므로 자회사 주가 상승분이 지주회사 주가에 점진적으로 반영될 것으로 예상한다. SK E&S도 3분기를 저점으로 점진적인 실적 개선이 가능할 전망이다.

SK, 한화, 원익홀딩스의 자체사업  
호조 전망

**Q : 자체사업 호조가 예상되는 지주회사는?**

A: SK는 중고차, 반도체모듈, IT 서비스 부문 등 자체사업에서 양호한 실적을 유지하고 있는 가운데 2017년 이후 물류, 바이오 등의 신규 사업에서의 가시적 성과가 예상된다. 한화의 방산부문도 안정적인 수주와 계열사와의 시너지 창출을 통해 수익성 개선이 가능할 전망이다. 원익홀딩스는 주 고객사인 삼성전자의 투자 확대에 따라 구조적인 수혜를 예상한다. 삼성전자뿐만 아니라 3분기부터 본격적으로 고객사가 다변화될 것으로 예상됨에 따라 이익의 안정성도 강화될 것으로 예상한다.

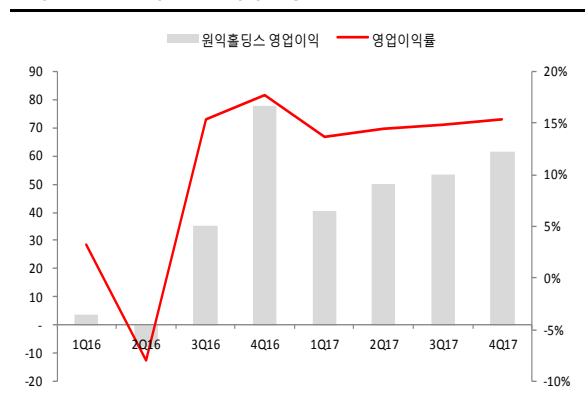
2016년 SK 자회사 주가 상승분 지주회사에 미반영



자료 : SK증권

원익홀딩스 별도기준 영업이익 전망

(단위: 억원)



자료 : SK증권, 원익홀딩스



## 7. 인터넷/게임 산업

### (1) 인터넷/게임 3Q16 실적 Preview

광고성과 우수한 NAVER 실적 양호  
신작부재로 게임업체 실적은 부진

포털업체의 3Q16 실적은 광고부문 성과가 결정할 전망이다. 모바일광고 및 쇼핑 부문에서 경쟁력이 확대되고 있는 NAVER 실적은 양호할 전망이다. 국내 포털에서의 영향력이 약화되고 있는 카카오는 부진한 실적이 예상된다. 게임업체는 3분기 신작 출시 부재로 인해 다소 부진한 실적이 예상된다. 다만 4분기 집중되어 있는 신작일정 고려 시 4분기부터 본격적인 실적 반등이 가능할 것으로 예상된다.

### (2) 인터넷/게임 산업 핵심 Q&A

NAVER와 카카오 주가 차별화  
지속 가능성

**Q : NAVER와 카카오 주가 차별화 지속 가능성?**

A: 광고플랫폼의 특성상 1위 업체로의 쏠림 현상은 불가피할 것으로 예상된다. NAVER의 경쟁력은 국내와 해외에서 점진적으로 강화되고 있으나 카카오는 신규 O2O 서비스의 수익화 지연과 더불어 광고부문에서의 매출 감소가 우려되는 상황이다. 이에 따라 NAVER와 카카오의 주가 차별화는 지속될 가능성이 높다.

엔씨소프트와 컴투스의 기존  
IP 활용 모바일게임의 성공  
가능성은 높다고 판단

**Q : 4분기 신작의 성공 가능성은?**

A: 엔씨소프트는 4분기 리니지를 활용한 모바일 게임을 출시할 예정이다. 넷마블에서 개발한 리니지 레볼루션은 상용화 이전 이미 서버가 100개로 확대되었으며 엔씨소프트 자체 개발게임인 리니지 RK와 리니지 m이 순차적으로 연내 상용화될 예정이다. 컴투스도 홈런배틀3와 낚시의신 VR 등이 출시 예정이다. 신작의 성과를 속단하기 어렵지만 공통적으로 기존 IP를 활용한 게임에 대해서는 성공 가능성이 높다고 판단한다. 4분기 신규게임 출시로 실적 개선 및 기업가치 상승이 가능할 것으로 예상된다

일본 라인 주가 상승

(단위 : 엔)



자료 : Bloomberg

주요 게임업체 2016년 PER

(단위 : 배)



자료 : Quantwise(컨센서스 기준)

# Company Analysis

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김영우

hermes\_cmu@sk.com

02-3773-9244

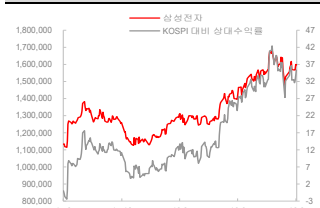
## Company Data

자본금	8,975 억원
발행주식수	16,241 만주
자사주	2,243 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,263,876 억원
주요주주	
이건희(외9)	18.31%
삼성전자 자사주	13.39%
외국인지분율	50.70%
배당수익률	1.30%

## Stock Data

주가(16/10/03)	1,598,000 원
KOSPI	2043.63 pt
52주 Beta	1.32
52주 최고가	1,687,000 원
52주 최저가	1,115,000 원
60일 평균 거래대금	3,716 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.4%	-1.8%
6개월	21.8%	19.0%
12개월	40.9%	35.3%

삼성전자 (005930/KS | 매수(유지) | T.P 2,000,000 원(상향))

3Q16 Preview : 중기 최저점 통과중, 2017 년 놀라운 도약 기대

삼성전자 3Q16 잠정실적은 매출 45.2 조, 영업이익 7.9 조 달성 기대

① 3Q 호실적 견인은 메모리와 디스플레이 부문, DS 부문 영업이익 4.23 조 전망

② 갤럭시노트 7 폭발 여파로 IM 사업부 영업이익 2.84 조로 중기 최저점 예상

③ 2017 년 3D Nand 와 OLED 투자 집중, 영업이익 38 조 시대 개막할 것으로 전망

삼성전자 Super Cycle 진입 예상, 초대규모 투자는 사상최대 실적을 위한 전주곡

3Q16 영업이익 7.9 조(QoQ -3.2%, YoY 6.6%)로 시장 우려 대비 선방 기대

삼성전자는 3분기 매출액 45.2 조원 (QoQ -11.3% / YoY -12.6%), 영업이익은 7.9 조원 (QoQ -3.2% / YoY 6.6%)의 실적을 달성할 전망이다. 이는 ① DRAM 업황 개선 및 3D Nand 의 놀라운 수익성에 기인한 반도체 부문의 실적 개선, ② LCD 흑자 전환 및 OLED 의 어닝 서프라이즈에 따른 삼성디스플레이(SDC)의 실적 호조, ③ TV 용 LCD 패널가격 상승에도 불구하고 선방한 TV 및 에어컨 판매 호조에 기인한다.

삼성전자의 성장을 이끄는 두개의 심장, 3D Nand 와 OLED 의 약진

삼성전자를 가치주가 아닌 성장주로 만들어 주는 두개의 심장은 3D Nand 와 Flexible OLED 이다. 이번 분기에 삼성전자는 메모리 사업부와 삼성디스플레이로 구성된 DS 부문에서 경쟁사를 압도하는 수익성을 다시 한 번 보여줄 것으로 기대된다. 당사가 추정한 DS 부문의 영업이익은 4.2 조에 달할 것으로 전망되며, 향후 삼성전자의 2017 년 영업이익이 38 조까지 성장할 수 있음을 보여주게 될 것으로 기대된다.

투자의견 매수 유지 및 목표주가 200 만원 상향

2017 년 삼성전자는 최고의 수익성과 압도적인 제품 경쟁력을 보유한 3D Nand 와 Flexible OLED 에 대한 사상 최고 수준의 투자가 예상된다. 3D Nand 는 이미 수요가 공급을 크게 초과하고 있으며, Apple 의 OLED 채택은 2017 년이 원년이다. 2017 년 하반기 영업이익 10 조 시대를 다시 열어갈 삼성전자에 대해 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가를 200 만원으로 상향한다. 2017 년 예상 영업이익은 38 조원 수준이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	2,286,927	2,062,060	2,006,535	1,983,716	2,063,633	2,086,034
yoy	%	13.7	-9.8	-2.7	-1.1	4.0	1.1
영업이익	억원	367,850	250,251	264,134	313,216	379,961	388,492
yoy	%	26.6	-32.0	5.6	18.6	21.3	2.3
EBITDA	억원	532,304	430,785	473,443	535,991	639,395	655,713
세전이익	억원	383,643	278,750	259,610	348,105	390,297	406,102
순이익(지배주주)	억원	298,212	230,825	186,946	252,863	282,050	293,734
영업이익률%	%	16.1	12.1	13.2	15.8	18.4	18.6
EBITDA%	%	23.3	20.9	23.6	27.0	31.0	31.4
순이익률	%	13.3	11.4	9.5	12.9	14.0	14.4
EPS	원	175,282	135,673	109,883	153,977	171,750	178,865
PER	배	7.8	9.8	11.5	10.4	9.3	8.9
PBR	배	1.6	1.4	1.2	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	3.6	4.1	3.4	3.6	2.8	2.4
ROE	%	22.8	15.1	11.2	13.9	13.9	12.9
순차입금	억원	-433,355	-505,518	-586,191	-696,839	-854,410	-1,119,427
부채비율	%	42.7	37.1	35.3	33.3	32.7	30.9

## 1. 3D Nand 와 Flexible OLED 의 Super Cycle

### (1) 3D Nand 투자는 공격적으로 진행될 수 밖에 없다

삼성전자는 48 단 3D Nand 를  
양산하는 유일한 업체, 절대적  
공급부족 타개 위해 공격적 투자

삼성전자는 DRAM 시장에서 압도적인 기술적 우위를 바탕으로, 가장 부가가치가 높은 Mobile DRAM 시장에서 시장점유율 60%를 돌파하였다. SK Hynix 와 Micron 등 경쟁사들이 2z nm 에 안착하지 못하고 있는데 반해, 2017년에는 1y nm DRAM 을 양산할 준비도 하고 있다. 경쟁사와의 기술격차는 2 년 이상으로, 영업이익률은 비교할 대상이 없다. 이러한 삼성의 독주체제는 3D Nand 에서 다시 한 번 재현될 수 있을 전망이다. 경쟁사들이 로드맵과 시제품만 반복적으로 보여주고 있는데 반해, 삼성전자만이 48 단 3D Nand 를 대단히 성공적으로 양산하고 있는 것이다. 3D Nand 는 압도적인 원가 절감이 가능하기 때문에, 시장에서의 수요는 그야말로 폭발하고 있다. 따라서, 삼성전자는 공급부족 타개를 위한 공격적 투자를 진행하고 있다.

48 단 3D Nand 영업이익률은  
이미 40%를 초과하고 있으며,  
2017년 64 단 3D Nand 시대를  
주도하려는 선제적 투자 이어질 것

경쟁사들은 만들어내지도 못하는 48 단 3D Nand 에서, 삼성전자는 이미 40%가 넘는 영업이익률을 달성하고 있다. 이러한 양산경험을 바탕으로, 삼성전자는 2017년 64 단 TLC/QLC 3D Nand 를 양산할 준비를 하고 있다. 64 단 3D Nand 의 수율이 높아지게 되면, 1GB 당 가격은 1 Cent 로 하락하게 된다. 이는 하드디스크(HDD) 시대의 종언을 의미한다. 경쟁자가 단기에 진입할 수 없는 황금 시장을 독점할 수 있는 절호의 기회가 삼성전자 앞에 펼쳐져 있다. 2017년은 64 단 3D Nand 의 황금기가 도래하게 될 것이며, 삼성전자는 선제적이고 과감한 투자를 하지 않을 이유가 없다.

삼성전자는 3D Nand 에서의 압도적인 기술 경쟁력과 수율을 바탕으로 2017년 공격적 투자 전망

### Samsung 3D Nand Capa: 2016.4Q 195K → 2017.4Q 320K

Factory	Country	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	투자방향
Fab12	Korea	120	120	120	120	120	120	120	120	• 12/16 Line 2D Nand 1y에서 1z로 전환중
Fab 16	Korea	190	190	190	190	180	170	160	150	• 2016년말까지 80K 3D Nand로 전환 • 2017년 2Q 64단 양산
XiAn	China	105	115	115	115	115	115	115	115	• XiAn 115K는 100% 3D Nand로 구성
Fab17	Korea	-	-	-	20	20	40	40	60	• 2017년 하반기 64단 TLC/QLC 양산 • 2017년말 96단 샘플링 가능
Pyeongtaek	Korea	-	-	-	5	15	20	40	65	• 북중구조로 증당 100K 수준 • 64단 수율, 시황에 따른 변경 가능
Total		415	425	425	430	445	455	475	485	* 2016년 3D Capa : 80 (16L) + 115 (XiAn) = 195K + 17L과 평택 소량투입 = 220K * 2017년 신규 3D Capa : 40 (17L) + 60 (평택) = 100K

자료 : 삼성전자, SK 증권

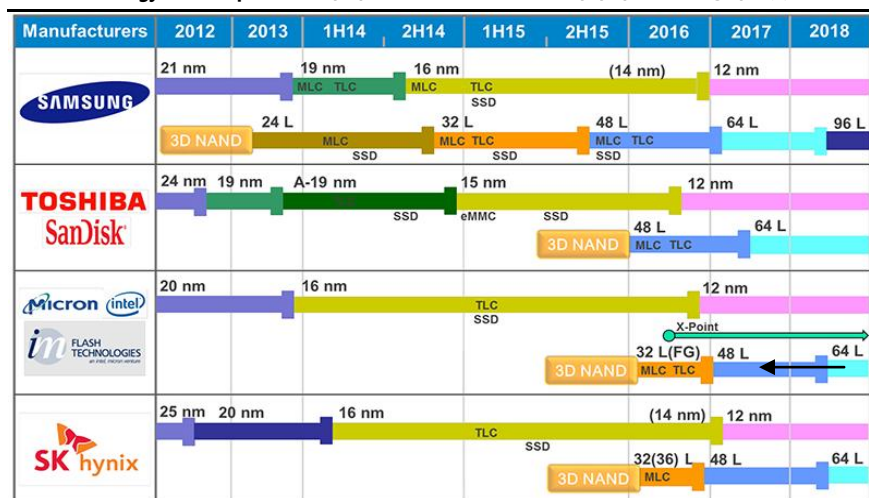
**글로벌 경쟁업체들도 64 단 3D Nand 양산 위한 공격적 투자 불가피하나, 낮은 수율로 인해 양산성 및 수익성 모두 확보 어려움**

지난 7 월말, 일본의 Toshiba 는 BiCS (Bit Cost Scalable) 방식의 64 단 3D Nand 샘플을 출하하였다. 양산은 2017 년 2 분기를 타겟으로 하고 있다. 그러나 Toshiba 는 32 단과 48 단에서도 샘플 출하 후 양산성 확보에 실패한 바 있다. 따라서 32 단과 48 단에서 아직 양산제품을 제대로 보여주지 못하고 있는 Toshiba 가, 64 단에서 갑자기 성공할 가능성은 낮은 것으로 판단된다. 3D Nand 경쟁의 핵심은 적층수가 높은 것도 중요하겠지만, 그보다는 높은 수율이 훨씬 더 중요하다. 64 단 제품을 양산한다고 해도, 수율이 낮은 수준에 머물러 있다면 원가는 떨어지지 않기 때문이다. Toshiba 가 초조할 수 밖에 없는 이유이다. 3D Nand 는 하드디스크(HDD)만 대체하는 것이 아니고, 궁극적으로는 2D Nand 도 대체하게 된다. 따라서 2D Nand 의 강자였지만 3D Nand 에서 존재감을 보여주지 못하고 있는 Toshiba 의 입장에서는, 양산성과 수익성 확보가 어려움에도 불구하고 투자는 어쩔 수 없이 대규모로 진행해야만 할 것이다.

**3D Nand 시대가 열리면  
Micron 이 Toshiba 를 제칠 가능성 있으며, Intel 및 중국 XMC와의 연합도 가능하게 될 것으로 전망**

3D Nand 시대가 열리면 오히려 Micron 이 Toshiba 를 제칠 가능성도 있다. 3D Nand 에 적극적인 진입을 노리고 있는 Intel 이 Micron 과의 기술협력을 절실히 원하고 있기 때문이다. Intel 은 중국 칭화유니그룹의 3 대주주이며 (지분율 20%), 칭화유니그룹은 XMC 를 인수했다. 기술력은 없지만 중국내 판매처를 강력하게 확보할 수 있는 칭화유니그룹과 Intel-Micron 진영이 손을 잡게 된다면, Nand 시장에서 새로운 판도가 벌어지게 될 가능성도 제기된다. 이미 Micron 은 48 단 양산능력 확보 보다는, 2017 년 64 단 3D Nand 양산을 위한 투자를 준비하고 있다. 삼성전자 외에는 아무도 양산성을 확보하지 못했음에도 불구하고, Toshiba 와 Micron 은 2017 년 64 단 3D Nand 양산을 위한 준비를 하지 않을 수 없는 상황으로 몰리고 있는 것이다.

**Nand Technology Roadmap : 삼성전자 약진으로 Toshiba, Micron 의 투자일정도 앞당겨질 것**



자료 : techinsights



## 클라우드 구현 및 빅데이터 분석시 HDD 대비 3D Nand 성능은 비교 불가한 수준



자료 : 삼성전자, SK 증권

## 글로벌 3D Nand 경쟁은 더욱 격화될 전망이며, Tech에 뒤처지는 업체들은 수익성 확보 불가

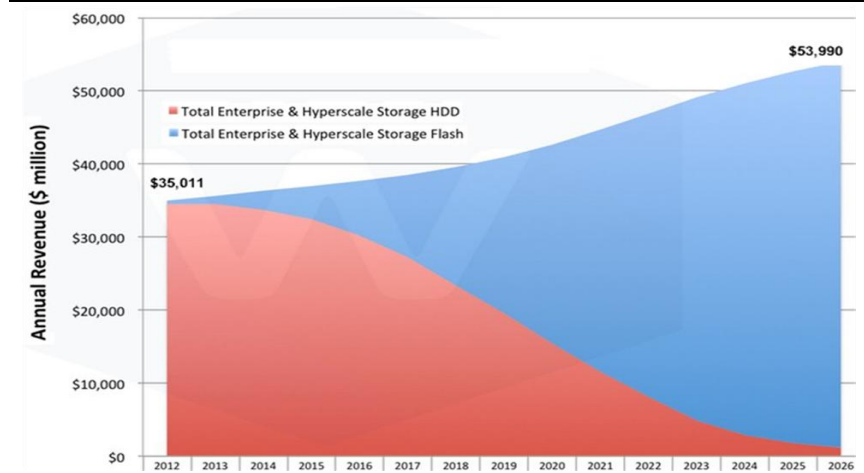
## NAND Production roadmap (2015~2018 격변기)

3D Nand 집중과 ReRAM 등장  
 3D Nand를 위한 높은 Capex 필요  
 3D Nand를 128 Layer까지 개발 예정  
 64 Layer 3D Nand부터 활용까지 예정  
 ReRAM은 수직적용 가능, Vertical ReRAM  
 (역평기판박막 ReRAM과 개발이 매우 용이)

2009	35	
2010	28	
2011	22	
2012	19 X 22	
2013	19	
2014	16	5 X 3D <sup>24</sup> lyrs
2015	16	5 X 3D <sup>32</sup> lyrs
2016	14 nm	5 X 3D <sup>48</sup> lyrs
2017	14 nm	5 X 3D <sup>64</sup> lyrs
2018	12 nm	5 X 3D <sup>96</sup> lyrs
2019	16 ReRAM <sup>8</sup> lrs	5 X 3D <sup>128</sup> lyrs
2020	12 ReRAM <sup>8</sup> lrs	5 X 3D <sup>128</sup> lyrs

자료 : ASML, SK 증권

## 3D Nand의 Storage 시장 석권을 위한 공격적 투자는 완전한 초기 국면, 2017년 공격적 투자 경쟁



자료 : 업계자료, SK 증권

## (2) 글로벌 Flexible OLED 투자의 Super Cycle

**Apple의 Flexible OLED 채택  
결정으로 삼성의 대규모 투자  
진행중, High-end 스마트폰 시장은  
2018년 OLED 채택비중 100%**

2017년 Apple의 Flexible OLED 채택은 이미 지난해에 확정되었고, 올해부터 삼성디스플레이는 계약된 물량을 공급하기 위한 6세대 Flexible OLED 투자를 진행하고 있다. Apple의 신제품 출시 스케줄과 약속한 물량을 반드시 충족시켜야만 하기 때문에, 시장의 우려와 달리 투자계획 및 장비반입 일정에 대한 변화는 전혀 없다. 2018년에는 iPhone의 모든 기종이 Flexible OLED를 채택하게 된다. 따라서 High-end 스마트폰 시장을 양분하는 삼성전자의 Galaxy S/노트 시리즈와 Apple iPhone의 OLED 채택율은 100%가 되는 상징적인 변화가 눈앞에 펼쳐지게 될 것이다.

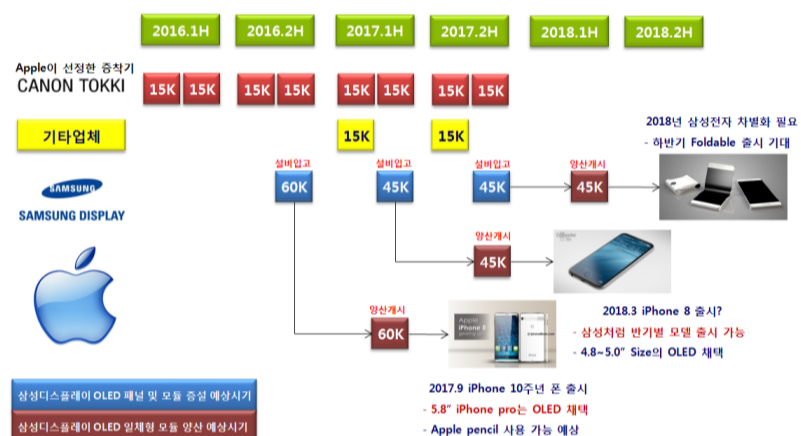
**삼성디스플레이의 Tokki 증착장비  
독점으로 경쟁업체들의 High-end  
OLED 시장 진입은 단기 불가능,  
2018년 대규모 투자 불가피**

글로벌 디스플레이 패널 업체 가운데, Flexible OLED를 양산하는 기업은 삼성디스플레이가 유일하다. 그리고 이미 Apple의 신제품 라인업에 대해서도 독점적인 공급이 예정되어 있다. 따라서 Apple이 Supply Chain을 다변화하려면, 삼성디스플레이가 양산하는 Flexible OLED 수준에 필적해야만 한다는 중요한 품질 이슈가 발생한다. 이에 대한 최소한의 필요충분조건이, 삼성디스플레이가 양산라인에 채용하고 있는 일본 Tokki의 증착기를 사용해야만 한다는 것이다. 그런데 삼성디스플레이는 이미 Tokki가 2017년까지 생산 가능한 증착기의 83.3% (150K/180K)를 확보해 놓았다. 경쟁업체들이 투자를 하고 싶어도, 본격적인 투자는 2018년에나 가능한 것이다. 따라서 삼성디스플레이는 2019년까지 Apple에 대해서 독점에 가까운 수혜를 누릴 수 있을 것이며, 경쟁사들의 High-end OLED 시장 진입은 사실상 단기에는 불가능하다.

### 삼성그룹은 3세대 Flexible OLED 상용화를 위한 제품 개발에 박차를 가하게 될 것

#### 삼성전자는 2018년 Foldable Phone 출시 전망

2017년까지는 공급능력 절대 부족으로 2018년 하반기 본격 출시될 것



자료 : SK 증권

### Foldable OLED 적용을 통한 Tablet, NotePC의 편의성 강화 및 High-end 시장의 변화도 불가피

Apple 이 Flexible OLED 를 채택하게 되면, 삼성전자의 High-end 스마트폰은 경쟁사와의 차별화 포인트가 사라질 수 있다. 이에 대한 삼성전자의 대책은 2018 년 하반기에 출시를 목표로 하는 Foldable 디바이스 전략이다. 삼성전자는 2-fold, 3-fold 등의 다양한 Foldable OLED 를 적용하여 Tablet 및 Notebook PC 기능의 통합을 추구하게 될 것으로 전망된다. 그리고 이러한 디바이스 구현은 정제된 Tablet 및 Notebook PC 산업에도 새로운 활력소가 되어줄 수 있을 것으로 기대된다. 사실 Apple 도 iPad 와 MacBook 의 성장성 정세로 고민하고 있다. 따라서 High-end 시장에 집중하고 있는 Apple 은 Foldable OLED 에도 관심을 가질 수 밖에 없는 것이다. 아울러 Microsoft 도 중장기적으로 Surface phone 과 Surface book 의 융합을 통해, 스마트 디바이스 시장을 강하게 공략할 수 있는 새로운 Hybrid 디바이스를 만들게 될 것이다.

### 중국은 대형 8K LCD, 중소형은 Flexible OLED 로 적극적인 투자 전략. 단기 장비수급 문제로 2018 년부터 공격적 투자 본격화

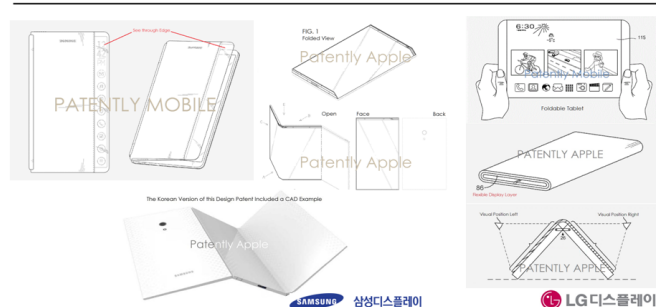
중국은 대형 LCD 에서 지방정부와의 JV 라는 강력한 우회 지원 카드를 통해, 업체들의 투자 부담을 줄이면서 대형 LCD 시장에 안착한 바 있다. 중국은 대형 디스플레이에서는 여전히 10.5G 초대형 LCD Fab 을 통해 65/75 인치 8K TV 등을 드라이브할 것으로 전망되지만, 중소형 디스플레이는 적극적인 Flexible OLED 육성 정책을 펼치게 될 것이다. 특히 중국을 대표하는 BOE 는 향후 중소형 디스플레이는 OLED 에만 투자하겠다고 천명한 바 있다. BOE 는 중국 중소형 패널업체들의 투자여력 및 OLED 기술력이 절대적으로 부족하다고 판단하고 있으며, 적극적인 투자를 통해 중국의 중소형 OLED 시장을 석권하고 Apple 에게도 Flexible OLED 를 공급하겠다는 뚜렷한 목표도 가지고 있다. 따라서, ELA 및 증착기 수급 문제가 해결되는 2018 년부터는 전세계에서 가장 공격적인 OLED 투자가 중국에서 벌어지게 될 것이다.

### 삼성디스플레이와 LG 디스플레이 모두 Foldable OLED 부문에서 치열한 경쟁 예고

#### Apple iPhone과 iPad에서 Foldable OLED 채택 불가피

삼성전자 Foldable 출시후, Apple의 스마트폰과 태블릿 전략은 수정될 것

- 삼성전자는 2018년 Foldable을 새로운 Segment로 들고 나올 가능성 매우 높음 → 스마트폰과 태블릿 PC 시장 격변 예상
- 매년 2.3억대 수준의 iPhone과 5천만대 수준의 iPad를 판매하는 Apple은 Foldable Display에 대한 니즈가 폭발하게 될 것
- 2018년말까지 Foldable Display를 대량 공급할 수 있는 업체는 한국의 삼성디스플레이(SDC)와 LG디스플레이 외에는 없음
- 삼성디스플레이의 공급능력은 Apple의 Foldable 채택에 대한 추가적인 수요 미고려
- + LG디스플레이 6G Plastic OLED 공급능력 절대 부족 → Apple의 Foldable 제품을 선점하기 위한 공격적 투자 재개 예상



자료 : Patently Apple, Patently Mobile, 삼성디스플레이, LG 디스플레이

## 2. 실적 및 Valuation

투자자의견 매수 유지 및  
목표주가 200 만원으로 상향,  
2017년 놀라운 실적 개선 전망

2017년 삼성전자는 최고의 수익성과 압도적인 제품 경쟁력을 보유한 3D Nand와 Flexible OLED에 대한 사상 최고 수준의 투자가 예상된다. 3D Nand는 이미 수요가 공급을 크게 초과하고 있으며, Apple의 OLED 채택은 2017년이 원년이다. 2017년 영업이익 38조 시대를 열어갈 삼성전자에 대해 투자자의견 매수를 유지하고, 목표주가를 200 만원으로 상향한다.

3Q16 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 십억원)

삼성전자 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	516,826	509,371	451,606	510,970	-12%
영업이익	73,934	81,440	78,809	76,735	3%
순이익	53,061	58,262	74,402	58,880	26%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

2016년 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

삼성전자 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	2,062,060	2,006,535	1,972,020	2,049,665	-4%
영업이익	250,251	264,134	313,262	303,795	3%
순이익	230,825	186,946	258,680	229,235	13%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

삼성전자 Valuation: 2016년과 2017년 목표주가 평균 적용 → 2017년 하반기 238만원까지 상승할 가능성도 보임

	2015	2016F	2017F	2015	2016F	2017F
<b>A 사업부문별 Sum of the Parts Valuation (단위: 십억원)</b>	Target Multiple (P/E)			<b>237,049</b>	<b>290,794</b>	<b>380,776</b>
IT & Mobile	8.0	8.0	8.0	81,086	113,564	121,084
Semiconductor				127,309	126,589	175,941
Memory				120,987	118,877	170,843
DRAM	10.0	10.0	10.0	106,907	99,356	115,437
NAND	10.0	10.0	12.0	14,080	19,521	55,406
System LSI	10.0	10.0	10.0	6,321	7,712	5,098
Display Panel				21,149	33,016	72,039
Large Panel (LCD)	6.0	6.0	6.0	6,367	(5,957)	2,121
Mobile (OLED)	12.0	15.0	18.0	14,781	38,973	69,917
Consumer Electronics				7,506	17,624	11,712
VD	6.0	6.0	6.0	5,732	14,016	8,510
CE & Etc.	6.0	6.0	6.0	1,774	3,609	3,202
B 유동자산 - 유동부채				76,735	91,631	106,319
A+B				<b>313,784</b>	<b>382,425</b>	<b>487,095</b>
발행주식수 대비 적정주가	166,662,764	159,782,764	159,782,764	<b>1,422,329</b>	<b>1,819,932</b>	<b>2,383,085</b>
EPS				128,105	182,483	203,674
BPS				1,057,747	1,280,000	1,400,000
Target P/E	11.0	10.0	11.0	<b>1,409,154</b>	<b>1,824,827</b>	<b>2,240,415</b>
Target P/B	1.4	1.3	1.4	<b>1,480,845</b>	<b>1,664,000</b>	<b>1,960,000</b>
Average				<b>1,437,443</b>	<b>1,769,586</b>	<b>2,194,500</b>

자료: 삼성전자, SK 증권

## 삼성전자 부문별 실적 추정 : 3D Nand 와 OLED, 두개의 심장이 견인하는 놀라운 영업이익 증가 기대

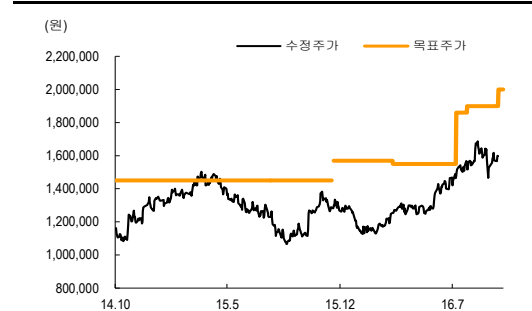
(단위 :십억원 %)

	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015F	2016F	2017F
<b>매출액 (십억원)</b>	<b>49,778</b>	<b>50,937</b>	<b>45,161</b>	<b>52,492</b>	<b>46,431</b>	<b>50,663</b>	<b>51,509</b>	<b>57,760</b>	<b>200,658</b>	<b>197,202</b>	<b>206,363</b>
<b>IT &amp; Mobile</b>	<b>27,598</b>	<b>26,563</b>	<b>22,072</b>	<b>23,796</b>	<b>23,555</b>	<b>25,337</b>	<b>24,330</b>	<b>24,590</b>	<b>103,562</b>	<b>100,030</b>	<b>97,811</b>
무선사업부	26,939	26,073	21,392	22,920	22,996	24,746	23,646	23,715	100,499	97,324	95,103
네트워크/기타	659	490	680	876	559	590	684	875	3,063	2,705	2,707
<b>Semiconductor</b>	<b>11,152</b>	<b>12,001</b>	<b>11,456</b>	<b>12,400</b>	<b>11,330</b>	<b>12,667</b>	<b>12,409</b>	<b>13,111</b>	<b>47,512</b>	<b>47,008</b>	<b>49,517</b>
Memory	7,939	8,430	8,614	9,075	8,744	9,252	9,396	9,631	34,292	34,057	37,024
DRAM	4,879	5,231	5,582	5,922	5,529	5,683	5,581	5,419	21,756	21,613	22,212
NAND	3,060	3,199	3,032	3,153	3,215	3,569	3,815	4,212	12,536	12,444	14,812
System LSI	3,213	3,571	2,842	3,325	2,586	3,415	3,013	3,479	13,220	12,951	12,494
<b>Display Panel</b>	<b>6,042</b>	<b>6,422</b>	<b>6,921</b>	<b>7,218</b>	<b>6,912</b>	<b>7,890</b>	<b>9,796</b>	<b>10,804</b>	<b>27,131</b>	<b>26,603</b>	<b>35,402</b>
Large Panel (LCD)	2,523	2,549	2,976	3,469	3,201	3,066	3,283	3,510	14,717	11,517	13,060
Mobile (OLED)	3,519	3,873	3,946	3,748	3,711	4,824	6,513	7,294	12,414	15,085	22,342
<b>Consumer Electronics</b>	<b>10,621</b>	<b>11,550</b>	<b>11,678</b>	<b>14,373</b>	<b>10,327</b>	<b>11,602</b>	<b>12,010</b>	<b>14,603</b>	<b>46,901</b>	<b>48,223</b>	<b>48,541</b>
VD	6,420	6,610	6,912	9,771	6,061	6,517	7,085	9,852	29,221	29,713	29,515
CE & Etc.	4,202	4,940	4,766	4,602	4,266	5,085	4,924	4,752	17,680	18,510	19,027
내부조정	- 5,635	- 6,765	- 6,966	- 5,295	- 5,692	- 6,832	- 7,036	- 5,348	- 24,447	- 24,661	- 24,908
<b>매출원가 (십억원)</b>	<b>30,371</b>	<b>29,384</b>	<b>27,502</b>	<b>32,587</b>	<b>28,239</b>	<b>30,960</b>	<b>31,356</b>	<b>35,763</b>	<b>123,777</b>	<b>119,845</b>	<b>126,317</b>
매출원가율	61.0%	57.7%	60.9%	62.1%	60.8%	61.1%	60.9%	61.9%	61.7%	60.8%	61.2%
<b>매출총이익</b>	<b>19,406</b>	<b>21,553</b>	<b>17,658</b>	<b>19,905</b>	<b>18,193</b>	<b>19,704</b>	<b>20,153</b>	<b>21,997</b>	<b>76,881</b>	<b>77,357</b>	<b>80,046</b>
매출총이익율	39.0%	42.3%	39.1%	37.9%	39.2%	38.9%	39.1%	38.1%	38.3%	39.2%	38.8%
<b>판매비 및 관리비</b>	<b>12,726</b>	<b>12,250</b>	<b>9,777</b>	<b>11,284</b>	<b>9,508</b>	<b>10,631</b>	<b>10,408</b>	<b>11,504</b>	<b>50,469</b>	<b>46,038</b>	<b>42,050</b>
(SG&A 비율)	25.6%	24.1%	21.7%	21.5%	20.5%	21.0%	20.2%	19.9%	25.2%	23.3%	20.4%
<b>영업이익</b>	<b>6,680</b>	<b>9,302</b>	<b>7,881</b>	<b>8,621</b>	<b>8,685</b>	<b>9,073</b>	<b>9,745</b>	<b>10,493</b>	<b>26,412</b>	<b>31,319</b>	<b>37,996</b>
<b>영업이익 (십억원)</b>	<b>6,680</b>	<b>8,144</b>	<b>7,881</b>	<b>8,621</b>	<b>8,607</b>	<b>9,073</b>	<b>9,745</b>	<b>10,493</b>	<b>26,411</b>	<b>31,326</b>	<b>37,918</b>
<b>IT &amp; Mobile</b>	<b>3,887</b>	<b>4,320</b>	<b>2,844</b>	<b>3,144</b>	<b>3,503</b>	<b>4,096</b>	<b>3,815</b>	<b>3,722</b>	<b>10,136</b>	<b>14,196</b>	<b>15,135</b>
<b>Semiconductor</b>	<b>2,631</b>	<b>2,644</b>	<b>3,378</b>	<b>4,005</b>	<b>4,102</b>	<b>3,729</b>	<b>4,230</b>	<b>4,611</b>	<b>12,731</b>	<b>12,659</b>	<b>16,671</b>
Memory	2,422	2,429	3,196	3,840	4,028	3,604	4,075	4,455	12,099	11,888	16,161
DRAM	2,108	2,032	2,635	3,161	3,163	2,766	2,821	2,794	10,691	9,936	11,544
NAND	314	397	561	680	864	838	1,254	1,661	1,408	1,952	4,617
System LSI	209	215	182	165	74	125	155	156	632	771	510
<b>Display Panel</b>	<b>(270)</b>	<b>144</b>	<b>854</b>	<b>878</b>	<b>647</b>	<b>803</b>	<b>1,228</b>	<b>1,560</b>	<b>2,293</b>	<b>1,605</b>	<b>4,238</b>
Large Panel (LCD)	(742)	(538)	65	222	31	32	88	203	1,061	(993)	354
Mobile (OLED)	471	682	789	656	616	772	1,140	1,357	1,232	2,598	3,884
<b>Consumer Electronics</b>	<b>510</b>	<b>1,030</b>	<b>804</b>	<b>593</b>	<b>433</b>	<b>445</b>	<b>473</b>	<b>600</b>	<b>1,251</b>	<b>2,937</b>	<b>1,952</b>
VD	414	806	642	474	351	284	306	477	955	2,336	1,418
CE & Etc.	96	224	162	119	82	161	167	123	296	601	534
<b>영업이익률(%)</b>	<b>13.4%</b>	<b>16.0%</b>	<b>17.5%</b>	<b>16.4%</b>	<b>18.5%</b>	<b>17.9%</b>	<b>18.9%</b>	<b>18.2%</b>	<b>13.2%</b>	<b>15.9%</b>	<b>18.4%</b>
IT & Mobile	14.1%	16.3%	12.9%	13.2%	14.9%	16.2%	15.7%	15.1%	9.8%	14.2%	15.5%
Semiconductor	23.6%	22.0%	29.5%	32.3%	36.2%	29.4%	34.1%	35.2%	26.8%	26.9%	33.7%
Memory	30.5%	28.8%	37.1%	42.3%	46.1%	38.9%	43.4%	46.3%	35.3%	34.9%	43.7%
DRAM	43.2%	38.8%	47.2%	53.4%	57.2%	48.7%	50.5%	51.6%	49.1%	46.0%	52.0%
NAND	10.3%	12.4%	18.5%	21.6%	26.9%	23.5%	32.9%	39.4%	11.2%	15.7%	31.2%
System LSI	6.5%	6.0%	6.4%	5.0%	2.9%	3.7%	5.1%	4.5%	4.8%	6.0%	4.1%
Display Panel	-4.5%	2.2%	12.3%	12.2%	9.4%	10.2%	12.5%	14.4%	8.5%	6.0%	12.0%
Large Panel (LCD)	-29.4%	-21.1%	2.2%	6.4%	1.0%	1.0%	2.7%	5.8%	7.2%	-8.6%	2.7%
Mobile (OLED)	13.4%	17.6%	20.0%	17.5%	16.6%	16.0%	17.5%	18.6%	9.9%	17.2%	17.4%
Consumer Electronics	4.8%	8.9%	6.9%	4.1%	4.2%	3.8%	3.9%	4.1%	2.7%	6.1%	4.0%
VD	6.4%	12.2%	9.3%	4.9%	5.8%	4.4%	4.3%	4.8%	3.3%	7.9%	4.8%
CE & Etc.	-1.7%	-3.3%	-2.3%	-2.3%	-1.4%	-2.4%	-2.4%	-2.3%	-1.2%	-2.4%	-2.1%
<b>영업외 수익</b>	<b>443</b>	<b>546</b>	<b>2,173</b>	<b>497</b>	<b>453</b>	<b>548</b>	<b>157</b>	<b>23</b>	<b>451</b>	<b>3,659</b>	<b>1,135</b>
기타수익	380	450	2,490	1,214	388	459	490	714	2,195	4,534	2,050
기타비용	121	168	571	936	123	171	583	955	4,145	1,796	1,832
지분법이익	52	45	50	54	55	38	42	50	1,100	201	185
금융수익	2,380	2,265	2,450	2,360	2,416	2,299	2,487	2,395	9,105	9,455	9,597
금융비용	2,248	2,046	2,245	2,195	2,282	2,077	2,279	2,228	8,707	8,734	8,865
<b>법인세차감전순이익</b>	<b>7,123</b>	<b>8,690</b>	<b>10,054</b>	<b>9,118</b>	<b>9,060</b>	<b>9,621</b>	<b>9,902</b>	<b>10,469</b>	<b>25,960</b>	<b>34,986</b>	<b>39,053</b>
법인세비용	1,873	2,260	2,614	2,371	2,383	2,501	2,575	2,722	6,899	9,118	10,181
유효법인세율	26.3%	26.0%	26.0%	26.0%	26.3%	26.0%	26.0%	26.0%	26.6%	26.1%	26.1%
<b>당기순이익</b>	<b>5,250</b>	<b>5,847</b>	<b>7,440</b>	<b>6,747</b>	<b>6,677</b>	<b>7,120</b>	<b>7,328</b>	<b>7,747</b>	<b>19,061</b>	<b>25,868</b>	<b>28,872</b>
당기순이익률	10.5%	11.5%	16.5%	12.9%	14.4%	14.1%	14.2%	13.4%	9.5%	13.1%	14.0%

자료 : 삼성전자, SK 증권



투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.05	매수	2,000,000원
	2016.08.03	매수	1,900,000원
	2016.07.13	매수	1,860,000원
	2016.05.31	매수	1,550,000원
	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



## 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 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 10 월 5 일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	1,151,460	1,248,147	1,396,207	1,660,343	1,949,848
현금및현금성자산	168,408	226,367	317,193	478,571	742,394
매출채권및기타채권	282,345	285,207	280,800	308,982	320,965
재고자산	173,175	188,118	227,205	296,215	307,704
<b>비유동자산</b>	1,152,769	1,173,648	1,225,678	1,287,474	1,305,682
장기금융자산	126,675	83,325	83,982	83,982	83,982
유형자산	808,730	864,771	896,736	947,051	954,882
무형자산	47,855	53,963	53,173	52,672	52,288
<b>자산총계</b>	2,304,230	2,421,795	2,621,885	2,947,818	3,255,530
<b>유동부채</b>	520,139	505,029	511,966	553,610	568,032
단기금융부채	98,080	113,770	126,752	129,735	127,717
매입채무 및 기타채무	182,331	150,517	148,191	163,064	169,388
단기충당부채	59,915	64,206	63,214	69,558	72,256
<b>비유동부채</b>	103,209	126,168	143,014	172,676	200,882
장기금융부채	14,576	14,970	5,907	6,731	7,556
장기매입채무 및 기타채무	25,623	30,417	40,581	50,745	60,909
장기충당부채	4,993	5,224	5,143	5,659	5,879
<b>부채총계</b>	623,348	631,197	654,980	726,286	768,914
<b>지배주주지분</b>	1,621,817	1,728,768	1,901,929	2,150,116	2,408,760
자본금	8,975	8,975	8,975	8,975	8,975
자본잉여금	44,039	44,039	44,039	44,039	44,039
기타자본구성요소	-84,951	-135,921	-113,670	-113,670	-113,670
자기주식	-84,293	-134,410	-114,080	-114,080	-114,080
이익잉여금	1,695,296	1,851,320	2,001,171	2,246,412	2,502,109
비지배주주지분	59,065	61,830	64,975	71,416	77,856
<b>자본총계</b>	1,680,882	1,790,598	1,966,905	2,221,532	2,486,616
<b>부채외자본총계</b>	2,304,230	2,421,795	2,621,885	2,947,818	3,255,530

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	343,881	383,919	414,313	478,411	547,583
당기순이익(손실)	233,944	190,601	256,161	288,546	300,230
비현금성항목등	223,238	296,110	292,317	350,849	355,483
유형자산상각비	169,100	196,625	209,729	245,885	253,789
무형자산상각비	11,434	12,683	13,046	13,549	13,432
기타	15,684	30,649	-13,162	1,510	1,510
운전자본감소(증가)	-38,371	-46,820	-34,271	-66,759	-9,784
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-8,794	4,139	6,687	-28,182	-11,984
재고자산감소(증가)	2,670	-26,162	-45,835	-69,011	-11,488
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	7,873	-12,203	-6,493	14,873	6,324
기타	-40,120	-12,594	11,370	15,561	7,364
법인세납부	-74,929	-55,972	-99,894	-94,225	-98,345
<b>투자활동현금흐름</b>	-297,554	-247,497	-248,711	-286,356	-246,636
금융자산감소(증가)	-109,878	-2,938	-22,281	0	0
유형자산감소(증가)	-216,573	-255,231	-247,398	-296,200	-261,620
무형자산감소(증가)	-12,926	-15,008	-13,048	-13,048	-13,048
기타	41,823	25,680	34,016	22,893	28,032
<b>재무활동현금흐름</b>	-35,208	-73,218	-75,639	-30,678	-37,124
단기금융부채증가(감소)	18,334	32,024	2,699	2,983	-2,017
장기금융부채증가(감소)	-15,590	-16,090	2,485	824	824
자본의증가(감소)	-10,977	-50,121	-53,470	0	0
배당금의 지급	-22,339	-31,295	-30,687	-36,809	-38,036
기타	-4,636	-7,736	1,892	2,325	2,106
<b>현금의 증가(감소)</b>	5,560	57,960	90,826	161,378	263,824
기초현금	162,848	168,408	226,367	317,193	478,571
기말현금	168,408	226,367	317,193	478,571	742,394
FCF	165,358	111,474	153,436	163,039	268,681

자료 : 삼성전자, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	2,062,060	2,006,535	1,983,716	2,063,633	2,086,034
<b>매출원가</b>	1,282,788	1,234,821	1,200,722	1,263,172	1,277,042
<b>매출총이익</b>	779,272	771,714	782,994	800,461	808,992
매출총이익률 (%)	37.8	38.5	39.5	38.8	38.8
<b>판매비와관리비</b>	529,021	507,579	469,777	420,500	420,500
영업이익	250,251	264,134	313,216	379,961	388,492
영업이익률 (%)	12.1	13.2	15.8	18.4	18.6
비영업손익	28,500	-4,524	34,888	10,336	17,610
<b>순금융비용</b>	-12,404	-9,846	-10,632	-12,928	-17,849
외환관련손익	-2,501	-5,098	-2,987	-4,781	-2,429
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	3,425	11,019	1,174	1,850	1,850
세전계속사업이익	278,750	259,610	348,105	390,297	406,102
세전계속사업이익률 (%)	13.5	12.9	17.6	18.9	19.5
계속사업법인세	44,807	69,009	91,944	101,751	105,872
<b>계속사업이익</b>	233,944	190,601	256,161	288,546	300,230
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	233,944	190,601	256,161	288,546	300,230
<b>순이익률 (%)</b>	11.4	9.5	12.9	14.0	14.4
지배주주	230,825	186,946	252,863	282,050	293,734
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	11.19	9.32	12.75	13.67	14.08
<b>비지배주주</b>	3,119	3,655	3,297	6,496	6,496
<b>총포괄이익</b>	214,009	191,362	259,051	291,436	303,120
<b>지배주주</b>	209,907	188,042	255,810	284,996	296,680
<b>비지배주주</b>	4,102	3,320	3,241	6,440	6,440
EBITDA	430,785	473,443	535,991	639,395	655,713

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-9.8	-2.7	-1.1	4.0	1.1
영업이익	-32.0	5.6	18.6	21.3	2.3
세전계속사업이익	-27.3	-6.9	34.1	12.1	4.1
EBITDA	-19.1	9.9	13.2	19.3	2.6
EPS(계속사업)	-22.6	-19.0	40.1	11.5	4.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	15.1	11.2	13.9	13.9	12.9
ROA	10.5	8.1	10.2	10.4	9.7
EBITDA마진	20.9	23.6	27.0	31.0	31.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	221.4	247.1	272.7	299.9	343.3
부채비율	37.1	35.3	33.3	32.7	30.9
순차입금/자기자본	-30.1	-32.7	-35.4	-38.5	-45.0
EBITDA/이자비용(배)	72.7	61.0	74.2	81.6	81.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	135,673	109,883	153,977	171,750	178,865
BPS	953,266	1,016,129	1,159,481	1,310,784	1,468,463
CFPS	241,787	232,909	289,632	329,728	341,585
주당 현금배당금	20,000	21,000	30,000	30,000	31,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	10.8	13.7	11.0	9.8	9.4
PER(최저)	8.0	9.7	7.3	6.6	6.3
PBR(최고)	1.5	1.5	1.5	1.3	1.2
PBR(최저)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
PCR	5.5	5.4	5.5	4.9	4.7
EV/EBITDA(최고)	4.7	4.2	3.9	3.1	2.6
EV/EBITDA(최저)	3.2	2.7	2.3	1.8	1.3

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**김영우**

hermes\_cmu@sk.com  
02-3773-9244

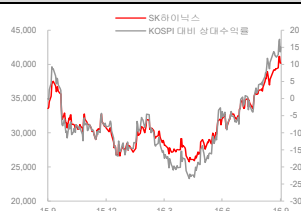
## Company Data

자본금	36,577 억원
발행주식수	72,800 만주
자사주	2,200 만주
액면가	5,000 원
시가총액	292,657 억원
주요주주	
에스케이텔레콤(주)(외5)	20.77%
국민연금공단	8.10%
외국인지분률	51.70%
배당수익률	1.20%

## Stock Data

주가(16/10/03)	40,200 원
KOSPI	2043.63 pt
52주 Beta	1.23
52주 최고가	41,200 원
52주 최저가	25,750 원
60일 평균 거래대금	1,049 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.3%	9.8%
6개월	42.8%	39.5%
12개월	19.8%	15.1%

SK 하이닉스 (000660/KS | 매수(유지) | T.P 48,000 원(상향))

## 어닝서프라이즈 기대, 4Q 까지 실적 개선

SK 하이닉스의 3Q16 매출은 4.36 조, 영업이익 8 천억 예상

- ① 3Q Mobile DRAM 계절적 성수기 및 PC DRAM 안정화로 호실적 달성
- ② Apple 의 Nand 용량 2 배 확대로 2D Nand 도 수요가 공급을 초과하는 상황
- ③ Micron 의 2z nm DRAM 수율 개선 여부에 따라 1Q17 가격 방향성 정해질 것

## 3Q16 Preview : 반도체 업황개선으로 어닝서프라이즈 기대

SK Hynix 는 2Q16 매출 4.36 조원 (QoQ 10.6%, YoY -11.5%) 및 영업이익 8,012 억 원 (QoQ 76.7%, YoY -42.1%)을 달성할 것으로 전망된다. 이는 ① PC DRAM 생산 비중 감소에 따른 Set 업체들의 선제적 구매 확대, ② 하반기 신제품 출시 집중으로 Mobile DRAM 수요 증가, ③ Apple iPhone7 에서 Nand 용량 확대로 전반적인 반도체 업황이 개선되었기 때문이다.

