



SK INDUSTRY ANALYSIS

IT

미국의 Restocking 사이클과 Global IT 패러다임의 변화

Strategist. 이은택 | 3773-8555, etlee@sk.com

IT총괄/반도체/디스플레이. 김영우 | 3773-9244, hermes_cmu@sk.com

통신/지주회사/인터넷/게임. 최관순 | 3773-8812, ks1.choi@sk.com

휴대폰/전기전자/통신장비. 박형우 | 3773-8889, hyungwou@sk.com

R.A. 하인환 | 3773-8887, inhwan.ha@sk.com

R.A. 홍승일 | 3773-8497, seungil@sk.com

SK INDUSTRY Analysis



Strategist.

이은택

etlee@sk.com
02-3773-8555



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)

hyungwoo@sk.com
02-3773-8889



R.A.

하인환

Inhwan.ha@sk.com
02-3773-8887



R.A.

홍승일

seungil@sk.com
02-3773-8497

IT

미국의 Restocking 사이클과 Global IT 패러다임의 변화

2017 년은 미국의 재고 Restocking cycle 이 기대된다. 그리고 이러한 시기에 가장 큰 수혜를 받는 산업은 바로 IT 이다. UHD TV 와 3D Nand 의 가격 하락은 고부가가치 제품의 수요를 창출할 수 있을 것으로 전망되며, 갤럭시노트 7 폭발 사태는 H/W Spec 경쟁 구도에서 벗어나 디자인 차별화와 안전의 중요성이 강화될 것이다. 한편 ALL NEW Design 의 도입은 필연적이며, Flexible OLED 시장도 만개할 것이다.

미국의 Restocking cycle 도래와 IT 산업의 연관성

1985 년 유가급락 이후 매크로 전개 양상은 2015 년 유가급락 이후와 너무도 닮았다. 따라서 2017 년은 1987 년 유가 반등 이후를 참고해볼 수 있다. 1987 년에 나타났던 restocking cycle 에 주목하는데, 이 사이클의 특징은 IT(반도체) 제품가격이 반등한다는 것이다. Restocking 이 맞다면, 사이클은 여기서 끝나지 않을 것이다.

IM 사업부의 공백을 메워줄 3D Nand 와 Flexible OLED

갤럭시노트 7 의 폭발 사태로 인해, 향후 삼성전자는 H/W Spec 경쟁에서 탈피해 ALL NEW Design 과 Perfect Safety 를 강조하게 될 것이다. IM 사업부의 부진을 만회하기 위한 삼성전자의 대책은 ① DRAM 부문의 수급 안정 유지, ② 수익성 높은 3D Nand 의 공격적 투자, 그리고 ③Flexible OLED 를 필두로 하는 디스플레이 수익성 극대화를 추구할 것으로 전망된다. 한편, 노트시리즈의 공백은 2017 년까지는 후폭풍을 겪을 것으로 우려되지만, 향후 Foldable OLED 를 채택한 신기종으로 2018 년부터 적극적인 수요 창출 드라이브를 할 것으로 기대된다.

노트 7 의 발화원인은 고기능 집적화에 따른 발열

삼성전자 IM 은 발화문제가 발생한 갤럭시노트 7 의 글로벌 판매중단을 결정하며 위기에 봉착했다. 우리는 이번 노트 7 의 발화원인을 고기능 집적화에 따른 스마트폰 내 열(Heat) 관리 실패라고 추정한다. 2011 년 갤럭시 S2 를 출시한 이래 지켜왔던 갤럭시의 프리미엄 이미지 훼손과 신뢰도 하락이 우려되고 있다. 향후 삼성전자는 제품 안정성을 위해 단가인하를 통한 비용효율화 보다는 품질관리에 중점을 둘 것으로 전망된다. 특히 노트 7 에서 이슈가 됐던 방열부품과 품질관련 검사공정 업체들의 중요성이 부각될 것이다. 또한 2017 년 신규 IT 디바이스의 출사를 통해 신뢰 회복을 노릴 것으로 전망한다. 우리가 주목하는 2017 년 신제품은 제품사양이 대거 변경되는 갤럭시 S8 과 연말 출사가 기대되는 Foldable OLED 채용 제품이다.

Contents

1. 주식전략	Strategist. 이은택
2. 반도체 산업	반도체/디스플레이 김영우
3. 디스플레이 산업	반도체/디스플레이 김영우
4. 스마트폰 산업	휴대폰/전기전자 박형우
5. 개별종목	통신/지주/인터넷/게임 최관순

Compliance Notice

- 작성자(김영우, 이은택, 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 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 19일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

1-1. Top-down: 1987 in the United State

1. 들어가기: 정말 주가가 상승하나요?

(1) 정말 2017 년엔 수요가 확대되나요?

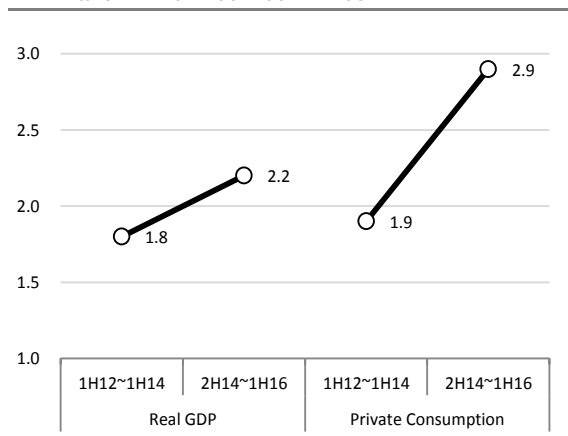
시장에 긍정론이 점차 확산되고 있다고 한다. 올해 초 미국의 금리인상과 중국 위안화가 급락할 때만 해도 비관론이 팽배했던 것과는 전혀 다른 분위기이다. 이러한 긍정론은 대부분 미국의 소비 확대와 신흥국의 경기 바닥, 그리고 재정정책 확대에 따른 수요증대 기대감에 기반한다. 그런데 부진했던 수요가 정말 내년부터 증가할 수 있을까? 마음 한 켠에 좀 의심스러운 생각도 든다.

사실 내년에는 글로벌 경기가 좀 더 좋아질 것이라는 의견에 동의한다. 다만 어떤 경로로 경기가 좋아질지는 좀 다른 시각이 필요하다는 생각이다.

먼저 미국 소비 확대를 생각해보자. 사실 미국의 소비는 지난 2 년 동안도 나쁘진 않았다. 유가 급락이 시작된 2014 년 3 분기 이후와 이전을 비교해보자. 유가급락 전 GDP 성장률은 1.8%/민간소비는 1.9% 증가했지만, 급락 이후 GDP 성장률은 2.2%/민간소비는 2.9% 증가하며 상당히 견조했다. 그리고 데이터상으로 보면 미국의 실질 개인소비지출증가율은 최근 10 년내 최고치를 기록하고 있다.

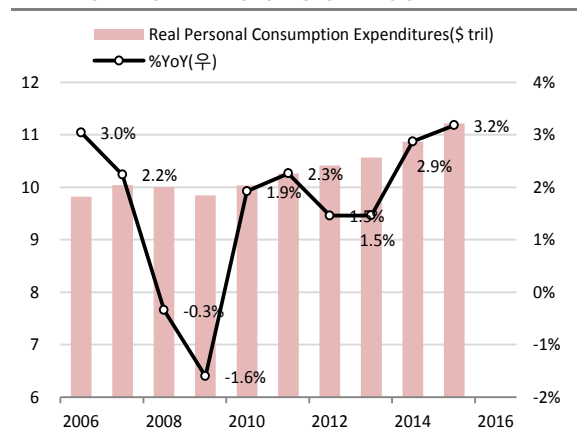
물론 정황상 내년에도 미국 소비는 매우 견조할 가능성이 높다. 노동시장이 타이트해지며 임금이 상승할 것으로 보이며, 정치적 불확실성도 다소 해소될 가능성이 높다. 하지만 ‘그럼 지금보다 더 좋을 것이냐’라는 질문에는 답하기가 쉽지 않다. 도대체 미국 소비가 얼마나 더 좋아야만 한국기업이익이 증가한다는 말인가?

도표 1 유가 급락 이전/이후: 이후엔 소비중심으로 호전



자료: brookings.edu, Bloomberg, SK 증권

도표 2 이미 소비는 10 년래 최고 증가율을 기록



자료: Bloomberg, SK 증권

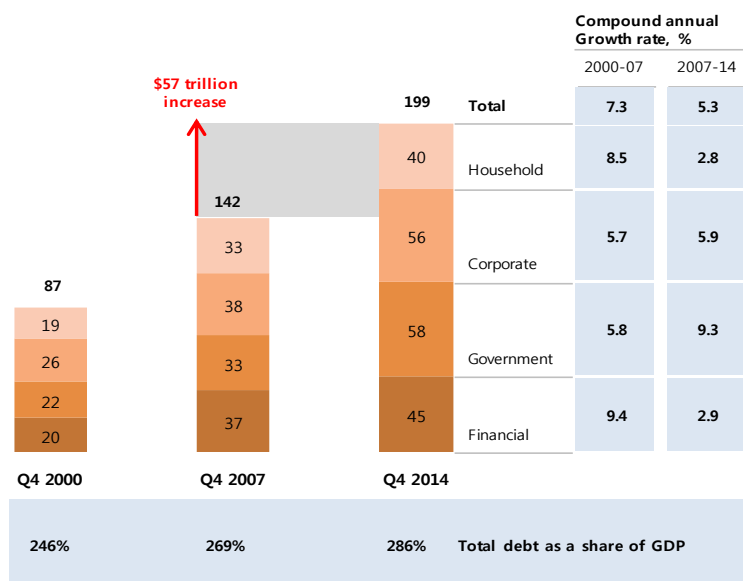
(2) 재정정책: 고양이 목에 방울 달기

통화정책은 점점 한계를 보이고 있고, 이제는 재정정책이 필요하단 주장이 힘을 얻고 있다. IMF는 보고서를 통해 글로벌 저성장 기조에서 벗어나기 위해서는 적극적인 재정정책(Growth-friendly fiscal Policy)이 필요하다고 주장한다. 지속 가능하며 일자리 친화적이고 균형적인 성장을 위해서는 공공지출을 통해 경기를 자극해야 한다는 것이다.

하지만 재정정책은 마치 ‘고양이 목에 방울 달기’와 비슷한 면이 많다. 많은 이들이 좋은 방법이라고 동의하지만, 누구 하나 선뜻 나서는 사람이 없다. 수많은 국가들이 과도한 부채문제를 겪고 있기 때문이다. 이 때문에 신고전학과 경제학자들은 재정정책에 반대한다. 대표적인 것이 케네디 로고프의 ‘슈퍼 부채 사이클’이다. 로고프는 현재의 저성장 위기는 재정정책을 쓰지 않아서가 아니라, 오히려 부채가 너무 과도하기 때문이라고 주장한다. 로마나 몽고제국도 부채 때문에 망했지, 경기부양책이 없어서 망한 것은 아니라는 것이다. 따라서 지금은 부채를 확대할 때가 아니라 줄일 때라는 것이다.

게다가 옛날과 같은 고정자산투자가 정말 다른 인프라 투자를 동반할 수 있을지도 의문이다. 왜냐하면 이미 전통산업들은 과잉투자문제가 심각하기 때문이다. 자칫 과잉산업 구조조정만 늦추는 결과를 낼 수도 있다. 그리고 보면 다들 자국의 부채문제를 걱정하면서, 다른 나라가 재정정책에 나서기를 바라고만 있는 모습이다.

도표 3. 금융위기 이후 부채조정에도 불구하고, 글로벌 부채 총량은 더욱 증가했다



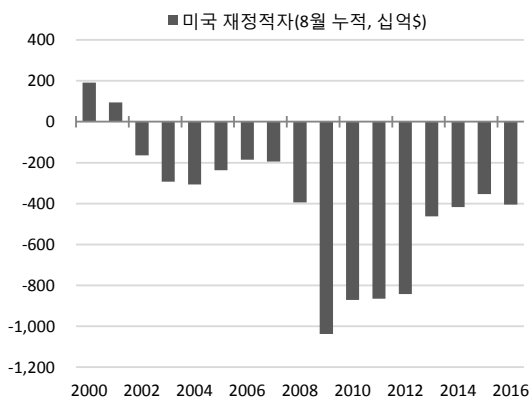
자료: Mckinsey, SK 증권

게다가 사실 중국이나 미국 심지어 한국도 추경 등을 통해 이미 재정정책에 나선 상태이다. 특히 중국의 경우 2000 년 이후 처음으로 8 월까지의 재정수지가 적자를 기록했다. 따라서 이미 재정정책은 시작되었다고 보는 것이 바람직하다.

물론 내년에는 그 규모를 좀 더 확대할 가능성이 높다고 생각한다. 하지만 앞서 언급한 점들을 고려한다면 그 규모가 올해에 비해 대규모로 증가할 것인지는 확실하기 어렵다. 게다가 이런 정책들이 나와주길 바라는 것은 전망이라기 보다는 바람이라고 보는 것이 더 맞을지도 모른다. 왜냐하면 대규모 재정정책의 여부는 다분히 정치적 결정의 영역이기 때문에, 이를 전망해내기는 쉽지 않다.

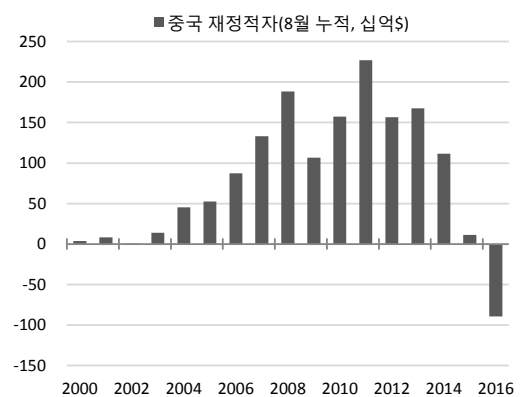
심층적으로나 최근 경향상 내년엔 미국의 소비가 증가할 것이며, 중국에서 재정정책 규모를 확대할 것이라는 생각에는 동의하는 바이다. 하지만 연간 전망에 이러한 심층을 대규모로 반영하기에는 다소 문제가 있다. 앞에서 살펴본 대로 미국 소비는 이미 양호한 상태이며, 중국 역시 이미 재정정책을 시작한 상태이기 때문이다.