## 4Q 까지 이어질 실적 개선, Micron 수율 개선 리스크는 상존

아직까지 IT Set 수요가 눈에 띄게 개선된 것은 아니다. 그러나 ① 삼성전자의 PC DRAM 생산 비중은 여전히 최저 수준으로 가격 안정화가 예상되고, ② Apple 의 iPhone7 은 128GB 제품이 기대치를 상회하며 잘 팔리고 있다. 따라서 4 분기에도 동사의 실적은 개선될 수 있을 것으로 전망된다. 다만 전체적인 수요가 뚜렷하게 회복되지 않은 가운데, Micron 의 2z nm DRAM 수율이 개선된다면 DRAM 수급이 다시 불안해질 수 있을 것이다.

## 투자 의견 매수 및 목표주가 48,000 원 상향

동사의 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가를 48,000 원으로 상향한다. 목표주가 48,000 원은 P/B 1.5 배를 적용한 것이다. 최근 반도체 업황도 스피레이 산업처럼 장기 불황과 호황이 지속된다기 보다, 수급적 균형이 1 년 정도를 두고 단기로 지속되는 경향이 강해지고 있다. 이번 호황이 중장기적일 수 있을지 아닐지는, 삼성전자의 DRAM 투자계획과 Micron 의 DRAM 수율 개선 여부가 좌우하게 될 것이다.

## 영업 실적 및 투자 지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	141,651	171,256	187,980	164,395	185,991	187,335
yoy	%	39.4	20.9	9.8	-12.6	13.1	0.7
영업이익	억원	33,798	51,095	53,361	26,702	32,766	33,231
yoy	%	흑전	51.2	4.4	-50.0	22.7	1.4
EBITDA	억원	64,583	85,534	92,893	73,435	87,628	91,335
세전이익	억원	30,749	50,477	52,691	27,142	33,092	33,549
순이익(지배주주)	억원	28,725	41,955	43,224	21,511	26,490	26,857
영업이익률%	%	23.9	29.8	28.4	16.2	17.6	17.7
EBITDA%	%	45.6	50.0	49.4	44.7	47.1	48.8
순이익률	%	20.3	24.5	23.0	13.1	14.3	14.4
EPS	원	4,045	5,766	5,937	2,955	3,639	3,689
PER	배	9.1	8.3	5.2	13.6	11.1	10.9
PBR	배	2.0	1.9	1.1	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	4.4	4.2	2.4	4.0	3.3	3.0
ROE	%	25.2	27.0	21.9	9.7	10.9	10.1
순차입금	억원	16,246	1,172	-9,758	-6,440	-11,404	-23,881
부채비율	%	59.2	49.1	38.8	41.4	42.8	41.4

## SK Hynix 실적 추이 및 전망, 2016년 하반기 회복 예상되나 IT 수요의 회복여부와 Micron 리스크는 상존

(단위 : 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015F	2016F	2017F
<b>매출액 (Total)</b>	<b>4,818</b>	<b>4,639.0</b>	<b>4,925</b>	<b>4,416</b>	<b>3,656</b>	<b>3,941</b>	<b>4,359.4</b>	<b>4,484</b>	<b>18,798</b>	<b>16,440.1</b>	<b>18,599</b>
YoY	28.7%	18.3%	14.2%	-14.2%	-24.1%	-15.0%	-11.5%	1.5%	9.8%	-12.5%	13.1%
QoQ	-6.4%	-3.7%	6.2%	-10.3%	-17.2%	7.8%	10.6%	2.8%			
<b>매출액 (USD Mn)</b>	<b>4,379</b>	<b>4,227</b>	<b>4,286</b>	<b>3,774</b>	<b>3,046</b>	<b>3,398</b>	<b>3,927</b>	<b>4,039</b>	<b>16,666</b>	<b>14,411</b>	<b>16,908</b>
YoY	25.0%	9.2%	1.1%	-22.1%	-30.4%	-19.6%	-8.4%	7.0%	1.3%	-13.5%	17.3%
QoQ	-9.6%	-3.5%	1.4%	-11.9%	-19.3%	11.5%	15.6%	2.8%			
<b>매출원가</b>	<b>2,530</b>	<b>2,523</b>	<b>2,796</b>	<b>2,745</b>	<b>2,497</b>	<b>2,846</b>	<b>2,881</b>	<b>2,934</b>	<b>10,594</b>	<b>11,158</b>	<b>12,355</b>
매출원가율 (%)	52.5%	54.4%	56.8%	62.2%	68.3%	72.2%	66.1%	65.4%	56.4%	67.9%	66.4%
<b>매출총이익</b>	<b>2,288</b>	<b>2,116</b>	<b>2,129</b>	<b>1,671</b>	<b>1,158</b>	<b>1,095</b>	<b>1,479</b>	<b>1,550</b>	<b>8,204</b>	<b>5,282</b>	<b>6,244</b>
매출총이익률 (%)	47%	46%	43%	38%	32%	28%	34%	35%	44%	32%	34%
판매비와 경상개발비	700	740	746	682	596	642	677	696	2,868	2,611	2,967
<b>영업이익 (Cross check with model)</b>	<b>1,588</b>	<b>1,375</b>	<b>1,383</b>	<b>989</b>	<b>562</b>	<b>453</b>	<b>801</b>	<b>854</b>	<b>5,336</b>	<b>2,671</b>	<b>3,277</b>
<b>영업이익 (Total)</b>	<b>1,588</b>	<b>1,375</b>	<b>1,383</b>	<b>989</b>	<b>562</b>	<b>453</b>	<b>801.2</b>	<b>854</b>	<b>5,336</b>	<b>2,671.1</b>	<b>3,277</b>
YoY	50.2%	26.9%	6.3%	-40.7%	-64.6%	-67.0%	-42.1%	-13.6%	4.4%	-49.9%	22.7%
QoQ	-4.7%	-13.4%	0.6%	-28.5%	-43.2%	-19.3%	76.7%	6.6%			
<b>영업이익률</b>	<b>33.0%</b>	<b>29.7%</b>	<b>28.1%</b>	<b>22.4%</b>	<b>15.4%</b>	<b>11.5%</b>	<b>18.4%</b>	<b>19.1%</b>	<b>28.4%</b>	<b>16.2%</b>	<b>17.6%</b>
YoY	4.7%	2.0%	-2.1%	-10.0%	-17.6%	-18.1%	-9.7%	-3.3%	-1.4%	-12.1%	1.4%
QoQ	0.6%	-3.3%	-1.6%	-5.7%	-7.0%	-3.9%	6.9%	0.7%			
EBITDA	2,531	2,323	2,368	1,989	1,640	1,515	1,892	1,990	9,170	6,876	7,047
EBITDA Margin	52.5%	50.1%	48.1%	45.0%	44.9%	38.4%	43.4%	44.4%	48.8%	41.8%	37.9%
<b>DRAM 부문</b>											
매출액	3,614	3,479	3,523	3,182	2,629	2,795	3,089	3,062	13,798	11,574	12,725
매출액 (USD Mn)	3,284	3,170	3,066	2,719	2,191	2,409	2,783	2,759	12,240	10,141	11,568
Bit Growth (QoQ, YoY)	-6.0%	4.0%	6.2%	0.0%	-1.8%	16.3%	14.0%	17.8%	20.8%	11.8%	25.5%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	-4.0%	-8.0%	-8.4%	-11.3%	-33.0%	-34.3%	-20.4%	-13.9%	-19.7%	-26.2%	-8.8%
매출원가	1,544	1,609	1,675	1,684	1,507	1,647	1,584	1,621	6,511	6,359	6,639
매출총이익	2,070	1,870	1,848	1,498	1,122	1,148	1,504	1,442	7,287	5,215	6,086
매출총이익률 (%)	57.3%	53.8%	52.5%	47.1%	42.7%	41.1%	48.7%	47.1%	52.8%	45.1%	47.8%
판매비와 경상개발비	519	531	513	477	413	436	469	459	2,040	1,777	1,954
영업이익	1,551	1,339	1,335	1,021	709	712	1,035	982	5,247	3,437	4,132
영업이익률	42.9%	38.5%	37.9%	32.1%	27.0%	25.5%	33.5%	32.1%	38.0%	29.7%	32.5%
<b>NAND 부문</b>											
매출액	1,060	1,067	1,243	1,051	854	1,024	1,102	1,231	4,421	4,210	5,180
매출액 (USD Mn)	963	972	1,081	899	712	883	992	1,109	3,916	3,696	4,709
Bit Growth (QoQ, YoY)	0.0%	8.0%	15.6%	-5.4%	-10.0%	41.0%	19.6%	10.6%	62.4%	40.4%	66.1%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	-8.0%	-6.0%	-9.0%	-12.1%	-12.0%	-12.0%	-6.0%	1.0%	-28.3%	-32.8%	-28.0%
매출원가	879	846	994	911	843	1,095	1,153	1,151	3,630	4,242	5,127
매출총이익	181	221	249	140	11	71	51	80	791	31	53
매출총이익률 (%)	17.1%	20.7%	20.0%	13.3%	1.3%	-6.9%	-4.6%	6.5%	17.9%	-0.7%	1.0%
판매비와 경상개발비	160	195	209	178	158	187	183	208	742	736	910
영업이익	21	26	39	-38	-147	-258	-234	-128	49	-768	-857
영업이익률	2.0%	2.4%	3.2%	-3.6%	-17.2%	-25.2%	-21.2%	-10.4%	1.1%	-18.2%	-16.6%
<b>Others</b>											
매출액	144	93	159	183	173	123	169	191	579	656	695
매출액 (USD Mn)	131	85	139	156	144	106	152	172	511	574	632
매출원가	107	69	127	150	147	104	144	162	453	557	590
매출총이익	37	24	32	33	26	18	25	29	126	98	105
매출총이익률 (%)	25.6%	26.0%	20.0%	18.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	21.7%	15.0%	15.1%
판매비와 경상개발비	21	14	24	27	26	18	25	28	86	97	103
영업이익	16	10	8	6	0	0	0	0	40	1	2
영업이익률	10.8%	11.2%	5.2%	3.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	6.9%	0.2%	0.3%
<b>세전 계속사업이익</b>	<b>1,602</b>	<b>1,379</b>	<b>1,312</b>	<b>1,085</b>	<b>517</b>	<b>458</b>	<b>804</b>	<b>862</b>	<b>5,377</b>	<b>2,641</b>	<b>3,302</b>
법인세	307	270	263	215	70	91	159	171	1,055	490	654
법인세율 (%)	19.1%	19.6%	20.1%	19.8%	13.5%	19.8%	19.8%	19.8%	19.6%	18.6%	19.8%
<b>당기순이익 (Cross check with model)</b>	<b>1,294</b>	<b>1,108</b>	<b>1,048</b>	<b>870</b>	<b>448</b>	<b>367</b>	<b>644.5</b>	<b>692</b>	<b>4,321</b>	<b>2,150.7</b>	<b>2,648</b>
당기순이익률 (%)	26.9%	23.9%	21.3%	19.7%	12.2%	9.3%	14.8%	15.4%	23.0%	13.1%	14.2%
<b>지배주주순이익 (Cross check with model)</b>	<b>1,296</b>	<b>1,109</b>	<b>1,049</b>	<b>871</b>	<b>448</b>	<b>367</b>	<b>645</b>	<b>692</b>	<b>4,323</b>	<b>2,151</b>	<b>2,649</b>
EPS(원)	1,780	1,523	1,441	1,233	635	520	913	980	6,123	3,047	3,752
원/달러 환율	1,100	1,097	1,149	1,170	1,200	1,160	1,110	1,110	1,129	1,145	1,100

자료 : SK Hynix, SK 증권

## 3Q16 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

인터플렉스 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	49,250	39,409	43,594	41,572	5%
영업이익	13,832	4,529	8,012	6,278	28%
순이익	10,483	2,861	6,445	4,630	39%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

## 2016년 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

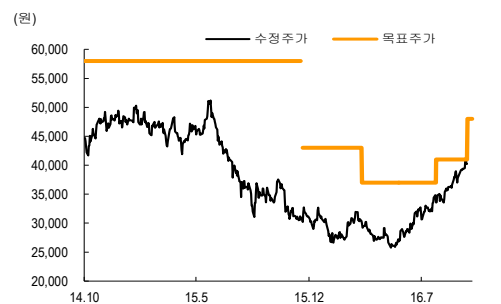
(단위: 억원)

인터플렉스 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	171,256	187,980	164,401	160,640	2%
영업이익	51,095	53,361	26,711	23,632	13%
순이익	41,955	43,224	21,507	17,929	20%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.10.05	매수	48,000원
2016.08.03	매수	41,000원
2016.07.13	매수	37,000원
2016.03.15	매수	37,000원
2015.11.24	매수	43,000원
2015.11.23	담당자 변경	
2014.10.06	매수	58,000원



## 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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 10월 5일 현재 SK 하이닉스(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 10월 5일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----



## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	103,635	97,600	106,734	125,467	143,893
현금및현금성자산	4,368	11,757	32,112	46,832	64,030
매출채권및기타채권	43,880	26,659	27,066	29,373	30,184
재고자산	14,976	19,234	19,528	21,192	21,777
<b>비유동자산</b>	165,198	199,179	219,378	236,927	248,255
장기금융자산	1,348	1,379	1,472	1,472	1,472
유형자산	140,903	169,663	185,605	200,422	209,552
무형자산	13,367	17,049	19,179	20,274	21,124
<b>자산총계</b>	268,833	296,779	326,111	362,394	392,148
<b>유동부채</b>	57,653	48,407	43,749	47,461	50,526
단기금융부채	17,551	10,134	4,891	5,291	7,191
매입채무 및 기타채무	21,466	21,292	21,617	23,459	24,107
단기충당부채	259	253	257	278	286
<b>비유동부채</b>	30,817	34,495	51,691	61,072	64,206
장기금융부채	24,204	28,059	45,276	54,633	57,454
장기매입채무 및 기타채무	1,306	870	547	223	223
장기충당부채	595	611	621	674	692
<b>부채총계</b>	88,470	82,902	95,441	108,534	114,731
<b>지배주주지분</b>	180,365	213,869	230,623	253,766	277,274
자본금	36,577	36,577	36,577	36,577	36,577
자본잉여금	41,437	41,437	41,437	41,437	41,437
기타자본구성요소	0	-7,719	-7,719	-7,719	-7,719
자기주식	0	-7,719	-7,719	-7,719	-7,719
이익잉여금	102,769	143,590	161,528	185,900	210,638
비지배주주지분	-2	8	47	95	142
<b>자본총계</b>	180,363	213,877	230,670	253,860	277,416
<b>부채외자본총계</b>	268,833	296,779	326,111	362,394	392,148

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	59,655	93,752	67,668	78,835	83,403
당기순이익(손실)	41,952	43,236	21,561	26,540	26,906
비현금성항목등	47,675	52,014	52,351	61,088	64,429
유형자산감가상각비	32,697	36,952	43,148	50,203	53,200
무형자산감가상각비	1,743	2,581	3,585	4,660	4,905
기타	3,283	1,644	-660	-1,447	-1,507
운전자본감소(증가)	-26,575	8,323	4,295	-1,217	-265
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-16,287	12,602	-634	-2,307	-811
재고자산감소(증가)	-3,145	-4,148	-322	-1,664	-585
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-367	-2,163	1,483	1,842	648
기타	-6,776	2,033	3,768	912	483
법인세납부	-3,398	-9,821	-10,539	-7,577	-7,667
<b>투자활동현금흐름</b>	-60,350	-70,569	-54,546	-69,718	-66,880
금융자산감소(증가)	-11,348	355	11,707	0	0
유형자산감소(증가)	-46,018	-65,545	-61,686	-65,020	-62,330
무형자산감소(증가)	-3,360	-6,158	-5,755	-5,755	-5,755
기타	375	779	1,188	1,057	1,205
<b>재무활동현금흐름</b>	-1,232	-15,866	7,288	5,603	675
단기금융부채증가(감소)	0	0	-1,000	400	1,900
장기금융부채증가(감소)	284	-4,720	13,254	9,357	2,821
자본의증가(감소)	0	-7,719	0	0	0
배당금의 지급	0	-2,184	-3,530	-2,118	-2,118
기타	-1,516	-1,243	-1,436	-2,036	-1,929
<b>현금의 증가(감소)</b>	-1,951	7,390	20,354	14,720	17,198
기초현금	6,319	4,368	11,757	32,112	46,832
기말현금	4,368	11,757	32,112	46,832	64,030
FCF	17,124	22,312	203	8,899	16,155

자료 : SK하이닉스, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	171,256	187,980	164,395	185,991	187,335
<b>매출원가</b>	94,617	105,154	108,412	123,552	124,430
<b>매출총이익</b>	76,638	82,826	55,983	62,440	62,905
매출총이익률 (%)	44.8	44.1	34.1	33.6	33.6
<b>판매비와관리비</b>	25,544	29,465	29,281	29,674	29,674
영업이익	51,095	53,361	26,702	32,766	33,231
영업이익률 (%)	29.8	28.4	16.2	17.6	17.7
비영업손익	-618	-670	439	327	318
<b>순금용비용</b>	1,182	778	1,011	1,193	1,261
외환관련손익	1,285	576	-141	-141	-141
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	231	246	243	211	211
세전계속사업이익	50,477	52,691	27,142	33,092	33,549
세전계속사업이익률 (%)	29.5	28.0	16.5	17.8	17.9
계속사업법인세	8,525	9,455	5,581	6,552	6,643
<b>계속사업이익</b>	41,952	43,236	21,561	26,540	26,906
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	41,952	43,236	21,561	26,540	26,906
<b>순이익률 (%)</b>	24.5	23.0	13.1	14.3	14.4
<b>지배주주</b>	41,955	43,224	21,511	26,490	26,857
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	24.5	22.99	13.08	14.24	14.34
<b>비지배주주</b>	-3	12	50	50	50
<b>총포괄이익</b>	41,428	43,417	20,328	25,308	25,674
<b>지배주주</b>	41,426	43,407	20,281	25,260	25,627
<b>비지배주주</b>	2	10	48	48	48
<b>EBITDA</b>	85,534	92,893	73,435	87,628	91,335

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	20.9	9.8	-12.6	13.1	0.7
영업이익	51.2	4.4	-50.0	22.7	1.4
세전계속사업이익	64.2	4.4	-48.5	21.9	1.4
EBITDA	32.4	8.6	-21.0	19.3	4.2
EPS(계속사업)	42.6	3.0	-50.2	23.2	1.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	27.0	21.9	9.7	10.9	10.1
ROA	17.6	15.3	6.9	7.7	7.1
EBITDA마진	50.0	49.4	44.7	47.1	48.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	179.8	201.6	244.0	264.4	284.8
부채비율	49.1	38.8	41.4	42.8	41.4
순차입금/자기자본	0.7	-4.6	-2.8	-4.5	-8.6
EBITDA/이자비용(배)	50.2	78.4	51.8	51.2	47.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	5,766	5,937	2,955	3,639	3,689
BPS	24,775	29,377	31,679	34,858	38,087
CFPS	10,500	11,368	9,374	11,175	11,670
주당 현금배당금	300	500	300	300	300
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	9.0	8.6	13.9	11.3	11.2
PER(최저)	6.1	4.9	8.7	7.1	7.0
PBR(최고)	2.1	1.7	1.3	1.2	1.1
PBR(최저)	1.4	1.0	0.8	0.7	0.7
PCR	4.6	2.7	4.3	3.6	3.4
EV/EBITDA(최고)	4.4	4.0	4.1	3.4	3.1
EV/EBITDA(최저)	3.0	2.2	2.5	2.1	1.9

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김영우

hermes\_cmu@sk.com

02-3773-9244

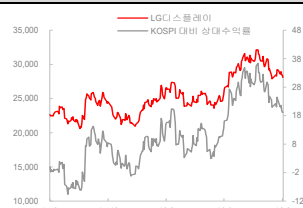
## Company Data

자본금	17,891 억원
발행주식수	35,782 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	100,546 억원
주요주주	
엘지전자(주)(외2)	37.91%
국민연금공단	9.98%
외국인지분률	33.10%
배당수익률	1.80%

## Stock Data

주가(16/10/03)	28,100 원
KOSPI	2043.63 pt
52주 Beta	0.89
52주 최고가	32,150 원
52주 최저가	20,600 원
60일 평균 거래대금	364 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.5%	-6.9%
6개월	5.6%	3.2%
12개월	24.1%	19.2%

LG 디스플레이 (034220/KS | 매수(유지) | T.P 39,000 원(유지))

## 3Q16 Preview : 실망스런 3Q, 기대되는 4Q

LG 디스플레이의 3Q16 매출은 6.03 조, 영업이익 3,076 억 예상

① 대형 LCD 부문의 호조로 전 분기 대비 영업이익 급증, 4Q 에는 더욱 호조

② Apple 의 Japan Display 발주 확대로 중소형 LCD 는 적자폭 확대

③ 삼성디스플레이 7-1 LCD Fab 라인 폐쇄로 4 분기 단기 업황 Peak 예상

## 3Q16 Preview : 대형 LCD 선전했으나, 나머지 부문은 여전히 적자

LG 디스플레이는 매출 6.03 조원 (QoQ 3.0%, YoY -15.7%) 및 영업이익 3,076 억원 (QoQ 592.6%, YoY -6.8%)을 달성할 것으로 전망된다. 이는 ① 대형 LCD 패널가격이 가파르게 상승하였으나, ② Apple iPhone7 의 주공급처를 Japan Display(JDI)로 선정함에 따라 소형 LCD 부문의 적자 규모가 예상보다 컸으며, ③ 대형 OLED 의 수익성이 여전히 개선되지 못하였기 때문이다.

## 삼성디스플레이 7-1 LCD Fab 라인 폐쇄로 4Q 까지 실적 개선

중소형 Flexible OLED 의 수요는 향후 5 년간 매우 빠르게 성장할 예정이고, 삼성은 이 시장에서의 시장점유율 및 수익성 극대화 전략을 구사하고 있다. 따라서 LCD 7-1 Fab 을 11 월부터 폐쇄하고, 중소형 OLED Fab 으로 전환하려는 것이다. 따라서 대형 LCD 의 공급은 4 분기 내내 부족할 것으로 기대된다. 다만 소형 LTPS LCD 의 가격이 2017 년에 급락할 가능성이 높으며, 1 분기는 계절적 비수기를 맞이하여 동사의 실적도 하락하게 될 가능성은 상존한다.

## 투자 의견 매수 및 목표주가 39,000 원 유지

동사의 투자 의견 매수 및 목표주가 39,000 원을 유지한다. 대형 LCD 매출은 해가 갈수록 감소하고 있으며, 적극적인 Capex 를 하기에는 대형 OLED 전략과 상충된다는 측면은 동사의 고민이다. 그동안 잘해왔던 LTPS LCD 를 버리고 Flexible OLED 로 전환해야 한다는 커다란 숙제도 안고 있다. 그래도 아직은 업황이 단기 Peak 를 향해 치닫고 있다는 측면은 긍정적이다. Buy & Hold 보다는 Trading 전략이 유효할 것이다.

## 영업 실적 및 투자 지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	270,330	264,555	283,839	239,966	234,166	248,211
yoy	%	-8.1	-2.1	7.3	-15.5	-2.4	6.0
영업이익	억원	11,633	13,573	16,256	8,690	12,953	15,200
yoy	%	27.5	16.7	19.8	-46.5	49.1	17.3
EBITDA	억원	49,978	48,496	50,014	43,572	51,766	53,151
세전이익	억원	8,303	12,420	14,340	7,981	13,467	14,616
순이익(지배주주)	억원	4,261	9,043	9,666	5,363	10,267	11,187
영업이익률%	%	4.3	5.1	5.7	3.6	5.5	6.1
EBITDA%	%	18.5	18.3	17.6	18.2	22.1	21.4
순이익률	%	1.6	3.5	3.6	2.3	4.6	4.7
EPS	원	1,191	2,527	2,701	1,499	2,869	3,126
PER	배	21.3	13.3	9.1	18.8	9.8	9.0
PBR	배	0.9	1.1	0.7	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	2.2	3.0	2.3	3.0	2.3	2.1
ROE	%	4.1	8.2	8.2	4.4	8.1	8.3
순차입금	억원	15,794	18,285	16,967	19,487	8,994	-313
부채비율	%	101.1	94.9	77.7	80.9	79.3	84.5

## LG 디스플레이 실적 추이 및 전망. 4Q16 실적이 단기 Peak가 될 것으로 전망

(단위 : 십억원)

(단위:십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
매출액	5,989	5,855.2	6,030.9	6,121	5,448	5,775	5,948	6,246
YoY	-14.7%	-12.7%	-15.7%	-18.3%	-9.0%	-1.4%	-1.4%	2.0%
QoQ	-20.1%	-2.2%	3.0%	1.5%	-11.0%	6.0%	3.0%	5.0%
매출원가	5,363	5,245	5,175	5,050	4,576	4,909	5,056	5,371
매출총이익	626	610	856	1,071	872	866	892	874
GPM(%)	10.5%	10.4%	14.2%	17.5%	16.0%	15.0%	15.0%	14.0%
SG&A	587	566	549	594	530	531	541	607
매출원가+판관비	5,950	5,811	5,723	5,644	5,106	5,440	5,597	5,978
매출액 대비								
매출원가비중	89.5%	89.6%	85.8%	82.5%	84.0%	85.0%	85.0%	86.0%
판관비중	9.8%	9.7%	9.1%	9.7%	9.7%	9.2%	9.1%	9.7%
매출원가+판관비 비중	99.3%	99.2%	94.9%	92.2%	93.7%	94.2%	94.1%	95.7%
영업이익	39.5	44.4	307.6	477.5	342.1	334.9	350.9	267.3
영업이익률	0.7%	0.8%	5.1%	7.8%	6.3%	5.8%	5.9%	4.3%
법인세 차감전 순이익	(8)	(11)	316	491	353	347	364	283
법인세율	114.0%	-650.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
법인세비용	-9.7	72.9	63.2	98.2	70.6	69.4	72.7	56.6
당기순이익	1	(84)	252.7	393	282	277	291	227
당기순이익률	0.0%	-1.4%	4.2%	6.4%	5.2%	4.8%	4.9%	3.6%
지배주주지분	1	(80)	241	374	269	264	277	216
발행주식수	357815700	357815700	357815700	357815700	357815700	357815700	357815700	357815700
자기주식수	0	0	0	0	0	0	0	0
유통주식수	357815700	357815700	357815700	357815700	357815700	357815700	357815700	357815700
EPS (당기순이익)	3	(235)	706	1098	789	775	813	633
EPS (지배주주 포괄순익)	3	(224)	673	1047	752	739	775	603

(단위:십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
매출비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Mobile	23%	27%	29%	27%	26%	24%	24%	23%
NPC & TAB	24%	18%	16%	16%	16%	17%	17%	17%
Monitor	15%	16%	15%	15%	16%	16%	16%	17%
TV	38%	39%	40%	42%	42%	43%	43%	43%
매출액								
Mobile	1,378	1,581	1,749	1,653	1,416	1,386	1,428	1,436
NPC & TAB	1,437	1,054	965	979	872	982	1,011	1,062
Monitor	898	937	905	918	872	924	952	1,062
TV	2,276	2,284	2,412	2,571	2,288	2,483	2,558	2,686

자료 : SK Hynix, SK 증권

## 3Q16 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

LG디스플레이 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	71,582	58,551	60,309	64,114	-6%
영업이익	3,329	444	3,076	3,602	-15%
순이익	1,892	-716	2,527	2,665	-5%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

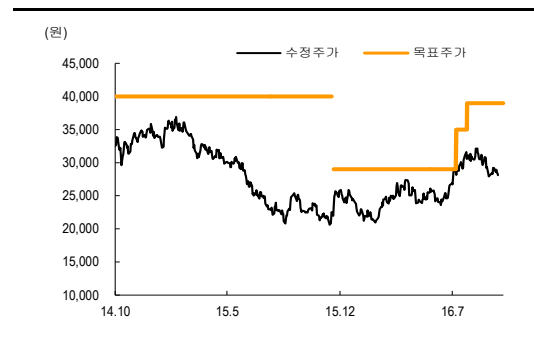
## 2016년 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

LG디스플레이 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	264,555	283,839	239,971	251,616	-5%
영업이익	13,573	16,256	8,690	8,855	-2%
순이익	9,043	9,666	5,631	5,000	13%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.05	매수	39,000원
	2016.08.03	매수	39,000원
	2016.07.13	매수	35,000원
	2016.06.20	매수	29,000원
	2016.04.28	매수	29,000원
	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



### 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 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 10 월 5 일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	92,406	95,316	93,773	106,777	130,557
현금및현금성자산	8,898	7,517	21,622	33,466	44,123
매출채권및기타채권	35,455	41,876	34,198	34,892	42,738
재고자산	27,541	23,517	19,205	19,594	24,001
<b>비유동자산</b>	137,264	130,455	139,067	136,531	134,407
장기금융자산	153	237	710	710	710
유형자산	114,029	105,460	115,752	113,576	111,166
무형자산	5,767	8,387	7,746	7,522	7,394
<b>자산총계</b>	229,670	225,772	232,840	243,308	264,964
<b>유동부채</b>	75,496	66,067	56,154	58,264	69,240
단기금융부채	9,679	14,161	13,766	15,016	16,266
매입채무 및 기타채무	48,998	42,644	34,825	35,532	43,522
단기충당부채	1,939	1,099	897	916	1,122
<b>비유동부채</b>	36,341	32,655	47,975	49,322	52,072
장기금융부채	32,795	28,082	42,297	42,397	42,497
장기매입채무 및 기타채무	129	84	84	84	84
장기충당부채	80	118	97	98	121
<b>부채총계</b>	111,836	98,722	104,129	107,586	121,311
<b>지배주주지분</b>	114,314	121,930	123,711	130,397	138,002
자본금	17,891	17,891	17,891	17,891	17,891
자본잉여금	22,511	22,511	22,511	22,511	22,511
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	74,551	81,585	85,141	93,619	103,016
비지배주주지분	3,520	5,120	5,000	5,325	5,650
<b>자본총계</b>	117,834	127,050	128,711	135,722	143,652
<b>부채외자본총계</b>	229,670	225,772	232,840	243,308	264,964

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	29,922	28,047	42,242	49,586	47,196
당기순이익(손실)	9,174	10,235	5,531	10,774	11,693
비현금성항목등	43,790	43,614	39,829	40,993	41,458
유형자산감가상각비	32,221	29,694	30,680	34,676	33,910
무형자산감가상각비	2,702	4,065	4,203	4,137	4,042
기타	5,543	5,868	1,499	-4,477	-3,200
운전자본감소(증가)	-21,935	-21,662	-403	321	-3,223
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-9,214	-10,607	8,002	-694	-7,846
재고자산감소(증가)	-8,235	4,049	4,312	-390	-4,406
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,604	-11,303	-10,493	707	7,990
기타	-6,089	-3,800	-2,224	698	1,040
법인세납부	-1,107	-4,140	-2,716	-2,502	-2,732
<b>투자활동현금흐름</b>	-34,118	-26,731	-38,779	-35,631	-34,390
금융자산감소(증가)	-2,229	-2,578	2,803	0	0
유형자산감소(증가)	-29,429	-19,177	-38,836	-32,500	-31,500
무형자산감소(증가)	-3,533	-2,935	-3,913	-3,913	-3,913
기타	1,073	-2,041	1,167	782	1,024
<b>재무활동현금흐름</b>	2,375	-3,115	10,776	-2,111	-2,150
단기금융부채증가(감소)	-6,822	-9,684	-5,002	1,250	1,250
장기금융부채증가(감소)	9,407	8,757	19,013	100	100
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-1,789	-1,789	-1,789	-1,789
기타	-210	-398	-1,446	-1,672	-1,711
<b>현금의 증가(감소)</b>	-1,320	-1,382	14,105	11,844	10,657
기초현금	10,219	8,898	7,517	21,622	33,466
기말현금	8,898	7,517	21,622	33,466	44,123
FCF	-3,131	7,605	-1,296	12,419	10,810

자료 : LG디스플레이, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	264,555	283,839	239,966	234,166	248,211
<b>매출원가</b>	226,671	240,696	208,323	199,121	210,919
<b>매출총이익</b>	37,884	43,143	31,643	35,045	37,291
매출총이익률 (%)	14.3	15.2	13.2	15.0	15.0
<b>판매비와관리비</b>	24,311	26,887	22,953	22,092	22,092
영업이익	13,573	16,256	8,690	12,953	15,200
영업이익률 (%)	5.1	5.7	3.6	5.5	6.1
비영업손익	-1,153	-1,916	-709	514	-583
<b>순금융비용</b>	607	705	869	890	687
외환관련손익	-40	-344	-679	-3,084	-3,106
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	139	416	-19	10	10
세전계속사업이익	12,420	14,340	7,981	13,467	14,616
세전계속사업이익률 (%)	4.7	5.1	3.3	5.8	5.9
계속사업법인세	3,246	4,105	2,450	2,693	2,923
<b>계속사업이익</b>	9,174	10,235	5,531	10,774	11,693
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	9,174	10,235	5,531	10,774	11,693
<b>순이익률 (%)</b>	3.5	3.6	2.3	4.6	4.7
<b>지배주주</b>	9,043	9,666	5,363	10,267	11,187
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	3.42	3.41	2.24	4.38	4.51
<b>비지배주주</b>	131	569	168	506	506
<b>총포괄이익</b>	8,428	10,033	3,557	8,800	9,719
<b>지배주주</b>	8,202	9,404	3,571	8,475	9,394
<b>비지배주주</b>	225	628	-13	325	325
<b>EBITDA</b>	48,496	50,014	43,572	51,766	53,151

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-2.1	7.3	-15.5	-2.4	6.0
영업이익	16.7	19.8	-46.5	49.1	17.3
세전계속사업이익	49.6	15.5	-44.4	68.8	8.5
EBITDA	-3.0	3.1	-12.9	18.8	2.7
EPS(계속사업)	112.2	6.9	-44.5	91.4	9.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	8.2	8.2	4.4	8.1	8.3
ROA	4.1	4.5	2.4	4.5	4.6
EBITDA마진	18.3	17.6	18.2	22.1	21.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	122.4	144.3	167.0	183.3	188.6
부채비율	94.9	77.7	80.9	79.3	84.5
순차입금/자기자본	15.5	13.4	15.1	6.6	-0.2
EBITDA/이자비용(배)	44.2	39.2	31.2	31.0	31.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,527	2,701	1,499	2,869	3,126
BPS	31,948	34,076	34,574	36,442	38,568
CFPS	12,287	12,136	11,248	13,717	13,733
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	14.2	13.7	21.5	11.2	10.3
PER(최저)	9.1	7.6	14.0	7.3	6.7
PBR(최고)	1.1	1.1	0.9	0.9	0.8
PBR(최저)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
PCR	2.7	2.0	2.5	2.1	2.1
EV/EBITDA(최고)	3.2	3.2	3.3	2.6	2.4
EV/EBITDA(최저)	2.2	2.0	2.4	1.8	1.6

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김영우

hermes\_cmu@sk.com

02-3773-9244

## Company Data

자본금	3,567 억원
발행주식수	7,038 만주
자사주	14 만주
액면가	5,000 원
시가총액	66,014 억원
주요주주	
삼성전자(주)(외5)	20.44%
국민연금공단	8.19%
외국인지분률	36.00%
배당수익률	1.00%

## Stock Data

주가(16/10/03)	96,000 원
KOSPI	2043.63 pt
52주 Beta	1.24
52주 최고가	129,000 원
52주 최저가	87,400 원
60일 평균 거래대금	301 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-16.9%	-17.2%
6개월	-3.0%	-5.3%
12개월	-11.5%	-15.0%

삼성 SDI (006400/KS | 매수(유지) | T.P 132,000 원(유지))

## 3Q16 Preview : 사업역량은 낙제점이나 자산가치 부각

삼성 SDI의 3Q16 매출은 1.32 조, 영업이익 522 억 예상

- ① 갤럭시노트 7 폭발 요인으로 삼성 SDI 배터리 지목, 배상여부 및 규모는 불확실
- ② 배터리 전수 검사시, 배터리 출하속도 하락 및 생산원가 증가로 고난은 이어질 것
- ③ 삼성디스플레이 중장기 호황세 진입 및 삼성그룹 홀딩스 출범시 물산 가치 상승

## 3Q16 Preview : 삼성전자 갤럭시노트 7 을 침몰시킨 삼성 SDI

삼성 SDI는 2분기 매출 1.32 조원, 영업이익 -522 억원을 달성할 것으로 전망된다. 위낙은 사업부 매각, 합병 등으로 QoQ, YoY 를 논하는 것이 무의미한 수준이다. 잦은 경영진의 교체 및 인수, 합병 등으로 인해, 동사의 2차전지 사업부분의 제조 경쟁력 약화는 오랫동안 우려되어 왔었다. 그러다 맞이한 갤럭시노트 7 폭발 사태로 인해, 동사의 2차전지 사업은 존폐의 기로에 서 있는 수준으로 보여진다.

## 본업은 부진 지속될 것이나, SDC 와 삼성물산 가치는 상승하게 될 것

본업의 부진에도 불구하고, 동사가 지분 15.2%를 보유한 삼성디스플레이(SDC)의 미래는 대단히 긍정적이다. 2017년부터 2018년까지 Apple의 iPhone은 LTPS LCD를 버리고, Flexible OLED로 교체될 것이다. SDC의 2017년 하반기 영업이익은 분기당 1조를 훌쩍 상회하며, 1.5조에 달할 수도 있을 것으로 전망된다. 지분법 이익이 증가하는 한편, 삼성그룹 홀딩스 체제의 전환 기대감도 높아지고 있다. 전반적인 Valuation 측면에서는 상승할 가능성도 보여지고 있는 것이다.

## 투자 의견 매수 및 목표주가 132,000 원 유지

동사의 투자 의견 매수 및 목표주가 132,000 원을 유지한다. 2차전지 부문의 상황은 시간이 지나도 나아질 기미가 보이지 않고 있지만, 삼성디스플레이의 실적 개선은 놀라울 정도로 빠르게 개선되고 있다. 게다가 동사의 주가는 P/B 0.6 배 수준으로 청산가치에도 크게 미달한다. 투자자들에게 많은 아픔을 안겨준 삼성 SDI는, 향후 보유현금 활용과 사업 전략에 대한 비전을 밝혀야 할 것이다.

## 영업 실적 및 투자 지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	34,285	54,742	75,693	53,979	62,738	62,738
yoy	%	-40.6	59.7	38.3	-28.7	16.2	0.0
영업이익	억원	-113	708	-598	-7,635	391	391
yoy	%	적전	흑전	적전	적지	흑전	0.0
EBITDA	억원	4,193	6,035	6,036	-2,769	5,594	6,225
세전이익	억원	5,132	1,994	391	-3,438	5,043	4,794
순이익(지배주주)	억원	1,306	-838	538	8,031	3,720	3,525
영업이익률%	%	-0.3	1.3	-0.8	-14.1	0.6	0.6
EBITDA%	%	12.2	11.0	8.0	-5.1	8.9	9.9
순이익률	%	4.3	-1.5	0.3	14.9	6.3	6.0
EPS	원	8,275	2,526	765	-4,070	5,286	5,009
PER	배	19.6	45.9	149.0	N/A	18.2	19.2
PBR	배	1.0	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	19.4	14.0	13.7	-23.2	12.3	11.8
ROE	%	1.8	-0.9	0.5	7.3	3.5	3.5
순차입금	억원	4,232	1,123	-836	-7,210	-3,034	798
부채비율	%	40.0	35.0	44.2	40.4	67.3	95.0



삼성 SDI 실적 추이 및 전망. 향후에도 분사 및 구조조정 등 변수가 많을 것으로 예상

(단위 : 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
Total Sales	18,652	18,439	19,977	18,613	12,907	13,172	13,245	14,654	14,358	15,183	15,928	17,269
2차전지	7,950	7,807	8,874	8,484	8,629	8,774	8,788	9,735	9,683	10,148	10,725	12,254
IT	6,951	6,582	7,025	6,048	6,241	6,297	6,032	6,152	6,008	6,014	6,132	6,282
중대형	999	1,225	1,849	2,436	2,388	2,477	2,756	3,583	3,675	4,134	4,593	5,972
전자재료	10,702	10,632	11,103	10,129	4,264	4,416	4,457	4,919	4,675	5,035	5,203	5,015
매출비중												
2차전지	43%	42%	44%	46%	67%	67%	66%	66%	67%	67%	67%	71%
IT	37%	36%	35%	32%	48%	48%	46%	42%	42%	40%	38%	36%
중대형	5%	7%	9%	13%	19%	19%	21%	24%	26%	27%	29%	35%
전자재료	57%	58%	56%	54%	33%	34%	34%	34%	33%	33%	33%	29%
Total OP	77	(37)	179	(808)	(498)	(542)	(522)	(472)	(438)	(411)	(386)	(325)
2차전지	(572)	(665)	(806)	(1,851)	(1,055)	(929)	(910)	(1,021)	(845)	(827)	(813)	(893)
IT	139	53	7	(889)	(219)	(126)	(139)	(89)	(37)	(1)	60	122
중대형	(711)	(717)	(813)	(962)	(836)	(803)	(772)	(932)	(808)	(827)	(873)	(1,015)
전자재료	649	627	985	1,043	556	386	389	548	408	416	427	568
OPM (%)	0.4%	-0.2%	0.9%	-4.3%	-3.9%	-4.1%	-3.9%	-3.2%	-3.0%	-2.7%	-2.4%	-1.9%
2차전지	-7.2%	-8.5%	-9.1%	-21.8%	-12.2%	-10.6%	-10.4%	-10.5%	-8.7%	-8.2%	-7.6%	-7.3%
IT	2.0%	0.8%	0.1%	-14.7%	-3.5%	-2.0%	-2.3%	-1.5%	-0.6%	0.0%	1.0%	1.9%
중대형	-71.2%	-58.5%	-44.0%	-39.5%	-35.0%	-32.4%	-28.0%	-26.0%	-22.0%	-20.0%	-19.0%	-17.0%
전자재료	6.1%	5.9%	8.9%	10.3%	13.0%	8.7%	8.7%	11.1%	8.7%	8.3%	8.2%	11.3%
EPS	850	(4320)	6773	(311)	(9634)	13821	985	1100	653	903	1460	2157

자료 : 삼성 SDI, SK 증권

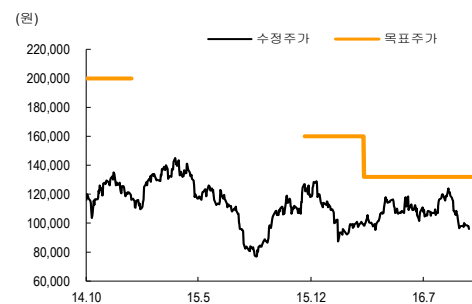
2Q16 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위 : 억원)

삼성SDI 실적	2Q15	1Q16	2Q16 SK 추정치	2Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	19,977	13,172	13,245	13,869	-5%
영업이익	179	-542	-522	-372	40%

자료: SK 증권 추정 Dataguide

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.05	매수	132,000원
	2016.08.03	매수	132,000원
	2016.07.13	매수	132,000원
	2016.03.15	매수	132,000원
	2015.11.24	매수	160,000원
	2015.11.23	담당자 변경	
	2015.01.01	담당자 변경	
	2014.11.03	매수	200,000원
	2014.10.06	매수	200,000원



### 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 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 (2016년 10월 5일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	35,356	47,739	46,841	62,478	76,667
현금및현금성자산	6,275	12,880	3,980	17,402	31,080
매출채권및기타채권	8,931	10,554	4,840	5,703	5,703
재고자산	7,686	7,500	3,439	4,053	4,053
<b>비유동자산</b>	124,330	114,514	109,914	116,546	122,509
장기금융자산	24,612	12,122	16,096	16,096	16,096
유형자산	33,249	32,290	25,501	29,234	32,414
무형자산	12,789	12,776	9,198	8,665	8,255
<b>자산총계</b>	159,686	162,253	156,755	179,024	199,176
<b>유동부채</b>	22,543	32,013	17,189	18,652	19,352
단기금융부채	9,753	10,472	7,310	7,010	7,710
매입채무 및 기타채무	7,537	15,040	6,897	8,128	8,128
단기충당부채	434	479	220	259	259
<b>비유동부채</b>	18,874	17,708	27,923	53,392	77,703
장기금융부채	8,025	7,025	13,676	31,574	48,383
장기매입채무 및 기타채무	66	989	1,931	2,873	3,815
장기충당부채	239	253	116	137	137
<b>부채총계</b>	41,416	49,721	45,112	72,044	97,054
<b>지배주주지분</b>	115,864	110,120	109,063	104,380	99,502
자본금	3,567	3,567	3,567	3,567	3,567
자본잉여금	50,326	50,312	50,312	50,312	50,312
기타자본구성요소	-108	-108	-108	-108	-108
자기주식	-108	-108	-108	-108	-108
이익잉여금	48,623	48,531	55,745	59,449	62,959
비지배주주지분	2,405	2,412	2,581	2,600	2,620
<b>자본총계</b>	118,269	112,532	111,643	106,980	102,122
<b>부채외자본총계</b>	159,686	162,253	156,755	179,024	199,176

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	3,198	8,932	-9,775	4,211	5,003
당기순이익(손실)	-803	257	8,045	3,938	3,743
비현금성항목등	4,401	3,306	-4,172	1,656	2,482
유형자산감가상각비	4,442	5,331	3,927	4,467	5,220
무형자산감각비	885	1,303	939	736	614
기타	919	-367	-7,389	-1,941	-1,941
운전자본감소(증가)	101	6,236	-11,940	-671	-564
매출채권및기타채권의 감소(증가)	2,674	555	2,792	-864	0
재고자산감소(증가)	1,398	174	2,357	-614	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2,130	-205	-8,559	1,231	0
기타	-1,840	5,711	-8,530	-425	-564
법인세납부	-501	-867	-1,708	-712	-657
<b>투자활동현금흐름</b>	-2,887	1,656	-2,664	-8,412	-8,280
금융자산감소(증가)	0	0	2,461	0	0
유형자산감소(증가)	-4,342	-7,054	-8,825	-8,200	-8,400
무형자산감소(증가)	-28	-160	-203	-203	-203
기타	1,483	8,870	3,903	-9	323
<b>재무활동현금흐름</b>	-1,319	-4,171	3,712	17,623	16,954
단기금융부채증가(감소)	-1,622	-6,866	-4,987	-300	700
장기금융부채증가(감소)	-2,000	3,918	8,477	17,897	16,810
자본의증가(감소)	3,367	0	0	0	0
배당금의 지급	-830	-721	-703	-16	-16
기타	-235	-502	925	42	-540
<b>현금의 증가(감소)</b>	-1,026	6,604	-8,899	13,422	13,678
기초현금	7,302	6,275	12,880	3,980	17,402
기말현금	6,275	12,880	3,980	17,402	31,080
FCF	-2,950	5,081	-10,568	-3,003	-2,464

자료 : 삼성SDI, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	54,742	75,693	53,979	62,738	62,738
<b>매출원가</b>	45,455	61,862	45,220	50,932	50,932
<b>매출총이익</b>	9,287	13,831	8,758	11,807	11,807
매출총이익률 (%)	17.0	18.3	16.2	18.8	18.8
<b>판매비와관리비</b>	8,579	14,430	16,393	11,415	11,415
영업이익	708	-598	-7,635	391	391
영업이익률 (%)	1.3	-0.8	-14.1	0.6	0.6
비영업손익	1,286	989	4,197	4,652	4,403
<b>순금융비용</b>	159	138	-208	-42	207
외환관련손익	191	-58	-131	-129	-130
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	1,903	3,106	3,974	2,799	2,799
세전계속사업이익	1,994	391	-3,438	5,043	4,794
세전계속사업이익률 (%)	3.6	0.5	-6.4	8.0	7.6
계속사업법인세	472	134	-586	1,106	1,051
<b>계속사업이익</b>	1,521	257	-2,851	3,938	3,743
중단사업이익	-2,324	0	10,896	0	0
*법인세효과	-733	0	217	0	0
당기순이익	-803	257	8,045	3,938	3,743
<b>순이익률 (%)</b>	-1.5	0.3	14.9	6.3	6.0
지배주주	-838	538	8,031	3,720	3,525
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	-1.53	0.71	14.88	5.93	5.62
<b>비지배주주</b>	35	-282	13	218	218
<b>총포괄이익</b>	2,439	-5,301	-541	-4,648	-4,842
<b>지배주주</b>	2,375	-5,028	-356	-4,667	-4,862
<b>비지배주주</b>	64	-273	-185	20	20
EBITDA	6,035	6,036	-2,769	5,594	6,225

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	59.7	38.3	-28.7	16.2	0.0
영업이익	흑전	적전	적지	흑전	0.0
세전계속사업이익	-61.2	-80.4	적전	흑전	-4.9
EBITDA	44.0	0.0	적전	흑전	11.3
EPS(계속사업)	적전	흑전	-632.0	-229.9	-5.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-0.9	0.5	7.3	3.5	3.5
ROA	-0.6	0.2	5.0	2.4	2.0
EBITDA마진	11.0	8.0	-5.1	8.9	9.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	156.8	149.1	272.5	335.0	396.2
부채비율	35.0	44.2	40.4	67.3	95.0
순차입금/자기자본	1.0	-0.7	-6.5	-2.8	0.8
EBITDA/이자비용(배)	14.8	11.1	-5.9	6.2	4.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,526	765	-4,070	5,286	5,009
BPS	164,621	156,459	154,957	148,304	141,373
CFPS	7,632	10,191	18,325	12,678	13,297
주당 현금배당금	1,000	1,000	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	68.5	189.5	N/A	23.5	24.8
PER(최저)	41.0	100.4	N/A	16.5	17.5
PBR(최고)	1.1	0.9	0.8	0.8	0.9
PBR(최저)	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
PCR	15.2	11.2	5.2	7.6	7.2
EV/EBITDA(최고)	20.6	17.3	-30.3	15.8	14.9
EV/EBITDA(최저)	11.3	9.4	-21.2	11.3	10.8

# SK COMPANY Analysis



Analyst

박형우

hyungwou@sk.com

02-3773-8889

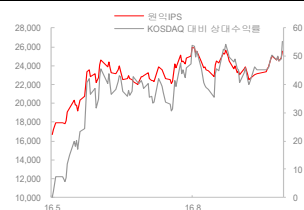
## Company Data

자본금	206 억원
발행주식수	4,127 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	10,525 억원
주요주주	
원익홀딩스	32.85%
국민연금	5.01%
외국인지분률	23.00%
배당수익률	N/A

## Stock Data

주가(16/10/03)	25,500 원
KOSDAQ	681.21 pt
52주 Beta	0.46
52주 최고가	26,000 원
52주 최저가	16,650 원
60일 평균 거래대금	97 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.4%	6.6%
6개월	%	%
12개월	%	%

원익 IPS (240810/KQ | 매수(유지) | T.P 32,000 원(유지))

## 원익 IPS 의 Super Cycle 임박

원익 IPS 3Q16 매출액 938 억원, 영업이익 120 억원 예상. 2017 년이 더욱 유망

① 삼성전자의 3D NAND 투자 확대에 따른 원익 IPS 장비 공급 확대가 예상되고,

② OLED, DRAM, 시스템반도체 공정용 장비 매출도 지속될 전망이며,

③ 3D NAND 와 OLED 투자는 삼성의 경쟁사들도 미룰 수 없는 방향

원익 IPS 는 3D NAND Super Cycle 의 최대 수혜 장비업체

## 3Q16 Preview : 3 분기보다는 4 분기. 4 분기 보다는 2017 년이 더욱 유망

3Q16 실적은 매출액 938 억원 (QoQ +79%), 영업이익 120 억원 (QoQ +222%)으로 개선될 전망이다. 그러나 3 분기 실적보다도 4 분기와 2017 년의 성장성을 주목한다. 이는 ① 삼성전자의 3D NAND 투자 확대에 따라 원익 IPS 장비 공급 확대가 예상되고, ② OLED, DRAM, 시스템반도체 공정용 장비 매출도 지속될 전망이며, ③ 3D NAND 와 OLED 투자는 삼성뿐 아니라 삼성의 경쟁사들도 미룰 수 없는 방향이기 때문이다.