도표 4. 이미 미국의 재정정책은 시작되었다



자료: Bloomberg, SK 증권

도표 5. 이미 중국의 재정정책은 시작되었다



자료: Bloomberg, SK 증권

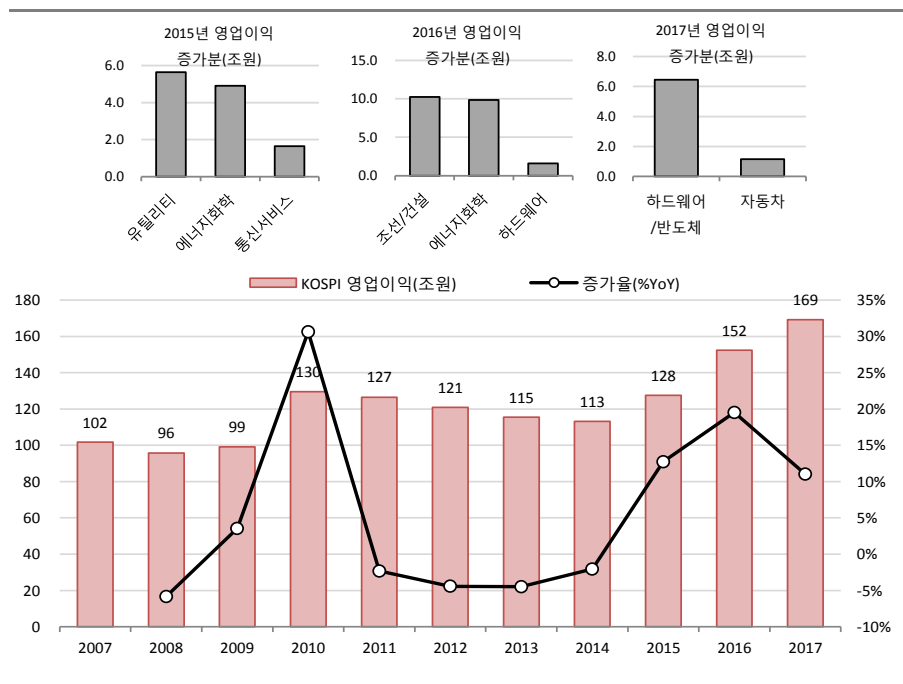
(3) 기업이익: 좋아지겠지만, 기저효과를 생각하면...

내년도 이익 역시 회복기조를 이어갈 가능성이 크다. 다만 올해 대비해서 얼마나 많이 좋아질 것인지는 고민스러운 부분이다. 왜냐하면 올해 이익의 증가폭이 컸기 때문이다. KOSPI 영업이익은 150 조원이 넘을 것으로 예상되고 있다. 작년 128 조원이 비교하면 20%정도 좋아진 것이다.

업종별로 살펴보자. 2015 년엔 유틸리티(한전), 통신(단통법), 에너지화학이 이익 반등을 이끌었고, 2016 년엔 조선/건설의 흑자전환이 이익 증가를 이끌었다. 그런데 2017 년 예상치는 전적으로 IT(반도체)에 의존하고 있다. 당사도 IT 를 좋게 보고 있으나, IT 업종 하나에 기댄 이익 추정치는 다소 불완전한 것이 사실이다. 게다가 내년엔 유틸리티/보험을 제외한 모든 업종의 이익이 증가할 것이라는 가정은 더 불투명한 요소이다. 게다가 2014 년 대비 이익이 40 조원(35%)나 증가했는데도 주가는 여전히 2,000pt 에 머물고 있다는 것도 생각해볼 문제이다.

이처럼 낙관론이 기반한 논리들이 다소 위태해 보임에도 불구하고, 2017 년은 여전히 긍정적이다. 소비 급증이나, 재정정책, 이익 급증이 있다면 더할 나위 없겠지만, 이런 요소들이 없다고 해도 긍정적이라 생각한다. 그렇게 생각하는 이유를 같이 살펴보자.

도표 6. 잘나가던 주가는 2014 년 이후 약 2 년 동안이나 멈춰섰다



자료: Bloomberg, SK 증권

1-2. 멈춰선 기업이익, 그 범인을 찾아라

(1) 2015년부터 멈춰선 증시들

잘나가던 미국증시는 2015년 이후
1.5년이나 멈춰섰다. 그 이유는
무엇일까?

한가지 이상한 것이 있다. 앞서 언급한 대로 미국의 수요는 이미 견조한 상태이며, 중국의 재정정책은 시작한 상황이다. 그런데 글로벌 증시는 어떨까? 글로벌 증시는 2015년 이후 하락세이다.

더 주목되는 것은 미국증시이다. S&P500은 2015년 2월 2,100pt를 돌파한 이후 2016년 7월 2,150pt를 넘어설 때까지 약 1.5년간 횡보했다. 2012년 이후 거칠 것 없이 독야청청(獨也靑靑)하던 미국증시가 갑자기 멈춰선 이유는 무엇일까?

매크로 문제는 아니다. 최근에 미국의 GDP 성장률이 다소 둔화된 것은 맞지만, 그렇다고 2012~2014년에 비해 2015년 이후 성장률이 눈에 띄게 느려진 것도 아니다. 2012~2014년 연평균 GDP 성장률은 약 2.1%인데, 2015~2016년 연평균 GDP 성장률은 2.2%이다. 오히려 최근 성장률이 소폭 더 높다. 2015년 하반기 중국 자금유출, 2016년 6월 브렉시트 등의 매크로 이슈가 있었지만, 금융시장의 혼란을 가져온 정도였지 경제성장률을 꺾을만한 이벤트는 아니었다.(이후 내용은 '6개월 전략' 내용을 편집한 것)

도표 7. 잘나가던 주가는 2014년 이후 약 2년 동안이나 멈춰섰다



자료: Bloomberg, SK 증권

(2) 범인은 기업이익이다

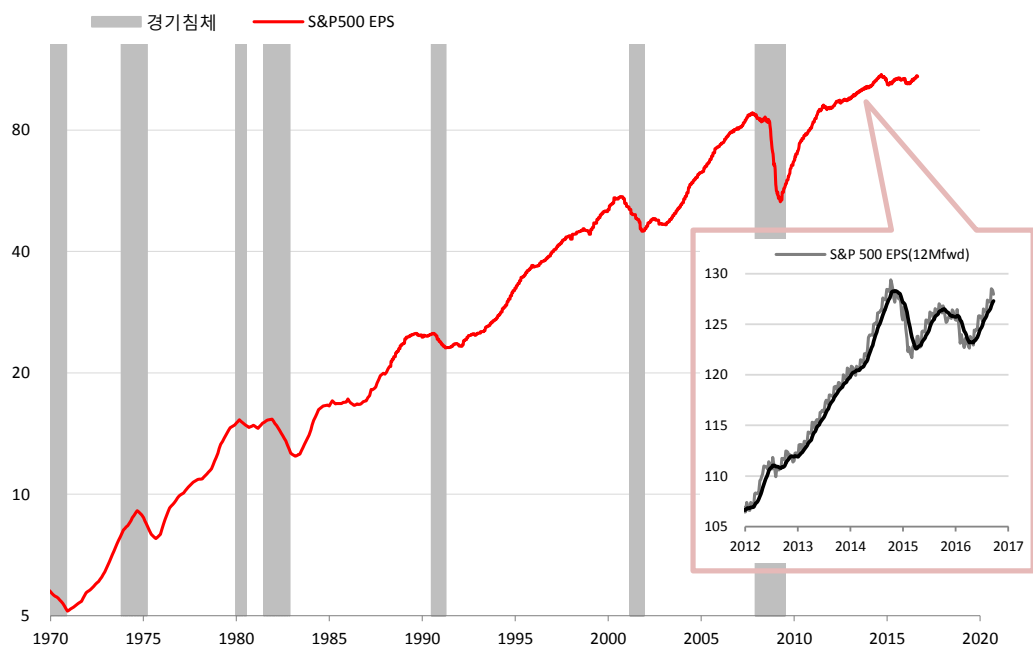
문제는 기업이익이다. 2014 년 말부터
기업이익은 상승세가 꺾였고, 완전한
하락세로 접어들었다

2015 년부터 미국증시가 횡보세를 보였던 이유는 바로 기업 이익이 감소했기 때문이다. 비록 소폭이긴 하지만 S&P500 EPS 는 감소하는 모습을 보였다. 금융위기 이후 줄곧 증가세를 보이던 EPS 가 2014 년 말부터 갑자기 완전한 하락을 보이면서 주가는 랠리를 멈춘 것이다.

한편으로 이것은 너무 당연해 보인다. 기업이익이 횡보해서 주가가 횡보했다는 것이 무엇이 이상한가? 그런데 이것은 상당히 중요한 의미를 가진다. 왜냐하면 기업 이익(EPS)은 경기침체가 아니고서는 횡보하거나 하락하는 경우가 없기 때문이다. 우리가 말하는 기업이익은 명목 EPS 이기 때문에 최소한 물가상승률만큼은 상승하는 것이 일반적이다.

지금은 경기침체인가? 당연히 그렇지 않다. 그렇기 때문에 지금의 EPS 하락은 매우 이례적인 현상이라는 것이다. 그렇다면 기업이익(EPS)은 왜 경기침체가 아닌데도 왜 마치 경기침체를 겪은 것처럼 하락한 것일까? 본 자료에서는 최근 EPS 가 하락한 이유를 두 가지 찾았다. 지금부터 같이 그 이유를 살펴보자.

도표 8. 경기침체로 수요가 급감하는 상황이 아니라면 명목이익이 감소하는 경우는 별로 없다



자료 Thomson Reuters, SK 증권

주 음영은 경기침체

1-3. 그런 적이 있는데, 그랬던 것들

(1) 가동률, 기업이익을 가장 잘 설명하는 매크로 지표

기업이익과 관련성이 가장 높은
매크로 데이터는 가동률이다. 따라서
가동률의 반등 타이밍을 잡는 것은
매우 중요하다

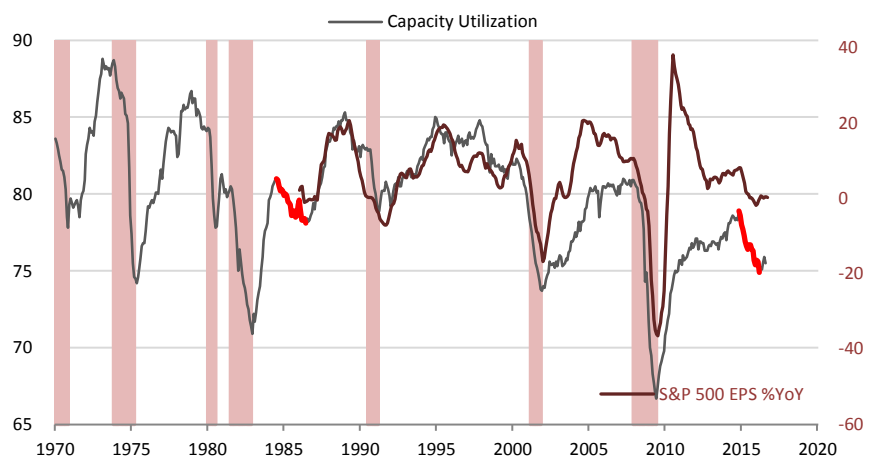
여러 매크로 데이터들 중 기업이익과 가장 관련성 높은 데이터를 딱 하나만 꼽으라고 한다면, '가동률' 데이터를 선택할 것이다. 가동률이 높아지면 기업 매출액이 증가하며, 또한 투자 이익을 회수하는 시점이 앞당겨지면서 이익은 더욱 빠르게 증가하게 된다. 미국 가동률 그래프를 참고해보자. 미국 증시의 EPS 증가율과 가동률은 거의 같은 패턴으로 움직인다. 따라서 가동률이 떨어지면 이익이 부진할 것이라고 추정할 수 있으며, 반대로 가동률이 반등한다면 기업의 이익도 빠르게 증가할 것이라고 가정할 수 있다.

가동률은 일반적으로 경기침체에
하락한다. 그런데 최근엔 경기침체가
아님에도 가동률이 급락했다. 이런
사례는 1986 년과 2016 년뿐이다

그런데 흥미로운 것이 하나 있다. 가동률은 일반적으로 경기침체에만 하락하는 경향을 보인다는 것이다. 아래 그래프에서 확인할 수 있듯이, 가동률이 하락하는 시기와 경기침체 시기는 정확하게 일치한다. 당연한 것이지만, 경기침체로 수요가 감소하면 가동률이 하락하기 때문이다. 미국 가동률 데이터는 2014 년 말부터 하락했지만, 정작 이 시기는 경기침체가 아니었다. 매우 이례적인 상황이 벌어진 것이다. 그런데 경기침체가 아님에도 가동률이 하락한 시기는 지금 말고도 또 존재한다. 바로 1986 년이다. 당시 미국 가동률 데이터는 1985 년 81%를 기록한 이후 1986 년 78%까지 하락했다.

1986 년과 2016 년은 공교롭게도 딱 30 년 차이가 난다. 그런데 이 두 시기 미국의 가동률은 경기침체가 아니었음에도 불구하고 왜 경기침체처럼 움직였을까?