## 삼성전자가 주도하는 3D NAND Cycle 의 최대 수혜 장비업체

2017 년 삼성전자의 대규모 3D NAND 투자가 임박했다. 고객사인 삼성전자는 2016 년 말까지 기존 2D NAND 를 3D NAND 로 전환하는 데 집중하고, 2017 년에는 3D NAND 생산능력(Capa.)을 100K 증설하며 시장에서의 경쟁력 격차를 확대시킬 전망이다. 원익 IPS 는 삼성전자의 3D NAND 투자 시, 국내 장비 업체들 중 수주 예상금액이 가장 큰 업체로 파악된다. 2017 년 3D NAND 공정 장비 매출액은 YoY +50% 증가하고, 전사 매출 증가를 견인할 것이다.

## 테라세미콘 인수로 사업 경쟁력 격상 기대

원익 IPS 는 12 월 21 일 테라세미콘을 흡수합병 예정이다. 두 회사의 합병이 완료되는 경우, ① CVD/ALD 장비와 열처리장비 강자들의 만남이라는 점에서 증착 공정 관련 시너지가 기대되고, ② 원익 IPS 에게는 디스플레이 장비 라인업이 강화되고 해외 고객사 추가 확보가 용이해지며, ③ 원익그룹은 지주사 요건을 충족 시키게 된다. 원익 IPS 의 테라세미콘 인수는 동사뿐 아니라 원익그룹에게도 반도체와 OLED 시장 내 위치를 또 한번 격상시키는 계기가 될 것으로 판단된다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	-	3,548	5,499	6,258
yoy	%	-	0.0	55.0	13.8
영업이익	억원	-	531	1,049	1,313
yoy	%	-	0.0	97.6	25.2
EBITDA	억원	-	685	1,233	1,513
세전이익	억원	-	540	1,062	1,326
순이익(지배주주)	억원	-	415	829	1,021
영업이익률%	%	-	15.0	19.1	21.0
EBITDA%	%	-	19.3	22.4	24.2
순이익률	%	-	11.7	15.1	16.3
EPS	원	-	1,006	2,008	2,475
PER	배	-	25.4	12.7	10.3
PBR	배	-	4.8	3.5	2.6
EV/EBITDA	배	-	15.0	7.8	5.9
ROE	%	-	18.7	31.5	28.7
순차입금	억원	-	-312	-948	-1,672
부채비율	%	-	38.3	31.5	27.2

## 2. 원익 IPS 3Q16 프리뷰

원익 IPS 실적전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016E	2017E
매출액	922	525	938	1,163	1,174	1,471	1,488	1,366	3,549	5,499
QoQ % of Change	-	-43%	79%	24%	1%	25%	1%	-8%	-	-
YoY % of Change	-	-	-	-	27%	180%	59%	17%	1%	55%
반도체	870	359	702	839	800	1,194	1,210	1,087	2,770	4,291
디스플레이	51	140	232	321	371	275	275	275	744	1,196
5태양광	1	27	4	3	3	2	3	4	35	12
기타 & 조정	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익	193	37	120	180	206	302	296	245	531	1,049
opm	20.9%	7.1%	12.8%	15.5%	17.5%	20.5%	19.9%	17.9%	15.0%	19.1%
QoQ	-	-81%	222%	49%	14%	47%	-2%	-17%	-	-
YoY	-	-	-	-	7%	707%	146%	36%	0%	98%
당기순이익(지배주주)	154	28	94	143	163	238	233	194	419	828
npm	16.7%	5.4%	10.0%	12.3%	13.9%	16.2%	15.7%	14.2%	11.8%	15.1%

자료: DART, SK 증권 추정

3Q16 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

원익IPS 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	n/a	525	938	958	-2%
영업이익	n/a	37	120	140	-14%
순이익	n/a	28	94	88	7%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

2016년 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

원익IPS 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	n/a	n/a	3,549	3,363	6%
영업이익	n/a	n/a	531	508	5%
순이익	n/a	n/a	419	384	9%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

## 1. 삼성전자 주도 3D NAND Cycle 의 최대 수혜 장비업체

삼성전자는 2017 년에 3D NAND  
Capa.를 100K 증설하며 경쟁사들과의  
생산성 격차 확대 전망

2017 년 삼성전자의 대규모 투자가 임박했기에 원익IPS 의 3D NAND 장비 수혜를 재조명한다. 메모리 경쟁사들이 샘플수준의 NAND 제품을 공개하고 있는데 반해, 삼성전자는 이미 48 단 3D NAND 양산에 성공했다. 삼성전자는 2016 년 말까지 기존 2D NAND 를 3D NAND 로 전환하는 데 집중할 것이고, 2017 년에는 3D NAND 생산 능력(Capa.)을 100K 증설하며 시장에서의 경쟁력 격차를 확대시킬 전망이다. 또한 3D NAND Layer 가 기존 32 단 중심에서 앞으로는 48 단과 64 단의 비중이 증가하는 것도 원익IPS 의 ALD 와 CVD 장비들의 수요 증가에 긍정적이다. 삼성전자 3D NAND Layer Capa. 비중은 4Q16 을 기점으로 48 단이 32 단을 역전하고, 2017 년부터는 64 단 3D NAND 양산도 확대될 것으로 전망한다.

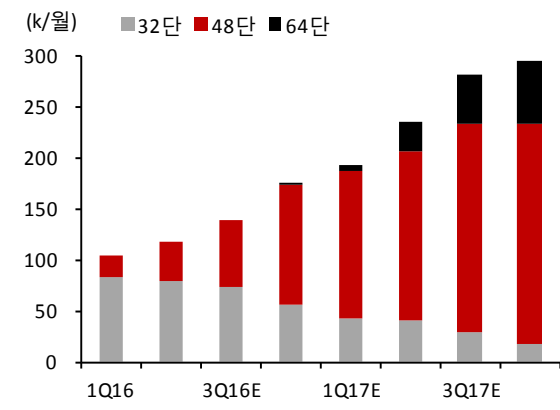
삼성전자 3D NAND 생산능력(Capacity) : 2016 년 말, 195K → 2017 년말, 320K 로 증가 전망

(단위: k/월)

Factory	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	투자방향
화성 Fab 12	120	120	120	120	120	120	120	120	• 12/16 Line 2D Nand 1y에서 1z로 전환 중
화성 Fab 16	190	190	190	190	180	170	160	150	• 2016년말까지 80K를 3D Nand로 전환 • 2017년 2Q 64단 양산 시작
중국 XiAn	105	115	115	115	115	115	115	115	• Xian 115K 는 100% 3D Nand로 구성
화성 Fab 17 (캐파증설)	-	-	-	20	20	40	40	60	• 2017년 하반기 64단 TLC/QLC 양산 • 2017년말 96단 샘플링 가능
평택 (캐파증설)	-	-	-	5	15	20	40	65	• 복층구조로 층당 100K 수준 • 64단 수율, 시황에 따른 변경 가능
전체	415	425	425	430	445	455	475	485	* 2016년 3D Capa : 80 (16L) + 115 (XiAn) = 195K + 17L과 평택 소량투입 = 220K * 2017년 신규 3D Capa : 40 (17L) + 60 (평택) = 100K

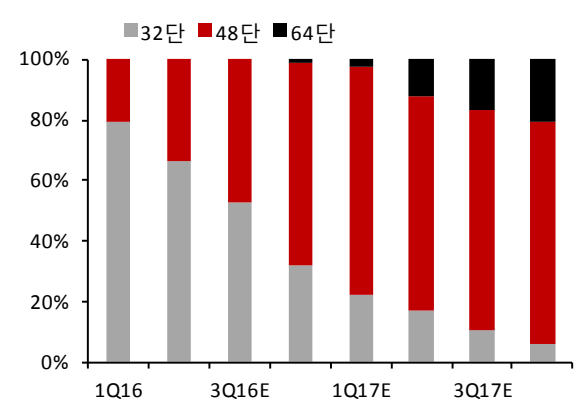
자료: 삼성전자, SK 증권 추정

20'17 년 말 3D NAND Capa. 300k 가정 시, Layer 별 생산 Capa



자료 : SK 증권

20'17 년 말 3D NAND Capa. 300k 가정 시, Layer 별 생산 비중



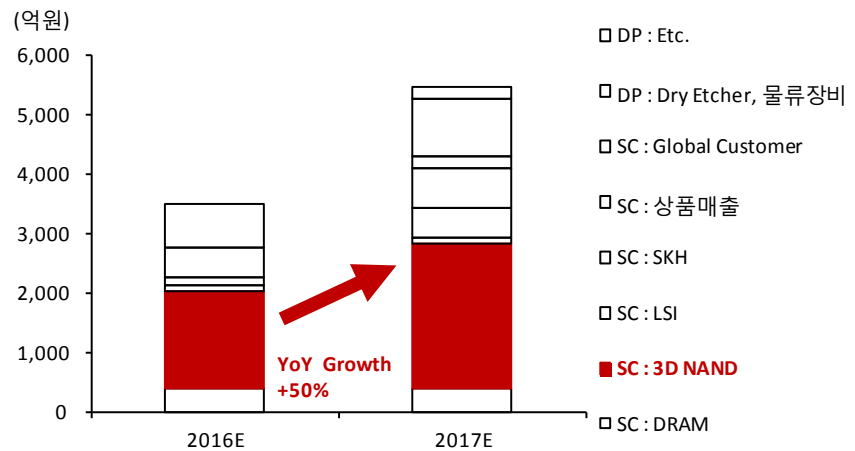
자료 : SK 증권



원익 IPS는 삼성전자의 3D NAND 투자 시, 국내 장비 업체들 중 가장 수주 금액이 큰 장비 벤더

2017년 원익 IPS의 실적개선 원동력은 3D NAND 장비다. 원익 IPS는 삼성전자의 3D NAND 투자 시, 국내 장비 업체들 중 가장 수주 금액이 큰 업체로 파악된다. 따라서 단연 삼성전자의 핵심 장비사라 판단한다. 3D NAND 공정 장비 매출액은 2017년에 YoY +50% 증가하며, 전사 매출 증가를 견인할 것이다. 2017년에는 SK 하이닉스로도 3D NAND 용 장비 공급이 확대될 전망이다.

#### 원익 IPS 장비매출 성장의 주축은 3D NAND 장비



자료 : SK 증권 추정

#### 원익 IPS의 반도체 증착 공정 장비

PECVD	ALD / CVD		ALD
MAHA	AKRA	Bluetain	DB
			
<p>▶ High Performance CVD</p> <p>▶ Application : TEOS, SiON, SiN, DSiN</p>	<p>▶ Excellent Reliability Metal ALD/CVD</p> <p>▶ Application : Ti/TiN, CoSix, Ti, TiN, WN</p>	<p>▶ High Efficiency Twin ALD/CVD</p> <p>▶ Application : W, WN, Poly-Si, LT-SiN/SiO<sub>2</sub></p>	<p>▶ High Throughput ALD Process System</p> <p>▶ Application : HfO<sub>2</sub>, ZrO<sub>2</sub>, Al<sub>2</sub>O<sub>3</sub>, ALD Ox, ALD SiN</p>

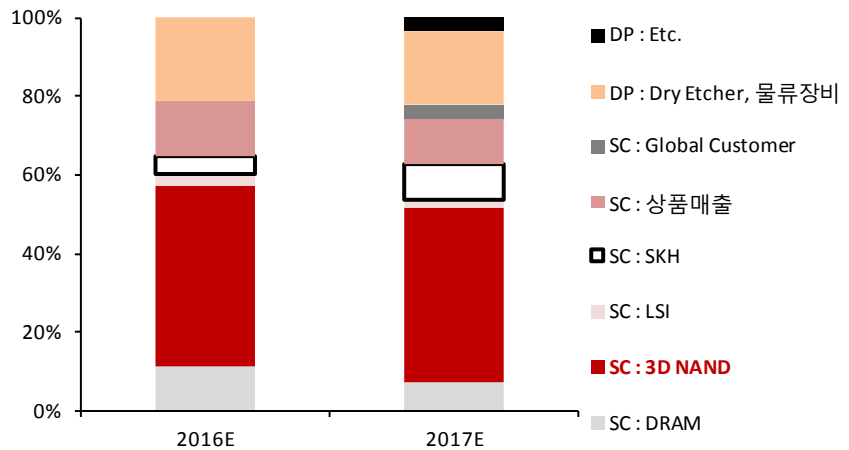
자료 : 원익IPS, SK 증권

## 2. 제품 포트폴리오 강화와 고객사 다변화

제품 포트폴리오 다변화 긍정적.  
또한, 삼성전자 외에도, SK하이닉스  
및 글로벌 고객사 향 매출 확대 전망

원익 IPS의 제품 포트폴리오 다변화와 고객사 다각화에도 주목한다. 원익 IPS의 2017년 삼성전자 향 3D NAND 장비 매출액은 YoY +50% 증가함에도, 전사 매출액 내 비중은 오히려 2016년 46% → 2017년 44%로 감소할 것으로 전망된다. 이는 DRAM 및 시스템반도체 생산공정 장비와 OLED 용 Dry Etcher 매출이 이어지는 가운데, SK하이닉스 및 글로벌 고객사 향 장비 공급 가능성이 존재하기 때문이다. 중소형 패널 시장에서의 OLED와 스토리지 시장에서의 3D NAND Cap. 증설은 삼성전자에 이어 경쟁사들도 미룰 수 없는 방향이기에 원익 IPS 장비 수요는 지속적인 증가가 전망된다.

원익 IPS 장비 어플리케이션별 매출 비중 전망 : 제품 다변화



자료 : SK 증권 추정

원익 IPS 고객사별 매출 비중 전망 : 고객사 다각화



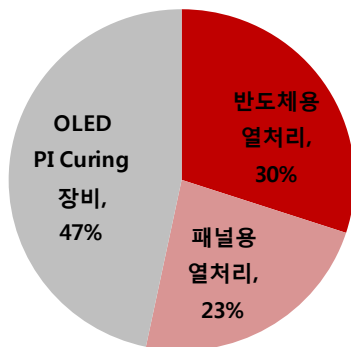
자료 : SK 증권 추정

### 3. 원익 IPS, 테라세미콘 인수로 업그레이드

원익 IPS 에게 테라세미콘 인수는  
반도체와 OLED 시장 내 위치를 또  
한번 격상시키는 계기가 될 것

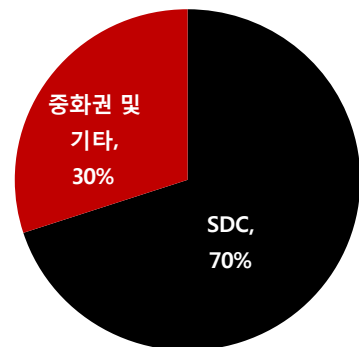
원익 IPS 는 지난 9 월 9 일 테라세미콘을 흡수합병한다는 공시를 발표했다. 합병기일은 12 월 21 일이고, 신주 상장예정일은 2017 년 1 월 5 일 이다. 두 회사의 합병이 완료될 경우, ① CVD/ALD 장비와 열처리장비 강자들의 만남이라는 점에서 증착 공정 관련 시너지가 기대되고, ② 원익 IPS 에게는 디스플레이 장비 라인업 강화 및 해외 고객사 매출 확대가 용이해질 것이며, ③ 원익그룹은 테라세미콘에 대해 (자산총액 1 천억 원 이상, 상장자회사의 경우) 20% 이상의 지분을 확보해야 하는 지주사 요건을 충족 시키게 된다. 원익 IPS 에게 테라세미콘 인수는 반도체와 OLED 시장 내 위치를 또 한번 격상시키는 계기가 될 것으로 판단된다.

테라세미콘 장비별 매출 비중 (2016 년 기준)



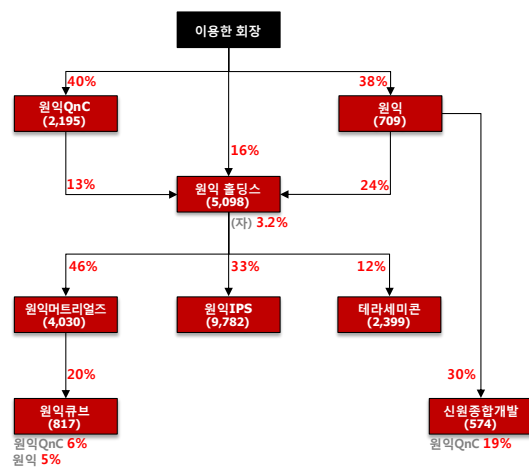
자료 : SK 증권

테라세미콘 고객사별 매출 비중 (2016 년 기준)



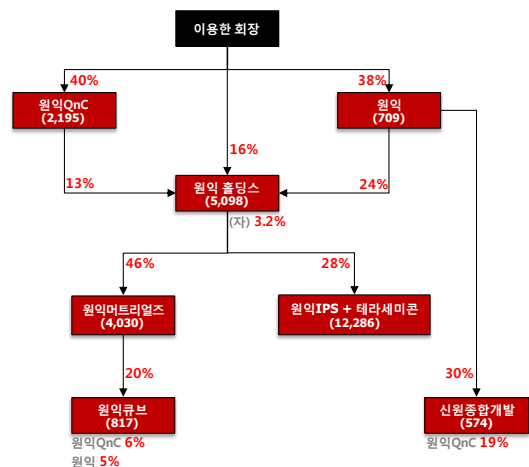
자료 : SK 증권

원익 IPS 지배구조 : 테라세미콘 합병 전



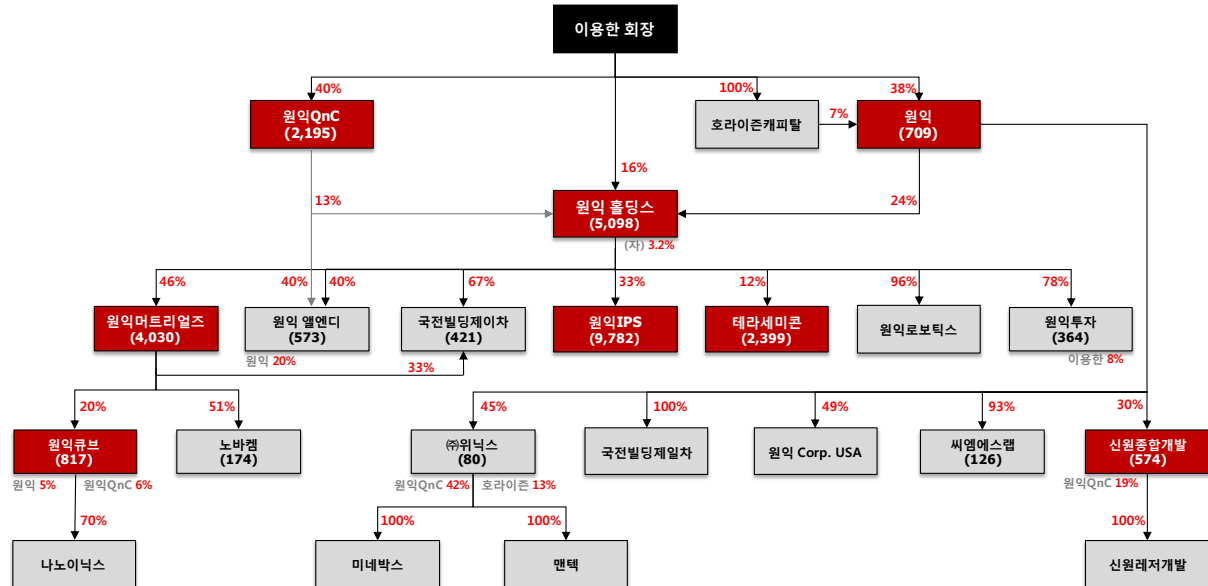
자료 : DART, SK 증권

원익 IPS 지배구조 : 테라세미콘 합병 후



자료 : DART, SK 증권

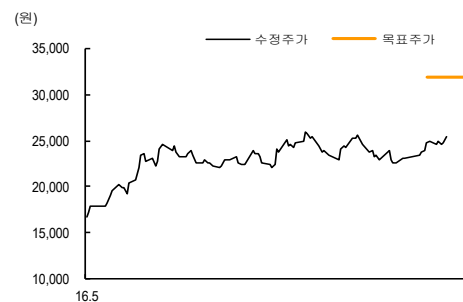
## 원익 그룹 지배구조



자료 : Dart, SK 증권

주: 괄호안의 숫자는 상장사는 시가총액 (16.09.20), 비상장사는 총자산 (15.12.31). 단위는 억원 / (자)는 자사주

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.05	매수	32,000원
	2016.09.22	매수	32,000원



## Compliance Notice

- 작성(박형우)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 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 (2016년 10월 5일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>			1,684	2,484	3,481
현금및현금성자산			382	1,008	1,722
매출채권및기타채권			465	546	652
재고자산			744	820	977
<b>비유동자산</b>			1,381	1,522	1,693
장기금융자산			19	19	19
유형자산			1,083	1,139	1,219
무형자산			125	132	140
<b>자산총계</b>			3,065	4,005	5,174
<b>유동부채</b>			628	716	832
단기금융부채			70	60	50
매입채무 및 기타채무			326	382	456
단기충당부채			0	0	0
<b>비유동부채</b>			220	244	276
장기금융부채			0	0	0
장기매입채무 및 기타채무			9	9	9
장기충당부채			140	164	195
<b>부채총계</b>			848	960	1,107
<b>지배주주지분</b>			2,217	3,045	4,067
자본금			206	206	206
자본잉여금			1,753	1,753	1,753
기타자본구성요소			-2	-2	-2
자기주식			-2	-2	-2
이익잉여금			259	1,088	2,109
비지배주주지분			0	0	0
<b>자본총계</b>			2,217	3,045	4,067
<b>부채와자본총계</b>			3,065	4,005	5,174

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>			273	886	1,014
당기순이익(손실)			265	829	1,021
비현금성항목등			204	405	491
유형자산감가상각비			119	184	199
무형자산상각비			5	0	0
기타			11	-16	-16
운전자본감소(증가)			-125	-69	-149
매출채권및기타채권의 감소(증가)			-141	-81	-105
재고자산감소(증가)			-200	-75	-158
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)			126	57	74
기타			90	31	40
법인세납부			-70	-279	-350
<b>투자활동현금흐름</b>			-192	-247	-287
금융자산감소(증가)			-3	0	0
유형자산감소(증가)			-165	-240	-280
무형자산감소(증가)			-7	-7	-7
기타			-18	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>			28	-12	-13
단기금융부채증가(감소)			30	-10	-10
장기금융부채증가(감소)			0	0	0
자본의증가(감소)			-2	0	0
배당금의 지급			0	0	0
기타			0	-2	-3
<b>현금의 증가(감소)</b>			249	627	713
기초현금			0	249	876
기말현금			249	876	1,589
FCF			385	687	774

자료 : 원익PS, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>			3,548	5,499	6,258
<b>매출원가</b>			2,186	3,366	3,754
<b>매출총이익</b>			1,362	2,133	2,504
매출총이익률 (%)			38.4	38.8	40.0
<b>판매비와관리비</b>			832	1,084	1,190
영업이익			531	1,049	1,313
영업이익률 (%)			15.0	19.1	21.0
비영업손익			9	14	13
<b>순금융비용</b>			0	2	3
외환관련손익			0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>			0	0	0
세전계속사업이익			540	1,062	1,326
세전계속사업이익률 (%)			15.2	19.3	21.2
계속사업법인세			125	234	305
<b>계속사업이익</b>			415	829	1,021
중단사업이익			0	0	0
*법인세효과			0	0	0
당기순이익			415	829	1,021
<b>순이익률 (%)</b>			11.7	15.1	16.3
지배주주			415	829	1,021
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>			11.7	15.07	16.32
비지배주주			0	0	0
<b>총포괄이익</b>			415	829	1,021
지배주주			415	829	1,021
비지배주주			0	0	0
EBITDA			685	1,233	1,513

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액			0.0	55.0	13.8
영업이익			0.0	97.6	25.2
세전계속사업이익			0.0	96.8	24.9
EBITDA			0.0	80.0	22.7
EPS(계속사업)			0.0	99.6	23.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE			18.7	31.5	28.7
ROA			13.6	23.4	22.3
EBITDA마진			19.3	22.4	24.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율			268.1	347.0	418.5
부채비율			38.3	31.5	27.2
순차입금/자기자본			-14.1	-31.1	-41.1
EBITDA/이자비용(배)			5,494.2	557.1	476.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)			1,006	2,008	2,475
BPS			5,371	7,379	9,853
CFPS			1,380	2,455	2,958
주당 현금배당금			0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)			25.9	13.0	10.5
PER(최저)			16.6	8.3	6.7
PBR(최고)			4.8	3.5	2.6
PBR(최저)			3.1	2.3	1.7
PCR			18.5	10.4	8.6
EV/EBITDA(최고)			15.3	8.0	6.0
EV/EBITDA(최저)			9.7	4.9	3.5

# SK COMPANY Analysis



Analyst

박형우

hyungwou@sk.com

02-3773-8889

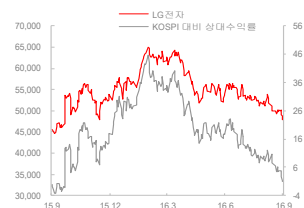
## Company Data

자본금	9,042 억원
발행주식수	18,083 만주
자사주	77 만주
액면가	5,000 원
시가총액	78,387 억원
주요주주	
(주) LG	33.7%
국민연금	7.5%
외국인지분률	21.90%
배당수익률	0.80%

## Stock Data

주가(16/10/03)	47,900 원
KOSPI	2043.63 pt
52주 Beta	1.03
52주 최고가	64,900 원
52주 최저가	44,550 원
60일 평균 거래대금	365 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.0%	-7.4%
6개월	-22.2%	-24.1%
12개월	4.9%	0.8%

LG 전자 (066570/KS | 매수(유지) | T.P 67,000 원(유지))

## 3 분기 이후, 실적개선의 주안점은 MC 사업부의 고정비

LG 전자 3Q16 매출액 13.6 조원, 영업이익 2,865 억원 전망

- ① MC(스마트폰)사업부는 G5의 흥행 실패 이후 고정비 부담이 심화됐고,
  - ② 원재료 가격의 상승으로 세트의 수익성이 악화됐으며,
  - ③ TV와 가전&에어컨 사업부는 IT 성수기 진입에 따라 중저가 비중이 상승
- LG 전자는 MC 사업부 고정비 축소를 위해 총력 집중

## 3Q16 Preview : MC의 대규모 적자 & 원재료가격 상승으로 세트 수익성 악화

LG 전자의 3Q16 실적은 매출액 13.6 조원 (YoY -3%), 영업이익 2,865 억원 (YoY -3%)으로 전망된다. 3분기 실적은 전년동기 대비 유사하지만, 전분기와 비교하면 매출액과 영업이익이 각각 -3%, -51% 감소할 전망이다. 이는 ① MC(스마트폰)사업부가 G5의 흥행 실패 이후 고정비 부담이 심화됐고, ② 원재료 가격의 상승으로 세트의 수익성이 악화됐으며, ③ HE(TV)와 H&A(가전&에어컨) 사업부는 IT 성수기 진입에 따라 중저가 비중이 상승했기 때문으로 분석한다.

## LG 전자 실적개선의 주안점은 MC 사업부의 고정비

향후 LG 전자의 실적개선을 위해서는 다음 세가지 요건이 충족돼야 한다. TV와 가전의 견조한 사업 상황이 지속되고, MC 사업부의 고정비가 감소해야 하며, VC(전장)사업부의 이익정상화가 요구된다. TV와 가전사업은 원재료(패널, 철강, 오일 등)의 가격 상승이 예상되지만, OLED TV와 '시그니처' 가전 라인업으로 프리미엄 시장에서의 입지를 굳혔다고 판단한다. 차량용 부품사업은 과거 인포테인먼트 부품 수주가 주를 이루었으나 현재는 전기차 부품 비중이 빠르게 상승하고 있고, 2018년 중 분기 흑자전환을 목표하고 있다. 따라서 주안점은 2016년 기준 약 -8,000 억원으로 예상되는 MC 사업부의 적자축소 여부다.

## 투자의견 매수, 목표주가 67,000 원 유지

MC 사업부의 단기적인 실적 개선은 쉽지 않다. 그러나 3분기가 MC의 저점이라 판단되기에 투자의견과 목표주가를 유지한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	567,723	590,408	565,090	551,359	575,993	609,203
yoy	%	3.0	4.0	-4.3	-2.4	4.5	5.8
영업이익	억원	12,490	18,286	11,923	16,496	19,666	21,160
yoy	%	2.7	46.4	-34.8	38.4	19.2	7.6
EBITDA	억원	31,772	37,697	31,250	35,879	43,035	45,850
세전이익	억원	5,895	12,183	5,931	11,550	16,183	18,827
순이익(지배주주)	억원	1,768	3,994	1,244	7,135	10,030	11,639
영업이익률%	%	2.2	3.1	2.1	3.0	3.4	3.5
EBITDA%	%	5.6	6.4	5.5	6.5	7.5	7.5
순이익률	%	0.4	0.9	0.4	1.4	1.8	2.0
EPS	원	1,024	3,188	709	3,946	5,546	6,436
PER	배	66.5	18.5	75.9	12.1	8.6	7.4
PBR	배	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	6.2	5.0	5.6	4.7	4.0	3.8
ROE	%	1.5	3.4	1.1	6.1	8.2	9.1
순차입금	억원	64,883	67,312	60,473	62,489	64,013	64,501
부채비율	%	180.0	185.3	179.7	177.8	181.4	181.4



## LG 전자 사업부서별 실적 추정

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E
매출액	139,063	138,221	139,315	144,529	133,621	140,029	136,023	141,686	561,128	551,359
HE	44,367	39,348	42,864	47,397	43,334	41,572	42,746	49,707	173,976	177,359
MC	35,084	35,448	32,801	36,701	29,632	33,258	28,594	28,545	140,034	120,028
H&A	40,631	44,853	41,534	38,295	42,195	47,002	42,630	38,847	165,313	170,674
VC	3,826	4,508	4,786	5,204	5,929	6,396	6,844	7,323	18,324	26,492
독립사업부/기타	3,141	3,094	5,040	4,517	3,937	3,622	5,292	4,743	15,792	17,594
LG이노텍	12,014	10,970	12,290	12,415	8,594	8,179	9,919	12,522	47,689	39,213
영업이익	3,052	2,441	2,940	3,490	5,052	5,846	2,865	2,734	11,923	16,497
HE	-62	-827	370	1,092	3,352	3,567	2,771	2,157	573	11,847
MC	568	-192	-963	-609	-2,022	-1,535	-2,772	-2,018	-1,196	-8,347
H&A	2,295	2,918	2,456	2,148	4,078	4,337	2,794	2,090	9,817	13,298
VC	-24	-15	-8	97	-158	-168	-163	-130	50	-619
독립사업부/기타	-402	90	486	279	-197	-6	143	56	453	-4
LG이노텍	677	467	599	483	-1	-349	92	580	2,226	322
영업이익률	2.2%	1.8%	2.1%	2.4%	3.8%	4.2%	2.1%	1.9%	2.1%	3.0%
HE	-0.1%	-2.1%	0.9%	2.3%	7.7%	8.6%	6.5%	4.3%	0.3%	6.7%
MC	1.6%	-0.5%	-2.9%	-1.7%	-6.8%	-4.6%	-9.7%	-7.1%	-0.9%	-7.0%
H&A	5.6%	6.5%	5.9%	5.6%	9.7%	9.2%	6.6%	5.4%	5.9%	7.8%
VC	-0.6%	-0.3%	-0.2%	1.9%	-2.7%	-2.6%	-2.4%	-1.8%	0.3%	-2.3%
독립사업부/기타	-12.8%	2.9%	9.6%	6.2%	-5.0%	-0.2%	2.7%	1.2%	2.9%	0.0%
LG이노텍	5.6%	4.3%	4.9%	3.9%	0.0%	-4.3%	0.9%	4.6%	4.7%	0.8%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

## 3Q16 실적: SK 증권 추정치 vs 확정치

(단위: 억원)

LG전자 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	140,288	140,029	136,023	138,868	-2%
영업이익	2,940	5,846	2,865	3,641	-21%
순이익	837	2,710	1,289	1,961	-34%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

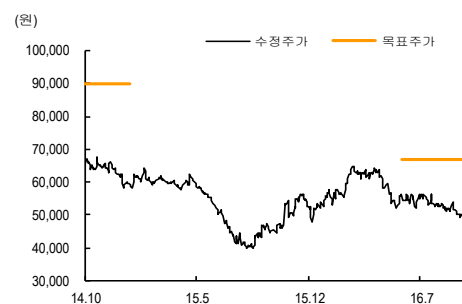
## 2016년 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

LG전자 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	590,408	565,090	551,359	556,235	-1%
영업이익	18,286	11,923	16,496	18,268	-10%
순이익	3,994	1,244	7,135	8,371	-15%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.05	매수	67,000원
	2016.08.03	매수	67,000원
	2016.07.13	매수	67,000원
	2016.06.20	매수	67,000원
	2016.05.31	매수	67,000원
	2016.05.02	Not Rated	
	2015.01.01	담당자 변경	
	2014.11.03	매수	90,000원
	2014.10.06	매수	90,000원



## Compliance Notice

- 작성자(박형우)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 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 10 월 5 일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	174,827	163,976	158,904	163,452	168,171
현금및현금성자산	22,444	27,102	26,354	22,632	20,628
매출채권및기타채권	81,059	74,499	72,496	77,146	80,944
재고자산	57,113	48,727	47,416	50,458	52,942
<b>비유동자산</b>	195,857	199,163	208,978	225,236	240,980
장기금융자산	3,023	2,651	1,326	1,326	1,326
유형자산	105,969	104,603	112,903	123,096	132,882
무형자산	13,943	14,733	15,037	14,956	14,897
<b>자산총계</b>	370,684	363,139	367,882	388,688	409,151
<b>유동부채</b>	156,806	147,797	145,211	150,132	154,330
단기금융부채	25,821	23,400	24,289	21,574	19,560
매입채무 및 기타채무	88,063	81,747	79,549	84,652	88,819
단기충당부채	7,143	5,759	5,617	5,988	6,293
<b>비유동부채</b>	83,967	85,507	90,252	100,445	109,399
장기금융부채	64,895	65,710	65,579	66,095	66,594
장기매입채무 및 기타채무	136	57	36	43	52
장기충당부채	10,014	10,743	10,441	11,084	11,606
<b>부채총계</b>	240,773	233,304	235,463	250,577	263,729
<b>지배주주지분</b>	117,194	116,266	119,105	124,748	131,911
자본금	9,042	9,042	9,042	9,042	9,042
자본잉여금	29,227	29,227	29,227	29,227	29,227
기타자본구성요소	-449	-449	-449	-449	-449
자기주식	-449	-449	-449	-449	-449
이익잉여금	90,810	90,165	95,215	104,426	115,156
비지배주주지분	12,717	13,569	13,314	13,363	13,511
<b>자본총계</b>	129,911	129,835	132,419	138,111	145,422
<b>부채외자본총계</b>	370,684	363,139	367,882	388,688	409,151

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	23,758	29,375	33,502	37,120	39,120
당기순이익(손실)	5,014	2,491	7,467	10,461	12,171
비현금성항목등	47,214	42,614	38,392	32,573	33,680
유형자산감가상각비	15,180	15,140	15,058	18,892	20,235
무형자산상각비	4,231	4,187	4,325	4,477	4,455
기타	20,712	18,833	11,679	2,432	1,399
운전자본감소(증가)	-23,195	-11,633	-9,193	702	821
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-9,190	3,136	4,110	-4,650	-3,798
재고자산감소(증가)	-12,313	4,616	821	-3,042	-2,484
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12,836	-4,056	-7,838	5,103	4,167
기타	-14,528	-15,330	-6,286	3,291	2,935
법인세납부	-5,275	-4,098	-3,163	-6,616	-7,551
<b>투자활동현금흐름</b>	-23,035	-17,857	-27,851	-33,587	-34,567
금융자산감소(증가)	274	444	-97	0	0
유형자산감소(증가)	-20,653	-16,657	-23,885	-29,085	-30,021
무형자산감소(증가)	-4,005	-4,816	-4,396	-4,396	-4,396
기타	1,350	3,172	528	-105	-150
<b>재무활동현금흐름</b>	-3,755	-6,551	-5,997	-7,256	-6,556
단기금융부채증가(감소)	0	0	-1,072	-2,715	-2,014
장기금융부채증가(감소)	1,378	-806	396	516	499
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-735	-1,090	-729	-819	-909
기타	-4,398	-4,654	-4,409	-4,238	-4,132
현금의 증가(감소)	-4,009	4,658	-748	-3,722	-2,003
기초현금	26,453	22,444	27,102	26,354	22,632
기말현금	22,444	27,102	26,354	22,632	20,628
FCF	2,157	13,409	2,176	1,949	3,420

자료 : LG전자, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	590,408	565,090	551,359	575,993	609,203
<b>매출원가</b>	452,991	436,351	418,138	446,348	472,993
<b>매출총이익</b>	137,416	128,739	133,222	129,645	136,210
매출총이익률 (%)	23.3	22.8	24.2	22.5	22.4
<b>판매비와관리비</b>	119,131	116,817	116,726	109,979	115,050
영업이익	18,286	11,923	16,496	19,666	21,160
영업이익률 (%)	3.1	2.1	3.0	3.4	3.5
비영업손익	-6,103	-5,992	-4,946	-3,482	-2,333
<b>순금융비용</b>	3,262	3,588	3,409	3,556	3,496
외환관련손익	-4,412	-4,225	-1,382	-1,214	-1,157
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	3,048	3,812	1,830	3,720	3,720
세전계속사업이익	12,183	5,931	11,550	16,183	18,827
세전계속사업이익률 (%)	2.1	1.1	2.1	2.8	3.1
계속사업법인세	5,398	3,402	4,084	5,722	6,657
<b>계속사업이익</b>	6,785	2,530	7,467	10,461	12,171
중단사업이익	-1,772	-38	0	0	0
*법인세효과	-534	-7	0	0	0
당기순이익	5,014	2,491	7,467	10,461	12,171
<b>순이익률 (%)</b>	0.9	0.4	1.4	1.8	2.0
지배주주	3,994	1,244	7,135	10,030	11,639
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	0.68	0.22	1.29	1.74	1.91
비지배주주	1,020	1,247	332	432	532
<b>총포괄이익</b>	968	1,008	3,516	6,511	8,220
지배주주	-37	-200	3,568	6,463	8,072
비지배주주	1,005	1,209	-51	49	149
EBITDA	37,697	31,250	35,879	43,035	45,850

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	4.0	-4.3	-2.4	4.5	5.8
영업이익	46.4	-34.8	38.4	19.2	7.6
세전계속사업이익	106.7	-51.3	94.7	40.1	16.3
EBITDA	18.7	-17.1	14.8	19.9	6.5
EPS(계속사업)	211.4	-77.8	456.5	40.6	16.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	3.4	1.1	6.1	8.2	9.1
ROA	1.4	0.7	2.0	2.8	3.1
EBITDA마진	6.4	5.5	6.5	7.5	7.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	111.5	111.0	109.4	108.9	109.0
부채비율	185.3	179.7	177.8	181.4	181.4
순차입금/자기자본	51.8	46.6	47.2	46.4	44.4
EBITDA/이자비용(배)	9.0	6.9	8.4	10.1	11.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	3,188	709	3,946	5,546	6,436
BPS	64,808	64,294	65,864	68,985	72,946
CFPS	12,943	11,376	14,664	18,469	20,090
주당 현금배당금	400	400	450	500	550
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	24.8	90.7	16.5	11.7	10.1
PER(최저)	18.3	56.1	12.1	8.6	7.4
PBR(최고)	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9
PBR(최저)	0.9	0.6	0.7	0.7	0.7
PCR	4.6	4.7	3.3	2.6	2.4
EV/EBITDA(최고)	6.0	6.2	5.5	4.7	4.4
EV/EBITDA(최저)	5.0	4.8	4.7	4.0	3.8

# SK COMPANY Analysis



Analyst

박형우

hyungwou@sk.com

02-3773-8889

## Company Data

자본금	3,880 억원
발행주식수	7,760 만주
자사주	202 만주
액면가	5,000 원
시가총액	36,525 억원
주요주주	
삼성전자 외 6	23.73%
국민연금	8.65%
외국인지분률	17.90%
배당수익률	1.00%

## Stock Data

주가(16/10/03)	48,900 원
KOSPI	2043.63 pt
52주 Beta	1.15
52주 최고가	71,500 원
52주 최저가	46,700 원
60일 평균 거래대금	267 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.1%	-8.5%
6개월	-16.8%	-18.8%
12개월	-24.0%	-27.0%

삼성전기 (009150/KS | 매수(유지) | T.P 60,000 원(하향))

## 노트 7 영향을 받는 부품사

삼성전기는 3Q16에 매출액 1.54 조원, 영업이익 251 억원 기록 전망

- ① 갤럭시노트 7의 품질이슈로 삼성전기의 공급 일정에 차질이 생겼고,
  - ② 고객사의 3분기 스마트폰 증산이 기대치를 하회함에 따라 부품 수요가 감소했으며,
  - ③ 3Q16에도 인력 조정으로 1회성 비용이 발생하기 때문
- 3분기는 부진. 그러나 향후 고객사의 증산 또는 갤럭시 S8 출시와 맞물려 실적개선 가능

## 3Q16 Preview : 노트 7 품질 이슈에 따른 부품 공급차질 발생

삼성전기는 3Q16에 매출액 1.54 조원 (YoY-4%), 영업이익 251 억원 (YoY-75%)을 기록할 것으로 전망한다. 이는 당초 우리가 추정했던 3분기 이익의 절반에도 못 미치는 실적이다. 3분기 실적이 부진할 것으로 예상하는 이유는 ① 갤럭시노트 7의 품질이슈로 삼성전기의 공급 일정에 차질이 생겼고, ② 삼성전자의 3분기 중저가 스마트폰 증산이 기대치를 하회함에 따라 해당 부품 수요가 줄어들었으며, ③ 3Q16에도 인력 조정으로 1회성 비용이 발생하기 때문이다.

## 노트 7은 아쉽지만, 지속적으로 사업다각화 노력 중

갤럭시노트 7 품질이슈에 따른 부품공급차질은 아쉽다. 그러나 삼성전기는 체질개선을 위해 제품 다각화와 베트남 생산능력 증설을 진행 중이다. 카메라 사업은 듀얼카메라 개발과 렌즈 내재화로 매출치를 확대 노력 중이고, A, J 향 후면카메라 점유율 상승을 위해 노력 중이다. 또한 기판 사업은 베트남 생산비중 확대로 수익성 개선을 목표하고 있으며, 패키징 사업은 PLP라는 중장기 성장동력을 마련 중이다.

## 목표주가는 하향, 그러나 현재주가에서 추가하락은 제한적이라 판단

삼성전기의 3Q16 실적이 부진할 전망이고 노트 7에 따른 공급차질이 4분기에도 이어질 것으로 예상됨에 따라 목표주가를 60,000 원으로 하향한다. 그러나 투자 의견은 매수를 유지한다. 향후 삼성전기는 고객사의 스마트폰 증산 또는 갤럭시 S8 출시와 맞물려 실적개선 여력이 존재하고, 현재 주가는 PBR 0.9 배 수준으로 추가적인 하락은 제한적이라 판단되기 때문이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	82,566	61,004	61,763	62,420	67,877	70,392
yoy	%	4.3	-26.1	1.2	1.1	8.7	3.7
영업이익	억원	4,640	649	3,013	1,110	2,429	3,190
yoy	%	-20.1	-86.0	364.0	-63.2	118.9	31.3
EBITDA	억원	10,832	7,252	7,954	6,624	8,541	9,549
세전이익	억원	4,360	8,162	3,668	1,435	2,514	3,328
순이익(지배주주)	억원	3,302	5,027	112	901	1,846	2,442
영업이익률%	%	5.6	1.1	4.9	1.8	3.6	4.5
EBITDA%	%	13.1	11.9	12.9	10.6	12.6	13.6
순이익률	%	4.2	8.3	0.3	1.6	2.9	3.7
EPS	원	4,256	8,798	4,031	1,161	2,379	3,147
PER	배	17.2	6.2	15.6	42.1	20.6	15.5
PBR	배	1.4	0.9	1.2	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	6.2	6.4	7.5	7.6	6.0	5.3
ROE	%	8.2	11.5	0.3	2.2	4.5	6.0
순차입금	억원	8,365	2,354	9,164	11,529	12,343	12,612
부채비율	%	68.8	66.3	68.5	77.0	79.4	82.2

## 삼성전기 사업부서별 실적 추정

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E
매출액	16,026	16,021	16,095	13,620	16,043	16,164	15,381	14,832	61,762	62,420
DM	6,792	7,355	6,681	5,736	6,859	7,318	6,812	6,522	26,564	27,511
LCR	5,340	5,071	5,428	4,438	5,254	5,053	4,917	4,790	20,277	20,013
ACI	3,880	3,744	3,946	3,602	3,460	3,443	3,353	3,220	15,172	13,476
영업이익	851	941	1,015	206	429	152	251	278	3,013	1,110
영업이익률	5.3%	5.9%	6.3%	1.5%	2.7%	0.9%	1.6%	1.9%	4.9%	1.8%

자료: DART, SK 증권 추정

## 2Q16 실적 : SK 증권 추정치 vs 확정치

(단위: 억원)

삼성전기 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	16,095	16,164	15,381	16,328	-6%
영업이익	1,015	152	251	463	-46%
순이익	-91	165	201	350	-43%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

## 2016년 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

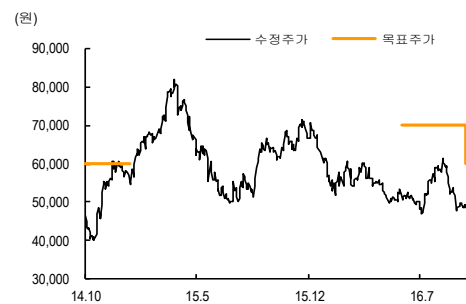
(단위: 억원)

삼성전기 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	61,004	61,763	62,420	63,942	-2%
영업이익	649	3,013	1,110	1,505	-26%
순이익	5,027	112	901	1,049	-14%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.10.05	매수	60,000원
2016.08.03	매수	70,000원
2016.07.13	매수	70,000원
2016.05.31	매수	70,000원
2015.01.01	담당자 변경	
2014.10.06	매수	60,000원



## Compliance Notice

- 작성자(박형우)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 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 (2016년 10월 5일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----



## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	35,540	27,300	27,814	26,924	27,844
현금및현금성자산	6,880	10,353	7,982	7,218	7,085
매출채권및기타채권	9,655	8,212	8,942	8,898	9,459
재고자산	8,412	6,790	7,394	7,357	7,821
<b>비유동자산</b>	41,646	45,395	46,312	47,860	48,749
장기금융자산	9,420	8,015	6,987	6,987	6,987
유형자산	29,259	32,984	34,722	36,637	37,631
무형자산	1,039	912	859	451	117
<b>자산총계</b>	77,186	72,695	74,126	74,784	76,593
<b>유동부채</b>	21,510	17,683	19,193	19,103	19,596
단기금융부채	11,164	10,250	11,099	11,049	11,034
매입채무 및 기타채무	5,988	4,849	5,281	5,255	5,586
단기충당부채	60	73	80	79	84
<b>비유동부채</b>	9,248	11,858	13,048	14,002	14,949
장기금융부채	5,967	10,166	10,813	10,913	11,063
장기매입채무 및 기타채무	22	25	7	8	8
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	30,758	29,541	32,241	33,106	34,545
<b>지배주주지분</b>	45,534	42,221	40,889	40,590	40,851
자본금	3,880	3,880	3,880	3,880	3,880
자본잉여금	10,452	10,452	10,452	10,452	10,452
기타자본구성요소	-10	-1,467	-1,467	-1,467	-1,467
자기주식	-10	-1,467	-1,467	-1,467	-1,467
이익잉여금	25,046	24,455	25,497	27,052	29,167
비지배주주지분	894	933	996	1,088	1,198
<b>자본총계</b>	46,428	43,154	41,885	41,678	42,049
<b>부채외자본총계</b>	77,186	72,695	74,126	74,784	76,593

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	3,705	5,406	5,446	7,368	7,362
당기순이익(손실)	5,089	206	1,012	1,967	2,581
비현금성항목등	2,334	6,226	6,276	6,574	6,968
유형자산감가상각비	6,419	4,780	5,337	5,985	6,306
무형자산상각비	183	161	178	127	53
기타	-5,755	1,038	-95	-232	-151
운전자본감소(증가)	-3,363	1,797	-1,623	-632	-1,446
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,779	2,227	-724	44	-561
재고자산감소(증가)	588	2,020	-570	36	-464
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-18	-1,219	1,046	-26	331
기타	-2,153	-1,230	-1,375	-687	-753
법인세납부	-356	-2,824	-218	-540	-741
<b>투자활동현금흐름</b>	-3,615	-2,040	-8,378	-7,454	-6,864
금융자산감소(증가)	4,875	7,584	-1,410	0	0
유형자산감소(증가)	-8,449	-10,105	-7,472	-7,900	-7,300
무형자산감소(증가)	-196	223	281	281	281
기타	155	258	223	165	155
<b>재무활동현금흐름</b>	-304	96	842	-678	-631
단기금융부채증가(감소)	-2,466	-4,638	-630	-50	-15
장기금융부채증가(감소)	3,132	7,229	2,276	100	150
자본의증가(감소)	4	-1,457	20	0	0
배당금의 지급	-583	-630	-379	-291	-327
기타	-392	-409	-431	-437	-439
<b>현금의 증가(감소)</b>	-505	3,472	-2,370	-764	-133
기초현금	7,385	6,880	10,353	7,982	7,218
기말현금	6,880	10,353	7,982	7,218	7,085
FCF	-554	-3,666	-1,825	453	1,057

자료 : 삼성전기, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	61,004	61,763	62,420	67,877	70,392
<b>매출원가</b>	50,650	48,647	51,175	54,793	55,918
<b>매출총이익</b>	10,354	13,116	11,246	13,085	14,474
매출총이익률 (%)	17.0	21.2	18.0	19.3	20.6
<b>판매비와관리비</b>	9,705	10,102	10,136	10,656	11,283
영업이익	649	3,013	1,110	2,429	3,190
영업이익률 (%)	1.1	4.9	1.8	3.6	4.5
비영업손익	7,513	655	326	85	138
<b>순금융비용</b>	226	166	277	313	324
외환관련손익	-32	-59	78	105	250
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	23	70	61	61	61
세전계속사업이익	8,162	3,668	1,435	2,514	3,328
세전계속사업이익률 (%)	13.4	5.9	2.3	3.7	4.7
계속사업법인세	1,273	446	424	547	747
<b>계속사업이익</b>	6,890	3,222	1,012	1,967	2,581
중단사업이익	-1,801	-3,016	0	0	0
*법인세효과	31	-281	0	0	0
당기순이익	5,089	206	1,012	1,967	2,581
<b>순이익률 (%)</b>	8.3	0.3	1.6	2.9	3.7
지배주주	5,027	112	901	1,846	2,442
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	8.24	0.18	1.44	2.72	3.47
<b>비지배주주</b>	62	95	111	122	139
<b>총포괄이익</b>	4,450	-1,188	-871	84	698
지배주주	4,372	-1,273	-953	-8	588
비지배주주	78	85	82	93	110
EBITDA	7,252	7,954	6,624	8,541	9,549

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-26.1	1.2	1.1	8.7	3.7
영업이익	-86.0	364.0	-63.2	118.9	31.3
세전계속사업이익	87.2	-55.1	-60.9	75.2	32.4
EBITDA	-33.1	9.7	-16.7	28.9	11.8
EPS(계속사업)	106.7	-54.2	-71.2	104.8	32.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	11.5	0.3	2.2	4.5	6.0
ROA	6.8	0.3	1.4	2.6	3.4
EBITDA마진	11.9	12.9	10.6	12.6	13.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	165.2	154.4	144.9	140.9	142.1
부채비율	66.3	68.5	77.0	79.4	80.2
순차입금/자기자본	5.1	21.2	27.5	29.6	32.0
EBITDA/이자비용(배)	20.9	22.5	15.4	19.5	21.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	8,798	4,031	1,161	2,379	3,147
BPS	58,677	54,408	52,692	52,306	52,643
CFPS	14,986	6,512	8,267	10,255	11,341
주당 현금배당금	750	500	400	450	500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	8.4	20.3	53.0	25.9	19.6
PER(최저)	4.6	12.3	40.2	19.6	14.8
PBR(최고)	1.3	1.5	1.2	1.2	1.2
PBR(최저)	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
PCR	3.7	9.7	5.9	4.8	4.3
EV/EBITDA(최고)	8.4	9.3	9.1	7.1	6.3
EV/EBITDA(최저)	4.9	6.2	7.4	5.8	5.1

# SK COMPANY Analysis



Analyst

박형우

hyungwou@sk.com

02-3773-8889

## Company Data

자본금	1,183 억원
발행주식수	2,367 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	18,531 억원
주요주주	
LG전자	40.79%
국민연금	10.60%
외국인지분률	15.00%
배당수익률	0.40%

## Stock Data

주가(16/10/03)	78,300 원
KOSPI	2043.63 pt
52주 Beta	1.25
52주 최고가	103,000 원
52주 최저가	71,000 원
60일 평균 거래대금	148 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.1%	-5.5%
6개월	-1.3%	-3.6%
12개월	-11.0%	-14.5%

LG 이노텍 (011070/KS | 매수(유지) | T.P 110,000 원(유지))

## 기대했던 실적개선은 4 분기부터

LG 이노텍의 3Q16 매출액은 1.31 조원, 영업이익은 89 억원 전망

① 해외 고객사의 초도 스마트폰 생산량이 예상치보다 낮았고,

② LED와 HDI의 부진이 지속되는 것으로 파악되며,

③ 3분기 원/달러 환율 하락이 동사의 영업에 비우호적으로 작용

3분기는 당초 기대치를 하회하겠으나, 4분기 분기최대 광학솔루션 매출 예상

## 3Q16 Preview : 카메라모듈 매출 확대는 4 분기로

LG 이노텍은 3Q16에 매출액 1.31 조원 (YoY -16%), 영업이익 89 억원 (YoY -85%)을 기록할 것으로 전망된다. 당초 3분기 실적은 해외 고객사향 카메라모듈 매출 확대로 전분기 대비 큰 폭의 반등이 예상됐으나, 흑자전환 수준에 그칠 것으로 예상된다. 이는 ① 해외 고객사의 초도 스마트폰 생산량이 예상치보다 낮았고, ② LED와 HDI의 부진이 지속되는 것으로 파악되며, ③ 원/달러 환율 하락이 동사의 영업에 비우호적으로 작용했기 때문이다.