도표 9. 가동률은 기업이익과 가장 밀접한 관련성이 있는 매크로 데이터이다



자료 Thomson Reuters, Bloomberg, SK 증권
주 음영은 경기침체

세가지 데이터는 모두 후행지표라는
공통점이 있는데 후행지표는
경기침체를 제외하곤 마이너스로 가는
일이 극히 드물다

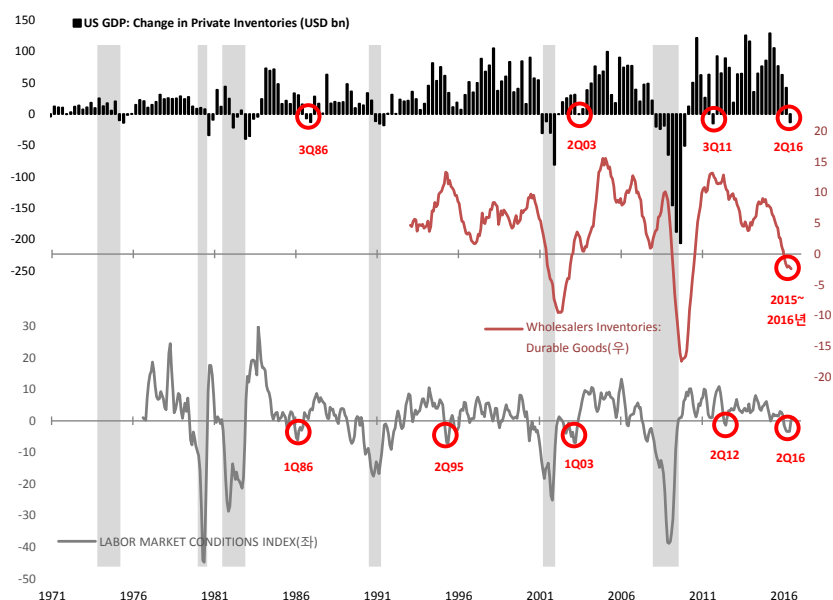
경기침체가 아님에도 마치 경기침체처럼 마이너스를 기록한 데이터들이 또 있을까? 찾아보았더니 몇 가지를 찾을 수 있었다. 재고투자, 도매재고, 고용지표 등이 그것이다. 그런데 흥미로운 것은 이들 데이터가 이런 반응을 보인 시기가 대부분 일치한다는 것이다. 이는 그 시기에 경기침체는 아니어도 무언가 경영자들의 심리에 큰 충격을 줄만한 사건들이 벌어졌다는 사실을 알 수 있다. 과연 어떤 일이 있었을까?

① 2002 년은 9.11 테러와 사스(SARS,중증급성호흡기증후군)의 유행한 시기이다. 이 영향으로 글로벌 물동량이 급감했고, 경제는 한 순간에 얼어붙었다. 당시 코스피 주가도 930pt 에서 510pt 까지 40% 이상 급락했다.

② 2011 년에는 미국 신용등급강등과 유로존 위기가 발생했다. 많은 사람들에게 당시 혼란은 아직도 생생할 것이다. 유로존이 해체될 것이라는 우려에 코스피 주가는 2,200pt 에서 순식간에 1,650pt 까지 25%나 급락했다.

두 번 모두 심리적으로는 경기침체에 준하는 엄청난 충격이 있었다. 그런데 정작 중요한 것은 2016 년에는 별다른 매크로 쇼크가 없었다는 것이다. 그런데 이상하게도 1986 년 역시 별다른 매크로 쇼크를 찾을 수가 없었다. 도대체 어떤 일이 있었던 것일까?

도표 10. 세가지 데이터는 모두 후행지표라는 공통점이 있고, 이들이 마이너스로 빠진 시기는 대부분 일치한다



주 Fred Bloomberg, SK 증권

참고 음영부분은 미국 경기침체 시기

(2) 1985 년과 2015 년의 유가 급락

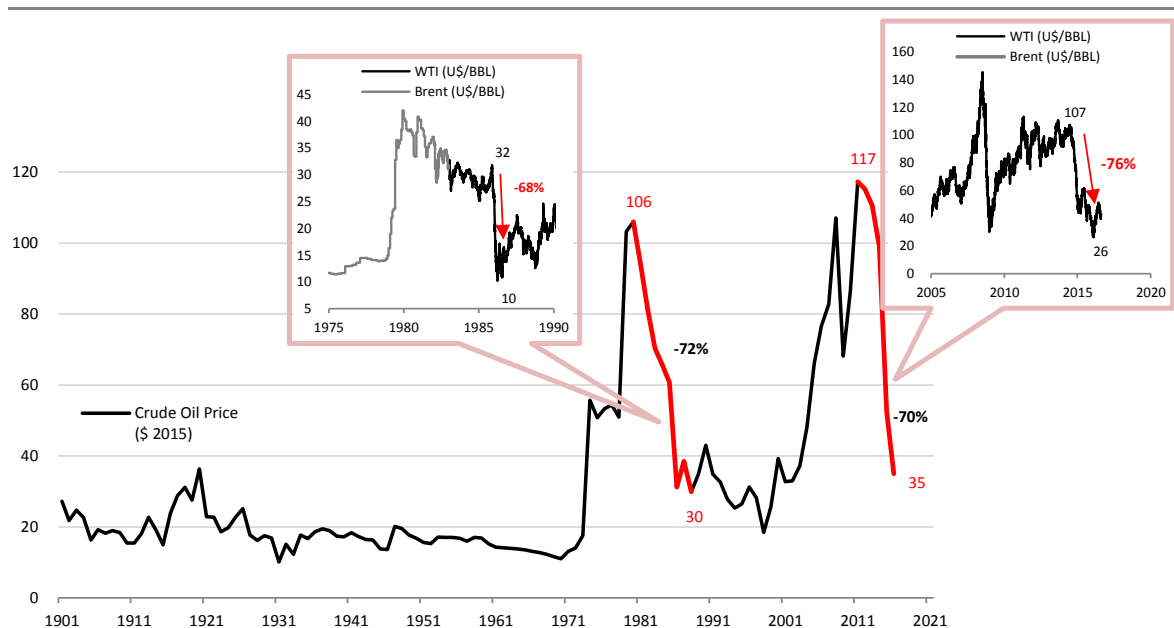
1985 년과 2015 년에는 경기침체도
매크로 충격이 없었지만, 유가급락
이라는 이례적인 사건이 발생했다

2016 년에 브렉시트 같은 사건이 있긴 했지만, 큰 충격이었다고 보기는 어렵다. 실제로 주가반응 역시 2003 년이나 2012 년에 비해 미미했다. 그렇다면 별다른 매크로 충격이 없었는데도 왜 경영자들의 심리는 위축되었을까?

그런데 1986 년과 2015 년엔 한가지 공통적인 사건이 있다. 바로 유가가 급락했다는 것이다. 두 번 모두 OPEC 과 비 OPEC 국가들(북해유전(1985 년)/셰일가스(2014 년)의 공급과잉 문제로 유가가 70% 이상 하락하는 보기 드문 충격이 발생했다. 그리고 하나 더 추가하자면, 달러가 약세흐름을 멈추고 강세로 전환했다는 공통점도 있다.