## 카메라모듈과 전장은 파란불, LED와 HDI는 노란불

3분기에 기대를 충족시키지 못할 것으로 예상되는 카메라모듈 매출액은 4분기부터 증가할 전망이다. 해외 고객사의 3분기 스마트폰 생산량이 일부 부품들의 공급 이슈로 감소했었으나, 4분기부터는 증산되기 때문이다. 차량용 부품의 2016년 수주액도 연초 예상대로 3조원을 달성할 수 있을 것으로 전망된다. 반면 LED와 HDI의 사업상황은 녹록지 않다. LED는 감가상각비가 줄어들며 흑자전환이 기대됐었다. 그러나 매출액도 동반 감소하며, 흑자전환이 미뤄지고 있다. HDI도 지속적인 판가하락 속에 신규고객 확보가 어려워 실적 개선이 쉽지 않아 보인다.

## 투자의견 매수, 목표주가 110,000 원 유지

3분기 실적은 기대치를 하회하지만, 목표주가를 유지한다. 이는 4Q16에 광학솔루션(카메라) 사업부의 분기 최대 매출이 예상되고, 중장기적으로 전장이라는 신규 성장동력을 확보한 업체라고 판단되기 때문이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	62,115	64,661	61,381	53,087	61,046	63,306
yoy	%	16.9	4.1	-5.1	-13.5	15.0	3.7
영업이익	억원	1,362	3,140	2,237	328	2,047	2,438
yoy	%	76.1	130.6	-28.8	-85.3	523.5	19.1
EBITDA	억원	6,655	8,485	7,060	4,264	5,940	6,281
세전이익	억원	220	1,916	1,221	219	2,550	3,035
순이익(지배주주)	억원	155	1,127	951	327	2,040	2,428
영업이익률%	%	2.2	4.9	3.6	0.6	3.4	3.9
EBITDA%	%	10.7	13.1	11.5	8.0	9.7	9.9
순이익률	%	0.3	1.7	1.6	0.6	3.3	3.8
EPS	원	770	4,761	4,018	1,383	8,620	10,259
PER	배	108.6	23.6	24.5	56.6	9.1	7.6
PBR	배	1.3	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	5.3	4.5	4.5	6.3	4.4	4.0
ROE	%	1.2	7.5	5.5	1.9	11.3	12.4
순차입금	억원	17,582	10,631	7,009	6,507	4,996	3,552
부채비율	%	247.9	161.1	121.8	123.2	104.8	95.1

## LG 이노텍 (단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E
매출액	15,413	14,471	15,588	15,909	11,950	11,205	13,147	16,785	61,381	53,087
광학솔루션	7,119	7,061	7,747	8,311	4,657	4,082	6,321	10,055	30,238	25,115
기판소재	3,831	3,568	3,704	3,583	3,200	2,735	2,682	2,610	14,686	11,227
LED	2,210	1,973	1,887	1,781	1,721	1,869	1,802	1,660	7,851	7,052
전장&부품	2,621	2,346	2,731	2,795	2,792	2,715	2,767	3,009	10,493	11,283
영업이익	690	489	607	451	4	-340	89	575	2,237	328
영업이익률	4.5%	3.4%	3.9%	2.8%	0.0%	-3.0%	0.7%	3.4%	3.6%	0.6%

자료: SK 증권 추정 DART

## 3Q16 실적: SK 증권 추정치 vs 확정치

(단위: 억원)

LG이노텍 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	15,588	11,205	13,147	14,563	-10%
영업이익	607	-340	89	360	-75%
순이익	238	-319	71	207	-66%

자료: SK 증권 추정 Dataguide

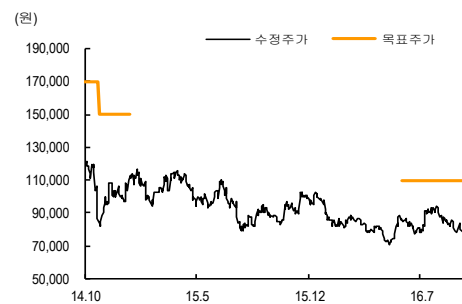
## 2016년 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

LG이노텍 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	64,661	61,381	53,087	54,483	-3%
영업이익	3,140	2,237	328	680	-52%
순이익	1,127	951	91	137	-34%

자료: SK 증권 추정 Dataguide

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.05	매수	110,000원
	2016.08.03	매수	110,000원
	2016.07.13	매수	110,000원
	2016.06.20	매수	110,000원
	2016.05.31	매수	110,000원
	2016.04.28	Not Rated	
	2015.01.01	담당자 변경	
	2014.11.03	매수	150,000원
	2014.10.06	매수	170,000원



### Compliance Notice

- 작성자(박형우)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 10 월 5 일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	20,820	17,889	18,013	17,166	18,206
현금및현금성자산	3,965	3,603	2,943	2,404	2,648
매출채권및기타채권	12,619	10,835	11,432	11,198	11,802
재고자산	3,536	3,031	3,197	3,132	3,301
<b>비유동자산</b>	23,467	21,254	20,725	21,266	21,860
장기금융자산	360	345	345	345	345
유형자산	18,976	16,473	15,237	14,981	14,712
무형자산	1,810	2,070	2,300	2,489	2,642
<b>자산총계</b>	44,288	39,143	38,738	38,432	40,065
<b>유동부채</b>	16,466	12,955	13,721	13,077	13,203
단기금융부채	4,949	3,660	3,908	3,458	3,058
매입채무 및 기타채무	9,652	7,759	8,187	8,019	8,452
단기충당부채	164	133	148	152	167
<b>비유동부채</b>	10,857	8,538	7,659	6,589	6,323
장기금융부채	9,654	6,983	5,573	3,973	3,173
장기매입채무 및 기타채무	78	8	5	10	10
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	27,323	21,493	21,380	19,665	19,526
<b>지배주주지분</b>	16,965	17,651	17,358	18,767	20,540
자본금	1,183	1,183	1,183	1,183	1,183
자본잉여금	11,336	11,336	11,336	11,336	11,336
기타자본구성요소	-3	-3	-3	-3	-3
자기주식	-3	-3	-3	-3	-3
이익잉여금	4,511	5,220	5,271	7,217	9,527
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	16,965	17,651	17,358	18,767	20,540
<b>부채외자본총계</b>	44,288	39,143	38,738	38,432	40,065

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	7,940	7,171	4,621	5,710	5,517
당기순이익(손실)	1,916	1,221	165	2,040	2,428
비현금성항목등	6,773	6,510	4,454	3,900	3,853
유형자산감가상각비	4,983	4,429	3,509	3,423	3,339
무형자산상각비	362	395	427	469	505
기타	797	1,244	171	-740	-787
운전자본감소(증가)	-452	-340	247	657	220
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-913	1,937	-667	234	-605
재고자산감소(증가)	238	514	-181	66	-169
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	973	-1,896	1,225	-168	433
기타	-750	-896	-131	525	561
법인세납부	-297	-220	-245	-887	-984
<b>투자활동현금흐름</b>	-2,974	-2,992	-3,627	-3,801	-3,707
금융자산감소(증가)	-117	-16	-3	0	0
유형자산감소(증가)	-2,443	-2,525	-2,995	-3,167	-3,069
무형자산감소(증가)	-556	-542	-658	-658	-658
기타	141	92	29	24	20
<b>재무활동현금흐름</b>	-5,025	-4,542	-1,640	-2,447	-1,566
단기금융부채증가(감소)	0	0	-200	-450	-400
장기금융부채증가(감소)	-4,400	-4,025	-979	-1,600	-800
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-59	-83	-95	-118
기타	-625	-458	-379	-302	-248
<b>현금의 증가(감소)</b>	-32	-362	-660	-538	244
기초현금	3,996	3,965	3,603	2,943	2,404
기말현금	3,965	3,603	2,943	2,404	2,648
FCF	4,957	3,989	366	1,827	1,752

자료 : LG이노텍 SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	64,661	61,381	53,087	61,046	63,306
<b>매출원가</b>	56,033	53,654	46,764	52,352	53,415
<b>매출총이익</b>	8,629	7,727	6,323	8,693	9,891
매출총이익률 (%)	13.3	12.6	11.9	14.2	15.6
<b>판매비와관리비</b>	5,489	5,490	5,994	6,646	7,453
영업이익	3,140	2,237	328	2,047	2,438
영업이익률 (%)	4.9	3.6	0.6	3.4	3.9
비영업손익	-1,224	-1,016	-110	503	597
<b>순금융비용</b>	657	396	319	283	228
외환관련손익	52	-16	25	46	38
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,916	1,221	219	2,550	3,035
세전계속사업이익률 (%)	3.0	2.0	0.4	4.2	4.8
계속사업법인세	789	270	-109	510	607
<b>계속사업이익</b>	1,127	951	327	2,040	2,428
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,127	951	327	2,040	2,428
<b>순이익률 (%)</b>	1.7	1.6	0.6	3.3	3.8
지배주주	1,127	951	327	2,040	2,428
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	1.74	1.55	0.62	3.34	3.84
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	1,006	745	-210	1,503	1,891
<b>지배주주</b>	1,006	745	-210	1,503	1,891
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	8,485	7,060	4,264	5,940	6,281

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	4.1	-5.1	-13.5	15.0	3.7
영업이익	130.6	-28.8	-85.3	523.5	19.1
세전계속사업이익	770.1	-36.3	-82.1	1,065.8	19.0
EBITDA	27.5	-16.8	-39.6	39.3	5.8
EPS(계속사업)	517.9	-15.6	-65.6	523.3	19.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.5	5.5	1.9	11.3	12.4
ROA	2.5	2.3	0.8	5.3	6.2
EBITDA마진	13.1	11.5	8.0	9.7	9.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	126.4	138.1	131.3	131.3	137.9
부채비율	161.1	121.8	123.2	104.8	95.1
순차입금/자기자본	62.7	39.7	37.5	26.6	17.3
EBITDA/이자비용(배)	11.0	15.3	11.4	19.3	25.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	4,761	4,018	1,383	8,620	10,259
BPS	71,681	74,578	73,343	79,295	86,785
CFPS	27,348	24,398	18,010	25,067	26,498
주당 현금배당금	250	350	400	500	600
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	31.5	29.1	70.5	11.3	9.5
PER(최저)	17.3	19.7	51.3	8.2	6.9
PBR(최고)	2.1	1.6	1.3	1.2	1.1
PBR(최저)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
PCR	4.1	4.0	4.4	3.1	3.0
EV/EBITDA(최고)	5.6	5.1	7.4	5.2	4.7
EV/EBITDA(최저)	3.4	3.8	5.9	4.1	3.7

# SK COMPANY Analysis



Analyst

박형우

hyungwou@sk.com

02-3773-8889

## Company Data

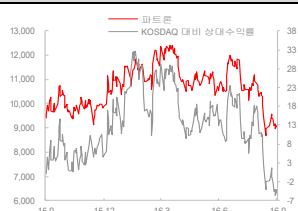
자본금	271 억원
발행주식수	5,416 만주
자사주	175 만주
액면가	500 원
시가총액	4,907 억원
주요주주	
김종구(외6)	25.13%

외국인지분률	23.50%
배당수익률	2.80%

## Stock Data

주가(16/10/03)	9,060 원
KOSDAQ	681.21 pt
52주 Beta	0.79
52주 최고가	12,400 원
52주 최저가	8,680 원
60일 평균 거래대금	77 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-14.5%	-16.7%
6개월	-25.4%	-24.6%
12개월	-3.6%	-4.0%

파트론 (091700/KQ | 매수(유지) | T.P 13,000 원(하향))

## 실적개선의 바톤은 4 분기로 패스

파트론의 3Q16 매출액은 2,014 억원, 영업이익은 105 억원 전망

① 고객사의 스마트폰 증산이 많지 않았고,

② A, J 등의 고화소 후면카메라 수요가 예상보다 적었으며,

③ 일부 센서모듈의 매출 확대가 연말로 지연됐기 때문

3 분기는 부진했으나, 4 분기와 2017 년 실적 반등 가능성도 배제할 수 없음

## 3Q16 Preview : IT 부품산업의 성수기인 3 분기에 부진

파트론은 3Q16 에 매출액 2,014 억원 (YoY -9%), 영업이익 105 억원 (YoY -47%)을 기록할 것으로 예상된다. 당초 파트론은 3 분기에 성수기를 맞아 매출 반등과 수익성 상승이 가능할 것으로 기대했으나, 실적은 기대치를 하회할 전망이다. 3 분기 실적개선 실패의 요인들은 ① 고객사의 스마트폰 증산이 많지 않았고, ② A, J 등의 고화소 후면 카메라 수요가 예상보다 적었으며, ③ 일부 센서모듈의 매출 확대가 연말로 지연됐기 때문이다. 3 분기 실적의 컨센서스 하회는 파트론 뿐이 아닌 스마트폰 부품사들의 공통적인 모습이다. 3 분기 부진으로 파트론의 2016 년 매출 추정치를 기존 9,202 억원에서 8,663 억원으로 조정하고 이에 따라 목표주가를 13,000 원으로 하향한다.

## 4Q16 실적반등 가능성

연 중, 부품사들의 성수기는 3 분기고, 4 분기 실적은 고객사의 12 월 스마트폰 재고조정으로 다소 하락하는 것이 일반적이다. 반면 2016 년은 3 분기에 고객사의 중저가 증산이 이루어지지 않았고, 플래그십 모델의 품질이슈가 발생했었다. 따라서 4 분기 A, J 중심의 스마트폰 증산이 이루어질 가능성이 존재한다. 지속적으로 산업동향 확인이 필요하다.

## 2017 년 성장은 전면카메라와 센서모듈이 좌우할 것

2017 년 파트론의 성장은 고객사 스마트폰의 전면카메라 성능 개선과 센서모듈 채용 확대에 달려있다. 고객사는 Apple 과 중화권 제조사들의 전면카메라 스펙 상향으로 성능개선이 불가피하다. 또한 센서모듈들은 고객사의 스마트폰을 경쟁사 제품들과 차별화 시키는 요소이기에 지속적인 수요증가가 예상된다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	10,995	7,698	8,058	8,663	9,666	10,018
yoy	%	25.9	-30.0	4.7	7.5	11.6	3.6
영업이익	억원	1,349	662	588	583	765	819
yoy	%	48.0	-50.9	-11.2	-0.9	31.3	7.1
EBITDA	억원	1,773	1,031	1,053	1,087	1,263	1,306
세전이익	억원	1,418	665	625	612	832	883
순이익(지배주주)	억원	1,060	484	398	374	536	572
영업이익률%	%	12.3	8.6	7.3	6.7	7.9	8.2
EBITDA%	%	16.1	13.4	13.1	12.6	13.1	13.0
순이익률	%	10.0	6.4	5.7	5.4	6.5	6.7
EPS	원	1,956	894	735	690	989	1,057
PER	배	7.3	13.2	13.4	13.1	9.2	8.6
PBR	배	2.7	2.1	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	5.1	7.0	5.8	4.8	3.9	3.6
ROE	%	44.2	16.3	12.5	11.0	14.4	14.1
순차입금	억원	1,067	581	323	-196	-522	-932
부채비율	%	85.2	53.2	40.5	35.0	32.2	27.2

## 파트론 제품별 실적 추정

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E
Revenue	2,018	1,847	2,204	1,989	2,481	1,964	2,014	2,204	8,058	8,663
QoQ	-1%	-8%	19%	-10%	25%	-21%	3%	9%	-	-
YoY	-15%	20%	27%	-3%	23%	6%	-9%	11%	5%	8%
안테나	302	158	232	183	232	170	175	164	874	742
유전체필터	24	27	30	24	39	25	27	29	104	121
아이슬레이터	50	22	48	33	61	35	33	41	153	170
크리스탈	76	77	91	75	68	57	60	77	320	262
카메라모듈	1,436	1,350	1,606	1,503	1,937	1,536	1,406	1,580	5,895	6,459
센서	111	111	121	118	128	120	120	135	461	503
악세서리	8	12	15	13	12	15	14	20	48	61
기타	11	92	60	40	4	6	179	157	203	346
비중										
안테나	15.0%	8.5%	10.5%	9.2%	9.4%	8.7%	8.7%	7.5%	10.8%	8.6%
유전체필터	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
아이슬레이터	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
크리스탈	3.8%	4.2%	4.1%	3.8%	2.7%	2.9%	3.0%	3.5%	4.0%	3.0%
카메라모듈	71.1%	73.1%	72.9%	75.6%	78.1%	78.2%	69.8%	71.7%	73.2%	74.6%
센서	5.5%	6.0%	5.5%	5.9%	5.1%	6.1%	6.0%	6.1%	5.7%	5.8%
악세서리	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.5%	0.8%	0.7%	0.9%	0.6%	0.7%
기타	0.6%	5.0%	2.7%	2.0%	0.2%	0.3%	8.9%	7.1%	2.5%	4.0%
Operating Income	141	62	198	186	207	107	105	163	588	583
OPM (%)	7.0%	3.4%	9.0%	9.4%	8.4%	5.5%	5.2%	7.4%	7.3%	6.7%
QoQ	7%	-56%	218%	-6%	11%	-48%	-2%	55%	-	-
YoY	-50%	-50%	61%	41%	47%	72%	-47%	-13%	-11%	-1%

자료: SK 증권 추정

## 3Q16 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

파트론 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	2,204	1,964	2,014	2,311	-13%
영업이익	198	107	105	179	-41%
순이익	173	39	79	142	-44%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

## 2016년 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

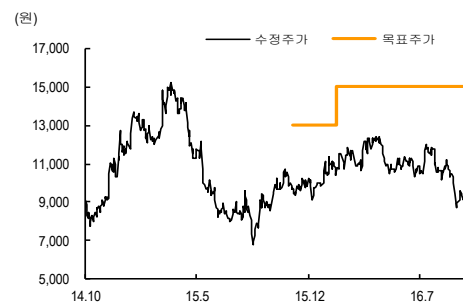
(단위: 억원)

파트론 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	7,698	8,058	8,663	8,905	-3%
영업이익	662	588	583	661	-12%
순이익	484	398	372	458	-19%

자료: SK 증권 추정, Dataguide



투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.05	매수	13,000원
	2016.07.13	매수	15,000원
	2016.07.08	매수	15,000원
	2016.05.31	매수	15,000원
	2016.01.29	매수	15,000원
	2015.12.30	매수	13,000원
	2015.11.23	매수	13,000원
	2015.11.06	매수	13,000원
	2015.09.03	Not Rated	
	2015.06.17	Not Rated	



### Compliance Notice

- 작성자(박형우)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 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 10 월 5 일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	2,078	1,828	2,398	2,819	3,167
현금및현금성자산	357	212	529	887	1,174
매출채권및기타채권	900	830	920	954	987
재고자산	627	627	695	721	746
<b>비유동자산</b>	3,069	3,268	3,034	3,081	3,086
장기금융자산	33	67	54	54	54
유형자산	2,664	2,897	2,573	2,530	2,460
무형자산	187	204	229	256	283
<b>자산총계</b>	5,147	5,096	5,432	5,900	6,253
<b>유동부채</b>	1,542	1,360	1,234	1,067	979
단기금융부채	880	557	344	144	24
매입채무 및 기타채무	422	641	711	737	763
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	246	110	173	369	357
장기금융부채	131	35	133	366	362
장기매입채무 및 기타채무	1	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	1,788	1,470	1,407	1,436	1,337
<b>지배주주지분</b>	3,100	3,259	3,543	3,881	4,229
자본금	271	271	271	271	271
자본잉여금	13	-26	-27	-27	-27
기타자본구성요소	-72	-158	-98	-98	-98
자기주식	-72	-158	0	0	0
이익잉여금	2,919	3,182	3,423	3,775	4,138
비지배주주지분	260	367	482	584	687
<b>자본총계</b>	3,360	3,626	4,025	4,464	4,916
<b>부채와자본총계</b>	5,147	5,096	5,432	5,900	6,253

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,007	1,181	1,222	995	1,055
당기순이익(손실)	665	625	466	631	669
비현금성항목등	477	531	901	633	637
유형자산감가상각비	360	453	491	483	470
무형자산상각비	8	12	14	15	17
기타	70	57	342	-58	-40
운전자본감소(증가)	106	234	45	-38	-37
매출채권및기타채권의 감소(증가)	203	44	186	-34	-33
재고자산감소(증가)	223	0	-76	-26	-25
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-358	218	-87	27	26
기타	38	-28	23	-5	-5
법인세납부	-241	-210	-190	-230	-213
<b>투자활동현금흐름</b>	-299	-671	-534	-469	-424
금융자산감소(증가)	-17	-7	-8	0	0
유형자산감소(증가)	-223	-673	-461	-440	-400
무형자산감소(증가)	-12	-44	-43	-43	-43
기타	-47	52	-22	14	19
<b>재무활동현금흐름</b>	-682	-660	-370	-168	-346
단기금융부채증가(감소)	-426	-368	-380	-200	-120
장기금융부채증가(감소)	-20	-50	95	232	-4
자본의증가(감소)	-50	-89	9	0	0
배당금의 지급	-162	-137	-131	-183	-210
기타	-24	-16	43	-17	-12
<b>현금의 증가(감소)</b>	29	-145	317	358	286
기초현금	328	357	212	529	887
기말현금	357	212	529	887	1,174
FCF	812	444	360	565	635

자료 : 파트론, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	7,698	8,058	8,663	9,666	10,018
<b>매출원가</b>	6,319	6,789	7,329	8,144	8,440
<b>매출총이익</b>	1,380	1,269	1,334	1,522	1,578
매출총이익률 (%)	17.9	15.8	15.4	15.8	15.8
<b>판매비와관리비</b>	717	681	751	757	759
영업이익	662	588	583	765	819
영업이익률 (%)	8.6	7.3	6.7	7.9	8.2
비영업손익	3	37	29	67	64
<b>순금융비용</b>	39	16	12	10	0
외환관련손익	26	51	35	20	25
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	-10	-1	-1	-1
세전계속사업이익	665	625	612	832	883
세전계속사업이익률 (%)	8.6	7.8	7.1	8.6	8.8
계속사업법인세	171	169	144	201	214
<b>계속사업이익</b>	494	456	468	631	669
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	494	456	468	631	669
<b>순이익률 (%)</b>	6.4	5.7	5.4	6.5	6.7
지배주주	484	398	374	536	572
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	6.29	4.94	4.31	5.54	5.71
비지배주주	10	58	94	95	97
<b>총포괄이익</b>	489	472	459	623	661
<b>지배주주</b>	488	417	359	521	557
<b>비지배주주</b>	1	55	101	102	104
EBITDA	1,031	1,053	1,087	1,263	1,306

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-30.0	4.7	7.5	11.6	3.6
영업이익	-50.9	-11.2	-0.9	31.3	7.1
세전계속사업이익	-53.1	-6.0	-2.2	36.0	6.1
EBITDA	-41.9	2.2	3.3	16.2	3.4
EPS(계속사업)	-54.3	-17.8	-6.1	43.4	6.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	16.3	12.5	11.0	14.4	14.1
ROA	9.2	8.9	8.9	11.1	11.0
EBITDA마진	13.4	13.1	12.6	13.1	13.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	134.8	134.4	194.3	264.2	323.3
부채비율	53.2	40.5	35.0	32.2	27.2
순차입금/자기자본	17.3	8.9	-4.9	-11.7	-19.0
EBITDA/이자비용(배)	21.2	44.8	57.6	75.1	109.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	894	735	690	989	1,057
BPS	5,724	6,017	6,543	7,166	7,808
CFPS	1,574	1,594	1,622	1,909	1,955
주당 현금배당금	250	250	350	400	450
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	17.2	20.7	18.0	12.5	11.7
PER(최저)	8.6	9.2	12.6	8.8	8.2
PBR(최고)	2.7	2.5	1.9	1.7	1.6
PBR(최저)	1.4	1.1	1.3	1.2	1.1
PCR	7.5	6.2	5.6	4.8	4.6
EV/EBITDA(최고)	8.9	8.5	6.5	5.4	5.0
EV/EBITDA(최저)	4.9	4.2	4.6	3.8	3.4

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**박형우**

hyungwou@sk.com  
02-3773-8889

## Company Data

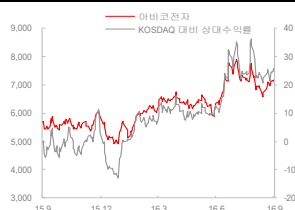
자본금	68 억원
발행주식수	1,329 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	949 억원
주요주주	
행진개발(주)(외6)	38.96%

외국인지분률	240%
배당수익률	2.80%

## Stock Data

주가(16/10/03)	7,140 원
KOSDAQ	681.21 pt
52주 Beta	0.82
52주 최고가	7,900 원
52주 최저가	4,900 원
60일 평균 거래대금	9 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.1%	-2.4%
6개월	14.1%	15.3%
12개월	26.4%	25.9%

아비코전자 (036010/KQ | 매수(유지) | T.P 8,500 원(유지))

## 스마트폰 산업의 불황에도 견조한 실적 이어가는 부품사

2016 년 3 분기 매출액 216 억원, 영업이익 32 억원 전망

- ① 고객사의 3Q16 중저가 스마트폰 증산이 기대를 하회했고,
- ② 신규 성장동력인 LPP 의 모바일 고객사 내 점유율 상승이 예상보다 느리며,
- ③ 9 월 추석연휴로 가동률이 소폭 하락함에 따라 3 분기 매출액은 컨센서스를 하회  
그러나 주요 제품의 지속적인 출하 확대에 2017 년에도 매출증가 추세 이어질 전망

## 3Q16 Preview : 매출액은 컨센서스를 하회하지만, 영업이익은 견조

아비코전자는 3Q16 에 매출액 216 억원 (YoY+9%), 영업이익 32 억원 (YoY+17%)을 기록할 것으로 추정한다. 3 분기 매출액이 컨센서스를 하회할 것으로 예상하는 이유는 ① 고객사의 3Q16 중저가 스마트폰 증산이 기대치에 못 미쳤고, ② 신규 성장동력인 LPP 의 모바일 고객사 내 점유율 상승이 예상보다 느리며, ③ 9 월 추석연휴로 가동률이 소폭 하락했기 때문이다. 그러나 3 분기 영업이익은 수익성이 양호한 시그널인덕터, DDR4 용 칩저항기, 차량용 파워인덕터 등의 매출호조로 여전히 견조할 전망이다.

## 지속 성장의 기반은 다각화된 제품 포트폴리오

아비코전자는 전방 스마트폰 산업의 성장이 정체된 상황에서도 지속적으로 성장하고 있다. 지난 2015 년에는 20%, 2016 년에는 21% 성장이 전망된다. 이는 주력제품 시그널인덕터의 매출이 지속되는 가운데, DDR4 용 저항기, 전장용 인덕터, LPP 등의 출하량이 늘고 있기 때문이다. 시그널인덕터는 중저가 스마트폰에서의 채용률이 상승 중이고, 전장용 부품산업은 이제 성장을 시작했으며, SSD 용 LPP 도 수요 증가가 감지된다. 따라서 아비코전자의 매출증가 추세는 2017 년과 2018 년에도 이어질 것으로 전망한다.

## 목표주가 8,500 원은 2017 년 EPS 기준, PER 8.8 배

목표주가 8,500 원을 유지한다. 이는 2016 년과 2017 년 연말 EPS 기준, 각각 PER 10.9 배, 8.8 배 수준이다. 현재 주가에서 예상 배당수익률이 3.5%에 달하는 점과 동사의 지속적인 성장성을 감안하면 합당하다고 판단된다. 향후 비용 효율화 또는 고수익성 제품 매출비중 상승에 따른 수익성 개선이 포착될 경우, 목표주가를 상향 계획이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	598	570	684	826	915	1,040
yoy	%	27.8	-4.6	19.9	20.8	10.8	13.7
영업이익	억원	39	69	84	111	135	163
yoy	%	흑전	77.0	21.3	32.2	21.4	20.9
EBITDA	억원	87	124	135	159	174	193
세전이익	억원	37	77	100	125	163	195
순이익(지배주주)	억원	34	56	88	104	129	155
영업이익률%	%	6.5	12.1	12.3	13.4	14.7	15.7
EBITDA%	%	14.6	21.7	19.7	19.2	19.0	18.6
순이익률	%	5.6	9.9	12.9	12.6	14.1	14.9
EPS	원	289	548	740	788	981	1,177
PER	배	15.1	9.4	8.0	9.1	7.3	6.1
PBR	배	0.9	1.0	1.0	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	5.6	3.6	3.2	3.3	2.6	1.8
ROE	%	6.4	9.6	12.9	13.2	14.8	15.9
순차입금	억원	-27	-162	-334	-426	-500	-598
부채비율	%	53.9	39.7	20.2	21.2	19.9	18.8

## 아비코전자 사업부서별 실적

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	158	152	199	175	210	213	216	187	684	826	915
저항기	44	40	53	50	53	67	65	54	187	239	237
파워인덕터	47	42	47	48	48	45	47	40	183	180	190
LPP	15	10	18	12	15	18	20	23	55	76	150
시그널인덕터	41	52	71	56	87	72	75	60	220	294	300
리드인덕터	10	6	10	8	8	8	8	8	34	32	32
기타	2	2	0	1	0	3	1	1	5	6	6
연결자회사	0	0	0	0	0	0	0	0			
매출액 비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
저항기	28%	27%	27%	29%	25%	32%	30%	29%	27%	29%	26%
파워인덕터	30%	27%	23%	27%	23%	21%	22%	21%	27%	22%	21%
LPP	9%	7%	9%	7%	7%	8%	9%	13%	8%	9%	16%
시그널인덕터	26%	34%	36%	32%	42%	34%	35%	32%	32%	36%	33%
리드인덕터	6%	4%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	5%	4%	4%
기타	1%	1%	0%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
연결자회사	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%			
매출액 증가율 (YoY)	-5%	2%	39%	33%	33%	40%	9%	7%	16%	21%	11%
저항기	19%	31%	37%	34%	20%	67%	22%	9%	30%	28%	-1%
파워인덕터	8%	4%	17%	16%	1%	9%	0%	-17%	11%	-2%	5%
LPP				461%	2%	76%	11%	96%	2471%	39%	96%
시그널인덕터	-41%	-21%	38%	62%	112%	37%	6%	8%	-1%	34%	2%
리드인덕터	19%	-2%	17%	35%	-21%	32%	-16%	-3%	17%	-6%	1%
기타	-42%	-10%	-80%	-67%	-80%	66%	436%	9%	-50%	14%	5%
연결자회사	-100%	-100%	-100%	-100%							
영업이익	16	21	27	19	23	25	32	30	84	111	135
OPM	10%	14%	14%	11%	11%	12%	15%	16%	12%	13%	15%
영업이익 증가율 (YoY)	1%	-16%	32%	흑자전환	43%	18%	17%	62%	35%	32%	21%

자료: DART, SK 증권 추정

## 3Q16 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

아비코전자 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	199	213	216	232	-7%
영업이익	28	25	32	33	-3%
순이익	20	25	30	33	-7%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

## 2016년 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

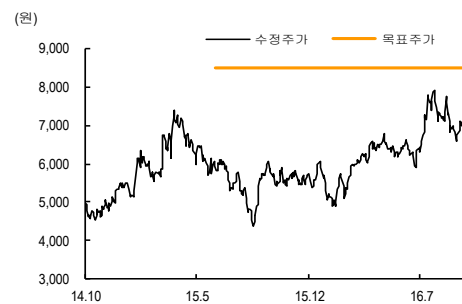
(단위: 억원)

아비코전자 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	570	684	826	844	-2%
영업이익	69	84	111	109	2%
순이익	56	88	104	103	1%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.10.05	매수	8,500원
2016.07.13	매수	8,500원
2016.02.22	매수	8,500원
2015.11.23	매수	8,500원
2015.11.10	매수	8,500원
2015.09.16	매수	8,500원
2015.06.10	매수	8,500원



## Compliance Notice

- 작성자(박형우)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 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 10 월 5 일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	480	610	734	843	975
현금및현금성자산	237	298	327	386	478
매출채권및기타채권	101	119	127	154	175
재고자산	59	82	88	106	121
<b>비유동자산</b>	378	289	265	256	248
장기금융자산	17	22	24	24	24
유형자산	306	245	213	185	155
무형자산	9	9	8	8	8
<b>자산총계</b>	857	899	998	1,099	1,223
<b>유동부채</b>	227	128	154	163	176
단기금융부채	133	32	52	40	36
매입채무 및 기타채무	54	61	65	79	90
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	17	23	21	19	18
장기금융부채	15	21	18	15	13
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	244	151	174	182	194
<b>지배주주지분</b>	614	748	824	917	1,029
자본금	61	68	68	68	68
자본잉여금	245	303	303	303	303
기타자본구성요소	4	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	302	372	450	546	660
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	614	748	824	917	1,029
<b>부채외자본총계</b>	857	899	998	1,099	1,223

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	125	76	131	112	131
당기순이익(손실)	56	88	104	129	155
비현금성항목등	69	54	68	45	39
유형자산감가상각비	54	50	47	38	30
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	4	1	5	-21	-26
운전자본감소(증가)	2	-39	-36	-28	-22
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-4	-20	-14	-27	-21
재고자산감소(증가)	3	-23	-8	-19	-15
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1	7	5	14	11
기타	3	-3	-20	4	3
법인세납부	-3	-27	-3	-34	-41
<b>투자활동현금흐름</b>	39	41	-90	-3	8
금융자산감소(증가)	42	-16	-81	0	0
유형자산감소(증가)	-9	12	-18	-10	0
무형자산감소(증가)	0	-1	-1	-1	-1
기타	6	46	9	8	9
<b>재무활동현금흐름</b>	-95	-56	-13	-50	-48
단기금융부채증가(감소)	-40	-104	19	-12	-4
장기금융부채증가(감소)	-46	9	-2	-3	-2
자본의증가(감소)	0	63	0	0	0
배당금의 지급	-3	-18	-26	-33	-40
기타	-6	-5	-4	-2	-2
<b>현금의 증가(감소)</b>	70	62	28	59	92
기초현금	167	237	298	327	386
기말현금	237	298	327	386	478
FCF	125	88	112	106	136

자료 : 아비코전자, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	570	684	826	915	1,040
<b>매출원가</b>	439	528	627	688	781
<b>매출총이익</b>	131	156	199	227	259
매출총이익률 (%)	23.0	22.8	24.0	24.8	24.9
<b>판매비와관리비</b>	62	72	88	92	97
영업이익	69	84	111	135	163
영업이익률 (%)	12.1	12.3	13.4	14.7	15.7
비영업손익	8	16	14	28	33
<b>순금융비용</b>	0	-2	-4	-6	-7
외환관련손익	3	5	0	1	-1
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	1	1	1
세전계속사업이익	77	100	125	163	195
세전계속사업이익률 (%)	13.5	14.7	15.2	17.8	18.8
계속사업법인세	13	7	22	34	41
<b>계속사업이익</b>	64	93	103	129	154
중단사업이익	-8	-5	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	56	88	104	129	155
<b>순이익률 (%)</b>	9.9	12.9	12.6	14.1	14.9
지배주주	56	88	104	129	155
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	9.89	12.89	12.55	14.1	14.87
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	56	89	101	126	152
<b>지배주주</b>	56	89	101	126	152
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	124	135	159	174	193

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-4.6	19.9	20.8	10.8	13.7
영업이익	77.0	21.3	32.2	21.4	20.9
세전계속사업이익	108.2	30.0	25.0	30.0	20.0
EBITDA	42.0	8.7	17.7	9.8	11.2
EPS(계속사업)	89.8	34.9	6.5	24.5	20.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	9.6	12.9	13.2	14.8	15.9
ROA	6.6	10.0	10.9	12.3	13.3
EBITDA마진	21.7	19.7	19.2	19.0	18.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	211.7	478.5	477.5	516.4	553.1
부채비율	39.7	20.2	21.2	19.9	18.8
순차입금/자기자본	-26.4	-44.6	-51.7	-54.5	-58.1
EBITDA/이자비용(배)	17.4	38.8	48.5	87.5	115.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	548	740	788	981	1,177
BPS	5,254	5,745	6,196	6,897	7,742
CFPS	951	1,105	1,153	1,283	1,413
주당 현금배당금	150	200	250	300	350
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	11.4	10.0	10.0	8.1	6.7
PER(최저)	7.1	5.9	6.2	5.0	4.2
PBR(최고)	1.2	1.3	1.3	1.2	1.0
PBR(최저)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6
PCR	5.4	5.3	6.2	5.6	5.1
EV/EBITDA(최고)	4.6	4.3	3.8	3.1	2.3
EV/EBITDA(최저)	2.4	1.7	1.4	0.8	0.2

# SK COMPANY Analysis



Analyst

박형우

hyungwou@sk.com

02-3773-8889

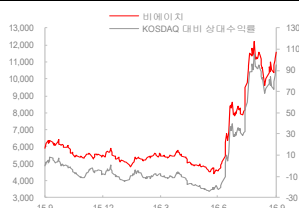
## Company Data

자본금	78 억원
발행주식수	1,563 만주
자사주	160 만주
액면가	500 원
시가총액	1,814 억원
주요주주	
이경환(외7)	23.48%
자사주	10.24%
외국인지분율	9.60%
배당수익률	N/A

## Stock Data

주가(16/10/03)	11,600 원
KOSDAQ	681.21 pt
52주 Beta	0.89
52주 최고가	12,200 원
52주 최저가	4,400 원
60일 평균 거래대금	78 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.0%	1.4%
6개월	108.6%	110.8%
12개월	95.6%	94.8%

비에이치 (090460/KQ | Not Rated)

## 3Q16 보다는 2017 년 실적성장 가능성에 주목

2016 년 3 분기 매출액 921 억원, 영업손실 -8 억원 전망

① 노트 7 의 품질 이슈로 배터리용 FPCB 매출이 예상 대비 감소했고,

② 고객사의 3 분기 중저가 스마트폰 생산량이 기대를 하회했으며,

③ 일부 적자성 FPCB 생산/공급이 지속되고 있음

그러나 비에이치는 2016 년에도 생산능력(Capa.) 증설 전망. 2017 년 성장성 유망

## 3Q16 Preview : 3 분기 실적은 컨센서스를 하회할 전망

비에이치는 3Q16 에 매출액 921 억원 (YoY-10%), 영업손실 -8 억원 (YoY 적자전환)을 기록할 것으로 추산된다. 당초 3 분기 실적은 영업이익률 2%로 흑자전환이 기대됐었으나, 예상치 대비 다소 부진할 전망이다. 이는 ① 노트 7 의 품질 이슈로 배터리용 FPCB 매출이 감소했고, ② 고객사의 3 분기 중저가 스마트폰 생산량이 기대치를 하회했으며, ③ 일부 적자성 FPCB 생산/공급이 지속 중이기 때문이다. 노트 7 품질이슈로 인한 배터리 FPCB 수요 감소는 아쉽다. 그러나 플래그십 스마트폰의 패널용 FPCB 시장에서 높은 점유율을 유지중인 점은 긍정적이다.

## OLED 산업의 성장은 비에이치의 성장

비에이치는 패널용 FPCB 시장의 강자이다. 주요 고객사에 플래그십 스마트폰의 패널용 FPCB 와 R-FPCB 를 공급중인 메인 벤더이고, 고객사 내 점유율은 60%를 상회하는 것으로 예상된다. 향후 모바일 패널 시장에서는 OLED 의 LCD 대체로 비에이치 고객사의 시장지배력이 확대될 것으로 전망된다. 그리고 중소형 OLED 시장성장의 수혜는 비에이치에게도 나타날 것으로 기대된다.

## 비에이치의 2017 년은 그 동안의 투자가 이익으로 실현되는 시기

최근 1~2 년간, 스마트폰 산업의 성장 정체로 다수의 부품사들은 설비투자를 축소시켰다. 반면, 비에이치는 지속적으로 생산 Capa.를 늘리고 있는 점을 주목한다. 동사는 고객사와 긴밀히 협력해 온 핵심벤더로 자리잡았다고 평가된다. 2017 년 비에이치의 매출 성장과 이익률 개선을 전망한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2011	2012	2013	2014	2015
매출액	억원	1,529	2,298	3,791	3,159	3,646
yoy	%	-	50.3	64.9	-16.7	15.4
영업이익	억원	130	247	314	190	94
yoy	%	-	89.5	27.3	-39.5	-50.3
EBITDA	억원	188	321	532	396	289
세전이익	억원	96	157	275	167	97
순이익(지배주주)	억원	86	141	221	127	87
영업이익률%	%	8.5	10.7	8.3	6.0	2.6
EBITDA%	%	12.3	14.0	14.0	12.6	7.9
순이익률	%	5.6	6.1	5.8	4.0	2.4
EPS	원	721	954	1,440	813	556
PER	배	8.6	12.6	8.3	9.7	9.9
PBR	배	1.5	2.4	1.9	1.1	0.7
EV/EBITDA	배	7.7	7.8	5.0	5.5	7.7
ROE	%	-	21.5	27.7	13.3	8.3
순차입금	억원	584	705	785	955	1,372
부채비율	%	147.3	156.9	159.2	159.7	208.6



## 패널용 FPCB 산업의 강자, 미래는 밝다

경쟁 끝에 살아남은 비에이치 등은  
고객사로부터 FPCB 공급물량을  
추가로 배정받아 시장점유율 상승

2015 년과 2016 년 상반기 플렉스컴을 비롯한 다수의 FPCB 경쟁사들은 경영난으로 정상적인 부품 공급이 어려워졌다. 그리고 치열한 경쟁 끝에 살아남은 비에이치, 인터플렉스, 대덕 GDS, 뉴프렉스 등은 고객사로부터 FPCB 공급물량을 추가로 배정받아 시장 점유율을 끌어올렸다. 다만, 수년간 지속된 단가인하로 다수의 FPCB는 공급량이 늘수록 적자가 커지는 기형적 구조가 만들어졌다.

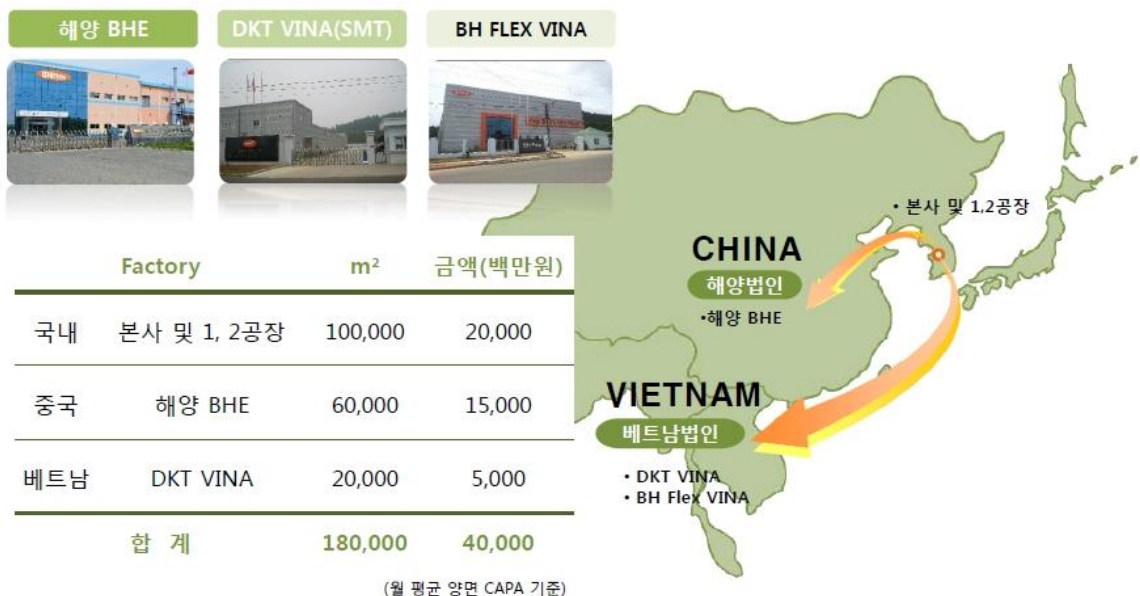
향후 모바일 패널은 OLED 가  
LCD 를 대체 전망. OLED 성장수혜는  
비에이치에게도 발생 예상

현재 FPCB 중 5% 이상의 수익성이 기대되는 어플리케이션은 패널용, 디지털타이저용, 카메라모듈용 등 소수에 국한된다. 비에이치는 이 중 패널용 FPCB 의 강자이다. 주요 고객사의 플래그십 스마트폰에 패널용 FPCB 를 과점 공급 중이고, 고객사 내 점유율은 60%를 상회하는 것으로 예상된다. 향후 모바일 패널 시장에서는 OLED 의 LCD 대체로 고객사의 시장지배력이 확대될 것이다. 그리고 중소형 OLED 시장 성장의 수혜는 비에이치에게도 나타날 것으로 기대한다.

비에이치는 지속적으로 생산  
Capa.를 증설 중. 고객사의  
핵심벤더로 자리잡았다고 판단

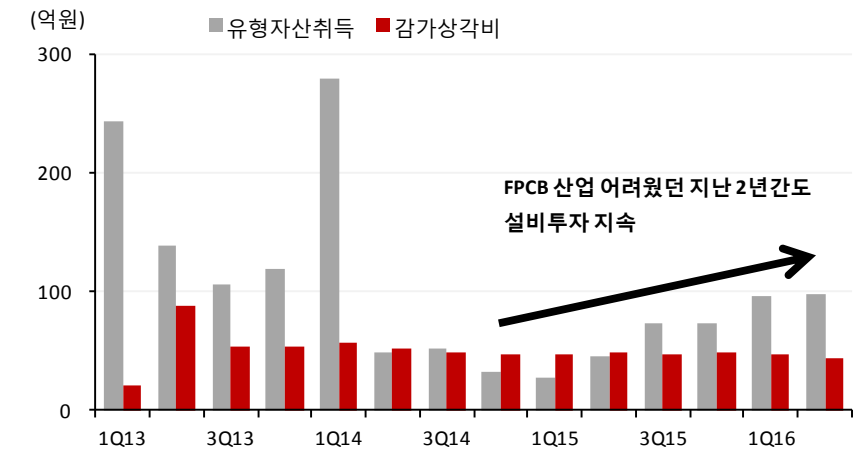
최근 1~2 년간, 스마트폰 산업의 성장 정체로 다수의 부품사들은 설비투자를 축소시켰다. 반면, 이와 상반되게 비에이치는 지속적으로 생산 Capa.를 늘리고 있는 점을 주목해야 한다. 비에이치는 고객사내 핵심벤더로 자리잡았다고 평가된다. 2017 년 비에이치의 매출 성장과 이익률 개선을 전망한다.

비에이치 해외 생산기지 및 생산능력 (2015 년 연말 기준) : 비에이치는 현재 베트남에서 생산능력을 증설 중



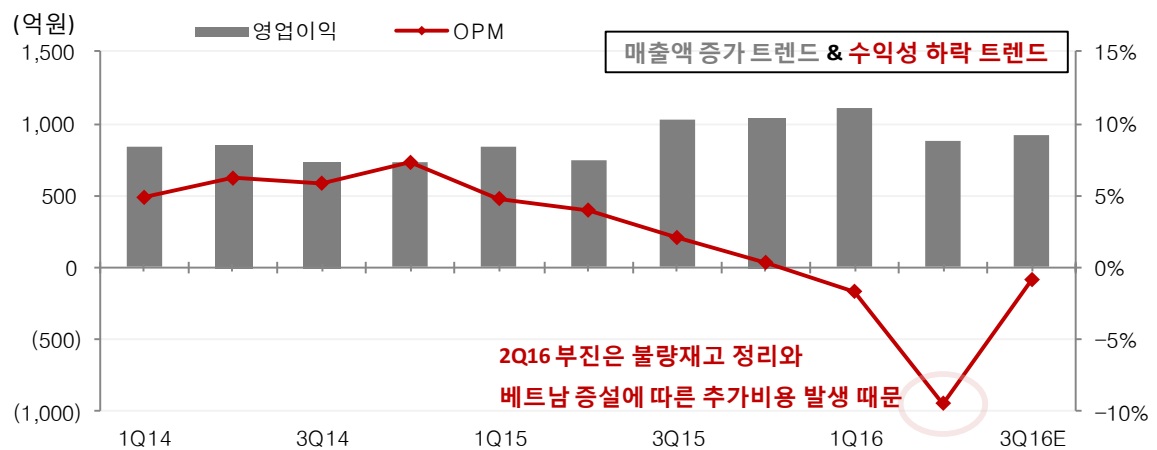
자료 : 비에이치, SK 증권

비에이치 분기별 유형자산취득 규모 및 감가상각비 추이 : FPCB 불황의 시기에도 설비투자 지속



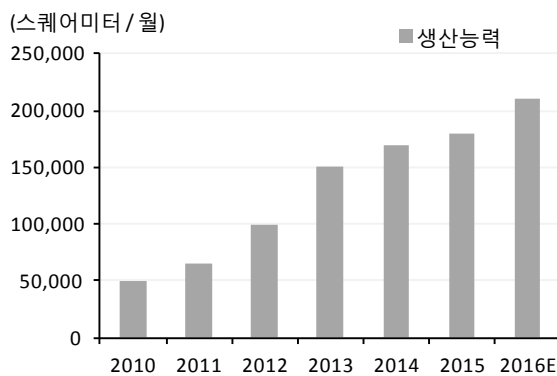
자료 : Dataguide, SK 증권

비에이치 영업이익/손실 & OPM 추이 : 매출증가 트렌드에 수익성 하락 이유는 경쟁사들의 사업철수로 저마진 매출비중 증가 때문



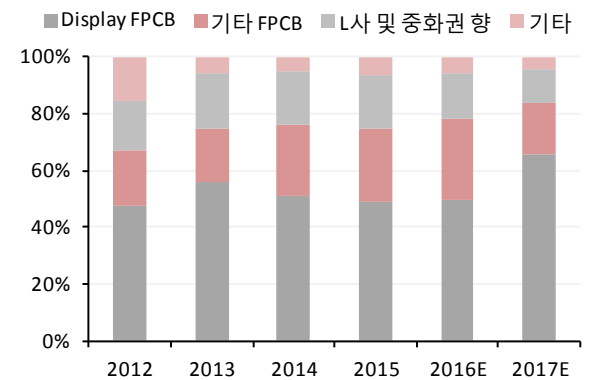
자료 : Dart, SK 증권

비에이치 FPCB 생산능력 추이 : 2016 년에도 Capa. 증설



자료 : 비에이치, SK 증권 / 주 : 양면 타입 FPCB 전공정 기준 월개파

비에이치 고객사별 매출 비중 : 패널용 FPCB 생산경쟁력 보유



자료 : 비에이치, SK 증권

## 비에이치 3Q16 실적 Preview : 3분기 적자지속 전망

(단위: 억원 %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	2013	2014	2015
매출액	835	747	1,022	1,042	1,105	875	921	3,791	3,159	3,646
영업이익	40	30	21	4	-18	-83	-8	314	190	94
opm	5%	4%	2%	0%	-2%	-9%	-1%	8%	6%	3%
순이익	49	25	24	-11	-15	-87	-5	221	127	87
npm	6%	3%	2%	-1%	-1%	-10%	-1%	6%	4%	2%

자료: Dataguide, SK 증권 추정

## 3Q16 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

비에이치 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	1,022	875	921	1,084	-15%
영업이익	21	-83	-8	19	-143%
순이익	24	-87	-5	15	-133%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

## 2016년 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

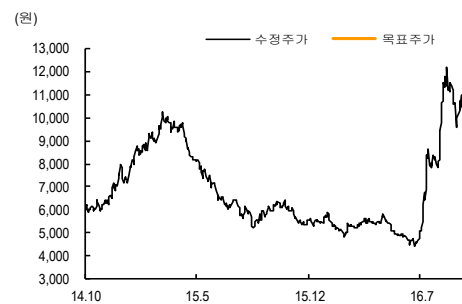
(단위: 억원)

비에이치 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	3,159	3,646	N/A	4,070	N/A
영업이익	190	94	N/A	-18	N/A
순이익	127	87	N/A	-19	N/A

자료: SK 증권 추정, Dataguide

**투자의견변경**

일시	투자의견	목표주가
2016.10.05	Not Rated	
2016.09.29	Not Rated	
2016.01.05	Not Rated	
2015.11.23	Not Rated	
2015.09.08	Not Rated	
2015.04.23	Not Rated	


**Compliance Notice**

- 작성자(박형우)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 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 10월 5일 기준)**

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>유동자산</b>	732	972	1,074	1,199	1,784
현금및현금성자산	57	59	193	209	164
매출채권및기타채권	271	549	536	587	760
재고자산	321	276	219	280	674
<b>비유동자산</b>	748	844	1,235	1,441	1,535
장기금융자산	34	17	15	16	18
유형자산	666	762	1,156	1,367	1,425
무형자산	21	26	35	24	38
<b>자산총계</b>	1,480	1,816	2,310	2,639	3,319
<b>유동부채</b>	685	853	990	1,026	1,471
단기금융부채	498	549	622	636	867
매입채무 및 기타채무	105	196	224	303	482
단기충당부채					4
<b>비유동부채</b>	196	256	429	596	772
장기금융부채	179	241	395	567	737
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채	1	2	12	8	1
<b>부채총계</b>	881	1,109	1,419	1,623	2,244
<b>지배주주지분</b>	599	707	891	1,016	1,076
자본금	70	75	78	78	78
자본잉여금	255	282	295	296	297
기타자본구성요소	1	-46	-102	-120	-123
자기주식	0	-49	-106	-129	-131
이익잉여금	275	408	627	756	841
비지배주주지분					
<b>자본총계</b>	599	707	891	1,016	1,076
<b>부채와자본총계</b>	1,480	1,816	2,310	2,639	3,319

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>영업활동현금흐름</b>	135	88	535	276	-189
당기순이익(손실)	86	141	221	127	87
비현금성항목등	112	196	372	352	278
유형자산감가상각비	58	74	217	205	193
무형자산상각비	0	0	1	1	2
기타	54	121	154	146	84
운전자본감소(증가)	-35	-198	21	-82	-472
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-87	-267	-34	-51	-175
재고자산감소(증가)	-7	42	49	-65	-398
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	24	96	-23	148	152
기타	-139	-603	-38	-215	-401
법인세납부	-7	-12	-45	-76	-37
<b>투자활동현금흐름</b>	-141	-199	-606	-418	-237
금융자산감소(증가)	17	7	5	-5	-4
유형자산감소(증가)	-157	-190	-610	-413	-220
무형자산감소(증가)	-2	-9	-2	-1	-5
기타	0				
<b>재무활동현금흐름</b>	47	113	208	156	375
단기금융부채증가(감소)	-6	19	-33	-85	85
장기금융부채증가(감소)	-53	114	284	266	296
자본의증가(감소)	106	29	18		
배당금의 지급					
기타	0				
<b>현금의 증가(감소)</b>	42	2	134	16	-45
기초현금	15	57	59	193	209
기말현금	57	59	193	209	164
FCF	N/A(IFRS)	-27	-21	-144	-384

자료 : 비에이치, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>매출액</b>	1,529	2,298	3,791	3,159	3,646
<b>매출원가</b>	1,284	1,911	3,265	2,749	3,310
<b>매출총이익</b>	245	388	525	411	337
매출총이익률 (%)	16.0	16.9	13.9	13.0	9.2
<b>판매비와관리비</b>	114	141	211	220	242
영업이익	130	247	314	190	94
영업이익률 (%)	8.5	10.7	8.3	6.0	2.6
비영업손익	-34	-90	-39	-23	2
<b>순금융비용</b>	41	40	41	45	44
외환관련손익	7	1	3	11	26
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-2	-22	-7	-4	
세전계속사업이익	96	157	275	167	97
세전계속사업이익률 (%)	6.3	6.8	7.3	5.3	2.7
계속사업법인세	10	17	54	40	10
<b>계속사업이익</b>	86	141	221	127	87
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	86	141	221	127	87
<b>순이익률 (%)</b>	5.6	6.1	5.8	4.0	2.4
지배주주	86	141	221	127	87
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	5.64	6.12	5.84	4.03	2.38
<b>비지배주주</b>					
<b>총포괄이익</b>	88	123	224	143	61
<b>지배주주</b>	88	123	224	143	61
<b>비지배주주</b>					
EBITDA	188	321	532	396	289

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	N/A(IFRS)	50.3	64.9	-16.7	15.4
영업이익	N/A(IFRS)	89.5	27.3	-39.5	-50.3
세전계속사업이익	N/A(IFRS)	63.3	74.9	-39.1	-42.1
EBITDA	N/A(IFRS)	70.5	65.6	-25.5	-27.2
EPS(계속사업)	N/A(IFRS)	32.3	50.9	-43.5	-31.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	N/A(IFRS)	21.5	27.7	13.3	8.3
ROA	N/A(IFRS)	8.5	10.7	5.1	2.9
EBITDA마진	12.3	14.0	14.0	12.6	7.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	106.8	114.0	108.5	116.8	121.3
부채비율	147.3	156.9	159.2	159.7	208.6
순차입금/자기자본	97.6	99.7	88.1	93.9	127.6
EBITDA/이자비용(배)	4.4	7.6	12.2	8.3	6.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	721	954	1,440	813	556
BPS	4,294	5,017	6,377	7,325	7,717
CFPS	1,207	1,458	2,855	2,133	1,798
주당 현금배당금					
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	9.5	12.8	10.1	15.8	18.4
PER(최저)	4.3	5.9	6.6	7.0	9.4
PBR(최고)	1.6	2.4	2.3	1.8	1.3
PBR(최저)	0.7	1.1	1.5	0.8	0.7
PCR	5.2	8.2	4.2	3.7	3.1
EV/EBITDA(최고)	8.2	8.0	5.6	7.5	10.4
EV/EBITDA(최저)	5.0	4.7	4.2	4.7	7.7

# SK COMPANY Analysis



Analyst

박형우

hyungwou@sk.com

02-3773-8889

## Company Data

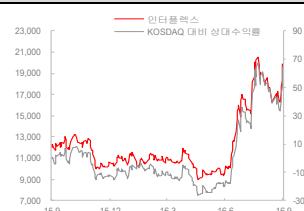
자본금	82 억원
발행주식수	1,638 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	3,260 억원
주요주주	
(주)코리아씨키트(외5)	54.51%

외국인지분률	5.80%
배당수익률	N/A

## Stock Data

주가(16/10/03)	19,900 원
KOSDAQ	681.21 pt
52주 Beta	0.83
52주 최고가	20,500 원
52주 최저가	8,970 원
60일 평균 거래대금	52 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.5%	5.7%
6개월	80.9%	82.8%
12개월	65.2%	64.5%

인터플렉스 (051370/KQ | Not Rated(신규편입) | T.P 0 원0)

## 7 개 분기 만에 흑자전환

2016 년 3 분기 매출액 1,803 억원, 영업이익 57 억원 전망

① 노트 7 출시로 수익성이 견조한 디지털타이저용 FPCB 매출이 증가 했고,

② 감가상각비, 전년동기 대비 절반 이하로 대폭 감소

③ FPCB 산업 구조조정에 따른 반사 수혜 존재

유상증자 결정은 고객사 수요증가 기대에 따른 Capa. 증설 및 재무구조 개선 목적

## 3Q16 Preview : 인터플렉스는 7 개 분기 만에 흑자전환 전망

인터플렉스는 3Q16 에 매출액 1,803 억원 (YoY+11%), 영업이익 57 억원 (YoY 흑자 전환)을 달성할 것으로 전망한다. 3 분기 실적 개선은 ① 펜기능을 탑재한 노트 7 의 출시로 수익성이 견조한 디지털타이저용 FPCB 매출이 증가했고, ② 유형자산상각비가 3Q15, 181 억원 → 3Q16, 80 억원 수준으로 감소한 것으로 추정되며, ③ 2016 년 상반기 다수의 경쟁사가 경영난에 빠진 데 따른 반사수혜로 고객사의 물량 배정이 증가했기 때문으로 분석된다. 3Q16 에 대다수의 스마트폰 부품사들이 컨센서스를 하회하는 실적이 예상되는 점을 감안하면, 인터플렉스의 3 분기 실적은 눈에 띄는 성과이다.

## 작지 않은 유상증자 규모, 그러나 이는 미래에 대한 준비

인터플렉스는 9 월 23 일 유상증자 결정을 공시했다. 유상증자 목적은 OLED 산업성과 동반될 고객사의 FPCB 수요증가를 대응하기 위한 Capa.(생산능력) 증설과 재무구조 개선으로 요약된다. 인터플렉스는 향후 FPCB 전공정 생산 확대를 위해 가동률에 여유가 있는 국내와 중국 라인을 활용할 수 있다. 그리고 이번 투자는 베트남의 FPCB 후공정 증설에 집중될 것으로 예상된다.

## 2017 년 실적반등 본격화

2014 년과 2015 년 약 200 억원 수준이었던 분기 감가상각비는 현재 80 억원 수준에 불과하다. 2017 년에는 분기 50 억원 수준으로 추가 하락할 것으로 기대된다. 또한 구조조정이 일단락된 FPCB 업계에서 살아남았기에 점유율 상승도 전망된다. 전방 OLED 산업과 동반성장이 기대되는 인터플렉스의 2017 년 실적반등에 주목한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2011	2012	2013	2014	2015
매출액	억원	5,177	7,654	9,911	6,428	5,295
yoy	%	-	47.8	29.5	-35.2	-17.6
영업이익	억원	404	465	1	-917	-848
yoy	%	-	15.2	-99.9	적전	적지
EBITDA	억원	592	802	753	-82	-153
세전이익	억원	392	690	-53	-774	-972
순이익(지배주주)	억원	311	544	-7	-588	-895
발표영업이익률	%	7.8	6.1	0.0	-14.3	-16.0
EBITDA%	%	11.4	10.5	7.6	-1.3	-2.9
순이익률	%	6.0	7.1	-0.1	-9.1	-15.6
EPS	원	2,241	3,821	-50	-3,588	-5,465
PER	배	16.1	13.7	N/A	N/A	N/A
PBR	배	2.1	2.5	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	9.0	11.7	5.3	N/A	N/A
ROE	%	-	19.8	-0.2	-17.3	-33.7
순차입금	억원	117	1,868	546	803	709
부채비율	%	96.5	191.5	91.0	86.9	91.5

## 660 억원 유상증자는 미래를 위한 준비

### 유상증자 결정

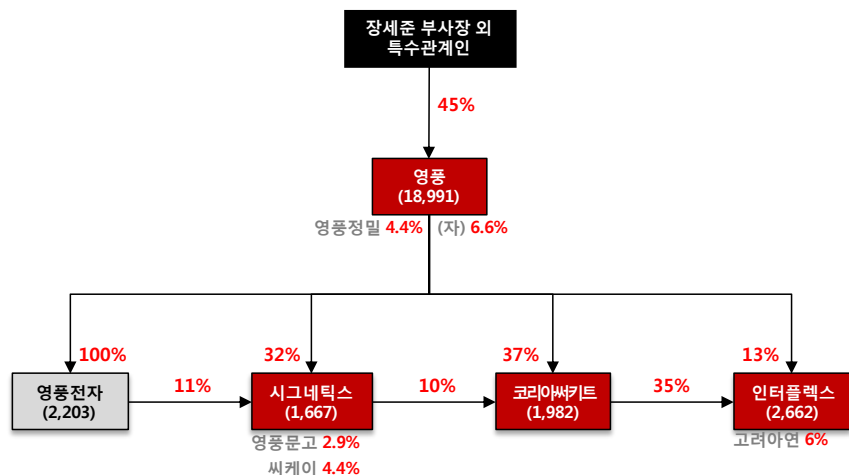
증자비율은 31%, 금액은 660 억원.

Capa 증설과 재무구조 개선 목적

인터플렉스는 9 월 23 일에 유상증자 결정을 공시했다. 신주 상장일은 11 월 30 일이고, 기존 발행주식수의 31%를 주주배정으로 증자한다. 유상증자 금액은 660 억원이고, 이를 설비투자에 204 억원, 재무구조 개선에 456 억원 활용할 계획이다. 설비투자 자금은 향후 고객사 수요에 대응하기 위한 베트남 공장 증설에 사용될 것으로 전망된다. 영풍그룹이 주요 계열사의 지분을 50% 이상 보유 중이고, 인터플렉스 지분도 직간접적으로 약 55% 보유하고 있는데, 영풍그룹은 이번 유상증자에도 지분을 수준의 참여가 예상된다.

이번 유상증자의 목적은 OLED 산업성장에 따른 FPCB 수요증가를 대응하기 위한 Capa.(생산능력) 증설과 재무구조 개선으로 요약된다. 유상증자 신주를 포함한 인터플렉스의 시가총액은 3,491 억원이다. 3 분기 흑자전환을 넘어 인터플렉스의 2017 년 실적개선을 주목한다.

영풍그룹 주요 IT 계열사 지배구조도 (영풍그룹은 상장사 6개, 비상장사 17개, 해외계열사 16개 보유)



자료 : Dart, SK 증권

주 : (괄호) 안의 숫자 - 상장사(빨간색)는 시가총액 (16.09.26) / 비상장사(회색)는 총자산 (16.06.30)

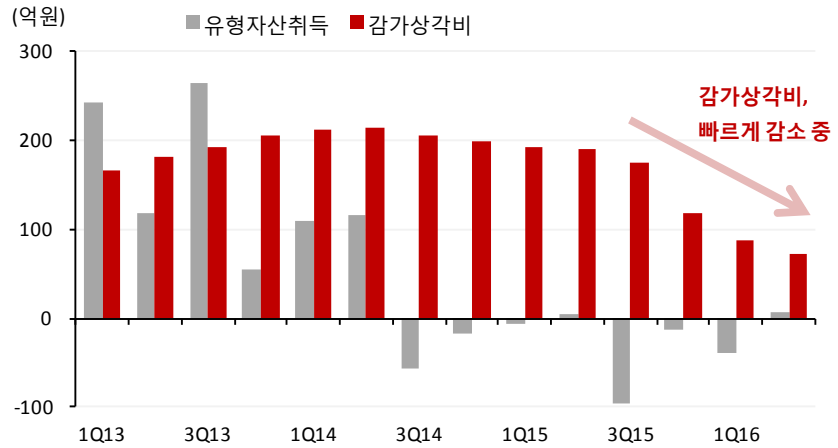
### 인터플렉스 유상증자 주요 사항

증자 전 발행주식수	1,638 만주	현재주가	16,250 원
유상증자 신주	510 만주	발행가	12,950 원
증자비율	31 %	증자 금액	660 억원
시가총액 (증자 전, 2016-09-26)	2,662 억원	- 시설자금(설비) 목적	204 억원
시가총액 (유상증자 신주 포함)	3,491 억원	- 운영자금(재무) 목적	456 억원

자료: Dart, SK 증권

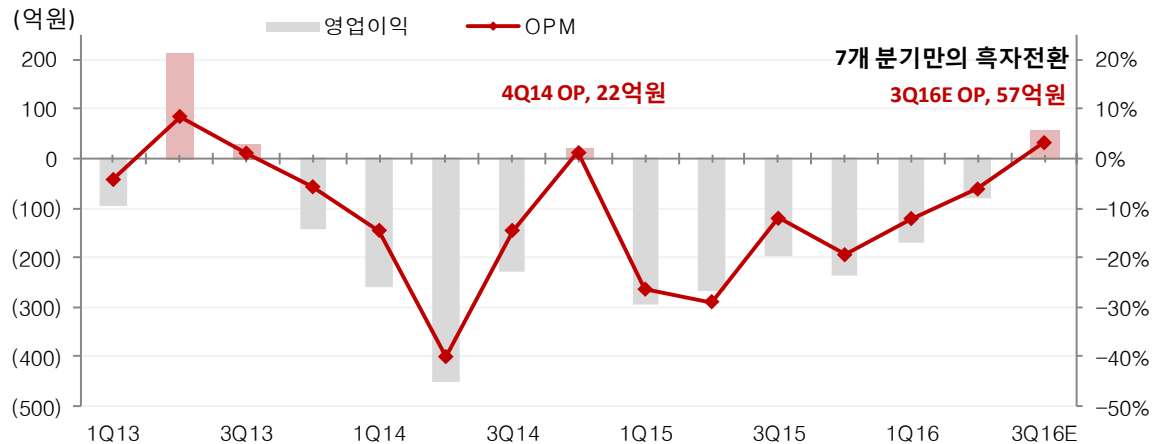


인터플렉스 분기별 유형자산취득 규모 및 감가상각비 추이 : 감가상각비는 3Q15 부터 빠르게 감소 중



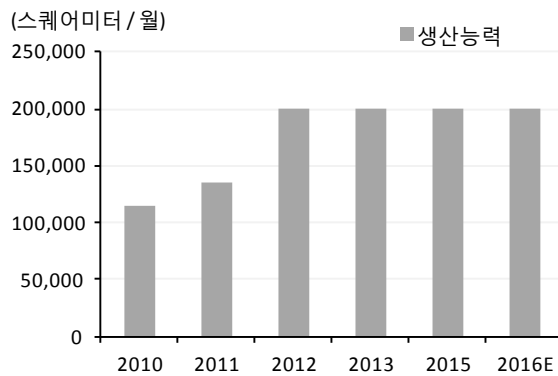
자료 : Dataguide, SK 증권 / 주 : 유형자산취득 항목이 마이너스인 경우는 유형자산처분 별도 회계기준

인터플렉스 영업이익/손실 & OPM 추이 : 3Q16, 7개 분기 만에 흑자전환 전망



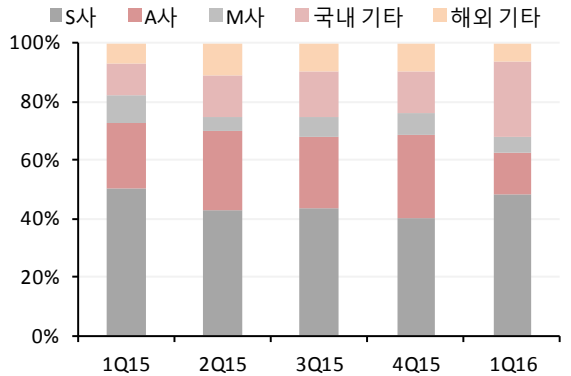
자료 : Dart, SK 증권 / 주 : 2015 년까지는 별도 회계기준 2016 년부터는 연결 회계기준

인터플렉스 FPCB 생산능력 추이



자료 : 인터플렉스, SK 증권 / 주 : 양면 타입 FPCB 전공정 기준 월개파

인터플렉스 고객사별 매출 비중



자료 : 인터플렉스, SK 증권

## 인터플렉스 3Q16 실적 Preview : 3분기 흑자전환 전망

(단위: 억원 %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	2013	2014	2015
매출액	1,119	928	1,623	1,226	1,410	1,269	1,803	9,911	6,428	4,896
영업이익	-295	-268	-196	-238	-171	-79	57	1	-917	-998
opm	-26%	-29%	-12%	-19%	-12%	-6%	3%	0%	-14%	-20%
순이익	-235	-228	-207	-226	-197	-124	22	-7	-588	-895
npm	-21%	-25%	-13%	-18%	-14%	-10%	1%	0%	-9%	-18%

자료: Dataguide, SK 증권 추정

## 3Q16 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

인터플렉스 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	N/A	1,269	1,803	1,797	0%
영업이익	N/A	-79	57	66	-14%
순이익	N/A	-124	22	37	-40%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

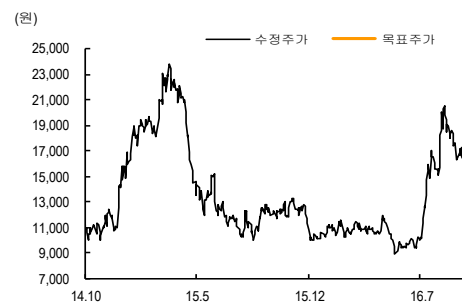
## 2016년 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

인터플렉스 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	6,428	5,295	N/A	6,155	N/A
영업이익	-917	-848	N/A	-137	N/A
순이익	-588	-895	N/A	-232	N/A

자료: SK 증권 추정, Dataguide

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.05	Not Rated	
	2016.09.27	Not Rated	
	2015.11.23	Not Rated	
	2015.01.15	Not Rated	



### Compliance Notice

- 작성자(박형우)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 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 10 월 5 일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>비유동자산</b>	2,852	5,194	3,678	2,977	2,659
장기금융자산	240	43	17	42	76
유형자산	1,440	3,178	2,018	1,999	1,381
무형자산	583	1,357	992	475	760
<b>유동자산</b>	2,067	3,559	3,379	2,830	2,134
현금및현금성자산	0	155	29	0	0
매출채권및기타채권	1,561	3,218	3,021	2,270	1,623
재고자산	16	20	19	15	19
<b>자산총계</b>	4,919	8,753	7,057	5,807	4,793
<b>비유동부채</b>	2,332	5,206	2,986	2,487	2,143
장기금융부채	908	2,042	891	1,106	1,138
장기매입채무 및 기타채무	1,302	3,018	2,068	1,355	970
장기충당부채					
<b>유동부채</b>	83	544	376	213	147
단기금융부채	0	450	304	146	63
매입채무 및 기타채무					
단기충당부채					
<b>부채총계</b>	2,415	5,750	3,362	2,700	2,290
<b>지배주주지분</b>	2,503	3,003	3,695	3,107	2,200
자본금	70	70	82	82	82
자본잉여금	633	633	1,330	1,330	1,330
기타자본구성요소					-11
자기주식					
이익잉여금	1,784	2,296	2,278	1,684	783
비지배주주지분					304
<b>자본총계</b>	2,503	3,003	3,695	3,107	2,503
<b>부채와자본총계</b>	4,919	8,753	7,057	5,807	4,793

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>영업활동현금흐름</b>	481	-264	1,222	-135	35
당기순이익(손실)	311	544	-7	-588	-827
비현금성항목등	272	337	800	736	734
유형자산감가상각비	184	333	748	830	689
무형자산상각비	4	4	4	5	5
기타	84	0	47	-99	40
운전자본감소(증가)	-56	-1,012	662	-250	152
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-168	-1,482	1,047	5	1,003
재고자산감소(증가)	-149	-774	364	518	-57
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	114	1,458	-745	-473	-715
기타	-189	-3,178	2,089	-290	1,927
법인세납부	-45	-110	-170		
<b>투자활동현금흐름</b>	-830	-1,500	-663	101	62
금융자산감소(증가)	-115	268	41	252	-9
유형자산감소(증가)	-711	-1,775	-682	-153	102
무형자산감소(증가)	-1	-6	-6	0	-5
기타	9	7	17	3	16
<b>재무활동현금흐름</b>	524	1,569	-584	59	-63
단기금융부채증가(감소)	43	1,140	-1,293	59	-53
장기금융부채증가(감소)		450			
자본의증가(감소)	500		709		
배당금의 지급	18	21			10
기타					
<b>현금의 증가(감소)</b>	176	-198	-25	25	34
기초현금	64	240	43	17	42
기말현금	240	43	17	42	76
FCF	N/A(IFRS)	-2,061	654	-152	-79

자료 : 인터플렉스 SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>매출액</b>	5,177	7,654	9,911	6,428	5,295
<b>매출원가</b>	4,651	7,021	9,670	6,980	5,866
<b>매출총이익</b>	527	633	241	-553	-571
매출총이익률 (%)	10.2	8.3	2.4	-8.6	-10.8
<b>판매비와관리비</b>	123	167	241	364	276
영업이익	404	465	1	-917	-848
영업이익률 (%)	7.8	6.1	0.0	-14.3	-16.0
비영업손익	-12	225	-53	143	-124
<b>순금융비용</b>	15	35	63	33	28
외환관련손익	-22	37	24	4	-9
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	54	188	54	33	-44
세전계속사업이익	392	690	-53	-774	-972
세전계속사업이익률 (%)	7.6	9.0	-0.5	-12.1	-18.4
계속사업법인세	81	145	-45	-187	-145
<b>계속사업이익</b>	311	544	-7	-588	-827
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	311	544	-7	-588	-827
<b>순이익률 (%)</b>	6.0	7.1	-0.1	-9.1	-15.6
지배주주	311	544	-7	-588	-895
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	6	7.11	-0.07	-9.14	-16.91
<b>비지배주주</b>					68
<b>총포괄이익</b>	336	521	-17	-588	-813
<b>지배주주</b>	336	521	-17	-588	-871
<b>비지배주주</b>					59
EBITDA	592	802	753	-82	-153

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	N/A(IFRS)	47.8	29.5	-35.2	-17.6
영업이익	N/A(IFRS)	15.2	-99.9	적전	적지
세전계속사업이익	N/A(IFRS)	76.1	적전	적지	적지
EBITDA	N/A(IFRS)	35.5	-6.1	적전	적지
EPS(계속사업)	N/A(IFRS)	70.5	적전	적지	적지
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	N/A(IFRS)	19.8	-0.2	-17.3	-33.7
ROA	N/A(IFRS)	8.0	-0.1	-9.1	-15.6
EBITDA마진	11.4	10.5	7.6	-1.3	-2.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	122.3	99.8	123.2	119.7	124.1
부채비율	96.5	191.5	91.0	86.9	91.5
순차입금/자기자본	4.7	62.2	14.8	25.9	28.3
EBITDA/이자비용(배)	14.3	14.9	10.1	-2.0	-4.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,241	3,821	-50	-3,588	-5,465
BPS	17,574	21,082	22,558	18,968	13,429
CFPS	3,595	6,184	5,076	1,510	-1,223
주당 현금배당금	150				
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	16.7	19.6	N/A	N/A	N/A
PER(최저)	7.7	9.3	N/A	N/A	N/A
PBR(최고)	2.1	3.6	2.3	1.3	1.8
PBR(최저)	1.0	1.7	0.8	0.5	0.7
PCR	10.0	8.4	4.2	10.8	-8.7
EV/EBITDA(최고)	9.4	15.9	10.9	-59.1	-32.7
EV/EBITDA(최저)	4.5	8.8	4.9	-30.3	-17.8

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

## Company Data

자본금	446 억원
발행주식수	8,075 만주
자사주	1,014 만주
액면가	500 원
시가총액	182,485 억원
주요주주	
SK(주)(외4)	25.22%
Citibank(DR)	10.90%
외국인지분률	41.20%
배당수익률	4.00%

## Stock Data

주가(16/09/30)	226,000 원
KOSPI	2043.63 pt
52주 Beta	0.48
52주 최고가	261,500 원
52주 최저가	193,000 원
60일 평균 거래대금	268 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.4%	3.0%
6개월	8.4%	5.9%
12개월	-14.1%	-17.5%

SK 텔레콤 (017670/KS | 매수(유지) | T.P 300,000 원(유지))

## 이익안정화와 시장안정화 지속에 따른 수혜

SK 텔레콤의 이익은 안정화 단계이며 중장기 성장 가능성 높음

① 3Q16 영업이익은 전기 수준 유지

② 번호이동 시장안정화에 따라 가입자 유지 전략 유효

③ 자회사 비용증가에도 산업 내 경쟁력 확대는 긍정적 요인

투자의견 매수, 목표주가 30 만원 유지

## 3Q16 Preview : 전기 수준의 영업이익 유지할 전망

SK 텔레콤 3Q16 실적은 4 조 3,129 억원(1.1% qoq), 영업이익 4,041 억원(-0.8% qoq, OPM: 9.4%)로 예상된다. 매출은 SK 브로드밴드 등 자회사 매출 성장으로 전기 대비 소폭 증가할 전망이다, 영업이익의 전기 대비 소폭감소도 마케팅 비용 등의 자회사 비용증가가 원인이 될 전망이다. 본업인 이동통신부문은 약정할인가입자의 지속적인 증가가 부담요인이거나 데이터 사용량 확대와 고가 요금제 가입자의 지속적인 유입으로 인해 전기 대비 소폭 증가할 수 있을 전망이다.

## 시장안정화 기조는 지속될 전망

갤럭시 노트 7 출시 등 신규 단말기 출시에도 불구하고 이동통신 번호이동 시장의 안정화는 유지되고 있다. 오히려 고가의 신규 단말기 출시는 무제한요금제 등 고가 요금제 가입자 확대에 기여하고 있다. 선택약정가입자 확대도 지속되고 있어 ARPU 의 빠른 성장을 기대하기 어렵지만 선택약정가입자 확대 속도의 둔화와 고가요금제 가입자 확대를 고려할 경우 2017년 ARPU 반등 가능성이 높다고 판단한다.

## 투자의견 매수, 목표주가 30 만원(유지)

SK 텔레콤에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 번호이동 시장안정화로 가입자 유지에 집중하고 있는 가입자 1 위 업체인 SK 텔레콤에 긍정적이라 판단하기 때문이다. SK 텔레콤 자회사의 비용확대에도 탑라인 및 산업 내 지배력 확대는 중장기 SK 텔레콤의 투자포인트라 판단한다. 현 주가는 연말 배당금 기준 배당수익률 4.0%이다

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	166,021	171,638	171,367	171,549	176,410	178,922
yoy	%	2.9	3.4	-0.2	0.1	2.8	1.4
영업이익	억원	20,111	18,251	17,080	16,157	16,852	18,526
yoy	%	16.3	-9.3	-6.4	-5.4	4.3	9.9
EBITDA	억원	48,409	47,170	47,015	47,133	49,150	49,350
세전이익	억원	18,271	22,538	20,354	18,688	16,295	18,277
순이익(지배주주)	억원	16,390	18,012	15,186	14,448	12,600	14,131
영업이익률%	%	12.1	10.6	10.0	9.4	9.6	10.4
EBITDA%	%	29.2	27.5	27.4	27.5	27.9	27.6
순이익률	%	9.7	10.5	8.9	8.4	7.1	7.9
EPS	원	18,028	22,307	18,807	17,893	15,604	17,500
PER	배	12.8	12.0	11.5	12.6	14.5	12.9
PBR	배	1.4	1.5	1.1	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	배	5.2	6.1	5.2	5.0	4.5	4.5
ROE	%	13.0	12.9	10.2	9.3	7.9	8.8
순차입금	억원	47,714	55,781	61,271	46,098	30,022	32,431
부채비율	%	87.6	83.2	85.9	80.6	74.8	75.6

## SK 텔레콤 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
영업수익	4,240	4,256	4,261	4,379	4,229	4,267	4,313	4,346	17,137	17,155	17,641
이동전화수익	2,733	2,727	2,736	2,719	2,705	2,701	2,707	2,716	10,915	10,829	10,982
망접속정산수익	177	190	187	194	190	182	183	192	748	747	725
신규사업 및 자회사	1,330	1,339	1,338	1,466	1,334	1,384	1,423	1,439	5,474	5,579	5,935
영업비용	3,838	3,843	3,771	3,977	3,826	3,860	3,909	3,944	15,429	15,539	15,956
영업이익	403	413	491	402	402	407	404	402	1,708	1,616	1,685
영업이익률	9.5%	9.7%	11.5%	9.2%	9.5%	9.5%	9.4%	9.3%	10.0%	9.4%	9.6%

자료: SK 증권 SK 텔레콤

## 3Q16 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

SK텔레콤 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	42,614	42,673	43,129	43,129	0%
영업이익	4,906	4,074	4,041	4,251	-5%
순이익	3,823	2,901	2,494	3,061	-19%

자료: SK 증권 추정 Dataguide

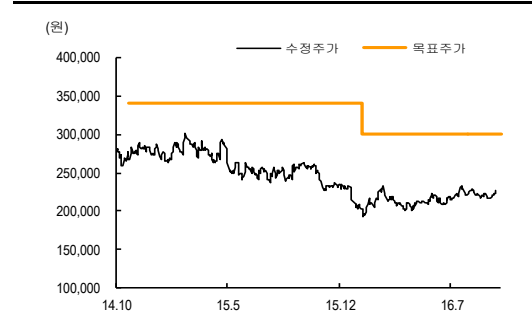
## 2016년 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

SK텔레콤 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	171,638	171,367	171,549	171,975	0%
영업이익	18,251	17,080	16,157	16,418	-2%
순이익	18,012	15,186	14,448	14,692	-2%

자료: SK 증권 추정 Dataguide

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.04	매수	300,000원
	2016.08.03	매수	300,000원
	2016.07.29	매수	300,000원
	2016.07.13	매수	300,000원
	2016.05.31	매수	300,000원
	2016.04.29	매수	300,000원
	2016.03.30	매수	300,000원
	2016.03.07	매수	300,000원
	2016.02.02	매수	300,000원
	2016.01.19	매수	300,000원
	2015.11.03	매수	340,000원
	2015.10.05	매수	340,000원
	2015.09.25	매수	340,000원



### Compliance Notice

- 작성자(최관순)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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 10월 4 현재 SK 텔레콤(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 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 10월 4일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----



## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	50,831	51,602	65,516	70,870	68,949
현금및현금성자산	8,344	7,689	20,075	24,429	22,020
매출채권및기타채권	30,827	30,186	29,958	30,807	31,102
재고자산	2,677	2,736	2,715	2,792	2,819
<b>비유동자산</b>	228,581	234,211	221,272	210,877	219,595
장기금융자산	10,827	14,467	12,697	18,897	18,897
유형자산	105,677	103,713	88,155	67,858	73,034
무형자산	44,016	42,134	40,676	41,931	43,187
<b>자산총계</b>	279,412	285,814	286,788	281,747	288,544
<b>유동부채</b>	54,203	52,565	44,232	43,000	43,420
단기금융부채	11,505	10,833	5,850	3,500	3,500
매입채무 및 기타채무	16,573	16,032	13,208	13,582	13,712
단기충당부채	511	410	75	107	150
<b>비유동부채</b>	72,727	79,508	83,731	77,579	80,788
장기금융부채	59,298	66,500	70,302	60,932	60,932
장기매입채무 및 기타채무	6,846	5,817	4,761	3,705	2,650
장기충당부채	360	292	371	451	531
<b>부채총계</b>	126,930	132,073	127,962	120,579	124,208
<b>지배주주지분</b>	145,067	152,511	157,402	159,802	163,026
자본금	446	446	446	446	446
자본잉여금	29,159	29,159	29,159	29,159	29,159
기타자본구성요소	-30,364	-31,249	-31,227	-31,227	-31,227
자기주식	-21,397	-22,606	-22,606	-22,606	-22,606
이익잉여금	141,886	150,076	157,970	163,509	169,873
비지배주주지분	7,415	1,230	1,423	1,366	1,310
<b>자본총계</b>	152,483	153,741	158,825	161,168	164,336
<b>부채외자본총계</b>	279,412	285,814	286,788	281,747	288,544

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	38,885	39,476	38,888	45,549	45,402
당기순이익(손실)	17,993	15,159	14,431	12,583	14,114
비현금성항목등	29,790	32,501	33,477	36,567	35,236
유형자산감가상각비	28,919	29,935	30,976	32,297	30,824
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	2,893	2,880	-1,321	930	930
운전자본감소(증가)	-7,073	-6,857	-5,025	244	348
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2,209	-36	-344	-849	-295
재고자산감소(증가)	-2	-78	-3	-77	-27
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3,347	-947	-286	374	130
기타	-1,516	-5,797	-4,392	795	540
법인세납부	-1,825	-1,327	-3,995	-3,844	-4,296
<b>투자활동현금흐름</b>	-36,134	-27,741	-15,115	-18,545	-36,470
금융자산감소(증가)	-1,635	-2,697	399	-6,200	0
유형자산감소(증가)	-29,829	-24,422	-15,288	-12,000	-36,000
무형자산감소(증가)	-1,198	-1,242	-1,255	-1,255	-1,255
기타	-3,473	619	1,029	911	785
<b>재무활동현금흐름</b>	-8,402	-12,404	-11,373	-22,650	-11,341
단기금융부채증가(감소)	1,029	-1,066	-7,020	-2,350	0
장기금융부채증가(감소)	2,354	7,299	5,941	-9,371	0
자본의증가(감소)	0	-4,902	0	0	0
배당금의 지급	-6,668	-6,685	-7,081	-7,061	-7,767
기타	-5,117	-7,050	-3,940	-3,868	-3,574
<b>현금의 증가(감소)</b>	-5,642	-655	12,385	4,355	-2,409
기초현금	13,986	8,344	7,689	20,075	24,429
기말현금	8,344	7,689	20,075	24,429	22,020
FCF	4,726	15,856	20,064	31,913	7,824

자료 : SK텔레콤, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	171,638	171,367	171,549	176,410	178,922
<b>매출원가</b>	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	171,638	171,367	171,549	176,410	178,922
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	153,387	154,287	155,392	159,558	160,395
영업이익	18,251	17,080	16,157	16,852	18,526
영업이익률 (%)	10.6	10.0	9.4	9.6	10.4
비영업이익	4,287	3,274	2,531	-557	-249
<b>순금융비용</b>	2,639	2,518	2,470	1,980	1,672
외환관련손익	-6	13	10	10	10
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	9,063	7,861	2,748	2,343	2,343
세전계속사업이익	22,538	20,354	18,688	16,295	18,277
세전계속사업이익률 (%)	13.1	11.9	10.9	9.2	10.2
계속사업법인세	4,545	5,195	4,257	3,712	4,164
<b>계속사업이익</b>	17,993	15,159	14,431	12,583	14,114
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	17,993	15,159	14,431	12,583	14,114
<b>순이익률 (%)</b>	10.5	8.9	8.4	7.1	7.9
지배주주	18,012	15,186	14,448	12,600	14,131
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	10.49	8.86	8.42	7.14	7.9
비지배주주	-19	-27	-17	-17	-17
<b>총포괄이익</b>	17,708	15,177	11,252	9,404	10,935
지배주주	17,775	15,223	11,309	9,461	10,991
비지배주주	-67	-46	-57	-57	-57
EBITDA	47,170	47,015	47,133	49,150	49,350

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.4	-0.2	0.1	2.8	1.4
영업이익	-9.3	-6.4	-5.4	4.3	9.9
세전계속사업이익	23.4	-9.7	-8.2	-12.8	12.2
EBITDA	-2.6	-0.3	0.3	4.3	0.4
EPS(계속사업)	23.7	-15.7	-4.9	-12.8	12.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	12.9	10.2	9.3	7.9	8.8
ROA	6.6	5.4	5.0	4.4	5.0
EBITDA마진	27.5	27.4	27.5	27.9	27.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	93.8	98.2	148.1	164.8	158.8
부채비율	83.2	85.9	80.6	74.8	75.6
순차입금/자기자본	36.6	39.9	29.0	18.6	19.7
EBITDA/이자비용(배)	14.6	15.8	15.5	17.5	19.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	22,307	18,807	17,893	15,604	17,500
BPS	179,660	188,878	194,936	197,908	201,901
CFPS	58,121	55,880	56,256	55,603	55,674
주당 현금배당금	9,400	10,000	10,000	10,000	10,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	13.4	16.0	13.1	15.0	13.3
PER(최저)	8.8	11.4	10.8	12.4	11.0
PBR(최고)	1.7	1.6	1.2	1.2	1.2
PBR(최저)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
PCR	4.6	3.9	4.0	4.1	4.1
EV/EBITDA(최고)	6.6	6.7	5.1	4.6	4.6
EV/EBITDA(최저)	4.9	5.2	4.5	3.9	3.9

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

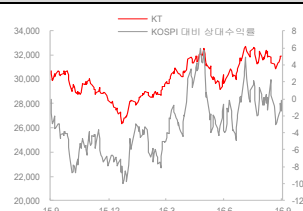
## Company Data

자본금	15,645 억원
발행주식수	26,111 만주
자사주	1,614 만주
액면가	5,000 원
시가총액	83,295 억원
주요주주	
Citibank(DR)	21.15%
국민연금공단	10.01%
외국인지분률	49.00%
배당수익률	1.60%

## Stock Data

주가(16/09/30)	31,900 원
KOSPI	2043.63 pt
52주 Beta	0.35
52주 최고가	32,750 원
52주 최저가	26,350 원
60일 평균 거래대금	146 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.0%	0.5%
6개월	7.1%	4.6%
12개월	3.9%	-0.2%

KT (030200/KS | 매수(유지) | T.P 38,500 원(유지))

## 유선경쟁력 회복이 KT의 경쟁력

### KT의 유선부문 경쟁력 기반으로 기업가치 상승 전망

① 3분기 유선부문 성장으로 영업이익 시장기대치 상회 전망

② 이동통신 시장안정화로 유선 경쟁력 중요성 확대

③ 통신업체 내 밸류에이션 매력으로 주가의 하방경직성 확보

투자의견 매수, 목표주가 38,500 원 유지

## 3Q16 Preview : 시장기대치 상회 전망

KT 3Q16 실적은 매출액 5 조 7,047 억원(0.5% qoq), 영업이익 4,009 억원(-6.1% qoq, OPM: 7.0%)으로 예상된다. 유선전화를 제외한 IPTV, 초고속인터넷 등 유선부문 성장이 3분기에도 지속될 것으로 예상하여 전기 대비 매출은 소폭 증가할 것으로 예상된다. 계절적 요인으로 영업이익은 전기 대비 감소할 전망이다. 전년 동기 대비로는 16.8% 증가할 전망이다. 시장기대치에도 소폭 상회할 것으로 예상된다.

## 강화되고 있는 유선 경쟁력

KT는 기가인터넷 가입자 200 만명 확보 및 최대 가입자를 보유하고 있는 IPTV 사업자로서 유선부문의 경쟁력이 강화되고 있다. 이동통신 부문의 가입자 모집 경쟁이 안정화되고 유무선 결합상품의 수요가 증가함에 따라 통신시장에서 유선부문 경쟁력의 중요성이 부각되고 있다. 인터넷과 IPTV 부문에서 KT의 가입자는 지속적으로 유입되고 있으며, 이로 인해 유선부문의 경쟁력이 향후 이동통신으로 전이될 가능성이 높다고 예상되어 통신시장 내 KT 경쟁력이 강화될 것으로 판단한다.