그런데 이상한 점이 하나 있다. 2014 년 유가가 급락했을 때, 여러 경제기관들은 저유가가 글로벌 경제에 경기부양 효과를 줄 것이라는 낙관적인 전망을 했다. 재닛 옐런 연준의장 역시 유가 급락으로 가구당 평균 70 만원의 연료비를 절감할 수 있을 것이라는 통계를 언급했다. 하지만 2 년이 지난 지금도 저유가가 경제성장에 긍정적인 영향을 미쳤는지는 확실치 않다. 오히려 원자재 관련 섹터를 중심으로 채고, 생산 그리고 고용 측면에서는 부정적 영향이 더 컸다. 그 이유는 무엇일까? 그리고 향후에도 이런 저유가의 효과는 없는 것일까?

도표 11. 1985 년과 지금은 유가 급락이 나타났다는 공통점이 있다



주: BP, SK 증권

유가 하락의 긍정적인 영향은커녕,
일부 데이터를 경기침체에 준하는
수준으로 끌어내린 이유는?

(3) 브루킹스연구소 해석: 투자의 위축

브루킹스연구소는 최근의 유가급락이 미친 효과를 확인하는 작업을 했다(노트르담 대학교 Christiane Baumeister, 미시건 대학교 Lutz Kilian). 이 보고서가 반가운 이유는 이들 역시 1986 년에 주목했기 때문이다.

유가하락으로 인한 소비 확대 효과는 어느 정도 나타난 것으로 파악된다. 유가 급락 이후 민간소비는 그 이전보다 좋아졌다(앞에서도 소비는 견조했다고 언급). 그런데 문제는 투자이다. 투자는 유가 급락 이후 급격하게 둔화되는 모습이 나타났다.

사실 유가하락으로 관련산업의 투자가 감소한 것은 충분히 납득할만 하다. 그런데 흥미로운 것은 유가 급락 후 1 년이 지난 후반기 투자인데, 유가 하락의 영향을 딛고 일어서기는커녕, 오히려 투자 감소가 다른 산업까지 확산되는 모습이 나타났다. 게다가 소비가 호전되었음에도 투자 감소가 다른 산업까지 확산되는 현상은 흥미롭다. 9 월 FOMC 기자회견에서 옐런 의장도 동일한 지적을 하고 있다. 유가 하락으로 원유생산시설 투자가 감소한 것은 이해가 되지만, 최근 투자지출 둔화는 원유 관련 업종 이외의 산업으로 확대되고 있는데 그 이유를 알기 어렵다는 것이다. 그런데 중요한 것은 1986 년에도 이와 비슷한 현상들이 나타났다는 것이다. 유가 급락이 이런 현상을 불러온 이유는 무엇일까? 그리고 이후 이런 사태는 어떻게 전개될지 알아보자.

도표 12. 미국 평균 실질 GDP 및 구성요소 상승률(%)

	2012Q1-2014Q2	2014Q3-2016Q1
Real GDP	1.8	2.2
Private Consumption	1.9	2.9
New Motor Vehicles	6.0	-2.8
Nonresidential Investment	5.1	1.5
Oil-related Investment	7.1	-47.7
Other investment	4.9	5.0

자료: brookings.edu, Bloomberg, SK 증권

도표 13. 저유가로 인한 순부양효과

Component of Real GDP	Percentage of Cumulative real GDP Growth 2014Q3-2016Q1
Discretionary Income Effect on Private Consumption	+0.61
Operating Cost Effect on Private Consumption	+0.09
Oil-Related Private Nonresidential Investment	-0.62
Petroleum Trade Balance	+0.04
Net Stimulus	+0.12

자료: brookings.edu, Bloomberg, SK 증권

도표 14. 원유 관련 이외의 섹터 투자 감소현상

	2014Q3- 2016Q1	2014Q3- 2015Q2	2015Q3- 2016Q1
A. Private Fixed Nonresidential Investment	1.6	3.8	-1.4
Excluding Oil Investment	4.6	6.8	1.8
Oil investment Only	-48.2	-35.2	-61.5
B. Investment in Structures	-2.9	0.2	-6.7
Excluding Petroleum and Natural Gas Structures	10.2	12.0	7.9
Petroleum and Natural Gas Structures Only	-50.80	-34.2	-66.6
C. Investment in Equipment	1.6	3.3	-0.6
Excluding Mining and Oil Field Machinery	2.7	4.7	0.2
Mining and Oil Field Machinery Only	-39.4	-39.7	-39.1

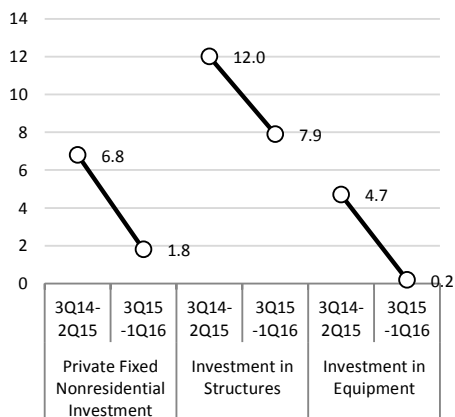
자료: brookingsedu, Bloomberg, SK 증권

도표 15. GDP에서 석유 및 비석유 부문의 부가가치 증분

	2014Q3- 2016Q1	2014Q3- 2015Q2	2015Q3- 2016Q1
A. Real GDP (Value Added)	2.4	2.7	1.7
Excluding Mining Sector	2.4	2.6	2.0
Mining Sector	2.4	9.0	-9.5
B. Real GDP	2.4	2.7	1.8
Excluding Oil States	2.3	2.6	1.9
Oil States	2.7	3.7	0.7
C. Real GDP	2.2	2.7	1.5
Excluding the Petroleum Trade Balance	2.2	2.7	1.5
Excluding Investment in Oil and in Railroad Equipment	2.6	3.1	1.9