## 투자의견 매수, 목표주가 38,500 원(유지)

KT에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 이동통신부문의 시장 안정화가 유지되는 가운데 IPTV, 초고속인터넷 등 KT의 유선부문 경쟁력이 강화되면서 유무선 시너지 발생 가능성이 높다고 판단하기 때문이다. 또한 PER, EV/EBITDA 등 경쟁업체 대비 높은 밸류에이션 매력을 보유하고 있어 주가의 하방경직성도 높다고 판단한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	238,106	223,117	222,812	227,653	237,023	242,078
yoy	%	-0.2	-6.3	-0.1	2.2	4.1	2.1
영업이익	억원	8,393	-4,066	12,929	15,391	15,423	18,858
yoy	%	-30.6	적전	흑전	19.0	0.2	22.3
EBITDA	억원	44,601	34,482	49,330	52,451	53,403	56,447
세전이익	억원	-53	-13,286	7,195	12,707	13,082	16,496
순이익(지배주주)	억원	-1,624	-10,550	5,530	8,491	8,773	11,342
영업이익률%	%	3.5	-1.8	5.8	6.8	6.5	7.8
EBITDA%	%	18.7	15.5	22.1	23.0	22.5	23.3
순이익률	%	-0.3	-4.3	2.8	4.2	4.2	5.1
EPS	원	-622	-4,371	1,577	3,252	3,360	4,344
PER	배	N/A	N/A	17.9	9.8	9.5	7.3
PBR	배	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	4.3	6.1	3.2	3.0	3.0	2.9
ROE	%	-1.4	-9.6	5.2	7.6	7.4	9.1
순차입금	억원	81,085	98,939	60,803	48,350	50,510	47,120
부채비율	%	170.9	186.5	141.2	129.6	127.3	121.9

## KT 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
영업수익	5,399	5,431	5,492	5,959	5,515	5,678	5,705	5,868	22,281	22,765	23,702
서비스수익	4,713	4,826	4,896	5,078	4,899	5,041	5,056	5,218	19,514	20,214	20,879
무선	1,822	1,829	1,844	1,875	1,851	1,880	1,892	1,897	7,371	7,520	7,707
유선	1,305	1,303	1,284	1,268	1,279	1,286	1,264	1,254	5,161	5,083	5,190
미디어/콘텐츠	384	409	429	439	442	471	474	475	1,661	1,863	1,920
금융/렌탈	791	801	835	983	823	858	864	1,002	3,411	3,546	3,713
기타서비스	411	484	503	511	505	546	562	589	1,909	2,202	2,350
상품수익	685	605	596	881	616	636	649	650	2,767	2,551	2,823
영업비용	5,085	5,063	5,149	5,692	5,130	5,251	5,304	5,542	20,988	21,226	22,160
영업이익	314	369	343	267	385	427	401	326	1,293	1,539	1,542
영업이익률	5.8%	6.8%	6.3%	4.5%	7.0%	7.5%	7.0%	5.6%	5.8%	6.8%	6.5%

자료: SK 증권 KT

## 3Q16 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

KT 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	54,922	56,776	57,047	56,689	1%
영업이익	3,433	4,270	4,009	3,888	3%
순이익	1,170	2,301	2,183	2,128	3%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

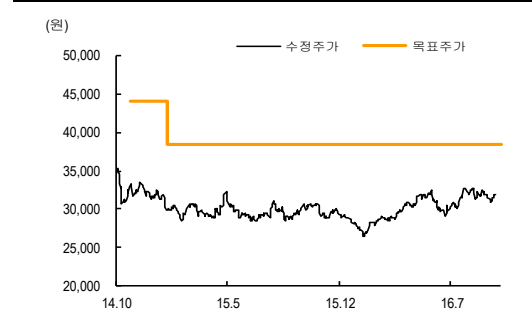
## 2016년 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

KT 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	223,117	222,812	227,653	226,662	0%
영업이익	-4,066	12,929	15,391	14,756	4%
순이익	-10,550	5,530	8,491	7,243	17%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.04	매수	38,500원
	2016.08.03	매수	38,500원
	2016.08.01	매수	38,500원
	2016.07.13	매수	38,500원
	2016.05.02	매수	38,500원
	2016.03.07	매수	38,500원
	2016.02.01	매수	38,500원
	2015.12.09	매수	38,500원
	2015.11.02	매수	38,500원
	2015.10.05	매수	38,500원
	2015.08.02	매수	38,500원
	2015.07.06	매수	38,500원
	2015.04.05	매수	38,500원



### Compliance Notice

- 작성자(최관순)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 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 10 월 4 일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	87,509	85,832	104,263	115,416	130,182
현금및현금성자산	18,887	25,595	30,499	28,339	31,728
매출채권및기타채권	48,138	48,789	48,043	50,702	51,711
재고자산	3,933	5,254	5,173	5,460	5,568
<b>비유동자산</b>	250,246	207,580	190,196	191,510	188,950
장기금융자산	16,151	6,827	6,454	6,454	6,454
유형자산	164,682	144,789	131,220	134,063	132,863
무형자산	35,440	25,998	22,302	20,185	18,501
<b>자산총계</b>	337,755	293,412	294,459	306,926	319,133
<b>유동부채</b>	99,922	86,399	89,938	93,647	95,053
단기금융부채	29,995	18,309	22,890	22,890	22,890
매입채무 및 기타채무	64,132	62,739	61,780	65,199	66,496
단기충당부채	1,114	1,039	1,022	1,076	1,096
<b>비유동부채</b>	119,930	85,358	76,251	78,263	80,238
장기금융부채	100,851	71,075	60,348	60,348	60,348
장기매입채무 및 기타채무	9,092	5,740	7,076	8,413	9,750
장기충당부채	1,064	914	965	1,016	1,068
<b>부채총계</b>	219,852	171,757	166,189	171,910	175,291
<b>지배주주지분</b>	103,410	108,451	114,888	120,832	128,855
자본금	15,645	15,645	15,645	15,645	15,645
자본잉여금	14,403	14,431	14,431	14,431	14,431
기타자본구성요소	-12,607	-12,357	-12,316	-12,316	-12,316
자기주식	-8,663	-8,662	-8,669	-8,669	-8,669
이익잉여금	85,711	90,593	97,833	104,647	113,539
비지배주주지분	14,493	13,204	13,382	14,184	14,987
<b>자본총계</b>	117,903	121,655	128,270	135,017	143,842
<b>부채외자본총계</b>	337,755	293,412	294,459	306,926	319,133

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	21,575	44,077	53,019	50,598	52,658
당기순이익(손실)	-9,662	6,313	9,562	9,845	12,414
비현금성항목등	53,683	45,827	43,639	43,558	44,033
유형자산감가상각비	32,423	30,308	31,846	33,157	33,200
무형자산상각비	6,124	6,092	5,214	4,823	4,389
기타	11,022	4,234	896	-275	-275
운전자본감소(증가)	-21,610	-7,291	2,220	-13	-152
매출채권및기타채권의 감소(증가)	130	1,127	-456	-2,659	-1,009
재고자산감소(증가)	2,673	-1,788	145	-286	-109
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4,179	813	2,986	3,419	1,297
기타	-20,234	-7,443	-455	-487	-332
법인세납부	-836	-771	-2,402	-2,792	-3,637
<b>투자활동현금흐름</b>	-28,081	-21,433	-39,442	-48,864	-44,885
금융자산감소(증가)	2,954	2,200	-993	0	0
유형자산감소(증가)	-27,752	-30,874	-22,437	-36,000	-32,000
무형자산감소(증가)	-5,689	-3,735	-2,706	-2,706	-2,706
기타	2,406	10,977	-13,307	-10,159	-10,179
<b>재무활동현금흐름</b>	4,677	-16,004	-8,661	-3,894	-4,384
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	12,277	-11,191	-4,708	0	0
자본의증가(감소)	341	0	0	0	0
배당금의 지급	-2,228	-416	-1,224	-1,960	-2,450
기타	-5,713	-4,397	-2,188	-1,934	-1,934
<b>현금의 증가(감소)</b>	-1,822	6,708	4,904	-2,160	3,389
기초현금	20,709	18,887	25,595	30,499	28,339
기말현금	18,887	25,595	30,499	28,339	31,728
FCF	-2,276	7,963	23,439	11,105	17,160

자료 : KT, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	223,117	222,812	227,653	237,023	242,078
<b>매출원가</b>	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	223,117	222,812	227,653	237,023	242,078
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	227,183	209,883	212,262	221,600	223,221
영업이익	-4,066	12,929	15,391	15,423	18,858
영업이익률 (%)	-1.8	5.8	6.8	6.5	7.8
비영업이익	-9,220	-5,735	-2,685	-2,341	-2,362
<b>순금융비용</b>	3,948	3,159	2,555	2,376	2,396
외환관련손익	-801	-1,884	-241	-241	-241
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-3	143	103	0	0
세전계속사업이익	-13,286	7,195	12,707	13,082	16,496
세전계속사업이익률 (%)	-6.0	3.2	5.6	5.5	6.8
계속사업법인세	-2,760	2,292	3,144	3,237	4,082
<b>계속사업이익</b>	-10,526	4,902	9,562	9,845	12,414
중단사업이익	864	1,411	0	0	0
*법인세효과	51	1,190	0	0	0
당기순이익	-9,662	6,313	9,562	9,845	12,414
<b>순이익률 (%)</b>	-4.3	2.8	4.2	4.2	5.1
지배주주	-10,550	5,530	8,491	8,773	11,342
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	-4.73	2.48	3.73	3.7	4.69
<b>비지배주주</b>	888	783	1,071	1,071	1,071
<b>총포괄이익</b>	-12,014	5,625	8,423	8,706	11,275
<b>지배주주</b>	-12,772	5,010	7,621	7,904	10,473
<b>비지배주주</b>	758	614	802	802	802
EBITDA	34,482	49,330	52,451	53,403	56,447

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-6.3	-0.1	2.2	4.1	2.1
영업이익	적전	흑전	19.0	0.2	22.3
세전계속사업이익	적지	흑전	76.6	3.0	26.1
EBITDA	-22.7	43.1	6.3	1.8	5.7
EPS(계속사업)	적지	흑전	106.1	3.3	29.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-9.6	5.2	7.6	7.4	9.1
ROA	-2.8	2.0	3.3	3.3	4.0
EBITDA마진	15.5	22.1	23.0	22.5	23.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	87.6	99.3	115.9	123.3	137.0
부채비율	186.5	141.2	129.6	127.3	121.9
순차입금/자기자본	83.9	50.0	37.7	37.4	32.8
EBITDA/이자비용(배)	7.3	12.8	15.5	16.3	17.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-4,371	1,577	3,252	3,360	4,344
BPS	39,604	41,534	44,000	46,276	49,349
CFPS	10,722	16,058	17,445	17,905	18,740
주당 현금배당금	0	500	800	1,000	1,200
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	204	101	9.8	7.5
PER(최저)	N/A	17.9	8.1	7.8	6.1
PBR(최고)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
PBR(최저)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
PCR	2.9	1.8	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA(최고)	6.5	3.5	3.1	3.1	2.9
EV/EBITDA(최저)	5.9	3.2	2.7	2.8	2.6

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

## Company Data

자본금	25,740 억원
발행주식수	43,661 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	51,302 억원
주요주주	

외국인지분률	41.80%
배당수익률	2.10%

## Stock Data

주가(16/09/30)	11,750 원
KOSPI	2043.63 pt
52주 Beta	0.54
52주 최고가	12,300 원
52주 최저가	8,920 원
60일 평균 거래대금	126 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.9%	0.4%
6개월	6.3%	3.8%
12개월	-2.9%	-6.7%

LG 유플러스 (032640/KS | 매수(유지) | T.P 14,000 원(유지))

## 타라인과 이익의 동시 성장

### 매출과 영업이익 성장 기조 유지

① 이동통신 시장안정화로 마케팅 비용 비중 높은 LG 유플러스의 이익성장 기회요인

② 이동통신 가입자의 질적개선 기조 유지

③ 이익성장을 기반으로 기업가치 상승 전망

투자의견 매수, 목표주가 14,000 원 유지

## 3Q16 Preview : 타라인 성장세 유효

LG 유플러스 3Q16 실적은 매출액 2 조 8,876 억원(0.3% qoq), 영업이익 1,820 억원(1.0% qoq, OPM: 6.3%)으로 예상된다. 유무선 부문의 고른 성장에 기반하여 매출액과 영업이익이 전기 대비 소폭 증가할 전망이다. 특히 시장평균 대비 높은 1인당 데이터 사용량은 연말 6GByte까지 상승할 가능성이 높아 2017년부터 데이터 사용량을 기반으로 한 본격적인 ARPU 상승이 가능할 전망이다.

## 가입자의 질적 성장이 이익개선으로 이어질 전망

LG 유플러스는 가입자 질적 개선을 통한 이익개선이 가능할 전망이다. 경쟁사 대비 높은 수준의 1인당 데이터 사용량과 높은 LTE 전환율은 LG 유플러스의 본원적 경쟁력이다. 이동통신 부문 가입자 모집경쟁력 완화된 LG 유플러스의 기회요인인데 영업수익 대비 마케팅 비용 비중이 통신 3사 중 LG 유플러스가 가장 높기 때문이다. 이를 바탕으로 LG 유플러스의 지속적인 영업이익 증가를 예상한다

## 투자의견 매수, 목표주가 14,000 원(유지)

LG 유플러스에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 영업수익 대비 가장 높은 마케팅 비용 비중을 보유한 LG 유플러스에게 이동통신 시장안정화는 이익증가의 기회요인이며, 가입자 질적 개선으로 인해 지속적인 성장세가 유지될 수 있다고 판단하기 때문이다. 특히 1인당 데이터 사용량이 6GByte가 넘어가는 2017년부터 본격적인 ARPU 상승을 기대할 수 있을 전망이다

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	114,503	109,998	107,952	114,044	116,790	118,920
yoy	%	5.0	-3.9	-1.9	5.6	2.4	1.8
영업이익	억원	5,421	5,763	6,323	6,852	6,991	7,369
yoy	%	327.7	6.3	9.7	8.4	2.0	5.4
EBITDA	억원	18,568	20,817	22,413	23,628	25,025	23,684
세전이익	억원	3,338	3,201	4,659	5,626	5,712	6,552
순이익(지배주주)	억원	2,795	2,282	3,514	4,352	4,418	5,067
영업이익률%	%	4.7	5.2	5.9	6.0	6.0	6.2
EBITDA%	%	16.2	18.9	20.8	20.7	21.4	19.9
순이익률	%	2.4	2.1	3.3	3.8	3.8	4.3
EPS	원	640	523	805	997	1,012	1,161
PER	배	16.8	22.0	12.9	11.8	11.6	10.1
PBR	배	1.2	1.2	1.0	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	배	5.1	4.8	4.1	4.1	3.8	3.2
ROE	%	7.2	5.6	8.2	9.5	9.0	9.7
순차입금	억원	40,950	49,153	46,224	39,926	39,462	20,091
부채비율	%	192.7	187.5	168.7	165.5	154.0	145.4

## LG 유플러스 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
수익	2,556	2,661	2,717	2,861	2,713	2,879	2,888	2,925	10,795	11,404	11,679
영업이익	2,108	2,156	2,158	2,219	2,166	2,240	2,235	2,245	8,641	8,887	9,127
무선수익	1,299	1,336	1,333	1,350	1,321	1,358	1,361	1,368	5,318	5,407	5,580
서비스 수익	1,183	1,216	1,217	1,227	1,226	1,251	1,257	1,258	4,843	4,992	5,163
접속료 수익	104	111	110	116	91	104	100	106	440	401	401
가입수익	12	10	7	7	4	3	4	4	35	14	16
유선수익	810	817	822	865	853	874	874	878	3,313	3,478	3,547
TPS수익(BB/IPTV/VoIP)	350	359	362	373	382	384	387	391	1,443	1,544	1,603
데이터수익	349	352	357	388	369	395	388	387	1,446	1,539	1,546
전화수익	101	105	103	105	101	95	99	100	414	396	398
단말수익	443	501	554	642	538	639	653	680	2,141	2,509	2,552
임대수익	4	4	4	-	-	-	-	-	13	-	-
영업비용	2,401	2,469	2,545	2,748	2,542	2,699	2,706	2,772	10,163	10,719	10,980
영업이익	155	192	172	113	171	180	182	152	632	685	699
영업이익률	6.1%	7.2%	6.3%	4.0%	6.3%	6.3%	6.3%	5.2%	5.9%	6.0%	6.0%

자료: SK 증권 LG 유플러스

## 3Q16 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

LG유플러스 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	27,168	28,791	28,876	28,401	2%
영업이익	1,721	1,801	1,820	1,779	2%
순이익	1,136	1,308	1,110	1,114	0%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

## 2016년 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

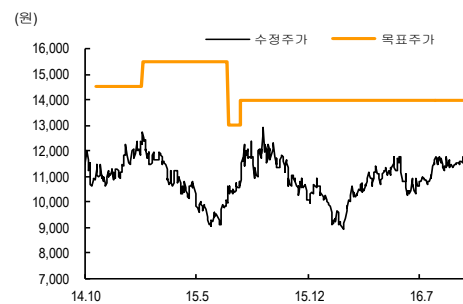
(단위: 억원)

LG유플러스 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	109,998	107,952	114,044	113,205	1%
영업이익	5,763	6,323	6,852	6,933	-1%
순이익	2,282	3,514	4,352	4,423	-2%

자료: SK 증권 추정, Dataguide



투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.05	매수	14,000원
	2016.08.03	매수	14,000원
	2016.08.02	매수	14,000원
	2016.07.13	매수	14,000원
	2016.06.20	매수	14,000원
	2016.03.16	매수	14,000원
	2016.03.07	매수	14,000원
	2016.02.02	매수	14,000원
	2015.10.28	매수	14,000원
	2015.10.05	매수	14,000원
	2015.07.31	매수	14,000원
	2015.07.06	매수	13,000원
	2015.04.05	매수	15,500원



### Compliance Notice

- 작성자(최관순)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 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 10 월 5 일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	24,899	25,992	32,410	31,375	51,080
현금및현금성자산	4,159	2,921	8,612	7,342	26,713
매출채권및기타채권	16,328	17,136	17,518	17,695	17,947
재고자산	2,760	3,648	3,730	3,767	3,821
<b>비유동자산</b>	95,228	93,518	93,923	96,944	81,716
장기금융자산	840	465	395	395	395
유형자산	72,544	72,238	74,014	77,470	62,673
무형자산	11,165	9,666	8,244	7,772	7,272
<b>자산총계</b>	120,127	119,510	126,333	128,320	132,796
<b>유동부채</b>	34,857	33,542	37,989	42,149	42,503
단기금융부채	11,289	9,438	13,348	17,258	17,258
매입채무 및 기타채무	14,266	13,546	13,848	13,988	14,188
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	43,492	41,484	40,761	35,642	36,168
장기금융부채	42,444	40,082	35,788	30,144	30,144
장기매입채무 및 기타채무	0	0	3,082	3,132	3,182
장기충당부채	273	387	282	216	149
<b>부채총계</b>	78,348	75,026	78,750	77,791	78,671
<b>지배주주지분</b>	41,771	44,480	47,580	50,528	54,125
자본금	25,740	25,740	25,740	25,740	25,740
자본잉여금	8,371	8,371	8,371	8,371	8,371
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	7,644	10,358	13,613	16,721	20,479
비지배주주지분	7	5	3	1	0
<b>자본총계</b>	41,778	44,484	47,583	50,529	54,125
<b>부채외자본총계</b>	120,127	119,510	126,333	128,320	132,796

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	21,816	19,526	24,654	23,906	22,350
당기순이익(손실)	2,277	3,512	4,350	4,416	5,066
비현금성항목등	20,266	20,345	20,004	20,609	18,618
유형자산감가상각비	13,344	14,341	15,152	16,545	14,797
무형자산상각비	1,710	1,748	1,624	1,489	1,517
기타	2,587	1,590	738	87	87
운전자본감소(증가)	-421	-3,608	1,420	154	131
매출채권및기타채권의 감소(증가)	2,543	-2,234	-1,216	-177	-252
재고자산감소(증가)	1,184	-888	-81	-38	-54
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-607	72	98	140	199
기타	-3,541	-558	2,619	229	238
법인세납부	-307	-723	-1,120	-1,274	-1,464
<b>투자활동현금흐름</b>	-22,744	-14,870	-19,622	-20,572	-85
금융자산감소(증가)	44	349	-149	0	0
유형자산감소(증가)	-21,357	-13,631	-18,698	-20,000	0
무형자산감소(증가)	-1,745	-1,722	-1,018	-1,018	-1,018
기타	314	134	243	446	932
<b>재무활동현금흐름</b>	1,105	-5,894	658	-4,603	-2,894
단기금융부채증가(감소)	-12,219	-12,118	-2,014	3,910	0
장기금융부채증가(감소)	15,963	8,669	5,386	-5,644	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-655	-655	-1,092	-1,310	-1,310
기타	-1,985	-1,790	-1,622	-1,560	-1,584
<b>현금의 증가(감소)</b>	176	-1,238	5,691	-1,270	19,371
기초현금	3,983	4,159	2,921	8,612	7,342
기말현금	4,159	2,921	8,612	7,342	26,713
FCF	-1,677	3,122	2,240	2,367	20,916

자료 : LG유플러스, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	109,998	107,952	114,044	116,790	118,920
<b>매출원가</b>	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	109,998	107,952	114,044	116,790	118,920
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	104,235	101,629	107,192	109,799	111,550
영업이익	5,763	6,323	6,852	6,991	7,369
영업이익률 (%)	5.2	5.9	6.0	6.0	6.2
비영업손익	-2,562	-1,664	-1,226	-1,280	-817
<b>순금융비용</b>	1,707	1,506	1,189	1,164	702
외환관련손익	-8	-20	-17	-17	-17
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	9	-13	-12	-12	-12
세전계속사업이익	3,201	4,659	5,626	5,712	6,552
세전계속사업이익률 (%)	2.9	4.3	4.9	4.9	5.5
계속사업법인세	924	1,147	1,276	1,295	1,486
<b>계속사업이익</b>	2,277	3,512	4,350	4,416	5,066
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,277	3,512	4,350	4,416	5,066
<b>순이익률 (%)</b>	2.1	3.3	3.8	3.8	4.3
지배주주	2,282	3,514	4,352	4,418	5,067
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	2.07	3.26	3.82	3.78	4.26
비지배주주	-5	-2	-2	-2	-2
<b>총포괄이익</b>	2,207	3,361	4,190	4,256	4,906
지배주주	2,212	3,363	4,192	4,258	4,908
비지배주주	-5	-2	-2	-2	-2
EBITDA	20,817	22,413	23,628	25,025	23,684

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-3.9	-1.9	5.6	2.4	1.8
영업이익	6.3	9.7	8.4	2.0	5.4
세전계속사업이익	-4.1	45.6	20.8	1.5	14.7
EBITDA	12.1	7.7	5.4	5.9	-5.4
EPS(계속사업)	-18.3	54.0	23.8	1.5	14.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	5.6	8.2	9.5	9.0	9.7
ROA	1.9	2.9	3.5	3.5	3.9
EBITDA마진	18.9	20.8	20.7	21.4	19.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	71.4	77.5	85.3	74.4	120.2
부채비율	187.5	168.7	165.5	154.0	145.4
순차입금/자기자본	117.7	103.9	83.9	78.1	37.1
EBITDA/이자비용(배)	9.9	11.9	14.6	15.6	14.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	523	805	997	1,012	1,161
BPS	9,567	10,187	10,897	11,573	12,397
CFPS	3,971	4,490	4,839	5,142	4,897
주당 현금배당금	150	250	300	300	330
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	24.6	16.0	11.8	11.7	10.2
PER(최저)	17.0	11.3	9.0	8.8	7.7
PBR(최고)	1.3	1.3	1.1	1.0	1.0
PBR(최저)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
PCR	2.9	2.3	2.4	2.3	2.4
EV/EBITDA(최고)	5.1	4.6	4.1	3.8	3.2
EV/EBITDA(최저)	4.3	3.9	3.5	3.3	2.7

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

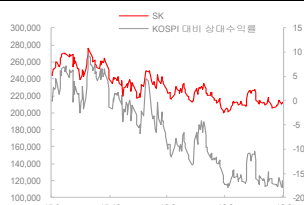
## Company Data

자본금	154 억원
발행주식수	7,093 만주
자사주	1,454 만주
액면가	200 원
시가총액	149,164 억원
주요주주	
최태원(외4)	30.88%
SK 자사주	20.65%
외국인지분률	25.00%
배당수익률	1.60%

## Stock Data

주가(16/09/30)	212,000 원
KOSPI	2043.63 pt
52주 Beta	1.16
52주 최고가	276,000 원
52주 최저가	200,000 원
60일 평균 거래대금	182 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.0%	-0.4%
6개월	-4.9%	-7.1%
12개월	-13.1%	-16.5%

SK (034730/KS | 매수(유지) | T.P 350,000 원(유지))

## 4 분기부터 본격적인 실적개선 및 주가반등 가능할 전망

### 3 분기 이후 점진적인 회복 전망

① 정제마진 하락으로 인한 SK 이노베이션 영업이익 하락으로 SK 3Q 영업이익 감소전망

② SK E&S는 2017 년 장흥, 문산 발전소 가동으로 영업이익 회복 전망

③ 물류, 바이오 등 신규 사업에 대한 기대감은 여전히 유효한 상황

투자 의견 매수, 목표주가 35 만원

## 3Q16 Preview : 탑라인 성장 & 영업이익 감소

SK 3Q16 실적은 매출액 21 조 6,377 억원(2.8% qoq), 영업이익 1 조 1,825 억원(-29.8% qoq, OPM: 5.5%)으로 예상된다. 전기 대비 영업이익이 감소하는 것은 SK 이노베이션 영업이익이 크게 감소할 것으로 예상하기 때문이다. SK 이노베이션을 제외한다면 대부분의 계열사는 전기 수준의 영업이익을 예상한다. SK 이노베이션도 3 분기를 저점으로 영업이익이 점차 상승할 것으로 예상되어 4 분기에는 영업이익이 전기 대비 9.1% 증가할 전망이다.

## 주가부진 요인 점진적 해소 전망

SK 이노베이션과 SK E&S의 부진으로 양호한 자체실적에도 불구하고 SK 주가는 상승하지 못하고 있다. 유가 등 외형변수에 의해 실적이 결정되기 때문에 단기 반등 가능성을 예측하기 어려우나 SK 이노베이션은 배당 및 밸류에이션 매력에 부각될 수 있는 시기이며 SK E&S는 2017 년 장흥, 문산 발전소 가동으로 영업이익의 규모는 2017 년 확대될 수 있다고 판단한다. 이 밖에 물류, 바이오 등 신규사업에 대한 기대감은 유효하다.

## 투자 의견 매수, 목표주가 35 만원(유지)

SK에 대한 투자 의견 매수를 유지한다. IT 서비스 자체사업에서 안정적인 실적이 유지되고 있는 가운데 바이오, 물류 등 신규 사업에서의 성장 잠재력이 높다고 판단하기 때문이다. 또한 SK E&S도 2017 년 신규 발전소 완공에 따라 영업이익 반등이 가능할 것으로 예상된다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	23,018	24,260	395,698	861,572	915,627	976,680
yoy	%	2.7	5.4	1,531.1	117.7	6.3	6.7
영업이익	억원	2,252	2,715	14,033	56,710	62,069	64,646
yoy	%	12.2	20.6	416.8	304.1	9.5	4.2
EBITDA	억원	2,789	3,287	36,035	107,413	111,607	112,798
세전이익	억원	2,693	1,873	62,388	47,891	55,875	59,259
순이익(지배주주)	억원	2,023	1,273	53,460	11,574	15,630	16,576
영업이익률%	%	9.8	11.2	3.6	6.6	6.8	6.6
EBITDA%	%	12.1	13.6	9.1	12.5	12.2	11.6
순이익률	%	8.8	5.4	14.0	4.1	4.7	4.7
EPS	원	4,045	2,546	95,632	16,449	22,214	23,371
PER	배	33.4	83.9	2.5	12.9	9.5	9.1
PBR	배	2.7	4.1	1.4	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	배	28.8	36.5	19.2	6.1	6.0	5.7
ROE	%	8.5	5.0	70.6	8.9	11.2	10.9
순차입금	억원	12,516	12,771	214,852	170,619	157,379	106,706
부채비율	%	111.7	103.9	141.1	134.7	128.7	121.9

## SK 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016F	2017F	2018F
매출액	206,740	210,450	216,377	227,162	223,669	215,811	230,040	246,107	860,729	915,627	976,680
별도기준	11,185	6,558	6,648	7,159	11,149	7,618	7,751	9,005	31,550	35,524	44,024
자회사	195,555	203,893	209,729	220,003	212,520	208,192	222,289	237,102	829,179	880,103	932,655
SK이노베이션 계열	94,582	102,802	103,212	106,034	100,194	102,038	113,366	119,418	406,631	435,015	473,792
SK텔레콤 계열	42,285	42,673	43,102	43,909	43,276	43,642	44,065	44,576	171,969	175,560	177,762
SK네트웍스 계열	45,482	46,575	51,214	53,318	48,774	48,067	50,045	53,306	196,589	200,192	208,135
SKC 계열	5,664	6,009	6,014	5,889	5,724	5,835	6,442	6,541	23,576	24,542	24,774
SK건설(주) 계열	18,857	21,337	22,725	24,308	20,366	23,044	24,998	26,738	87,227	95,146	98,869
SK해운(주) 계열	4,365	4,222	4,636	4,549	4,496	4,433	4,868	4,685	17,772	18,482	18,626
에스케이이엔에스(주) 계열	15,996	7,092	6,199	10,572	17,740	8,191	7,339	12,528	39,858	45,798	51,413
영업이익	15,129	16,849	11,825	12,907	18,634	14,274	14,576	14,585	56,709	62,069	64,646
별도기준	6,447	611	1,034	848	6,072	882	1,391	1,142	8,941	9,486	10,987
자회사	8,682	16,238	10,791	12,059	12,562	13,392	13,185	13,444	47,769	52,583	53,660
SK이노베이션 계열	8,448	11,195	5,740	6,327	6,001	7,283	6,189	5,974	31,710	25,448	27,022
SK텔레콤 계열	4,021	4,074	4,235	4,052	4,260	4,503	4,469	4,095	16,382	17,327	17,632
SK네트웍스 계열	205	351	578	689	390	495	596	746	1,823	2,227	2,107
SKC 계열	431	473	352	426	504	530	643	594	1,683	2,271	2,152
SK건설(주) 계열	527	286	273	583	467	783	1,125	1,283	1,670	3,659	2,843
SK해운(주) 계열	328	258	297	373	417	312	340	385	1,255	1,454	1,389
에스케이이엔에스(주) 계열	1,063	92	105	412	1,456	360	514	1,002	1,673	3,332	2,926
영업이익률	7.3%	8.0%	5.5%	5.7%	8.3%	6.6%	6.3%	5.9%	26.5%	27.2%	26.5%

자료: SK 증권 SK

## 3Q16 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

SK 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	153,580	211,293	216,377	218,048	-1%
영업이익	4,777	16,849	11,825	12,970	-9%
순이익	49,097	2,876	2,414	2,984	-19%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

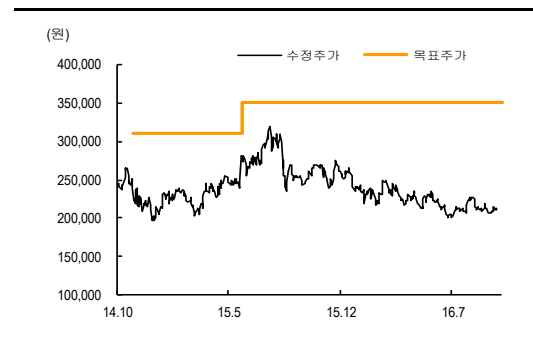
## 2016년 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

SK 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	24,260	395,698	861,572	870,169	-1%
영업이익	2,715	14,033	56,709	58,686	-3%
순이익	1,273	53,460	11,574	13,238	-13%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.05	매수	350,000원
	2016.08.17	매수	350,000원
	2016.07.13	매수	350,000원
	2016.05.24	매수	350,000원
	2016.05.17	매수	350,000원
	2016.03.15	매수	350,000원
	2016.02.29	매수	350,000원
	2016.02.01	매수	350,000원
	2016.01.14	매수	350,000원
	2015.11.24	매수	350,000원
	2015.08.18	매수	350,000원
	2015.07.08	매수	350,000원
	2015.06.02	매수	350,000원



### Compliance Notice

- 작성자(최관순)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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 10월 5 현재 SK와(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 10월 5일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	9,271	297,651	347,685	377,329	438,677
현금및현금성자산	2,460	69,952	104,808	118,048	168,721
매출채권및기타채권	4,555	118,326	117,416	127,208	133,475
재고자산	1,418	56,433	55,999	60,670	63,658
<b>비유동자산</b>	43,799	668,687	656,333	687,043	682,854
장기금융자산	3,683	29,031	27,042	27,042	27,042
유형자산	5,742	394,453	392,406	388,502	386,671
무형자산	1,017	97,494	91,366	83,486	76,617
<b>자산총계</b>	53,070	966,338	1,004,018	1,064,372	1,121,530
<b>유동부채</b>	6,405	259,193	264,693	279,582	289,229
단기금융부채	2,142	83,242	89,766	89,766	89,766
매입채무 및 기타채무	2,576	98,229	97,474	105,603	110,805
단기충당부채	49	3,050	3,317	3,860	4,311
<b>비유동부채</b>	20,641	306,372	311,606	319,326	326,830
장기금융부채	13,760	236,497	236,760	236,760	236,760
장기매입채무 및 기타채무	43	30,346	27,452	24,558	21,664
장기충당부채	0	1,355	2,036	2,841	3,604
<b>부채총계</b>	27,047	565,566	576,299	598,908	616,059
<b>지배주주지분</b>	25,854	125,665	133,964	146,178	159,004
자본금	100	154	154	154	154
자본잉여금	809	56,785	56,651	56,651	56,651
기타자본구성요소	-6,360	-9,045	-9,045	-9,045	-9,045
자기주식	-6,360	-9,045	-9,045	-9,045	-9,045
이익잉여금	31,789	78,017	87,331	100,783	114,847
비지배주주지분	169	275,107	293,755	319,285	346,468
<b>자본총계</b>	26,024	400,773	427,719	465,464	505,472
<b>부채외자본총계</b>	53,070	966,338	1,004,018	1,064,372	1,121,530

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,777	48,598	100,745	62,366	101,024
당기순이익(손실)	1,299	55,493	35,703	42,912	45,511
비현금성항목등	2,318	-16,405	73,123	68,695	67,287
유형자산감가상각비	428	17,132	37,851	37,846	37,470
무형자산상각비	144	4,870	12,853	11,692	10,682
기타	504	-39,001	5,083	1,249	1,249
운전자본감소(증가)	-1,180	15,036	4,694	-36,663	1,590
매출채권및기타채권의 감소(증가)	354	12,504	1,586	-9,792	-6,267
재고자산감소(증가)	-615	14,207	1,047	-4,670	-2,989
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-694	-5,914	-483	8,129	5,202
기타	-226	-5,761	2,543	-30,329	5,643
법인세납부	-659	-5,525	-12,774	-12,579	-13,364
<b>투자활동현금흐름</b>	-262	-38,466	-49,999	-34,708	-35,599
금융자산감소(증가)	609	-17,757	-14,662	0	0
유형자산감소(증가)	-1,527	-20,527	-32,326	-33,942	-35,639
무형자산감소(증가)	-118	-2,099	-3,812	-3,812	-3,812
기타	774	1,916	801	3,046	3,852
<b>재무활동현금흐름</b>	-1,647	-26,831	-15,607	-14,417	-14,752
단기금융부채증가(감소)	-3,416	-28,876	-22,099	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,987	19,640	28,029	0	0
자본의증가(감소)	-1,001	-9,045	0	0	0
배당금의 지급	-672	-1,649	-1,918	-2,177	-2,512
기타	455	-6,900	-11,067	-12,240	-12,240
<b>현금의 증가(감소)</b>	-130	67,492	34,856	13,240	50,673
기초현금	2,591	2,460	69,952	104,808	118,048
기말현금	2,460	69,952	104,808	118,048	168,721
FCF	365	-16,776	60,610	17,810	54,959

자료 : SK, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	24,260	395,698	861,572	915,627	976,680
<b>매출원가</b>	21,435	354,954	751,080	799,976	855,292
<b>매출총이익</b>	2,825	40,743	110,492	115,650	121,388
매출총이익률 (%)	11.6	10.3	12.8	12.6	12.4
<b>판매비와관리비</b>	110	26,711	53,783	53,581	56,742
영업이익	2,715	14,033	56,710	62,069	64,646
영업이익률 (%)	11.2	3.6	6.6	6.8	6.6
비영업이익	-843	48,356	-8,818	-6,194	-5,387
<b>순금융비용</b>	553	2,824	7,043	6,411	5,604
외환관련손익	9	-829	-1,093	-1,093	-1,093
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-387	7,135	2,667	2,558	2,558
세전계속사업이익	1,873	62,388	47,891	55,875	59,259
세전계속사업이익률 (%)	7.7	15.8	5.6	6.1	6.1
계속사업법인세	574	5,801	12,189	12,963	13,748
<b>계속사업이익</b>	1,299	56,587	35,703	42,912	45,511
중단사업이익	0	-1,095	0	0	0
*법인세효과	0	349	0	0	0
당기순이익	1,299	55,493	35,703	42,912	45,511
<b>순이익률 (%)</b>	5.4	14.0	4.1	4.7	4.7
지배주주	1,273	53,460	11,574	15,630	16,576
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	5.25	13.51	1.34	1.71	1.7
<b>비지배주주</b>	26	2,033	24,129	27,283	28,935
<b>총포괄이익</b>	1,740	54,535	32,713	39,922	42,520
<b>지배주주</b>	1,715	53,633	10,335	14,391	15,337
<b>비지배주주</b>	26	902	22,377	25,531	27,183
EBITDA	3,287	36,035	107,413	111,607	112,798

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	5.4	1,531.1	117.7	6.3	6.7
영업이익	20.6	416.8	304.1	9.5	4.2
세전계속사업이익	-30.5	3,231.5	-23.2	16.7	6.1
EBITDA	17.9	996.3	198.1	3.9	1.1
EPS(계속사업)	-37.1	3,656.3	-82.8	35.0	5.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	5.0	70.6	8.9	11.2	10.9
ROA	2.5	10.9	3.6	4.2	4.2
EBITDA마진	13.6	9.1	12.5	12.2	11.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	144.7	114.8	131.4	135.0	151.7
부채비율	103.9	141.1	134.7	128.7	121.9
순차입금/자기자본	49.1	53.6	39.9	33.8	21.1
EBITDA/이자비용(배)	5.0	9.9	11.5	11.9	12.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,546	95,632	16,449	22,214	23,371
BPS	51,709	177,177	190,398	207,757	224,181
CFPS	3,689	132,283	88,512	92,620	91,260
주당 현금배당금	2,000	3,400	3,900	4,500	5,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	104.3	3.4	15.2	11.2	10.7
PER(최저)	47.5	2.1	12.2	9.0	8.6
PBR(최고)	5.1	1.8	1.3	1.2	1.1
PBR(최저)	2.3	1.1	1.1	1.0	0.9
PCR	57.9	1.8	2.4	2.3	2.3
EV/EBITDA(최고)	44.4	20.3	6.3	6.2	5.9
EV/EBITDA(최저)	22.4	17.3	6.0	5.9	5.6

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

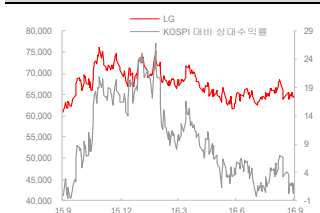
## Company Data

자본금	8,794 억원
발행주식수	17,587 만주
자사주	10 만주
액면가	5,000 원
시가총액	111,644 억원
주요주주	
구분무(외35)	48.44%
국민연금공단	6.02%
외국인지분률	26.90%
배당수익률	2.00%

## Stock Data

주가(16/09/30)	64,700 원
KOSPI	2043.63 pt
52주 Beta	1.07
52주 최고가	76,100 원
52주 최저가	61,300 원
60일 평균 거래대금	141 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.8%	-2.3%
6개월	-5.6%	-7.8%
12개월	6.2%	2.0%

LG (003550/KS | 매수(유지) | T.P 91,000 원(유지))

## 비상장계열사 실적개선 유효

비상장 계열사의 실적개선 재확인 전망

① LG CNS, 서버윈, 실트론 등의 비상장 계열사 실적개선 재확인

② 상장계열사 최근 주가하락은 과도한 수준

③ 상장계열사 주가 반등 시 지주회사 주가도 빠르게 반등 가능할 전망

투자의견 매수, 목표주가 91,000 원 유지

## 3Q16 Preview : 2 분기 양호한 실적이 지속될 전망

3Q16 LG 실적은 매출액 2 조 7,757 억원(3.5% qoq), 영업이익 4,134 억원(-1.0% qoq, OPM: 14.9%)으로 예상된다. LG CNS의 실적 개선세가 2분기에 이어 3분기에 도 유효하며 서버윈, 실트론 등의 비상장 계열사도 견조한 실적을 유지할 것으로 예상된다.

## 주가상승을 위한 추가조건은 상장계열사의 주가 상승

지주사 내 밸류에이션 매력을 보유하고 있는 LG의 주가 상승을 위해서는 비상장계열사의 실적개선과 상장계열사의 주가 상승이 필요하다. 비상장계열사의 실적 개선은 2분기 이후 지속적으로 가능할 전망이다. 주력 상장계열사인 LG 전자, LG 화학, LG 생활건강의 주가는 개별 기업의 이슈로 최근 부진했다. 이들 LG 상장계열사의 3분기 실적도 부진할 것으로 예상된다. 다만 상장 계열사의 최근 주가 하락은 다소 과도한 수준이며 3분기 이후 실적 개선 여지도 남아있어 밸류에이션 매력과 함께 LG 주가의 하방을 유지시켜 주는 요인이라 판단한다.

## 투자의견 매수, 목표주가 91,000 원(유지)

LG에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 비상장계열사의 실적개선 추세가 유지되면서 LG 연결매출이 지속적으로 호조를 보일 것으로 예상하기 때문이다. 상장계열사의 경우 최근 과도한 주가하락으로 추가적인 주가 하락가능성은 낮으며 반등 가능성이 높다고 판단한다. LG 현 주가는 NAV 대비 40% 할인되고 있어 지주회사 내에서 밸류에이션 매력이 높아 상장계열사 주가 반등 시 지주회사 주가도 빠르게 반등 가능할 전망이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	97,992	98,654	99,682	107,305	113,483	118,416
yoy	%	1.1	0.7	1.0	7.7	5.8	4.4
영업이익	억원	11,539	10,441	11,380	14,793	15,508	16,256
yoy	%	-6.3	-9.5	9.0	30.0	4.8	4.8
EBITDA	억원	14,778	13,469	14,470	17,778	18,262	18,481
세전이익	억원	10,790	9,557	10,754	14,226	15,115	16,073
순이익(지배주주)	억원	8,961	8,445	9,442	12,463	13,249	14,096
영업이익률%	%	11.8	10.6	11.4	13.8	13.7	13.7
EBITDA%	%	15.1	13.7	14.5	16.6	16.1	15.6
순이익률	%	8.5	8.5	9.5	11.7	11.8	12.0
EPS	원	5,808	4,770	5,369	7,086	7,533	8,015
PER	배	11.0	12.8	13.2	9.1	8.6	8.1
PBR	배	1.0	0.9	1.0	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	8.5	9.0	9.3	6.5	5.6	4.9
ROE	%	7.8	7.0	7.5	9.3	9.2	9.1
순차입금	억원	7,618	10,486	6,726	-3,021	-16,350	-28,878
부채비율	%	36.7	37.7	36.2	35.6	34.8	34.9



## LG 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
매출액	21,539	24,151	25,910	28,082	23,524	26,816	27,757	29,208	99,682	107,305	113,483
LG지주회사	3,033	875	902	931	3,465	847	908	940	5,741	6,160	6,632
LG CNS 계열	5,832	7,970	8,856	13,355	6,582	8,080	9,228	13,475	36,014	37,364	38,427
서브원 계열	11,536	11,673	12,300	12,895	12,158	13,694	13,985	13,978	48,403	53,815	58,475
LG실트론 계열	2,255	2,191	2,390	2,319	2,375	2,415	2,507	2,460	9,154	9,757	10,032
루셈	719	400	400	346	306	314	277	294	1,865	1,191	1,126
LG경영개발원	173	197	217	180	171	219	230	201	768	821	825
LG솔라에너지	34	40	36	-	-	-	-	-	109	-	-
LG스포츠	22	181	215	49	36	160	228	53	466	476	511
LG Holdings.Japan.Co.,Ltd	19	19	19	20	22	22	21	20	77	85	94
영업이익	1,999	3,419	3,732	2,229	3,292	4,177	4,134	3,190	11,380	14,793	15,508
LG지주회사	2,639	395	419	495	3,047	326	484	521	3,948	4,377	4,722
LG CNS 계열	-196	16	267	751	-47	265	360	1,307	838	1,884	2,100
서브원 계열	364	320	378	279	359	424	376	459	1,341	1,619	1,690
LG실트론 계열	-141	7	103	86	13	78	85	50	55	226	381
루셈	21	8	4	0	-11	-0	3	6	32	-2	7
LG경영개발원	-4	-2	15	4	-5	7	11	17	14	29	22
LG솔라에너지	16	22	18	-	-	-	-	-	56	-	-
LG스포츠	-88	71	101	-108	-73	94	81	-84	-24	18	68
LG Holdings.Japan.Co.,Ltd	15	14	-2	4	17	15	7	12	31	52	47
영업이익률	9.3%	14.2%	14.4%	7.9%	14.0%	15.6%	14.9%	10.9%	11.4%	13.8%	13.7%

자료: SK 증권 LG

## 3Q16 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

LG 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	25,910	26,816	27,757	27,263	2%
영업이익	3,732	4,177	4,134	3,910	6%
순이익	3,167	3,539	3,469	3,269	6%

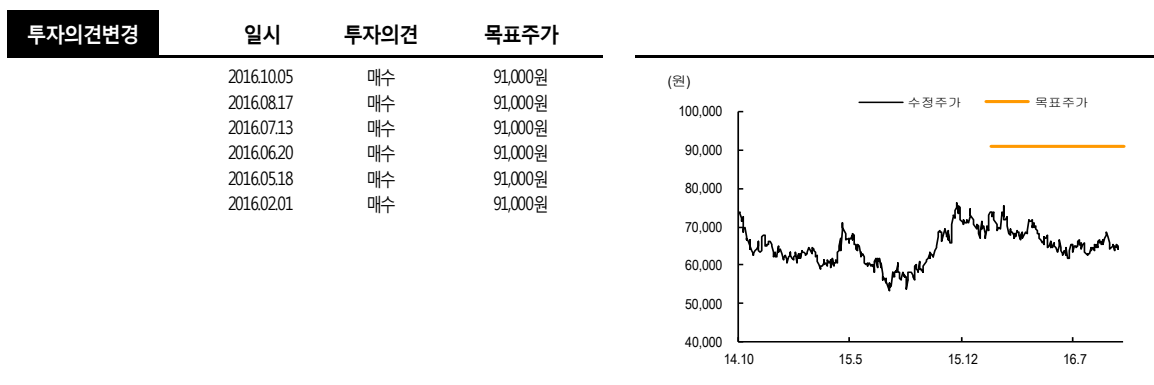
자료: SK 증권 추정, Dataguide

## 2016년 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

LG 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	98,654	99,682	107,305	107,957	-1%
영업이익	10,441	11,380	14,793	14,814	0%
순이익	8,445	9,442	12,463	12,334	1%

자료: SK 증권 추정, Dataguide



### Compliance Notice

- 작성자(최관순)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 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 10월 5일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	38,512	41,556	51,831	66,900	83,578
현금및현금성자산	4,972	8,704	18,653	31,981	44,510
매출채권및기타채권	25,996	24,595	25,581	27,054	30,563
재고자산	3,077	3,435	3,573	3,779	4,269
<b>비유동자산</b>	134,815	139,678	141,766	139,317	137,300
장기금융자산	1,039	931	959	959	959
유형자산	24,777	24,713	23,473	20,946	18,933
무형자산	1,345	1,166	1,063	998	946
<b>자산총계</b>	173,327	181,234	193,597	206,218	220,879
<b>유동부채</b>	28,968	27,126	31,610	32,939	36,108
단기금융부채	6,864	4,919	8,527	8,527	8,527
매입채무 및 기타채무	16,489	16,066	16,710	17,672	19,965
단기충당부채	241	364	379	401	453
<b>비유동부채</b>	18,501	21,025	19,200	20,256	21,011
장기금융부채	11,964	14,280	10,045	10,045	10,045
장기매입채무 및 기타채무	0	0	1,582	1,582	1,582
장기충당부채	127	277	288	331	344
<b>부채총계</b>	47,469	48,152	50,809	53,195	57,118
<b>지배주주지분</b>	122,519	129,755	139,390	149,494	160,100
자본금	8,794	8,794	8,794	8,794	8,794
자본잉여금	23,627	23,617	23,658	23,658	23,658
기타자본구성요소	-24	-24	-24	-24	-24
자기주식	-24	-24	-24	-24	-24
이익잉여금	91,532	98,717	108,479	119,141	130,306
비지배주주지분	3,339	3,327	3,398	3,529	3,661
<b>자본총계</b>	125,858	133,082	142,788	153,023	163,760
<b>부채외자본총계</b>	173,327	181,234	193,597	206,218	220,879

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	4,758	7,494	11,647	16,404	15,739
당기순이익(손실)	8,343	9,438	12,579	13,365	14,212
비현금성항목등	-74	-1,131	18	4,897	4,269
유형자산감가상각비	2,738	2,816	2,731	2,528	2,013
무형자산상각비	290	275	255	226	213
기타	775	1,123	525	62	62
운전자본감소(증가)	-2,231	526	780	-108	-881
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2,519	718	-238	-1,473	-3,509
재고자산감소(증가)	301	-473	-173	-206	-490
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,079	-246	-4,811	962	2,292
기타	-1,092	527	6,002	608	826
법인세납부	-1,279	-1,338	-1,731	-1,750	-1,861
<b>투자활동현금흐름</b>	-5,258	-1,669	1,830	235	445
금융자산감소(증가)	-226	-397	848	0	0
유형자산감소(증가)	-3,557	-2,562	-1,327	0	0
무형자산감소(증가)	-269	-102	-161	-161	-161
기타	-1,206	1,391	2,470	395	606
<b>재무활동현금흐름</b>	-1,305	-2,097	-3,517	-3,311	-3,656
단기금융부채증가(감소)	-1,138	-1,834	-1,105	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,297	2,173	450	0	0
자본의증가(감소)	0	0	4	0	0
배당금의 지급	-1,785	-1,785	-2,287	-2,587	-2,932
기타	-678	-650	-564	-724	-724
<b>현금의 증가(감소)</b>	-1,846	3,729	9,949	13,328	12,529
기초현금	6,821	4,975	8,704	18,653	31,981
기말현금	4,975	8,704	18,653	31,981	44,510
FCF	9,113	12,000	14,383	16,198	15,557

자료 : LG, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	98,654	99,682	107,305	113,483	118,416
<b>매출원가</b>	83,619	83,410	88,807	94,399	98,249
<b>매출총이익</b>	15,035	16,272	18,498	19,084	20,167
매출총이익률 (%)	15.2	16.3	17.2	16.8	17.0
<b>판매비와관리비</b>	4,594	4,892	3,705	3,576	3,911
영업이익	10,441	11,380	14,793	15,508	16,256
영업이익률 (%)	10.6	11.4	13.8	13.7	13.7
비영업손익	-884	-626	-566	-393	-183
<b>순금융비용</b>	605	607	520	328	118
외환관련손익	9	47	-3	-3	-3
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	8	2	1	0	0
세전계속사업이익	9,557	10,754	14,226	15,115	16,073
세전계속사업이익률 (%)	9.7	10.8	13.3	13.3	13.6
계속사업법인세	1,271	1,316	1,647	1,750	1,861
<b>계속사업이익</b>	8,287	9,438	12,579	13,365	14,212
중단사업이익	56	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	8,343	9,438	12,579	13,365	14,212
<b>순이익률 (%)</b>	8.5	9.5	11.7	11.8	12.0
지배주주	8,445	9,442	12,463	13,249	14,096
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	8.56	9.47	11.61	11.67	11.9
비지배주주	-103	-4	116	116	116
<b>총포괄이익</b>	6,594	9,003	12,036	12,822	13,669
지배주주	6,741	9,005	11,905	12,691	13,538
비지배주주	-147	-3	131	131	131
EBITDA	13,469	14,470	17,778	18,262	18,481

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	0.7	1.0	7.7	5.8	4.4
영업이익	-9.5	9.0	30.0	4.8	4.8
세전계속사업이익	-11.4	12.5	32.3	6.3	6.3
EBITDA	-8.9	7.4	22.9	2.7	1.2
EPS(계속사업)	-17.9	12.5	32.0	6.3	6.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.0	7.5	9.3	9.2	9.1
ROA	4.9	5.3	6.7	6.7	6.7
EBITDA마진	13.7	14.5	16.6	16.1	15.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	133.0	153.2	164.0	203.1	231.5
부채비율	37.7	36.2	35.6	34.8	34.9
순차입금/자기자본	8.3	5.1	-2.1	-10.7	-17.6
EBITDA/이자비용(배)	15.7	18.1	23.8	25.2	25.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	4,770	5,369	7,086	7,533	8,015
BPS	69,664	73,778	79,256	85,001	91,032
CFPS	6,524	7,126	8,784	9,099	9,280
주당 현금배당금	1,000	1,300	1,500	1,700	2,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	16.1	14.2	10.6	10.0	9.4
PER(최저)	11.2	9.9	8.7	8.2	7.7
PBR(최고)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
PCR	9.4	9.9	7.4	7.1	7.0
EV/EBITDA(최고)	11.1	10.0	7.6	6.6	5.9
EV/EBITDA(최저)	8.0	7.2	6.2	5.3	4.6

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

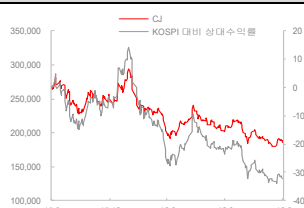
## Company Data

자본금	1,578 억원
발행주식수	2,917 만주
자사주	297 만주
액면가	5,000 원
시가총액	54,264 억원
주요주주	
이재현(외4)	43.31%
CJ 자사주	10.20%
외국인지분률	19.20%
배당수익률	0.70%

## Stock Data

주가(16/09/30)	186,000 원
KOSPI	2043.63 pt
52주 Beta	1.11
52주 최고가	294,000 원
52주 최저가	180,000 원
60일 평균 거래대금	136 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.6%	-3.0%
6개월	-4.9%	-7.1%
12개월	-29.6%	-32.3%

CJ (001040/KS | 매수(유지) | T.P 260,000 원(유지))

## 실적개선 전망에도 주가는 오히려 하락

### 중장기적인 성장성 유효

- ① 자회사는 여전히 산업 내 높은 경쟁력을 보유
- ② 승계 이슈에도 불구하고 여전히 CJ 올리브네트웍스 최대주주는 CJ
- ③ 최근 주가하락은 펀더멘탈 대비 과도한 수준

투자의견 매수, 목표주가 26 만원 유지

## 3Q16 Preview : 전기 대비 영업이익 두 자릿수 증가 전망

CJ 의 3Q16 실적은 매출액 6 조 2,221 억원(5.8% qoq), 영업이익 3,931 억원(19.5% qoq, OPM: 6.3%)으로 예상된다. CJ 제일제당, CJ CGV 등 대부분의 계열사 매출이 증가할 것으로 예상하며 이에 따른 영업이익 개선도 가능할 전망이다. 특히 2 분기 어닝 쇼크를 기록한 CJ CGV 실적이 정상화되고 CJ 올리브네트웍스의 성장세는 3 분기에도 지속될 전망이다

## 저가매수의 기회

2015 년 높은 수익률을 기록한 CJ 는 본격적인 승계 이슈가 부각되면서 주가가 크게 하락했다. 펀더멘탈 측면에서 2015 년과 2016 년 변화된 것은 크게 없다. 여전히 계열사는 각 산업 내에서 높은 경쟁력을 바탕으로 성장을 지속해 오고 있다. 또한 CJ 올리브네트웍스는 여전히 CJ 가 55%를 보유하고 있는 최대주주로 CJ 올리브네트웍스의 성장 은 CJ 기업가치에 긍정적인 요인이라 판단하며 최근 CJ 주가 조정은 과도하다고 판단한다.

## 투자의견 매수, 목표주가 26 만원(유지)

CJ 에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 3 분기 자회사 실적개선이 예상되어 CJ 연결기준 성장성과 수익성도 정상화될 것으로 예상하기 때문이다. 특히 CJ 올리브네트웍스의 높은 성장성과 CJ E&M, CJ CGV 등 기존 주력 계열사의 성장세도 유효할 전망이다. 2016 년 하반기와 2017 년 실적 개선 전망에도 주가는 오히려 하락하여 실적발표 이후 본격적인 주가 반등이 가능할 것으로 예상된다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	188,517	195,723	211,667	240,757	268,299	292,738
yoy	%	6.9	3.8	8.2	13.7	11.4	9.1
영업이익	억원	7,861	10,031	12,253	14,066	16,025	17,867
yoy	%	-26.1	27.6	22.2	14.8	13.9	11.5
EBITDA	억원	19,264	22,422	25,636	29,356	34,257	34,609
세전이익	억원	4,303	7,973	7,349	10,103	10,328	11,539
순이익(지배주주)	억원	1,496	2,092	2,058	2,761	3,234	4,173
영업이익률%	%	4.2	5.1	5.8	5.8	6.0	6.1
EBITDA%	%	10.2	11.5	12.1	12.2	12.8	11.8
순이익률	%	1.7	2.6	2.6	3.1	3.0	3.1
EPS	원	4,782	6,678	6,559	8,788	10,294	13,284
PER	배	24.4	23.4	38.3	21.2	18.1	14.0
PBR	배	1.1	1.4	2.2	1.5	1.5	1.3
EV/EBITDA	배	8.5	7.9	8.2	7.1	5.5	4.9
ROE	%	4.7	6.3	5.9	7.5	8.3	10.0
순차입금	억원	72,591	70,898	67,530	74,953	51,766	29,228
부채비율	%	157.2	154.0	138.9	146.7	147.6	147.4

## CJ 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
매출액	49,706	51,692	55,264	55,005	56,875	58,788	62,221	62,873	211,667	240,757	268,299
CJ별도	399	204	280	215	542	220	235	236	1,098	1,233	1,214
CJ제일제당	31,199	31,650	33,664	32,732	35,340	36,096	37,711	36,892	129,245	146,040	158,933
CJ CGV	2,575	2,784	3,581	2,995	3,143	3,146	4,634	4,346	11,935	15,269	19,090
CJ E&M	2,931	2,992	3,700	3,850	3,135	3,573	3,869	4,246	13,473	14,823	15,790
CJ오쇼핑	5,791	5,888	5,531	5,877	5,440	5,549	5,340	5,920	23,086	22,248	22,343
CJ프레시웨이	4,672	5,178	5,409	5,465	5,358	5,970	6,221	6,268	20,724	23,817	28,164
CJ푸드빌	2,880	2,854	3,036	3,293	3,143	3,029	3,252	3,501	12,063	12,926	13,949
씨제이올리브네트웍스	2,272	2,679	2,648	2,959	3,189	3,442	3,551	3,879	10,558	14,061	18,304
CJ건설	1,068	1,251	1,354	1,617	1,531	1,397	1,287	1,449	5,290	5,664	5,826
영업이익	3,358	3,071	3,641	2,183	3,523	3,288	3,931	3,324	12,253	14,066	16,025
CJ별도	290	99	88	52	422	111	134	142	529	809	694
CJ제일제당	2,254	1,918	2,225	1,118	2,328	2,106	2,528	1,832	7,514	8,794	9,831
CJ CGV	145	86	390	48	177	8	464	209	669	859	1,341
CJ E&M	92	178	136	121	89	141	157	257	527	644	1,016
CJ오쇼핑	631	456	499	510	591	544	470	590	2,097	2,194	2,403
CJ프레시웨이	33	118	102	60	32	91	111	81	315	315	309
영업이익률	6.8%	5.9%	6.6%	4.0%	6.2%	5.6%	6.3%	5.3%	5.8%	5.8%	6.0%

자료: SK 증권 CJ

## 3Q16 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

CJ 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	55,264	58,788	62,221	61,633	1%
영업이익	3,641	3,288	3,931	3,938	0%
순이익	582	666	1,149	827	39%

자료: SK 증권 추정 Dataguide

## 2016년 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

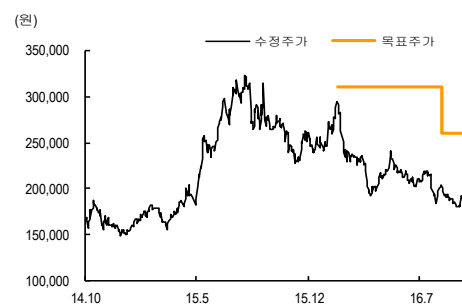
(단위: 억원)

CJ 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	195,723	211,667	240,757	238,676	1%
영업이익	10,031	12,253	14,066	13,803	2%
순이익	2,092	2,058	2,761	2,793	-1%

자료: SK 증권 추정 Dataguide

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.10.05	매수	260,000원
2016.08.17	매수	260,000원
2016.02.01	매수	310,000원



## Compliance Notice

- 작성자(최관순)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 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 10월 5일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	69,939	69,502	86,306	114,481	142,167
현금및현금성자산	9,912	11,951	20,968	44,155	66,693
매출채권및기타채권	29,538	29,042	33,196	36,536	39,968
재고자산	14,218	14,954	17,093	18,813	20,580
<b>비유동자산</b>	160,454	166,119	188,487	177,404	167,838
장기금융자산	7,116	6,891	11,373	11,373	11,373
유형자산	91,089	94,756	98,200	89,158	80,948
무형자산	43,131	42,496	55,262	51,192	47,781
<b>자산총계</b>	230,393	235,621	274,792	291,885	310,005
<b>유동부채</b>	72,008	76,845	92,014	95,371	98,844
단기금융부채	36,244	40,415	51,205	51,205	51,205
매입채무 및 기타채무	20,889	23,191	26,508	29,175	31,916
단기충당부채	142	98	111	122	133
<b>비유동부채</b>	67,687	60,142	71,387	78,610	85,844
장기금융부채	54,017	45,893	52,920	52,920	52,920
장기매입채무 및 기타채무	421	346	346	346	346
장기충당부채	204	179	204	223	244
<b>부채총계</b>	139,694	136,987	163,402	173,981	184,688
<b>지배주주지분</b>	34,054	36,012	37,866	40,289	43,612
자본금	1,575	1,577	1,578	1,578	1,578
자본잉여금	9,840	9,889	9,909	9,909	9,909
기타자본구성요소	-2,859	-2,501	-2,613	-2,613	-2,613
자기주식	-1,863	-1,863	-1,863	-1,863	-1,863
이익잉여금	23,613	25,247	27,633	30,487	34,241
비지배주주지분	56,645	62,623	73,524	77,615	81,705
<b>자본총계</b>	90,699	98,635	111,391	117,904	125,317
<b>부채외자본총계</b>	230,393	235,621	274,792	291,885	310,005

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	17,059	20,354	21,239	30,374	30,396
당기순이익(손실)	7,973	7,349	9,052	8,015	8,954
비현금성항목등	13,301	16,896	19,640	26,243	25,655
유형자산감가상각비	7,345	7,609	8,229	9,042	8,209
무형자산감각비	5,046	5,774	7,061	9,191	8,532
기타	2,284	1,977	2,259	4,730	4,730
운전자본감소(증가)	-1,839	-1,435	-4,634	-1,758	-1,817
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2,048	-1,522	-4,564	-3,340	-3,432
재고자산감소(증가)	-947	-675	-2,119	-1,720	-1,767
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	584	1,237	1,657	2,667	2,740
기타	571	-475	391	634	641
법인세납부	-2,376	-2,456	-2,819	-2,125	-2,396
<b>투자활동현금흐름</b>	-18,791	-12,673	-20,681	-3,683	-4,003
금융자산감소(증가)	-6,568	4,273	2,094	0	0
유형자산감소(증가)	-9,399	-10,799	-9,104	0	0
무형자산감소(증가)	-5,664	-5,067	-5,121	-5,121	-5,121
기타	2,840	-1,079	-8,549	1,438	1,119
<b>재무활동현금흐름</b>	-719	-5,710	8,491	-3,504	-3,855
단기금융부채증가(감소)	-8,482	-16,026	3,695	0	0
장기금융부채증가(감소)	9,159	10,169	5,585	0	0
자본의증가(감소)	31	37	15	0	0
배당금의 지급	-706	-773	-385	-380	-419
기타	-721	883	207	-3,124	-3,436
<b>현금의 증가(감소)</b>	-2,492	2,039	9,017	23,187	22,538
기초현금	12,403	9,912	11,951	20,968	44,155
기말현금	9,912	11,951	20,968	44,155	66,693
FCF	4,440	6,642	8,970	23,421	23,301

자료 : CJ SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	195,723	211,667	240,757	268,299	292,738
<b>매출원가</b>	134,824	144,736	165,338	184,433	201,269
<b>매출총이익</b>	60,899	66,932	75,420	83,865	91,469
매출총이익률 (%)	31.1	31.6	31.3	31.3	31.3
<b>판매비와관리비</b>	50,868	54,678	61,354	67,841	73,602
영업이익	10,031	12,253	14,066	16,025	17,867
영업이익률 (%)	5.1	5.8	5.8	6.0	6.1
비영업손익	-2,058	-4,904	-3,963	-5,696	-6,328
<b>순금융비용</b>	2,637	2,402	973	2,108	2,740
외환관련손익	-521	-1,320	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	3,710	1,614	1,142	1,142	1,142
세전계속사업이익	7,973	7,349	10,103	10,328	11,539
세전계속사업이익률 (%)	4.1	3.5	4.2	3.9	3.9
계속사업법인세	2,887	1,838	2,561	2,314	2,585
<b>계속사업이익</b>	5,086	5,511	7,542	8,015	8,954
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	5,086	5,511	7,542	8,015	8,954
<b>순이익률 (%)</b>	2.6	2.6	3.1	3.0	3.1
지배주주	2,092	2,058	2,761	3,234	4,173
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	1.07	0.97	1.15	1.21	1.43
<b>비지배주주</b>	2,995	3,453	4,781	4,781	4,781
<b>총포괄이익</b>	5,374	4,957	6,420	6,893	7,832
<b>지배주주</b>	2,180	1,823	2,330	2,803	3,742
<b>비지배주주</b>	3,195	3,133	4,090	4,090	4,090
EBITDA	22,422	25,636	29,356	34,257	34,609

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.8	8.2	13.7	11.4	9.1
영업이익	27.6	22.2	14.8	13.9	11.5
세전계속사업이익	85.3	-7.8	37.5	2.2	11.7
EBITDA	16.4	14.3	14.5	16.7	1.0
EPS(계속사업)	39.7	-1.8	34.0	17.1	29.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	6.3	5.9	7.5	8.3	10.0
ROA	2.3	2.4	3.0	2.8	3.0
EBITDA마진	11.5	12.1	12.2	12.8	11.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	97.1	90.4	93.8	120.0	143.8
부채비율	154.0	138.9	146.7	147.6	147.4
순차입금/자기자본	78.2	68.5	67.3	43.9	23.3
EBITDA/이자비용(배)	6.7	8.9	18.8	11.0	10.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	6,678	6,559	8,788	10,294	13,284
BPS	108,643	114,710	120,463	128,170	138,741
CFPS	46,240	49,215	57,457	68,329	66,573
주당 현금배당금	950	1,350	1,450	1,600	1,900
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	28.0	49.4	33.5	28.6	22.1
PER(최저)	17.1	23.7	20.5	17.5	13.6
PBR(최고)	1.7	2.8	2.4	2.3	2.1
PBR(최저)	1.1	1.4	1.5	1.4	1.3
PCR	3.4	5.1	3.2	2.7	2.8
EV/EBITDA(최고)	8.3	9.0	8.2	6.5	5.9
EV/EBITDA(최저)	7.3	7.0	7.0	5.5	4.9



# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

## Company Data

자본금	3,772 억원
발행주식수	7,496 만주
자사주	588 만주
액면가	5,000 원
시가총액	26,273 억원
주요주주	
김승연(외11)	36.04%
국민연금공단	9.38%
외국인지분률	29.10%
배당수익률	140%

## Stock Data

주가(16/09/30)	35,050 원
KOSPI	2043.63 pt
52주 Beta	1.61
52주 최고가	40,224 원
52주 최저가	30,253 원
60일 평균 거래대금	77 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.4%	-4.8%
6개월	1.5%	-0.9%
12개월	-7.3%	-10.9%

한화 (000880/KS | 매수(유지) | T.P 44,000 원(유지))

## 3분기 다소 부진해도 주가는 우상향 예상

### 자체사업 호조와 한화건설 불확실성 해소

① 한화 자체사업인 방위산업에 대한 긍정적 관점 유지

② 우선주 발행 이후 재무구조 개선 기대

③ 최대주주의 우선주 유증참여는 주가에 긍정적 요인

투자의견 매수, 목표주가 44,000 원 유지

## 3Q16 Preview : 전기 대비 다소 부진한 실적 전망

한화 3Q16 실적은 매출액 10 조 2,435 억원(-5.7% qoq), 영업이익 3,500 억원(-36.2% qoq, OPM: 3.4%)으로 예상된다. 한화테크윈을 제외한 계열사 전반적으로 부진한 실적이 예상된다. 한화건설은 중동지역(사우디아라비아, 이라크) 불확실성이 상존하고 있으나 안정적인 방위산업 부문의 성장은 긍정적 요인이다. 또한 10월 신주상장 예정인 우선주 발행 이후 재무구조 개선 효과를 기대할 수 있으며 의결권이 없는 우선주에 대해 김승연회장의 참여는 책임경영에 대한 의지 표명으로 주가 측면에서 긍정적 요인이라 판단한다

## 자체사업 호조와 재무구조 개선

한화의 자체사업인 방위산업은 산업의 특성상 안정적인 매출 및 이익이 기대된다. 특히 한화는 방산부문에서 수직계열화되어 있어 계열사간 시너지 창출에 용이할 전망이다. 2016년과 2017년 별도 기준 영업이익은 각각 58.3%, 6.6% 증가할 전망이다. 또한 우선주 발행 이후 한화 연결기준 재무구조 개선이 가능할 전망이다. 따라서 한화건설 관련 중동 불확실성이 제거될 경우 본격적인 주가 상승이 가능할 전망이다.

## 투자의견 매수, 목표주가 44,000 원(유지)

한화에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 자체사업의 호조와 우선주 발행 이후 재무구조 개선과 최대주주의 우선주 유증증자 참여는 책임경영에 의지로 한화의 주가 측면에서 긍정적 요인이라 판단하기 때문이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	387,250	374,568	413,763	445,134	434,309	458,830
yoy	%	8.6	-3.3	10.5	7.6	-2.4	5.7
영업이익	억원	8,637	5,158	7,585	16,616	15,364	16,888
yoy	%	-29.6	-40.3	47.0	119.1	-7.5	9.9
EBITDA	억원	15,460	12,119	15,789	25,672	23,849	24,497
세전이익	억원	4,044	372	1,754	18,462	16,070	17,635
순이익(지배주주)	억원	1,300	-3,645	-2,850	5,483	3,243	4,428
영업이익률%	%	2.2	1.4	1.8	3.7	3.5	3.7
EBITDA%	%	4.0	3.2	3.8	5.8	5.5	5.3
순이익률	%	0.6	-0.4	0.3	3.1	2.8	2.9
EPS	원	1,723	-4,831	-3,778	7,268	4,299	5,870
PER	배	22.8	N/A	N/A	4.8	8.2	6.0
PBR	배	0.7	0.5	0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	배	-16.6	-27.1	-22.5	-14.2	-16.0	-17.2
ROE	%	3.0	-8.4	-6.7	12.1	6.1	7.2
순차입금	억원	-358,997	-439,409	-496,764	-515,938	-548,328	-604,345
부채비율	%	951.6	920.9	967.2	865.5	778.5	730.1

## 한화 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
매출액	92,033	96,906	111,329	113,495	120,386	108,649	102,435	113,665	413,763	445,135	434,309
한화별도	10,999	13,377	11,907	14,706	11,606	13,242	12,840	14,630	50,989	52,318	55,572
한화테크윈	6,022	6,072	6,480	7,560	6,426	8,207	9,221	10,337	26,134	34,191	39,198
한화건설	6,223	6,918	6,396	7,857	5,882	6,349	5,929	7,071	27,394	25,231	23,604
한화케미칼	7,997	8,446	8,330	7,922	7,807	8,707	8,886	8,612	32,695	34,012	34,516
한화호텔앤드리조트	2,254	2,357	2,661	2,447	2,338	2,715	2,677	2,430	9,719	10,160	10,194
한화생명	37,100	38,409	45,170	40,054	46,530	36,660	27,058	30,487	160,733	140,734	101,430
기타 및 연결조정	21,438	21,327	30,385	32,949	39,797	32,769	35,824	40,099	106,099	148,489	169,794
영업이익	2,654	4,143	1,024	-24	4,108	5,488	3,500	3,520	7,797	16,616	15,364
한화별도	49	599	648	362	621	654	532	817	1,658	2,624	2,797
한화테크윈	-	-	240	-147	317	445	520	550	93	1,832	2,182
한화건설	359	66	-2,836	-41	366	512	-646	-148	-2,452	83	846
한화케미칼	254	674	696	253	648	1,255	1,125	708	1,877	3,736	2,649
한화호텔앤드리조트	4	-7	20	-5	-1	-11	72	-34	12	26	242
한화생명	2,046	2,973	1,298	-367	1,864	1,430	1,384	1,311	5,950	5,989	5,193
기타 및 연결조정	-58	-162	958	207	236	310	513	317	945	1,376	1,456
영업이익률	2.9%	4.3%	0.9%	0.0%	3.4%	5.1%	3.4%	3.1%	1.9%	3.7%	3.5%

자료: SK 증권 한화

## 3Q16 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

한화 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	111,329	108,649	102,435	110,784	-8%
영업이익	1,024	5,488	3,500	4,043	-13%
순이익	-835	1,925	1,636	932	76%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

## 2016년 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

한화 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	374,568	413,763	445,134	452,303	-2%
영업이익	5,158	7,585	16,616	16,066	3%
순이익	-3,645	-2,850	5,483	5,142	7%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.05	매수	44,000원
	2016.08.17	매수	44,000원
	2016.02.01	매수	41,000원



### Compliance Notice

- 작성자(최관순)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 3 자에게 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 10 월 5 일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	885,548	1,059,344	1,127,201	1,168,953	1,250,697
현금및현금성자산	24,508	31,702	66,844	99,234	155,250
매출채권및기타채권	255,584	284,456	284,882	292,271	312,189
재고자산	27,672	31,102	31,149	31,956	34,134
<b>비유동자산</b>	351,294	396,873	405,353	422,035	448,090
장기금융자산	3,689	10,594	8,220	8,220	8,220
유형자산	105,911	121,864	121,663	114,364	107,900
무형자산	10,197	12,969	16,165	15,891	15,658
<b>자산총계</b>	1,236,843	1,456,217	1,532,553	1,590,989	1,698,787
<b>유동부채</b>	115,687	208,310	192,758	195,062	201,335
단기금융부채	51,320	118,157	102,507	102,507	102,507
매입채무 및 기타채무	38,434	41,862	41,925	43,012	45,943
단기충당부채	1,177	845	846	868	928
<b>비유동부채</b>	1,000,004	1,111,451	1,181,061	1,214,824	1,292,795
장기금융부채	56,482	71,396	135,457	135,457	135,457
장기매입채무 및 기타채무	301	4,040	1,054	1,721	2,387
장기충당부채	1,080	2,556	2,560	2,626	2,805
<b>부채총계</b>	1,115,690	1,319,760	1,373,819	1,409,886	1,494,130
<b>지배주주지분</b>	43,583	41,545	49,475	57,073	65,856
자본금	3,772	3,772	3,772	3,772	3,772
자본잉여금	4,049	5,222	3,693	3,693	3,693
기타자본구성요소	386	389	355	355	355
자기주식	-208	-208	-208	-208	-208
이익잉여금	29,449	25,893	30,697	33,594	37,677
비지배주주지분	77,569	94,912	109,259	124,030	138,800
<b>자본총계</b>	121,152	136,457	158,734	181,103	204,657
<b>부채외자본총계</b>	1,236,843	1,456,217	1,532,553	1,590,989	1,698,787

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	25,476	48,717	-13,383	38,784	62,369
당기순이익(손실)	372	1,754	16,644	12,164	13,349
비현금성항목등	57,013	67,592	36,736	11,684	11,148
유형자산감가상각비	6,312	7,303	7,878	7,298	6,464
무형자산감각비	650	902	1,178	1,186	1,145
기타	53,949	67,921	26,223	-2,778	-2,778
운전자본감소(증가)	-27,133	-17,865	-61,212	14,941	38,258
매출채권및기타채권의 감소(증가)	2,281	-10,046	16,027	-7,388	-19,918
재고자산감소(증가)	-3,203	3,258	1,686	-808	-2,178
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,754	-2,876	-6,705	1,087	2,931
기타	-24,456	-8,201	-72,221	22,050	57,423
법인세납부	-4,778	-2,764	-5,551	-5	-385
<b>투자활동현금흐름</b>	-21,236	-36,560	5,004	-494	-452
금융자산감소(증가)	-46,031	-54,509	-1,426	0	0
유형자산감소(증가)	-7,895	-13,372	-4,920	0	0
무형자산감소(증가)	-511	-666	-912	-912	-912
기타	33,201	31,988	12,261	418	460
<b>재무활동현금흐름</b>	-5,363	-5,433	40,349	-5,901	-5,901
단기금융부채증가(감소)	2,152	-5,183	-15,609	0	0
장기금융부채증가(감소)	-4,775	11,652	62,677	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-278	-348	-348	-345	-345
기타	-2,461	-11,553	-6,371	-5,555	-5,555
<b>현금의 증가(감소)</b>	-1,076	6,739	32,033	32,390	56,016
기초현금	16,779	15,703	22,442	54,475	86,865
기말현금	15,703	22,442	54,475	86,865	142,881
FCF	40,688	65,671	16,730	32,951	56,546

자료 : 한화, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	374,568	413,763	445,134	434,309	458,830
<b>매출원가</b>	352,304	384,276	407,090	397,581	420,181
<b>매출총이익</b>	22,264	29,487	38,044	36,727	38,649
매출총이익률 (%)	5.9	7.1	8.6	8.5	8.4
<b>판매비와관리비</b>	17,106	21,902	21,428	21,363	21,761
영업이익	5,158	7,585	16,616	15,364	16,888
영업이익률 (%)	1.4	1.8	3.7	3.5	3.7
비영업손익	-4,786	-5,831	1,846	705	747
<b>순금융비용</b>	4,068	3,515	4,321	5,466	5,424
외환관련손익	136	-441	-1,073	-1,073	-1,073
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	128	450	4,414	4,466	4,466
세전계속사업이익	372	1,754	18,462	16,070	17,635
세전계속사업이익률 (%)	0.1	0.4	4.2	3.7	3.8
계속사업법인세	2,003	548	4,487	3,905	4,286
<b>계속사업이익</b>	-1,630	1,205	13,975	12,164	13,349
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,630	1,205	13,975	12,164	13,349
<b>순이익률 (%)</b>	-0.4	0.3	3.1	2.8	2.9
지배주주	-3,645	-2,850	5,483	3,243	4,428
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	-0.97	-0.69	1.23	0.75	0.97
<b>비지배주주</b>	2,014	4,055	8,493	8,921	8,921
<b>총포괄이익</b>	11,731	2,335	24,525	22,714	23,899
<b>지배주주</b>	1,505	-2,888	10,183	7,943	9,129
<b>비지배주주</b>	10,226	5,223	14,342	14,771	14,771
EBITDA	12,119	15,789	25,672	23,849	24,497

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-3.3	10.5	7.6	-2.4	5.7
영업이익	-40.3	47.0	119.1	-7.5	9.9
세전계속사업이익	-90.8	370.8	952.8	-13.0	9.7
EBITDA	-21.6	30.3	62.6	-7.1	2.7
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	-40.9	36.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-8.4	-6.7	12.1	6.1	7.2
ROA	-0.1	0.1	0.9	0.8	0.8
EBITDA마진	3.2	3.8	5.8	5.5	5.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	765.5	508.5	584.8	599.3	621.2
부채비율	920.9	967.2	865.5	778.5	730.1
순차입금/자기자본	-362.7	-364.0	-325.0	-302.8	-295.3
EBITDA/이자비용(배)	2.7	3.8	5.1	3.8	3.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-4,831	-3,778	7,268	4,299	5,870
BPS	57,774	55,072	65,584	75,656	87,299
CFPS	4,396	7,098	19,272	15,546	15,956
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	N/A	5.6	9.4	6.9
PER(최저)	N/A	N/A	4.3	7.2	5.3
PBR(최고)	0.7	1.0	0.6	0.5	0.5
PBR(최저)	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
PCR	7.1	5.6	1.8	2.3	2.2
EV/EBITDA(최고)	-26.7	-21.9	-14.1	-15.8	-17.0
EV/EBITDA(최저)	-27.5	-23.1	-14.4	-16.1	-17.3

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

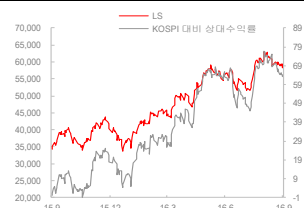
## Company Data

자본금	1,610 억원
발행주식수	3,220 만주
자사주	443 만주
액면가	5,000 원
시가총액	18,740 억원
주요주주	
구자열(외40)	33.41%
LS 자사주	13.76%
외국인지분률	22.00%
배당수익률	2.10%

## Stock Data

주가(16/09/30)	58,200 원
KOSPI	2043.63 pt
52주 Beta	1.27
52주 최고가	62,900 원
52주 최저가	33,650 원
60일 평균 거래대금	73 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.5%	-7.9%
6개월	29.9%	26.9%
12개월	69.7%	63.0%

LS (006260/KS | 매수(유지) | T.P 67,000 원(유지))

## 우호적인 영업환경 지속과 그룹 재무구조 개선

3 분기 실적 양호, 우호적 영업환경으로 4 분기에도 양호한 실적 전망

① 귀금속 및 전기동 가격 반등으로 우호적 영업환경 조성

② LS 전선아시아 상장으로 자회사 재무구조 개선

③ PER 10 배, PBR 0.8 배로 밸류에이션 매력 보유

투자의견 매수, 목표주가 67,000 원 유지

## 3Q16 Preview : 이익의 정상화 기조 유지

LS 3Q16 실적은 2조 3,949 억원(-0.9% qoq), 영업이익 1,080 억원(0.2% qoq, OPM: 4.5%)으로 예상된다. 2분기 턴어라운드 성공한 LS IND의 흑자기조가 유지될 것으로 예상되는 가운데 LS 전선, LS 산전 등의 계열회사도 계절적 특성을 고려할 경우 양호한 실적을 예상된다. LS Nikko 동제련도 귀금속 가격 회복에 따라 양호한 실적이 가능할 전망이다. 특히 LS 연결 실적에 가장 민감한 요소 중에 하나인 전기동 가격 반등은 향후 LS 실적개선 가능성을 높여주는 요인이다.

## 전기동 가격 반등은 LS에 우호적 영업환경

LS의 주가를 결정하는 가장 큰 요인은 전기동 가격 추이다. 전기동 가격은 4,800 달러를 넘어서며 LS에 우호적인 환경이 조성되고 있다. 9월 전기동 가격은 2015년 2월 이후 최대 월간 상승률을 기록했는데 중국 제조업 지표 상승 등에 기인한다. 현재와 같은 전기동 가격 상승이 지속된다면 LS 실적 및 주가 상승 가능성은 높다고 판단한다.

## 투자의견 매수, 목표주가 67,000 원(유지)

LS에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 자회사 재무구조 개선이 지속되고 있으며 매크로에 따른 업황(전기동 가격 및 귀금속 가격)도 LS에 우호적인 상황이라 판단하기 때문이다. LS 전선아시아 IPO 이후 대동전기 IPO도 예상되어 자회사 재무구조 개선은 2017년에도 지속될 것으로 예상된다. 현 주가는 PER 10 배, PBR 0.8 배(ROE 7.9%)수준으로 주가의 하방경직성도 높다고 판단한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	115,324	108,833	99,997	97,360	101,556	102,956
yoy	%	-3.9	-5.6	-8.1	-2.6	4.3	1.4
영업이익	억원	5,172	3,198	3,143	4,306	5,048	5,986
yoy	%	15.5	-38.2	-1.7	37.0	17.2	18.6
EBITDA	억원	8,421	6,636	6,590	7,678	8,071	8,667
세전이익	억원	2,792	1,517	170	2,734	3,266	3,478
순이익(지배주주)	억원	1,759	450	-987	1,862	2,108	2,285
영업이익률%	%	4.5	2.9	3.1	4.4	5.0	5.8
EBITDA%	%	7.3	6.1	6.6	7.9	8.0	8.4
순이익률	%	1.9	0.8	-0.7	2.3	2.7	2.8
EPS	원	5,965	2,254	-1,963	5,804	6,548	7,095
PER	배	13.6	24.1	N/A	10.0	8.9	8.2
PBR	배	1.1	0.7	0.6	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	8.7	9.9	9.1	8.2	7.3	6.3
ROE	%	7.4	1.9	-4.2	7.9	8.4	8.5
순차입금	억원	40,479	40,281	39,332	34,978	30,893	25,931
부채비율	%	232.8	240.8	234.6	206.2	197.5	190.6

## LS 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
매출액	25,249	25,557	24,807	24,385	24,185	24,163	23,949	25,063	99,997	97,360	101,556
LS별도	559	84	84	635	305	295	90	640	1,361	1,330	1,494
LS전선	9,747	8,746	8,623	8,012	8,086	7,886	8,451	7,659	35,128	32,082	32,106
LS산전	4,860	5,534	5,744	5,744	5,008	5,255	5,742	6,271	21,882	22,276	23,254
LS엠티론	4,745	5,016	4,512	4,512	5,440	5,366	4,404	4,548	18,785	19,758	20,213
LS아이앤디	5,646	6,053	5,728	5,728	5,420	5,795	5,780	5,837	23,155	22,831	23,497
기타 및 연결조정	-309	124	117	-246	-74	-434	-517	107	-314	-918	992
영업이익	514	780	853	996	1,106	1,078	1,080	1,213	3,143	4,476	5,048
LS별도	493	5	15	519	234	214	25	513	1,032	985	1,121
LS전선	242	238	304	375	287	172	338	222	1,159	1,019	936
LS산전	174	398	530	443	349	319	452	455	1,545	1,574	1,803
LS엠티론	158	101	86	191	412	281	75	100	536	868	400
LS아이앤디	-160	-4	-179	-11	-7	128	23	53	-354	197	186
기타 및 연결조정	-393	42	98	-28	-169	-36	167	-129	-282	-166	602
영업이익률	2.0%	3.1%	3.4%	4.1%	4.6%	4.5%	4.5%	4.8%	3.1%	4.6%	5.0%

자료: SK 증권 LS

## 3Q16 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

LS 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	24,807	24,163	23,949	24,569	-3%
영업이익	853	907	1,080	1,054	2%
순이익	-991	453	361	435	-17%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

## 2016년 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

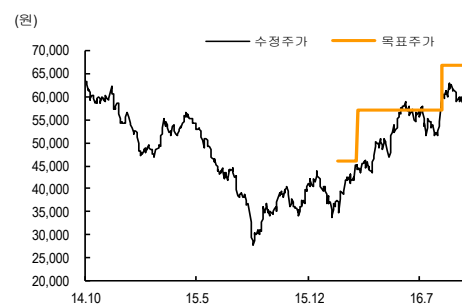
(단위: 억원)

LS 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	108,833	99,997	97,360	97,895	-1%
영업이익	3,198	3,143	4,694	4,459	5%
순이익	450	-987	1,862	1,877	-1%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.10.05	매수	67,000원
2016.08.17	매수	67,000원
2016.03.09	매수	57,000원
2016.02.01	매수	46,000원



## Compliance Notice

- 작성자(최관순)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 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 10 월 5 일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----



## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	56,038	53,295	54,374	60,241	66,614
현금및현금성자산	7,067	6,913	6,936	11,022	15,983
매출채권및기타채권	29,173	26,823	27,544	28,696	29,623
재고자산	16,628	15,657	16,077	16,750	17,291
<b>비유동자산</b>	47,319	45,519	43,598	41,420	39,572
장기금융자산	639	676	765	765	765
유형자산	26,698	25,834	24,064	21,634	19,538
무형자산	7,617	7,909	7,785	7,710	7,642
<b>자산총계</b>	103,357	98,815	97,972	101,661	106,185
<b>유동부채</b>	41,677	40,268	42,063	42,755	43,302
단기금융부채	20,734	22,909	24,291	24,291	24,291
매입채무 및 기타채무	11,531	9,350	9,601	10,002	10,325
단기충당부채	412	486	499	520	537
<b>비유동부채</b>	31,349	29,011	23,915	24,729	26,348
장기금융부채	27,699	25,236	19,506	19,506	19,506
장기매입채무 및 기타채무	0	0	36	72	108
장기충당부채	254	474	487	507	524
<b>부채총계</b>	73,026	69,279	65,978	67,484	69,650
<b>지배주주지분</b>	24,051	23,026	24,392	26,078	27,940
자본금	1,610	1,610	1,610	1,610	1,610
자본잉여금	2,173	2,304	2,231	2,231	2,231
기타자본구성요소	-781	-781	-781	-781	-781
자기주식	-781	-781	-781	-781	-781
이익잉여금	21,350	19,925	21,434	23,196	25,133
비지배주주지분	6,280	6,510	7,601	8,099	8,596
<b>자본총계</b>	30,331	29,536	31,994	34,177	36,536
<b>부채외자본총계</b>	103,357	98,815	97,972	101,661	106,185

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	5,232	5,219	5,729	5,957	6,749
당기순이익(손실)	1,143	-380	2,269	2,710	2,887
비현금성항목등	6,174	7,988	5,905	5,360	5,781
유형자산감가상각비	2,902	2,869	2,770	2,430	2,096
무형자산상각비	536	578	602	593	585
기타	1,512	2,177	197	-452	358
운전자본감소(증가)	-1,241	-1,400	-1,738	-1,145	-914
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-333	-1	-680	-1,152	-927
재고자산감소(증가)	1,512	952	-400	-672	-541
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	931	-2,672	-4,584	401	323
기타	-3,351	322	3,925	278	231
법인세납부	-844	-989	-707	-969	-1,005
<b>투자활동현금흐름</b>	-2,219	-2,528	-710	-249	-165
금융자산감소(증가)	-143	-555	-62	0	0
유형자산감소(증가)	-2,192	-2,222	-930	0	0
무형자산감소(증가)	-405	-457	-518	-518	-518
기타	521	707	800	268	353
<b>재무활동현금흐름</b>	-2,073	-2,871	-4,935	-1,622	-1,622
단기금융부채증가(감소)	-11,895	-8,040	-6,281	0	0
장기금융부채증가(감소)	11,832	6,879	2,296	0	0
자본의증가(감소)	0	0	3	0	0
배당금의 지급	-541	-562	-347	-347	-347
기타	-1,469	-1,148	-434	-1,275	-1,275
<b>현금의 증가(감소)</b>	956	-153	23	4,086	4,961
기초현금	6,110	7,067	6,913	6,936	11,022
기말현금	7,067	6,913	6,936	11,022	15,983
FCF	3,696	-6,220	4,771	5,512	6,180

자료 : LS, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	108,833	99,997	97,360	101,556	102,956
<b>매출원가</b>	95,651	86,519	83,583	87,211	88,415
<b>매출총이익</b>	13,183	13,478	13,777	14,344	14,541
매출총이익률 (%)	12.1	13.5	14.2	14.1	14.1
<b>판매비와관리비</b>	9,984	10,335	9,471	9,297	8,555
영업이익	3,198	3,143	4,306	5,048	5,986
영업이익률 (%)	2.9	3.1	4.4	5.0	5.8
비영업손익	-2,256	-2,549	-1,960	-1,782	-2,508
<b>순금융비용</b>	1,491	1,310	1,192	1,109	1,024
외환관련손익	-53	-380	-1,125	-1,125	-1,125
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	116	105	0	0	0
세전계속사업이익	1,517	170	2,734	3,266	3,478
세전계속사업이익률 (%)	1.4	0.2	2.8	3.2	3.4
계속사업법인세	374	550	465	555	592
<b>계속사업이익</b>	1,143	-380	2,269	2,710	2,887
중단사업이익	-276	-354	-7	0	0
*법인세효과	-11	-40	0	0	0
당기순이익	867	-735	2,262	2,710	2,887
<b>순이익률 (%)</b>	0.8	-0.7	2.3	2.7	2.8
지배주주	450	-987	1,862	2,108	2,285
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	0.41	-0.99	1.91	2.08	2.22
비지배주주	417	252	400	602	602
<b>총포괄이익</b>	729	-761	2,082	2,530	2,706
지배주주	275	-808	1,787	2,033	2,209
비지배주주	454	48	296	498	498
EBITDA	6,636	6,590	7,678	8,071	8,667

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-5.6	-8.1	-2.6	4.3	1.4
영업이익	-38.2	-1.7	37.0	17.2	18.6
세전계속사업이익	-45.7	-88.8	1,505.5	19.5	6.5
EBITDA	-21.2	-0.7	16.5	5.1	7.4
EPS(계속사업)	-62.2	적전	흑전	12.8	8.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	1.9	-4.2	7.9	8.4	8.5
ROA	0.9	-0.7	2.3	2.7	2.8
EBITDA마진	6.1	6.6	7.9	8.0	8.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	134.5	132.4	129.3	140.9	153.8
부채비율	240.8	234.6	206.2	197.5	190.6
순차입금/자기자본	132.8	133.2	109.3	90.4	71.0
EBITDA/이자비용(배)	3.9	4.5	5.7	6.2	6.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,254	-1,963	5,804	6,548	7,095
BPS	74,691	71,509	75,753	80,988	86,769
CFPS	12,074	7,641	16,256	15,937	15,423
주당 현금배당금	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	37.8	N/A	10.8	9.6	8.9
PER(최저)	24.0	N/A	5.8	5.1	4.7
PBR(최고)	1.1	0.8	0.8	0.8	0.7
PBR(최저)	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
PCR	4.5	5.3	3.6	3.7	3.8
EV/EBITDA(최고)	11.4	9.9	8.4	7.5	6.5
EV/EBITDA(최저)	9.9	8.5	7.2	6.4	5.4

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

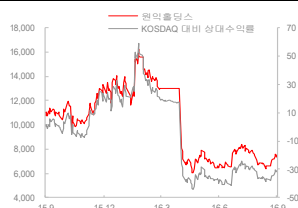
## Company Data

자본금	196 억원
발행주식수	7,724 만주
자사주	501 만주
액면가	500 원
시가총액	5,654 억원
주요주주	
(주)원익(외13)	26.88%
원익PS 자사주	12.77%
외국인지분률	10.90%
배당수익률	

## Stock Data

주가(16/09/30)	7,320 원
KOSDAQ	681.21 pt
52주 Beta	1.58
52주 최고가	16,224 원
52주 최저가	6,030 원
60일 평균 거래대금	103 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.4%	6.6%
6개월	-43.9%	-43.3%
12개월	-31.9%	-32.2%

원익홀딩스 (030530/KQ | 매수(유지) | T.P 9,600 원(유지))

## 차별화된 하반기 실적

### 고객사 투자확대에 따른 수혜

① 삼성전자 중심의 투자 확대에 따라 주요 계열사 실적 개선 전망

② 실적개선 계열사 보유에 따른 지주회사로의 프리미엄 부여 가능

③ 별도기준 고객사 다변화에 따른 이익의 안정성 확대

투자의견 매수, 목표주가 9,600 원 유지

## 3Q16 Preview : 전기 대비 매출과 영업이익 모두 개선

원익홀딩스 연결기준 3Q16 실적은 매출액 730 억원(35.3% qoq), 영업이익 116 억원(35.3% qoq, OPM: 109.3%)으로 예상된다. 별도기준 실적은 매출액 229 억원(135.4% qoq), 영업이익 35 억원(흑자전환 qoq, OPM: 15.4%)로 예상된다. 별도기준 3분기 SK 하이닉스 매출 확대에 따라 전기 대비 수익성이 가능할 전망이다. 4분기에도 삼성전자 팹팩공장 매출이 본격화되며 실적개선 추세가 지속될 것으로 예상된다.

## 3D NAND 및 OLED 투자확대에 따른 별도 및 연결실적 개선

삼성전자를 중심으로 확대되고 있는 3D NAND 및 OLED 투자 확대에 따른 최대수혜는 원익홀딩스가 될 전망이다. 원익 IPS, 원익머트리얼즈, 원익 QnC 등 관련 장비 및 가스를 생산하고 있는 계열회사의 지주회사로서 대부분의 계열사 실적 개선에 따른 지주회사의 프리미엄 부여가 가능하다고 판단하기 때문이다. 특히 별도기준 장비의 고객사 다변화가 진행 중에 있어 이익의 안정성도 확보했다고 판단한다

## 투자의견 매수, 목표주가 9,600 원(유지)

원익홀딩스에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 3D NAND, Flexible OLED 등에 대한 투자 확대에 따라 원익홀딩스를 비롯한 계열회사의 성장기조가 2017년까지 지속될 것으로 예상하기 때문이다. 특히 반도체/디스플레이 장비, 가스 등의 사업영역에서 업계 최고수준의 경쟁력을 보유하고 있는 계열사를 다수 보유하고 있는 원익홀딩스에 대한 관심이 지속적으로 증가할 것으로 예상된다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	4,230	5,572	6,474	2,829	3,670	3,899
yoy	%	21.3	31.7	16.2	-56.3	29.7	6.2
영업이익	억원	551	919	993	409	604	635
yoy	%	108.3	66.7	8.0	-58.8	47.9	5.0
EBITDA	억원	722	1,134	1,239	571	722	737
세전이익	억원	524	768	961	447	667	712
순이익(지배주주)	억원	274	468	618	1,942	433	468
영업이익률%	%	13.0	16.5	15.3	14.4	16.5	16.3
EBITDA%	%	17.1	20.4	19.2	20.2	19.7	18.9
순이익률	%	8.8	10.3	11.3	71.9	14.2	14.2
EPS	원	341	581	768	396	654	708
PER	배	29.6	28.2	17.4	18.5	11.2	10.3
PBR	배	2.5	3.7	2.6	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	배	9.1	10.3	7.9	11.2	8.5	8.1
ROE	%	9.3	13.8	15.9	54.9	14.1	13.3
순차입금	억원	-614	-671	-650	-586	-854	-1,145
부채비율	%	46.2	44.6	21.9	19.6	17.0	15.2

## 원익홀딩스 연결기준 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
매출액	599	579	2,256	3,039	586	540	730	973	6,474	2,829	3,670
매출원가	447	401	1,493	1,942	431	382	525	701	4,282	2,039	2,625
매출총이익	152	179	764	1,097	156	157	205	271	2,191	790	1,045
판관비	76	91	329	703	88	102	89	102	1,199	381	440
영업이익	76	88	435	394	68	55	116	170	993	409	604
영업이익률	12.7%	15.2%	19.3%	13.0%	11.5%	10.2%	15.9%	17.5%	15.3%	14.4%	16.5%

자료: SK 증권 원익홀딩스

## 원익홀딩스 별도기준 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
매출액	216	152	1,739	2,439	120	97	229	439	4,547	886	1,402
매출원가	176	115	1,137	1,485	93	75	176	340	2,914	684	1,079
매출총이익	40	37	602	954	27	23	53	99	1,633	202	323
판관비	23	39	262	639	23	31	18	22	962	93	117
영업이익	18	-2	340	315	4	-8	35	78	671	109	206
영업이익률	8.2%	-1.2%	19.5%	12.9%	3.2%	-8.0%	15.4%	17.7%	14.8%	12.3%	14.7%

자료: SK 증권 원익홀딩스

## 3Q16 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

원익홀딩스 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	2,256	540	730	741	-1%
영업이익	435	55	116	123	-6%
순이익	314	1,560	73	73	0%

자료: SK 증권 추정 Dataguide

## 2016년 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

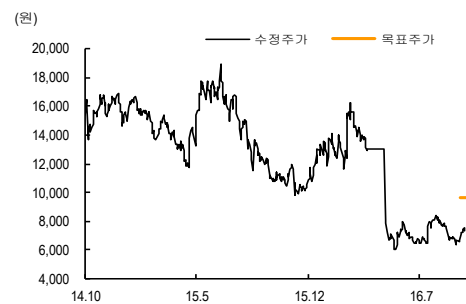
(단위: 억원)

원익홀딩스 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	5,572	6,474	2,829	2,899	-2%
영업이익	919	993	409	421	-3%
순이익	468	618	1,942	1,135	71%

자료: SK 증권 추정 Dataguide

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.10.05	매수	9,600원
2016.09.22	매수	9,600원



## Compliance Notice

- 작성자(최관순)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 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 (2016년 10월 5일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	2,934	2,390	1,485	1,768	2,089
현금및현금성자산	1,021	823	952	1,221	1,511
매출채권및기타채권	849	545	174	180	191
재고자산	774	759	243	250	266
<b>비유동자산</b>	3,656	4,195	3,470	3,685	3,919
장기금융자산	390	353	415	415	415
유형자산	1,759	2,141	1,238	1,130	1,038
무형자산	321	279	203	208	213
<b>자산총계</b>	6,589	6,585	4,956	5,453	6,008
<b>유동부채</b>	1,617	888	620	626	639
단기금융부채	357	237	412	412	412
매입채무 및 기타채무	969	389	125	128	136
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	415	293	194	166	151
장기금융부채	166	20	13	13	13
장기매입채무 및 기타채무	46	36	14	2	3
장기충당부채	83	74	24	24	26
<b>부채총계</b>	2,032	1,181	814	791	791
<b>지배주주지분</b>	3,569	4,210	2,862	3,289	3,752
자본금	403	403	196	196	196
자본잉여금	1,698	1,741	1,064	1,064	1,064
기타자본구성요소	-183	-206	-2,587	-2,587	-2,587
자기주식	-219	-213	-105	-105	-105
이익잉여금	1,640	2,253	4,178	4,610	5,079
비지배주주지분	987	1,194	1,280	1,373	1,465
<b>자본총계</b>	4,557	5,404	4,142	4,662	5,217
<b>부채외자본총계</b>	6,589	6,585	4,956	5,453	6,008

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	891	732	564	559	553
당기순이익(손실)	571	730	2,034	520	555
비현금성항목등	630	562	-1,211	202	182
유형자산감가상각비	191	219	150	108	92
무형자산상각비	23	28	13	10	10
기타	151	106	-1,478	-14	-14
운전자본감소(증가)	-189	-326	-40	-44	-55
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-316	360	-21	-5	-11
재고자산감소(증가)	153	14	-29	-7	-16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	67	-588	-52	4	8
기타	-93	-112	62	-35	-37
법인세납부	-122	-235	-220	-119	-129
<b>투자활동현금흐름</b>	-720	-642	-346	-267	-252
금융자산감소(증가)	-18	89	34	0	0
유형자산감소(증가)	-310	-601	-210	0	0
무형자산감소(증가)	-20	-19	-15	-15	-15
기타	-373	-111	-154	-252	-237
<b>재무활동현금흐름</b>	-95	-286	187	-24	-10
단기금융부채증가(감소)	-59	-168	212	0	0
장기금융부채증가(감소)	-1	-120	0	0	0
자본의증가(감소)	0	10	-1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-35	-8	-23	-24	-10
<b>현금의 증가(감소)</b>	80	-198	129	269	291
기초현금	941	1,021	823	952	1,221
기말현금	1,021	823	952	1,221	1,511
FCF	693	-235	966	565	562

자료 : 원익홀딩스, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	5,572	6,474	2,829	3,670	3,899
<b>매출원가</b>	3,605	4,282	2,039	2,625	2,788
<b>매출총이익</b>	1,968	2,191	790	1,045	1,111
매출총이익률 (%)	35.3	33.9	27.9	28.5	28.5
<b>판매비와관리비</b>	1,049	1,199	381	440	477
영업이익	919	993	409	604	635
영업이익률 (%)	16.5	15.3	14.4	16.5	16.3
비영업손익	-151	-32	39	62	77
<b>순금융비용</b>	-17	-24	-23	-47	-62
외환관련손익	17	8	5	5	5
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-89	-7	-3	-3	-3
세전계속사업이익	768	961	447	667	712
세전계속사업이익률 (%)	13.8	14.8	15.8	18.2	18.3
계속사업법인세	197	231	93	147	157
<b>계속사업이익</b>	571	730	354	520	555
중단사업이익	0	0	1,680	0	0
*법인세효과	0	0	42	0	0
당기순이익	571	730	2,034	520	555
<b>순이익률 (%)</b>	10.3	11.3	71.9	14.2	14.2
지배주주	468	618	1,942	433	468
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	8.4	9.54	68.66	11.79	12.01
<b>비지배주주</b>	103	112	92	87	87
<b>총포괄이익</b>	544	741	2,012	520	555
<b>지배주주</b>	444	622	1,915	428	463
<b>비지배주주</b>	100	120	97	92	92
EBITDA	1,134	1,239	571	722	737

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	31.7	16.2	-56.3	29.7	6.2
영업이익	66.7	8.0	-58.8	47.9	5.0
세전계속사업이익	46.5	25.1	-53.5	49.0	6.8
EBITDA	57.0	9.3	-53.9	26.5	2.1
EPS(계속사업)	70.4	32.0	-48.4	65.2	8.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	13.8	15.9	54.9	14.1	13.3
ROA	9.2	11.1	35.3	10.0	9.7
EBITDA마진	20.4	19.2	20.2	19.7	18.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	181.4	269.3	239.6	282.4	326.8
부채비율	44.6	21.9	19.6	17.0	15.2
순차입금/자기자본	-14.7	-12.0	-14.1	-18.3	-22.0
EBITDA/이자비용(배)	66.2	88.4	54.0	63.5	64.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	581	768	396	654	708
BPS	4,434	5,230	3,705	4,258	4,858
CFPS	848	1,074	3,183	833	864
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	29.1	24.7	41.0	24.8	22.9
PER(최저)	15.9	12.8	15.2	9.2	8.5
PBR(최고)	3.8	3.6	4.4	3.8	3.3
PBR(최저)	2.1	1.9	1.6	1.4	1.2
PCR	19.3	12.4	2.3	8.8	8.5
EV/EBITDA(최고)	10.6	11.0	20.7	16.1	15.5
EV/EBITDA(최저)	5.8	5.9	5.4	4.0	3.6

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

## Company Data

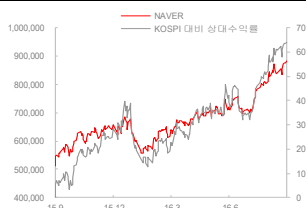
자본금	165 억원
발행주식수	3,296 만주
자사주	383 만주
액면가	500 원
시가총액	291,390 억원
주요주주	

NAVER 자사주	11.60%
국민연금공단	10.98%
외국인지분률	61.20%
배당수익률	0.10%

## Stock Data

주가(16/09/30)	884,000 원
KOSPI	2062.82 pt
52주 Beta	0.90
52주 최고가	884,000 원
52주 최저가	513,000 원
60일 평균 거래대금	777 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.8%	8.5%
6개월	44.2%	38.7%
12개월	74.0%	63.9%

NAVER (035420/KS | 매수(유지) | T.P 980,000 원(상향))

## 광고가 이끄는 실적개선

### 광고가 주도하는 실적 개선

- ① 국내 포털과 라인의 광고 플랫폼으로의 매력 확대
  - ② 실적 개선에 기반한 추가적인 주가 상승 가능성
  - ③ 라인의 게임부문 부진 우려되나 일본 이외의 시장 확대로 성장 가능성 여전
- 투자 의견 매수, 목표주가 98 만원으로 상향

## 3Q16 Preview : 광고 비수기임에도 전기 대비 성장 전망

NAVER 3Q16 실적은 1 조 187 억원(3.2% qoq), 영업이익 2,854 억원(28.0% qoq, OPM: 28.0%)으로 예상된다. 전통적인 광고시장 비수기임에도 불구하고 국내 포털과 라인의 광고상품 다양화로 광고매출이 지속적으로 상승할 것으로 예상되어 분기 사상 첫 1 조원대 매출을 돌파할 전망이다.