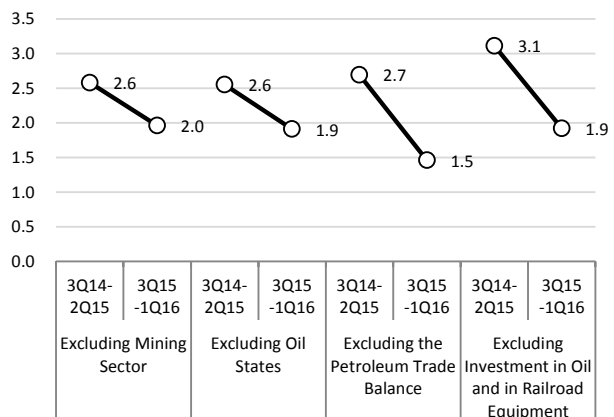
자료: brookingsedu, Bloomberg, SK 증권

도표 16. 유가 급락 후 전/후기 비석유 투자 둔화현상



자료: brookingsedu, Bloomberg, SK 증권

도표 17. 유가 급락 후 전/후기 GDP(원유 제외) 둔화현상



자료: brookingsedu, Bloomberg, SK 증권

70% 이상의 유가급락은 일반적 유가 하락과는 달리 단기적 디플레 우려를 극대화하고, 경영자 심리에 타격을 준다

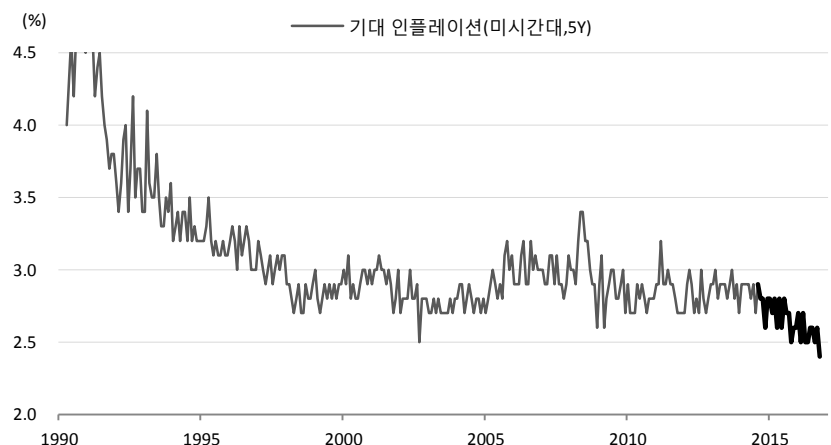
(4) IMF의 디플레이션 가설과 거시경제의 평탄화 가설

왜 소비 관련된 투자도 감소했을까? IMF 수석 이코노미스트인 모리스 오프펠드는 일반적인 유가 하락은 소비에 긍정적이나, 지나친 급락은 오히려 소비자 심리에 타격을 준다고 분석했다. 왜냐하면 디플레이션 우려가 커지기 때문이다.

디플레이션이 나타나면 사람들은 주택이나 자동차 등 고가품(내구재)의 구매를 유예한다. 가격이 떨어지는 상황에서 주택을 사는 것은 손해를 볼 수 있는 행위이다. 자동차도 향후 가격이 하락할 것이기 때문에 구매를 뒤로 미루는 것이 좋다. 이런 이유로 소비자들은 소비를 늦추고 오히려 현금 보유(저축)를 늘리게 된다. 기업 역시 마찬가지이다. 디플레이션 환경에서는 투자 계획을 유보하고, 재고나 고용을 줄인다. 향후 공장부지나 재고의 가치가 떨어질 것이기 때문이다. 또한 디플레이션 하에서는 채무자의 채무 실질가치가 상승한다. 이런 상황을 탈피하기 위해 채무자는 자산이나 재고를 처분하고자 한다. 그러면 시장에서 자산/상품가격은 더욱 하락한다. 결국 소비와 투자의 감소는 전반적인 가격 하락을 초래하고, 이는 생산위축으로 이어지면서 경제를 위축시킨다.

실제로 미국 소비자들이 생각하는 장기 기대 인플레이션은 크게 꺾이고 있다. 미시간대 기대인플레이션 설문은 금리 선물에 반영된 기대 인플레이션과는 달리 실제 소비자들의 심리를 알 수 있다. 그런데 금리 선물의 기대 인플레이션은 반등한 반면, 소비자들이 생각하는 기대 인플레이션은 조사 이래로 가장 낮은 수준에 머물고 있다. 특히 유가 급락 이후 2% 후반에서 머물던 기대 인플레이션이 유가 급락 이후 2008년 금융위기나 9.11 테러보다 더 낮은 수준까지 하락했다. 이런 심리가 경기에 영향을 미친 것으로 풀이된다.

도표 18. 2014년 하반기 유가 급락 이후 소비자들 사이에서 디플레 우려 확산



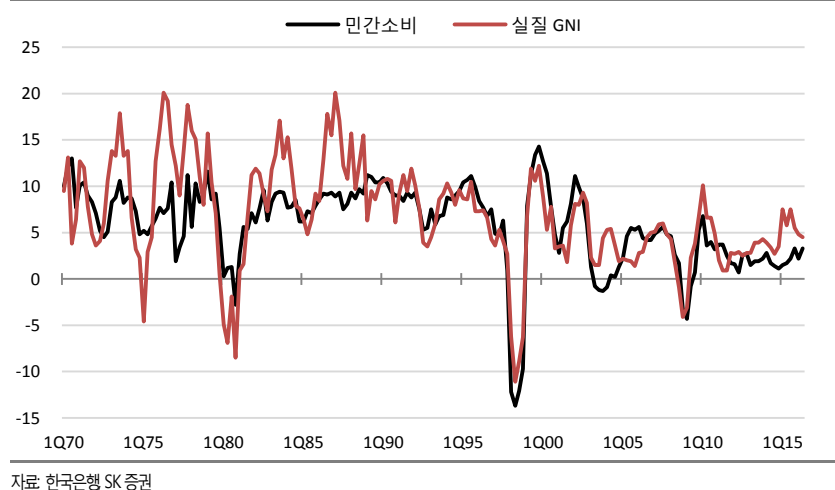
자료 Bloomberg, SK 증권

금융위기 이후 평탄화 현상의 퇴조도 영향을 미친 것으로 사려된다. 소비평탄화란 소득의 변동성은 높지만, 소비는 소득만큼 크게 변하지 않고 어느 정도 smoothing 하게 움직인다는 이론이다. 기업측면에서는 이와 비슷한 이론으로 재고평탄화를 들 수 있다.

그런데 문제는 거대한 매크로 충격 이후, 이런 소비평탄화 현상이 완전히 뒤바뀐다는 것이다. 한국의 외환위기(97년 IMF)가 좋은 예이다. 한국도 외환위기 이전에는 소비평탄화 경향을 확인할 수 있다. 하지만 외환위기 이후에는 소비평탄화 기조가 퇴조한 것으로 나오는데, 위기 이후 약 10 여년 이상 동안 소득보다 소비가 훨씬 더 크게 움직였다. 소득이 조금 감소해도 소비는 많이 줄이는 소위 역(逆)소비평탄화 현상이다.

이는 거대한 경기 충격의 고통스러운 경험(외환위기)이 소비자(생산자)의 소비(투자)행태를 바꾼다는 뜻이다. 충격 이후에는 경기의 작은 변동에도 소비자(기업)은 훨씬 더 민감하게 반응하며, 소비나 투자를 훨씬 크게 위축시킨다. ‘자라보고 놀란 가슴 솥뚜껑보고 놀란다’는 속담과 같다. 2008년 금융위기는 미국 소비자와 기업에게 한국의 금융위기와 비슷한 충격을 가했을 수 있으며, 이후 나타난 유가 급락 사태는 소비평탄화 기조를 위축시키는 역할을 했을 것이라고 생각할 수 있다.