## 광고 성장잠재력과 비즈니스 지역확장성

NAVER 주가 상승의 배경은 국내 네이버와 해외 라인의 높은 광고 성장성이다. 국내 포털은 모바일과 쇼핑 중심으로 지배력 확대에 따른 성장이 유효하며 라인은 Performance Ad 와 타임라인 광고를 중심으로 신규 수익원이 창출되고 있다. 이러한 광고부문은 플랫폼 경쟁력을 기반으로 고성장이 유지될 전망이다. 라인의 경우 게임 부문의 매출 감소가 우려되고 있는 상황이며 광고 이외의 신규 비즈니스의 성과가 다소 미약하다는 점이 불안요인이나 태국, 대만, 인도네시아 등 일본 이외의 지역에서의 추가적인 비즈니스 기회가 있다는 측면에서 주가 상승여지는 남아있다고 판단한다

## 투자 의견 매수, 목표주가 98 만원(상향)

NAVER 에 대한 투자 의견 매수를 유지한다. 광고 플랫폼으로의 매력 확대로 지속적인 신규 수익원 창출이 가능하다고 판단하기 때문이다. 특히 국내에서 포털 네이버의 시장 지배력이 공고해지면서 추가적인 점유율 확대를 예상된다. 목표주가는 2016 년 EPS 에 39.1 배(2015 년 이후 평균 PER 대비 25% 할증)를 적용하여 산정한 98 만원을 제시한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	22,591	27,585	32,512	40,253	43,976	46,891
yoy	%	25.6	22.1	17.9	23.8	9.3	6.6
영업이익	억원	5,065	7,582	7,622	11,252	12,597	13,888
yoy	%	-2.8	49.7	0.5	47.6	12.0	10.3
EBITDA	억원	6,382	9,023	9,182	12,777	14,077	15,141
세전이익	억원	4,397	6,588	7,083	11,903	12,973	14,412
순이익(지배주주)	억원	18,975	4,545	5,187	8,045	8,930	9,919
영업이익률%	%	22.4	27.5	23.4	28.0	28.7	29.6
EBITDA%	%	28.3	32.7	28.2	31.7	32.0	32.3
순이익률	%	83.9	16.4	15.9	20.0	20.3	21.1
EPS	원	7,598	12,874	15,737	24,856	27,090	30,092
PER	배	95.3	55.3	41.8	35.6	32.6	29.4
PBR	배	16.2	13.1	10.2	10.1	7.7	6.1
EV/EBITDA	배	36.7	25.1	22.5	21.5	18.9	16.9
ROE	%	112.7	27.8	26.5	32.0	26.7	23.2
순차입금	억원	-6,255	-10,076	-13,921	-22,080	-31,709	-42,010
부채비율	%	82.9	88.9	93.3	81.1	67.5	58.1

## NAVER 분기별 실적 전망

(단위: 백만원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
매출액	740,570	781,396	840,530	891,434	937,280	987,281	1,018,670	1,082,029	3,253,930	4,025,260	4,397,574
광고	529,874	558,590	587,041	646,875	672,714	722,858	725,769	781,289	2,322,380	2,902,630	3,163,536
콘텐츠	192,921	205,365	234,151	216,386	237,428	235,702	262,161	268,112	848,823	1,003,402	1,102,279
기타	17,775	17,441	19,338	28,174	27,138	28,721	30,740	32,628	82,728	119,227	131,760
영업비용	546,197	592,043	619,272	666,193	680,452	714,617	733,229	771,807	2,423,705	2,900,105	3,137,839
영업이익	194,373	189,352	221,259	225,241	256,828	272,664	285,441	310,222	830,225	1,125,155	1,259,735
영업이익률	26.2%	24.2%	26.3%	25.3%	27.4%	27.6%	28.0%	28.7%	25.5%	28.0%	28.6%

자료: SK 증권 NAVER

## 라인 분기별 실적 전망

(단위: 십억엔)

	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016F	2017F	2018F
영업수익	34.1	38.2	37.6	39.5	38.9	40.0	40.2	41.1	149.5	160.2	166.6
매출액	33.5	33.9	35.4	37.1	36.4	37.9	37.8	38.6	139.8	150.7	156.6
Communication	7.7	7.4	7.8	8.3	8.0	8.1	8.4	8.4	31.1	32.9	35.0
Content	11.9	11.4	11.7	11.8	11.9	12.2	12.2	11.9	46.8	48.2	47.7
Advertisement	11.9	12.6	13.3	14.1	13.6	14.6	14.3	15.0	51.9	57.5	60.8
etc	2.0	2.5	2.6	2.9	2.9	3.1	2.9	3.2	10.1	12.1	13.1
기타매출액	0.7	4.4	2.2	2.4	2.5	2.1	2.4	2.5	9.6	9.5	10.0
영업비용	28.8	30.2	30.7	30.4	32.7	30.9	32.4	31.7	120.1	127.6	132.2
영업이익	5.3	8.0	6.9	9.1	6.3	9.2	7.8	9.4	29.4	32.6	34.4
영업이익률	15.6%	21.0%	18.4%	23.1%	16.1%	22.9%	19.4%	22.9%	19.7%	20.4%	20.6%

자료: SK 증권 라인

주:

## 3Q16 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

NAVER 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	8,397	9,873	10,187	10,218	0%
영업이익	1,995	2,727	2,854	2,841	0%
순이익	1,173	2,126	1,999	1,948	3%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

## 2016년 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

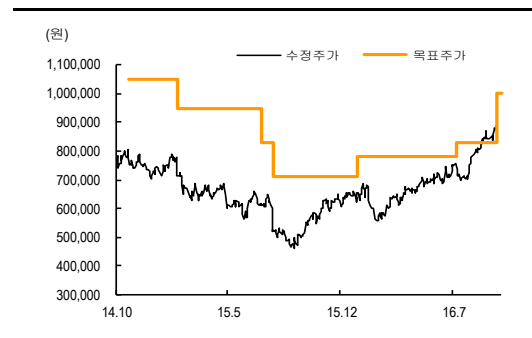
(단위: 억원)

NAVER 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	27,585	32,512	40,253	40,323	0%
영업이익	7,582	7,622	11,252	11,233	0%
순이익	4,545	5,187	8,045	7,880	2%

자료: SK 증권 추정, Dataguide



투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.04	매수	1,000,000원
	2016.08.03	매수	830,000원
	2016.07.29	매수	830,000원
	2016.07.13	매수	830,000원
	2016.06.13	매수	780,000원
	2016.04.29	매수	780,000원
	2016.01.29	매수	780,000원
	2016.01.07	매수	780,000원
	2015.10.29	매수	710,000원
	2015.10.01	매수	710,000원
	2015.07.31	매수	710,000원
	2015.07.09	매수	830,000원
	2015.04.09	매수	950,000원



### Compliance Notice

- 작성자(최관순)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 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 10 월 4 일 기준)

매수	95.97%	중립	4.03%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	19,458	26,394	36,449	46,572	57,433
현금및현금성자산	7,225	8,134	13,144	22,772	33,074
매출채권및기타채권	4,144	5,192	6,316	6,760	7,261
재고자산	165	155	189	202	217
<b>비유동자산</b>	14,487	17,465	19,631	20,204	21,015
장기금융자산	2,267	3,747	3,907	3,907	3,907
유형자산	9,010	8,638	7,777	6,450	5,350
무형자산	1,208	1,033	1,225	1,223	1,222
<b>자산총계</b>	33,945	43,859	56,080	66,776	78,447
<b>유동부채</b>	10,807	16,837	20,022	21,061	22,232
단기금융부채	2,131	5,177	5,795	5,795	5,795
매입채무 및 기타채무	3,146	3,732	4,540	4,859	5,219
단기충당부채	35	487	636	722	814
<b>비유동부채</b>	5,163	4,327	5,096	5,841	6,587
장기금융부채	2,427	1,500	1,523	1,523	1,523
장기매입채무 및 기타채무	0	40	41	41	42
장기충당부채	915	166	183	200	217
<b>부채총계</b>	15,970	21,163	25,118	26,903	28,818
<b>지배주주지분</b>	17,960	21,245	28,985	37,899	47,657
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	1,331	1,331	1,331	1,331	1,331
기타자본구성요소	-9,211	-11,250	-11,656	-11,656	-11,656
자기주식	-8,921	-10,573	-10,979	-10,979	-10,979
이익잉여금	25,836	30,694	38,417	46,910	56,246
비지배주주지분	14	1,451	1,977	1,974	1,971
<b>자본총계</b>	17,974	22,696	30,962	39,873	49,629
<b>부채외자본총계</b>	33,945	43,859	56,080	66,776	78,447

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	8,122	8,254	9,935	9,801	10,471
당기순이익(손실)	4,518	5,170	8,039	8,923	9,913
비현금성항목등	5,114	5,125	5,405	5,153	5,228
유형자산감가상각비	1,317	1,425	1,405	1,327	1,100
무형자산감각비	123	135	120	153	153
기타	1,982	2,025	880	69	69
운전자본감소(증가)	834	634	1,331	1,037	1,092
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,071	-722	-407	-443	-501
재고자산감소(증가)	0	0	-71	-13	-15
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2,063	532	-1,591	319	360
기타	-158	824	3,400	1,175	1,248
법인세납부	-2,345	-2,675	-4,840	-5,313	-5,762
<b>투자활동현금흐름</b>	-4,064	-7,535	-4,509	336	484
금융자산감소(증가)	-1,690	-6,263	-4,094	0	0
유형자산감소(증가)	-2,603	-1,185	-115	0	0
무형자산감소(증가)	-61	-153	-151	-151	-151
기타	289	67	-149	488	635
<b>재무활동현금흐름</b>	-1,172	-5	-928	-509	-654
단기금융부채증가(감소)	78	416	-48	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,504	1,454	-26	0	0
자본의증가(감소)	-2,484	-1,594	-463	0	0
배당금의 지급	-219	-230	-321	-437	-583
기타	-52	-51	-70	-72	-72
<b>현금의 증가(감소)</b>	2,873	909	5,010	9,629	10,301
기초현금	4,353	7,225	8,134	13,144	22,772
기말현금	7,225	8,134	13,144	22,772	33,074
FCF	4,842	6,500	10,063	10,412	11,128

자료 : NAVER, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	27,585	32,512	40,253	43,976	46,891
<b>매출원가</b>	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	27,585	32,512	40,253	43,976	46,891
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	20,003	24,890	29,001	31,378	33,002
영업이익	7,582	7,622	11,252	12,597	13,888
영업이익률 (%)	27.5	23.4	28.0	28.7	29.6
비영업손익	-994	-539	651	376	524
<b>순금융비용</b>	-167	-225	-286	-415	-563
외환관련손익	185	-88	46	46	46
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-7	14	164	-17	-17
세전계속사업이익	6,588	7,083	11,903	12,973	14,412
세전계속사업이익률 (%)	23.9	21.8	29.6	29.5	30.7
계속사업법인세	2,372	1,913	3,715	4,050	4,499
<b>계속사업이익</b>	4,217	5,170	8,187	8,923	9,913
중단사업이익	301	0	-149	0	0
*법인세효과	0	0	89	0	0
당기순이익	4,518	5,170	8,039	8,923	9,913
<b>순이익률 (%)</b>	16.4	15.9	20.0	20.3	21.1
지배주주	4,545	5,187	8,045	8,930	9,919
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	16.47	15.96	19.99	20.31	21.15
<b>비지배주주</b>	-27	-18	-6	-6	-6
<b>총포괄이익</b>	5,625	5,540	8,464	9,348	10,338
지배주주	5,653	5,556	8,467	9,352	10,341
<b>비지배주주</b>	-28	-16	-3	-3	-3
EBITDA	9,023	9,182	12,777	14,077	15,141

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	22.1	17.9	23.8	9.3	6.6
영업이익	49.7	0.5	47.6	12.0	10.3
세전계속사업이익	49.8	7.5	68.0	9.0	11.1
EBITDA	41.4	1.8	39.2	10.2	7.6
EPS(계속사업)	69.4	22.2	57.9	9.0	11.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	27.8	26.5	32.0	26.7	23.2
ROA	14.8	13.3	16.1	14.5	13.7
EBITDA마진	32.7	28.2	31.7	32.0	32.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	180.1	156.8	182.1	221.1	258.3
부채비율	88.9	93.3	81.1	67.5	58.1
순차입금/자기자본	-56.1	-61.3	-71.3	-79.5	-84.7
EBITDA/이자비용(배)	157.6	159.9	182.6	195.4	210.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	12,874	15,737	24,856	27,090	30,092
BPS	54,486	64,452	87,931	114,976	144,580
CFPS	18,158	20,470	29,034	31,578	33,893
주당 현금배당금	782	1,100	1,500	2,000	2,500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	66.3	50.2	35.6	32.6	29.4
PER(최저)	51.2	29.3	22.4	20.5	18.5
PBR(최고)	15.7	12.3	10.1	7.7	6.1
PBR(최저)	12.1	7.2	6.3	4.8	3.9
PCR	39.2	32.2	30.5	28.0	26.1
EV/EBITDA(최고)	30.3	27.3	21.5	18.9	16.9
EV/EBITDA(최저)	23.2	15.5	13.0	11.2	9.8

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

## Company Data

자본금	338 억원
발행주식수	6,753 만주
자사주	1 만주
액면가	500 원
시가총액	56,440 억원
주요주주	

김범수(외21)	44.53%
MAXIMO PTE. LTD.	8.29%

외국인지분률	23.40%
배당수익률	0.20%

## Stock Data

주가(16/09/30)	83,600 원
KOSDAQ	687.99 pt
52주 Beta	0.87
52주 최고가	130,000 원
52주 최저가	79,300 원
60일 평균 거래대금	250 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.2%	2.1%
6개월	-18.6%	-19.2%
12개월	-32.0%	-32.5%

카카오 (035720/KQ | 매수(유지) | T.P 93,000 원(하향))

## 실적개선 시기 지연 가능성

### O2O 서비스 성과 부진으로 실적개선 시기 지연

① 3Q16은 광고비수기 효과로 매출 및 영업이익은 전기 대비 감소 전망

② 카카오 드라이버 부진 이후 카카오 O2O에 대한 기대감 하락

③ 대기업 지정 해제로 투자유치 및 사업부문 규제 완화는 긍정적 요인

투자의견 매수, 목표주가 93,000 원 하향

## 3Q16 Preview : 광고 비수기 영향

카카오 3Q16 실적은 매출액 3,703 억원(-1.6% qoq), 영업이익 252 억원(-5.4% qoq, OPM: 6.8%)으로 예상된다. 광고의 계절적 비수기 영향으로 전기 대비 매출 감소를 예상하며 이에 따라 영업이익도 전기 대비 감소할 전망이다. 게임플랫폼의 경우 전기 수준의 매출을 유지하고 뮤직플랫폼은 전기 대비 소폭 성장할 전망이다. 다만 드라이버 등 O2O에서의 매출 성장이 기대치에 미치지 못함에 따라 수익성 개선 시기는 다소 지연될 가능성이 높다고 판단한다.

## O2O 비즈니스의 수익화 시기 지연

카카오의 대표적인 O2O 서비스인 카카오 드라이버는 대리운전업체와의 갈등으로 법적 분쟁 중에 있다. 드라이버가 출시 초기 기대치에 미치지 못하는 성과가 나타남에 따라 헤어샵, 홈클린, 파킹 등의 신규 서비스에 대한 기대감도 낮아진 상황이다. 광고와 게임부문에서의 매출 상승이 제한적인 상황에서 O2O 서비스의 시장 안착과 수익화가 확인되어야 카카오의 본격적인 실적개선이 가능할 전망이다. 다만 9월 30일부터 대기업집단에서 빠지게 되면서 투자유치 확대 및 사업분야 규제완화 등의 효과가 기대된다

## 투자의견 매수, 목표주가 93,000 원(하향)

신규 O2O 서비스 출시 및 대기업집단 지정해제에 따른 기대감으로 카카오에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 수익성 개선 지연으로 2015 년 이후 PER 평균 (53.3 배)을 2017 년 EPS에 적용하여 산정한 93,000 원을 제시한다

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	2,108	4,989	9,322	13,896	15,595	15,699
yoy	%	-53.5	136.7	86.9	49.1	12.2	0.7
영업이익	억원	659	1,764	886	1,056	1,297	1,427
yoy	%	-35.3	167.9	-49.8	19.2	22.8	10.0
EBITDA	억원	726	1,995	1,640	2,168	4,120	3,956
세전이익	억원	604	1,688	1,095	1,085	1,568	1,814
순이익(지배주주)	억원	614	1,501	757	694	1,149	1,335
영업이익률%	%	31.2	35.4	9.5	7.6	8.3	9.1
EBITDA%	%	34.4	40.0	17.6	15.6	26.4	25.2
순이익률	%	29.1	30.0	8.5	5.6	7.6	8.8
EPS	원	4,532	6,117	1,269	1,052	1,741	2,023
PER	배	18.5	20.2	91.2	79.4	48.0	41.3
PBR	배	6.4	2.9	2.7	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	배	13.9	32.6	39.4	28.3	13.8	13.5
ROE	%	17.7	11.4	3.0	2.4	3.4	3.8
순차입금	억원	-1,285	-6,402	-5,468	2,695	-1,952	-5,421
부채비율	%	22.5	12.4	23.3	49.1	51.3	49.8

## 카카오 분기별 실적 전망

(단위: 백만원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
매출액	234,392	226,482	229,580	241,698	242,483	376,519	370,325	400,294	932,152	1,389,622	1,559,527
광고플랫폼	145,459	154,966	146,677	153,560	129,385	136,203	131,180	149,613	600,663	546,382	525,635
콘텐츠플랫폼	76,764	60,404	69,063	67,391	91,588	190,405	194,006	198,287	273,623	674,287	840,537
게임 콘텐츠	69,991	53,984	51,383	57,019	70,315	78,293	77,502	78,978	232,378	305,088	326,507
뮤직 콘텐츠	2,367	2,623	7,066	3,341	3,378	90,501	93,699	95,448	15,397	283,026	410,305
기타 콘텐츠	4,406	3,797	10,614	7,031	17,895	21,611	22,806	23,861	25,848	86,173	103,725
기타	12,168	11,112	13,840	20,746	21,509	49,911	45,139	52,394	57,866	168,954	193,355
영업비용	194,040	215,049	213,396	221,079	221,394	349,900	345,140	367,572	843,564	1,284,006	1,429,828
영업이익	40,352	11,434	16,184	20,619	21,090	26,619	25,185	32,721	88,588	105,616	129,699
영업이익률	17.2%	5.0%	7.0%	8.5%	8.7%	7.1%	6.8%	8.2%	9.5%	7.6%	8.3%

자료: SK 증권 카카오

## 3Q16 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

카카오 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	2,296	3,765	3,703	3,799	-3%
영업이익	162	266	252	306	-18%
순이익	130	88	175	152	15%

자료: SK 증권 추정 Dataguide

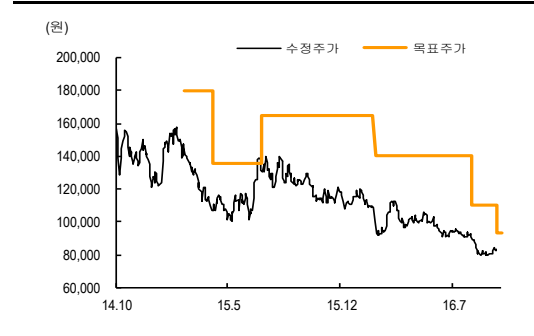
## 2016년 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

카카오 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	4,989	9,322	13,896	14,106	-1%
영업이익	1,764	886	1,056	1,233	-14%
순이익	1,501	757	694	685	1%

자료: SK 증권 추정 Dataguide

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.04	매수	93,000원
	2016.08.12	매수	110,000원
	2016.07.13	매수	140,000원
	2016.05.13	매수	140,000원
	2016.04.12	매수	140,000원
	2016.02.11	매수	140,000원
	2016.01.12	매수	165,000원
	2015.12.28	매수	165,000원
	2015.11.13	매수	165,000원
	2015.10.01	매수	165,000원
	2015.08.17	매수	165,000원
	2015.07.09	매수	165,000원
	2015.05.15	매수	136,000원



### Compliance Notice

- 작성자(최관순)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 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 10 월 4 일 기준)

매수	95.92%	중립	4.08%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	7,983	9,701	11,139	15,939	19,431
현금및현금성자산	4,512	3,972	5,092	9,739	13,208
매출채권및기타채권	1,295	1,452	2,404	2,519	2,536
재고자산	20	54	89	93	94
<b>비유동자산</b>	19,697	22,184	42,021	39,602	37,401
장기금융자산	309	429	1,103	1,103	1,103
유형자산	1,969	2,191	2,219	1,711	1,320
무형자산	16,890	18,556	37,259	35,147	33,211
<b>자산총계</b>	27,680	31,885	53,160	55,541	56,831
<b>유동부채</b>	2,275	3,161	7,413	7,641	7,673
단기금융부채	1	307	2,686	2,686	2,686
매입채무 및 기타채무	1,091	895	1,482	1,554	1,564
단기충당부채	14	11	19	20	20
<b>비유동부채</b>	773	2,869	10,088	11,180	11,223
장기금융부채	3	1,997	7,952	7,952	7,952
장기매입채무 및 기타채무	16	5	57	109	109
장기충당부채	218	284	470	492	533
<b>부채총계</b>	3,048	6,030	17,502	18,821	18,896
<b>지배주주지분</b>	24,546	25,524	33,655	34,685	35,868
자본금	291	301	338	338	338
자본잉여금	22,590	22,742	30,246	30,246	30,246
기타자본구성요소	-263	-90	-111	-111	-111
자기주식	-252	-8	-8	-8	-8
이익잉여금	1,907	2,563	3,157	4,171	5,337
비지배주주지분	86	331	2,003	2,035	2,068
<b>자본총계</b>	24,632	25,855	35,658	36,721	37,936
<b>부채외자본총계</b>	27,680	31,885	53,160	55,541	56,831

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	2,270	1,899	1,584	4,733	3,524
당기순이익(손실)	1,688	1,095	914	1,187	1,373
비현금성항목등	390	778	1,408	2,933	2,583
유형자산감가상각비	171	491	557	508	392
무형자산상각비	59	263	556	2,315	2,138
기타	181	232	161	-158	-158
운전자본감소(증가)	198	376	-278	57	9
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-181	236	-953	-116	-17
재고자산감소(증가)	-20	-23	-41	-4	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	314	-165	-58	71	10
기타	84	328	775	106	16
법인세납부	-6	-351	-460	556	-441
<b>투자활동현금흐름</b>	1,724	-4,388	-8,666	-3	114
금융자산감소(증가)	103	-2,199	2,448	0	0
유형자산감소(증가)	-128	-749	-514	0	0
무형자산감소(증가)	-98	-72	-203	-203	-203
기타	1,846	-1,369	-10,397	200	316
<b>재무활동현금흐름</b>	289	1,942	8,184	-83	-169
단기금융부채증가(감소)	-65	-24	2,319	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	2,114	5,926	0	0
자본의증가(감소)	354	131	72	0	0
배당금의 지급	0	-116	-100	-135	-169
기타	0	-163	-19	52	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	4,278	-541	1,121	4,647	3,469
기초현금	234	4,512	3,972	5,092	9,739
기말현금	4,512	3,972	5,092	9,739	13,208
FCF	2,313	882	1,740	3,675	3,416

자료 : 카카오, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	4,989	9,322	13,896	15,595	15,699
<b>매출원가</b>	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	4,989	9,322	13,896	15,595	15,699
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	3,224	8,436	12,840	14,298	14,272
영업이익	1,764	886	1,056	1,297	1,427
영업이익률 (%)	35.4	9.5	7.6	8.3	9.1
비영업손익	-76	210	29	271	388
<b>순금융비용</b>	-60	-101	-129	-200	-316
외환관련손익	-2	8	-8	-8	-8
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-40	104	-79	-79	-79
세전계속사업이익	1,688	1,095	1,085	1,568	1,814
세전계속사업이익률 (%)	33.8	11.8	7.8	10.1	11.6
계속사업법인세	190	308	307	381	441
<b>계속사업이익</b>	1,498	788	778	1,187	1,373
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,498	788	778	1,187	1,373
<b>순이익률 (%)</b>	30.0	8.5	5.6	7.6	8.8
지배주주	1,501	757	694	1,149	1,335
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	30.09	8.12	5	7.36	8.5
<b>비지배주주</b>	-3	31	83	38	38
<b>총포괄이익</b>	1,549	775	788	1,197	1,384
비지배주주	1,551	744	711	1,165	1,351
<b>비지배주주</b>	-3	31	78	32	32
EBITDA	1,995	1,640	2,168	4,120	3,956

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	136.7	86.9	49.1	12.2	0.7
영업이익	167.9	-49.8	19.2	22.8	10.0
세전계속사업이익	179.7	-35.1	-1.0	44.5	15.7
EBITDA	174.8	-17.8	32.2	90.0	-4.0
EPS(계속사업)	35.0	-79.3	-17.1	65.4	16.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	11.4	3.0	2.4	3.4	3.8
ROA	10.0	2.6	1.8	2.2	2.4
EBITDA마진	40.0	17.6	15.6	26.4	25.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	350.9	306.9	150.3	208.6	253.2
부채비율	12.4	23.3	49.1	51.3	49.8
순차입금/자기자본	-26.0	-21.2	7.6	-5.3	-14.3
EBITDA/이자비용(배)	4,880.7	196.1	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	6,117	1,269	1,052	1,741	2,023
BPS	42,218	42,472	49,851	51,376	53,128
CFPS	7,057	2,534	2,738	6,019	5,857
주당 현금배당금	173	167	200	250	300
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	29.0	124.0	113.8	68.8	59.2
PER(최저)	11.2	79.1	75.4	45.6	39.2
PBR(최고)	4.2	3.7	2.4	2.3	2.3
PBR(최저)	1.6	2.4	1.6	1.5	1.5
PCR	17.5	45.7	30.5	13.9	14.3
EV/EBITDA(최고)	41.1	52.7	35.4	17.5	17.4
EV/EBITDA(최저)	1.5	33.3	26.9	13.1	12.7

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

## Company Data

자본금	110 억원
발행주식수	2,193 만주
자사주	69 만주
액면가	500 원
시가총액	64,800 억원
주요주주	
NEXON Co., Ltd.(외1)	15.08%

외국인지분률	38.90%
배당수익률	0.90%

## Stock Data

주가(16/09/30)	295,500 원
KOSPI	2043.63 pt
52주 Beta	0.64
52주 최고가	295,500 원
52주 최저가	182,000 원
60일 평균 거래대금	307 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.4%	9.0%
6개월	16.6%	13.8%
12개월	56.4%	50.2%

엔씨소프트 (036570/KS | 매수(유지) | T.P 350,000 원(상향))

관심은 4 분기로

3 분기 이후 실적개선 가능성 확대

① 리니지 활용 모바일게임의 4 분기 집중 출시

② 4 분기 리니지 1 서버 확대에 매출 반등

③ 실적개선과 신작모멘텀의 조화

투자의견 매수, 목표주가 35 만원 상향

## 3Q16 Preview : 4Q 를 준비하는 시기

엔씨소프트 3Q16 실적은 매출액 2,332 억원(-3.1% qoq), 영업이익 747 억원(-13.3% qoq, OPM: 32.0%)으로 예상된다. 매출 및 영업이익이 전기 대비 감소할 것으로 예상하는 것은 리니지 1 이 2Q16 드래곤 보물상자 업데이트로 인한 매출 증가요인이 제거되었기 때문이다. 3 분기 다소 부진한 실적에도 불구하고 리니지 1 은 서버 확대를 통해 4 분기 매출 반등이 가능할 전망이다. 모바일 게임인 리니지 레볼루션, 리니지 RK, 리니지 M 의 순차 출시로 모바일게임 매출이 본격적으로 발생할 것으로 예상된다.

## 4 분기부터 집중되는 신작 출시

10 월 출시가 예정된 리니지 2 레볼루션은 넷마블에서 개발하였으나 서버를 이미 100 개까지 확대하면서 성공 가능성이 높다. 이어서 자체 개발한 리니지 RK 와 리니지 M 의 출시가 예정되어 있어 4 분기 리니지 IP 활용 모바일 게임이 집중 출시예정이다. 또한 올해말 ~ 내년초 신규 상품이 예정되어 있는 넷마블을 통해 엔씨소프트의 지분가치 8.6%가 부각될 수 있을 전망이다. 신규게임 출시와 지분가치 부각으로 4 분기 엔씨소프트 주가 상승가능성은 높다고 판단한다.

## 투자의견 매수, 목표주가 35 만원(상향)

엔씨소프트에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 4 분기 집중된 리니지 모바일게임의 높은 성공가능성과 넷마블 상장 후 지분가치가 부각될 전망이다. 목표주가는 2015 년 이후 평균 PER 에 25% 할증한 24.1 배를 적용하여 산정한 35 만원을 제시한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	7,567	8,387	8,383	9,725	12,082	12,386
yoy	%	0.4	10.9	-0.1	16.0	24.2	2.5
영업이익	억원	2,052	2,782	2,375	3,280	4,327	4,816
yoy	%	35.7	35.6	-14.6	38.1	31.9	11.3
EBITDA	억원	2,406	3,149	2,724	3,615	4,619	5,064
세전이익	억원	2,162	2,890	2,395	3,653	4,787	5,368
순이익(지배주주)	억원	1,588	2,300	1,654	3,127	4,098	4,595
영업이익률%	%	27.1	33.2	28.3	33.7	35.8	38.9
EBITDA%	%	31.8	37.6	32.5	37.2	38.2	40.9
순이익률	%	21.0	27.1	19.8	32.2	33.9	37.1
EPS	원	7,245	10,487	7,542	14,260	18,687	20,952
PER	배	34.3	17.4	28.2	20.9	16.0	14.3
PBR	배	4.8	2.9	2.6	3.5	3.0	2.5
EV/EBITDA	배	20.1	10.1	14.0	15.4	11.2	9.4
ROE	%	14.8	18.4	10.6	17.2	20.1	19.1
순차입금	억원	-6,694	-8,969	-9,521	-10,753	-14,776	-18,941
부채비율	%	27.7	23.5	24.1	33.3	31.2	27.8



## 엔씨소프트 분기별 실적 전망

(단위: 백만원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
영업수익	188,113	217,538	195,671	236,975	240,848	240,526	233,171	257,958	838,298	972,503	1,208,239
리니지	66,024	85,479	78,211	83,163	78,877	94,430	81,006	81,658	312,876	335,971	329,713
리니지2	11,010	16,273	15,619	20,050	17,076	19,052	18,147	17,558	62,952	71,834	68,778
아이온	18,258	20,094	16,775	18,591	20,125	17,593	17,192	20,191	73,718	75,100	72,167
기타	17,800	20,412	14,781	17,313	9,557	15,522	14,293	14,171	70,306	53,544	55,765
블레이드앤소울	26,771	29,763	24,919	32,414	54,018	48,856	47,389	45,771	113,867	196,033	178,961
길드워2	20,026	22,470	20,699	37,331	30,557	15,894	16,978	15,114	100,527	78,544	58,756
와일드스타	2,593	2,075	1,727	2,668	1,282	2,203	2,051	1,845	9,063	7,381	7,948
로열티	25,631	20,973	22,941	25,444	29,356	26,976	27,259	27,864	94,988	111,455	109,918
모바일							8,856	33,786	-	42,642	326,232
영업비용	143,246	150,441	145,085	162,060	165,063	154,378	158,488	166,585	600,831	644,514	775,493
영업이익	44,867	67,098	50,586	74,915	75,785	86,148	74,683	91,373	237,466	327,990	432,746
영업이익률	23.9%	30.8%	25.9%	31.6%	31.5%	35.8%	32.0%	35.4%	28.3%	33.7%	35.8%

자료: SK 증권 엔씨소프트

## 3Q16 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

엔씨소프트 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	1,957	2,405	2,332	2,294	2%
영업이익	506	861	747	739	1%
순이익	303	906	718	610	18%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

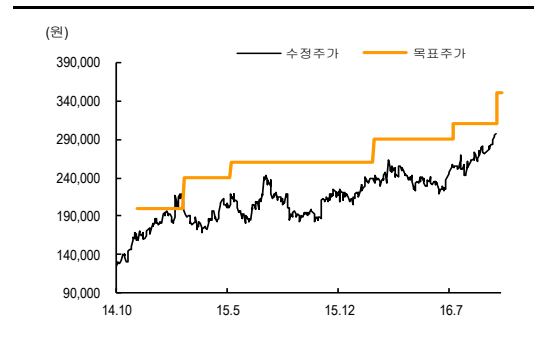
## 2016년 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

엔씨소프트 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	8,387	8,383	9,725	9,775	-1%
영업이익	2,782	2,375	3,280	3,271	0%
순이익	2,300	1,654	3,127	2,890	8%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.05	매수	350,000원
	2016.08.12	매수	310,000원
	2016.07.13	매수	310,000원
	2016.05.16	매수	290,000원
	2016.02.12	매수	290,000원
	2015.12.09	매수	260,000원
	2015.11.05	매수	260,000원
	2015.10.08	매수	260,000원
	2015.08.03	매수	260,000원
	2015.07.09	매수	260,000원
	2015.05.14	매수	260,000원
	2015.04.14	매수	240,000원
	2015.02.12	매수	240,000원



### Compliance Notice

- 작성자(최관순)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 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 (2016년 10월 5일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	10,195	10,828	13,671	17,888	22,126
현금및현금성자산	2,028	2,481	4,759	8,782	12,947
매출채권및기타채권	903	903	983	1,119	1,169
재고자산	7	7	7	8	9
<b>비유동자산</b>	6,793	11,364	11,328	11,272	11,242
장기금융자산	274	5,219	5,357	5,357	5,357
유형자산	2,408	2,338	2,168	1,928	1,720
무형자산	946	642	599	550	512
<b>자산총계</b>	16,988	22,192	24,999	29,160	33,368
<b>유동부채</b>	2,454	3,375	3,674	4,182	4,371
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	255	294	320	365	381
단기충당부채	5	5	5	6	6
<b>비유동부채</b>	778	927	2,577	2,747	2,892
장기금융부채	10	11	1,506	1,506	1,506
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	51	51	55	62	65
<b>부채총계</b>	3,232	4,303	6,251	6,929	7,264
<b>지배주주지분</b>	13,606	17,695	18,698	22,164	26,021
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	2,224	4,412	4,317	4,317	4,317
기타자본구성요소	-991	-97	-1,531	-1,531	-1,531
자기주식	-1,021	-124	-1,559	-1,559	-1,559
이익잉여금	12,343	13,304	15,789	19,250	23,101
비지배주주지분	150	194	50	67	83
<b>자본총계</b>	13,756	17,889	18,748	22,231	26,104
<b>부채외자본총계</b>	16,988	22,192	24,999	29,160	33,368

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	2,460	2,253	3,342	4,367	4,523
당기순이익(손실)	2,275	1,664	3,127	4,097	4,594
비현금성항목등	1,088	1,237	622	521	470
유형자산감가상각비	302	285	272	240	208
무형자산상각비	65	65	63	51	40
기타	319	433	99	-21	-21
운전자본감소(증가)	-211	62	839	458	252
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-109	10	-28	-136	-51
재고자산감소(증가)	2	1	-1	-1	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	23	47	44	17
기타	-116	28	821	550	287
법인세납부	-692	-709	-1,246	-710	-793
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,566	-5,008	-204	348	440
금융자산감소(증가)	-1,463	-4,791	-477	0	0
유형자산감소(증가)	-188	-162	-85	0	0
무형자산감소(증가)	-16	8	-2	-2	-2
기타	100	-63	360	350	442
<b>재무활동현금흐름</b>	-137	3,102	-588	-692	-798
단기금융부채증가(감소)	-34	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	1,495	0	0
자본의증가(감소)	23	3,788	-1,436	0	0
배당금의 지급	-120	-686	-601	-637	-743
기타	-6	0	-47	-55	-55
<b>현금의 증가(감소)</b>	794	453	2,278	4,023	4,165
기초현금	1,233	2,028	2,481	4,759	8,782
기말현금	2,028	2,481	4,759	8,782	12,947
FCF	2,240	2,742	3,247	4,321	4,491

자료 : 엔씨소프트, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	8,387	8,383	9,725	12,082	12,386
<b>매출원가</b>	2,203	2,027	2,297	3,167	3,092
<b>매출총이익</b>	6,184	6,356	7,428	8,915	9,294
매출총이익률 (%)	73.7	75.8	76.4	73.8	75.0
<b>판매비와관리비</b>	3,403	3,981	4,148	4,587	4,478
영업이익	2,782	2,375	3,280	4,327	4,816
영업이익률 (%)	33.2	28.3	33.7	35.8	38.9
비영업손익	108	20	373	460	552
<b>순금융비용</b>	-174	-204	-179	-260	-351
외환관련손익	45	95	95	95	95
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-16	-20	77	84	84
세전계속사업이익	2,890	2,395	3,653	4,787	5,368
세전계속사업이익률 (%)	34.5	28.6	37.6	39.6	43.3
계속사업법인세	615	732	527	690	774
<b>계속사업이익</b>	2,275	1,664	3,127	4,097	4,594
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,275	1,664	3,127	4,097	4,594
<b>순이익률 (%)</b>	27.1	19.8	32.2	33.9	37.1
지배주주	2,300	1,654	3,127	4,098	4,595
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	27.42	19.73	32.15	33.92	37.09
<b>비지배주주</b>	-24	10	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	2,240	1,710	3,149	4,120	4,617
지배주주	2,276	1,692	3,133	4,104	4,600
비지배주주	-36	18	16	16	16
EBITDA	3,149	2,724	3,615	4,619	5,064

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	10.9	-0.1	16.0	24.2	2.5
영업이익	35.6	-14.6	38.1	31.9	11.3
세전계속사업이익	33.7	-17.1	52.5	31.1	12.1
EBITDA	30.9	-13.5	32.7	27.8	9.6
EPS(계속사업)	44.7	-28.1	89.1	31.1	12.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	18.4	10.6	17.2	20.1	19.1
ROA	14.3	8.5	13.3	15.1	14.7
EBITDA마진	37.6	32.5	37.2	38.2	40.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	415.5	320.8	372.1	427.8	506.1
부채비율	23.5	24.1	33.3	31.2	27.8
순차입금/자기자본	-65.2	-53.2	-57.4	-66.5	-72.6
EBITDA/이자비용(배)	11,013.9	8,466.4	73.4	84.4	92.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	10,487	7,542	14,260	18,687	20,952
BPS	62,045	80,693	85,264	101,072	118,660
CFPS	12,162	9,137	15,788	20,015	22,084
주당 현금배당금	3,430	2,747	3,000	3,500	3,800
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	23.3	32.4	20.9	16.0	14.3
PER(최저)	11.8	22.4	14.3	10.9	9.7
PBR(최고)	3.9	3.0	3.5	3.0	2.5
PBR(최저)	2.0	2.1	2.4	2.0	1.7
PCR	15.0	23.3	18.9	14.9	13.5
EV/EBITDA(최고)	14.4	16.5	15.4	11.2	9.4
EV/EBITDA(최저)	6.0	10.4	9.6	6.7	5.3

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

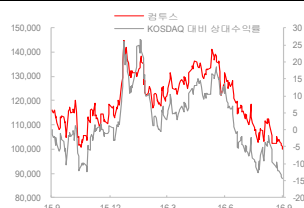
## Company Data

자본금	64 억원
발행주식수	1,287 만주
자사주	19 만주
액면가	500 원
시가총액	12,866 억원
주요주주	
KB자산운용	24.81%
게임빌(외3)	24.53%
외국인지분률	19.80%
배당수익률	

## Stock Data

주가(16/09/30)	100,000 원
KOSDAQ	681.21 pt
52주 Beta	0.79
52주 최고가	145,100 원
52주 최저가	100,000 원
60일 평균 거래대금	118 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.1%	-5.6%
6개월	-19.3%	-18.4%
12개월	-14.0%	-14.4%

컴투스 (078340/KQ | 매수(유지) | T.P 140,000 원(하향))

## 서머너즈워의 반등 가능성

알랭 드 보통은 “우리는 아이를 위해 빵에 버터를 바르고 이부자리를 펴는

① 서머너즈워 9 월 업데이트 이후 반등 가능성 확인

② 4 분기 출시될 신규 게임에 대한 관심

③ 게임업체 내 밸류에이션 매력으로 주가의 하방 확보

투자 의견 매수, 목표주가 14 만원 하향

## 3Q16 Preview : 영업이익 전기 대비 소폭 하락 전망

컴투스 3Q16 실적은 매출액 1,270 억원(0.3% qoq), 영업이익 459 억원(-5.6% qoq, OPM: 36.1%)으로 예상된다. 서머너즈워가 9 월 실시한 대규모 업데이트 호문쿨루스의 호조 효과가 나타날 것으로 예상되어 전기 수준의 매출이 유지되었으나 영업이익의 감소는 대규모 업데이트에 따른 마케팅 비용 확대가 불가피했기 때문이다. 이에 따라 영업이익률은 서머너즈워 매출이 본격적으로 반영된 2Q14 이후 가장 낮은 수준인 36.8%를 기록할 것으로 예상된다.

## 서머너즈워의 반등과 신규 게임의 성과가 필수

컴투스의 주력게임인 서머너즈워는 출시 2 년이 지남에 따라 매출 감소세가 이어지고 있으나 9 월 실시된 대규모 업데이트 이후 매출 반등의 가능성은 확대되고 있다. 타 게임업체 대비 낮은 멀티플은 주력게임에 대한 높은 의존도에 기인하는데 4 분기 홈런배틀3, 닥시의 신 VR 등 최대 8 종의 신규 게임이 출시될 예정이다. 성공여부를 예측하기 어려우나 기존 IP 를 활용한 게임은 관심을 가질 필요가 있다고 판단한다.

## 투자 의견 매수, 목표주가 14 만원(하향)

컴투스에 대한 투자 의견 매수를 유지한다. 서머너즈워 업데이트 효과로 인한 매출 반등이 4 분기에도 지속될 가능성이 높으며 닥시의 신 VR, 홈런배틀3 등 신규 게임 효과가 발생할 것으로 예상하기 때문이다. 목표주가는 비용 증가에 따른 이익 추정치 하향을 반영(Target PER 11.1 배 적용)하여 14 만원으로 하향한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	814	2,347	4,335	5,182	5,399	5,794
yoy	%	5.8	188.5	84.7	19.5	4.2	7.3
영업이익	억원	77	1,012	1,659	2,038	2,050	2,232
yoy	%	-51.9	1,208.9	63.9	22.9	0.5	8.9
EBITDA	억원	103	1,038	1,691	2,072	2,075	2,253
세전이익	억원	197	1,037	1,707	2,158	2,193	2,403
순이익(지배주주)	억원	195	793	1,258	1,613	1,639	1,796
영업이익률%	%	9.5	43.1	38.3	39.3	38.0	38.5
EBITDA%	%	12.7	44.3	39.0	40.0	38.4	38.9
순이익률	%	23.8	33.8	29.0	31.1	30.4	31.0
EPS	원	1,741	7,059	10,599	12,537	12,740	13,960
PER	배	12.9	17.1	11.2	8.0	7.9	7.2
PBR	배	2.3	6.4	3.0	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA	배	20.2	11.9	6.4	3.3	2.6	1.6
ROE	%	19.6	49.8	35.0	27.4	21.8	19.5
순차입금	억원	-467	-1,301	-4,373	-5,972	-7,592	-9,363
부채비율	%	9.6	18.6	14.4	12.2	10.7	9.7

## 컴투스 분기별 실적 전망

(단위: 백만원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
매출액	93,734	108,290	114,850	116,657	135,136	126,603	126,981	129,521	433,532	518,241	539,875
해외	75,081	87,823	89,469	93,326	107,805	100,895	100,750	103,231	345,699	412,680	447,450
국내	18,653	20,467	25,382	23,331	27,331	25,708	26,231	26,289	87,833	105,560	92,424
영업비용	58,126	67,962	72,551	68,978	75,345	77,966	81,080	79,997	267,617	314,388	334,922
영업이익	35,608	40,328	42,299	47,679	59,791	48,637	45,901	49,524	165,915	203,853	204,953
영업이익률	38.0%	37.2%	36.8%	40.9%	44.2%	38.4%	36.1%	38.2%	38.3%	39.3%	38.0%

자료: SK 증권 컴투스

## 3Q16 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

컴투스 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	1,149	1,266	1,270	1,312	-3%
영업이익	423	486	459	456	1%
순이익	318	380	371	355	5%

자료: SK 증권 추정 Dataguide

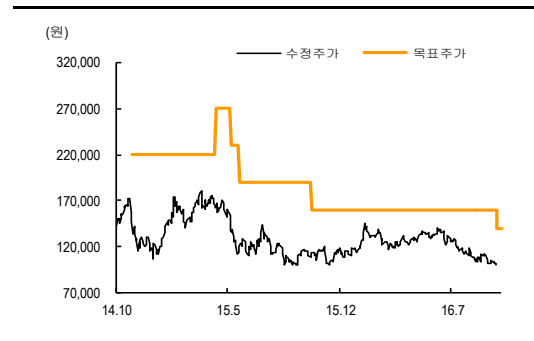
## 2016년 실적: SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

컴투스 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	2,347	4,335	5,182	5,319	-3%
영업이익	1,012	1,659	2,038	2,052	-1%
순이익	793	1,258	1,613	1,612	0%

자료: SK 증권 추정 Dataguide

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.05	매수	140,000원
	2016.08.11	매수	160,000원
	2016.07.13	매수	160,000원
	2016.03.23	매수	160,000원
	2016.02.04	매수	160,000원
	2015.12.21	매수	160,000원
	2015.11.10	매수	160,000원
	2015.10.13	매수	160,000원
	2015.08.13	매수	190,000원
	2015.07.09	매수	190,000원
	2015.05.29	매수	190,000원
	2015.05.13	매수	230,000원
	2015.04.14	매수	270,000원



### Compliance Notice

- 작성자(최관순)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 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 10 월 5 일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	1,738	5,076	6,752	8,437	10,286
현금및현금성자산	121	848	1,509	3,129	4,900
매출채권및기타채권	412	649	721	781	853
재고자산	0	0	0	0	0
<b>비유동자산</b>	759	745	760	774	795
장기금융자산	317	282	270	270	270
유형자산	29	34	21	10	5
무형자산	23	29	35	37	38
<b>자산총계</b>	2,497	5,821	7,512	9,211	11,081
<b>유동부채</b>	320	684	761	824	900
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
단기충당부채	0	0	2	2	2
<b>비유동부채</b>	71	47	57	68	79
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	9	18	27
장기충당부채	1	2	0	0	1
<b>부채총계</b>	391	731	818	891	979
<b>지배주주지분</b>	2,106	5,090	6,694	8,320	10,103
자본금	50	64	64	64	64
자본잉여금	279	2,084	2,085	2,085	2,085
기타자본구성요소	-14	-23	-19	-19	-19
자기주식	-31	-36	-33	-33	-33
이익잉여금	1,572	2,830	4,443	6,083	7,879
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	2,106	5,090	6,694	8,320	10,103
<b>부채와자본총계</b>	2,497	5,821	7,512	9,211	11,081

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	804	1,332	1,551	1,515	1,638
당기순이익(손실)	792	1,258	1,613	1,639	1,796
비현금성항목등	267	444	459	436	457
유형자산감가상각비	19	22	20	11	5
무형자산감각비	8	10	13	15	15
기타	15	15	-33	-38	-38
운전자본감소(증가)	-204	-85	53	-8	-9
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-283	-245	-73	-60	-72
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	-383	0	0
기타	80	160	510	52	63
법인세납부	-52	-285	-574	-553	-606
<b>투자활동현금흐름</b>	-781	-2,416	-893	96	124
금융자산감소(증가)	-796	-2,416	-929	0	0
유형자산감소(증가)	-8	-18	-4	0	0
무형자산감소(증가)	-3	-15	-17	-17	-17
기타	25	34	57	113	140
<b>재무활동현금흐름</b>	16	1,810	4	9	9
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	16	1,810	3	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	9	9
<b>현금의 증가(감소)</b>	39	728	661	1,620	1,771
기초현금	82	121	848	1,509	3,129
기말현금	121	848	1,509	3,129	4,900
FCF	758	1,305	1,527	1,533	1,663

자료 : 컴투스, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	2,347	4,335	5,182	5,399	5,794
<b>매출원가</b>	300	443	1,296	2,217	2,379
<b>매출총이익</b>	2,047	3,892	3,887	3,182	3,415
매출총이익률 (%)	87.2	89.8	75.0	58.9	58.9
<b>판매비와관리비</b>	1,035	2,233	1,848	1,133	1,183
영업이익	1,012	1,659	2,038	2,050	2,232
영업이익률 (%)	43.1	38.3	39.3	38.0	38.5
비영업손익	25	48	119	143	170
<b>순금융비용</b>	-20	-52	-83	-107	-134
외환관련손익	6	0	-1	-1	-1
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	-1	0	0	0
세전계속사업이익	1,037	1,707	2,158	2,193	2,403
세전계속사업이익률 (%)	44.2	39.4	41.6	40.6	41.5
계속사업법인세	245	449	545	553	606
<b>계속사업이익</b>	792	1,258	1,613	1,639	1,796
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	792	1,258	1,613	1,639	1,796
<b>순이익률 (%)</b>	33.8	29.0	31.1	30.4	31.0
지배주주	793	1,258	1,613	1,639	1,796
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	33.77	29.02	31.13	30.36	31
<b>비지배주주</b>	-1	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	1,009	1,174	1,600	1,626	1,783
<b>지배주주</b>	1,010	1,174	1,600	1,626	1,783
<b>비지배주주</b>	-1	0	0	0	0
EBITDA	1,038	1,691	2,072	2,075	2,253

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	188.5	84.7	19.5	4.2	7.3
영업이익	1,208.9	63.9	22.9	0.5	8.9
세전계속사업이익	427.0	64.7	26.4	1.6	9.6
EBITDA	909.1	62.9	22.5	0.2	8.6
EPS(계속사업)	305.6	50.2	18.3	1.6	9.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	49.8	35.0	27.4	21.8	19.5
ROA	43.1	30.3	24.2	19.6	17.7
EBITDA마진	44.3	39.0	40.0	38.4	38.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	543.1	742.2	887.4	1,024.1	1,142.8
부채비율	18.6	14.4	12.2	10.7	9.7
순차입금/자기자본	-61.8	-85.9	-89.2	-91.3	-92.7
EBITDA/이자비용(배)	2,904.2	5,318.2	12,961.4	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	7,059	10,599	12,537	12,740	13,960
BPS	18,754	39,561	52,030	64,665	78,519
CFPS	7,293	10,869	12,795	12,939	14,121
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	24.4	17.0	11.6	11.4	10.4
PER(최저)	2.8	9.4	8.0	7.9	7.2
PBR(최고)	9.2	4.6	2.8	2.2	1.9
PBR(최저)	1.1	2.5	1.9	1.6	1.3
PCR	16.5	10.9	7.8	7.7	7.1
EV/EBITDA(최고)	17.6	9.5	6.1	5.4	4.1
EV/EBITDA(최저)	0.9	4.8	3.3	2.6	1.6



**memo**

---