도표 19. 외환위기의 고통스러운 경험은 경제주체의 행동양식을 바꿨다

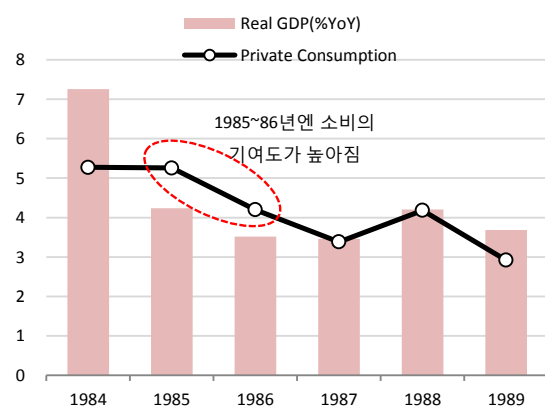


이러한 생각들이 최근 위축이 확산되는 투자(재고/고용) 등을 100% 명확하게 설명해주진 못하지만, 어느 정도 최근 경제 현상과는 맞아 떨어짐을 알 수 있다. 특히 내구재 주문이 감소한 현상은 이와도 관련이 있다고 생각한다. 전체 소비는 좋아졌음에도 불구하고 가격이 비싼 제품이 중심인 내구재 주문은 오히려 감소한 현상이 나타났다. 앞에서 설명한 디플레이션 가설이나 소비평탄화 설명 등과 어느 정도 일치한다.

중요한 것은 1986 년에도 이와 비슷한 현상들이 발견된다는 것이다. 브루킹스 연구소 역시 논문에서 1986 년과 지금은 경제 전반의 데이터가 놀라울 정도로 유사하다면서, 당시 유가 급락 사태를 통해 봤을 때 최근에 있었던 유가 급락 현상이 경제에 미칠 영향을 미리 예측할 수 있었을 것이라고 주장한다. 1986 년 또한 지금과 마찬가지로 유가하락은 정확히 ‘소비 증가’와 ‘투자 하락’이라는 두 측면에서 경제에 영향을 미쳤다. 특히 소비가 견조함에도 투자의 부진은 좀 더 장기적으로 경제에 악영향을 미쳤다는 사실에 주목할 필요가 있다.

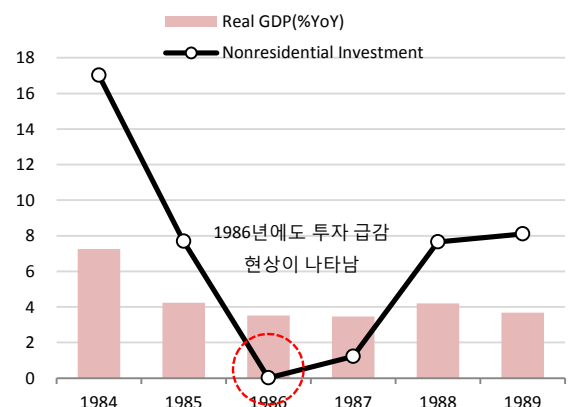
다만 유가 급락의 영향 정도를 따지자면 1986 년이 지금보다는 덜 파괴적이었다. 첫째, 절대 유가의 낙폭이 지금보다는 적었다. 따라서 석유 채굴업체에 미치는 영향이 현재에 비해 제한적이었다. 둘째, 소비에서 석유가 차지하는 비중이 지금보다 1986 년이 더 컸다. 따라서 유가 낙폭이 지금보다는 작았지만, 저유가가 소비에 미치는 긍정적 영향은 지금보다 컸다.

도표 20. 1986 년 유가 급락으로 소비는 견조했지만



자료: Fred, SK 증권

도표 21. 투자증가율은 제로수준까지 급락했다

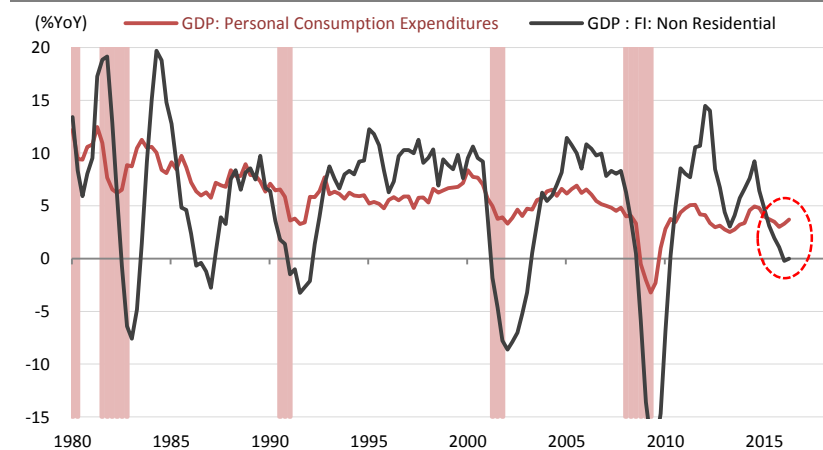


자료: Fred, SK 증권

우리는 지금까지 1986 년과 2016 년의 유사성에 주목했다. 이 두 시기에는 유가 70% 이상 급락이라는 매우 드문 사건이 발생했다. 그리고 유가 급락은 소비에는 일정부분 긍정적인 영향을 미쳤으나, 투자/재고/고용 등에는 부정적인 영향을 미쳤다. 그리고 유가 급락 초기에는 원자재 관련 투자만 감소했으나, 후기에는 원자재 이외의 다른 산업까지 투자 감소현상이 확산되었다.

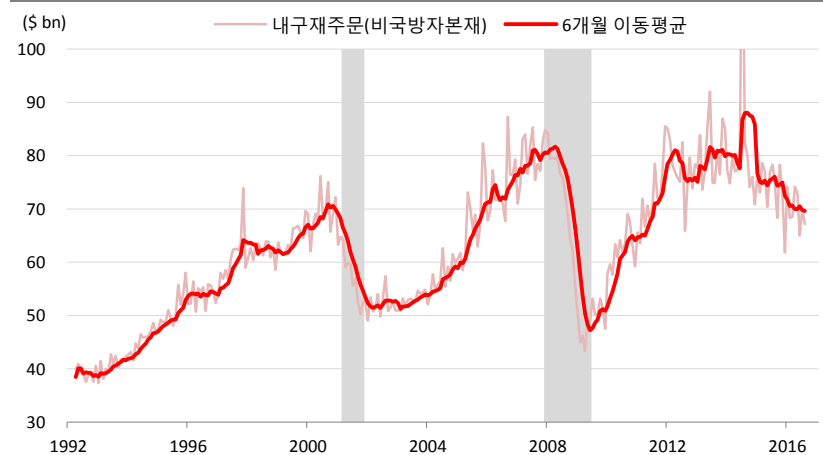
그런데 중요한 것은 이것인데, 소비와 투자는 마치 바늘과 실 같아서 영원히 따로 갈 수는 없다는 것이다. 소비가 하락하든, 투자가 상승하든, 결국 두 데이터는 다시 동조화(coupling)될 수 밖에 없다. 물론 경기침체 가능성을 전혀 배제할 수는 없지만, 현재 여러 가지 데이터(제조업지수, GDP, 신규주문 등)를 기반으로 봤을 때 그 가능성이 크지는 않다고 판단한다.

도표 22. 소비와 투자는 바늘과 실 같아서, 지금과 같은 디커플링이 계속될 수는 없다



자료: CEC, SK 증권

도표 23. 비국방 자본재 주문 역시 점차 상승하고 있다



자료: CEC, SK 증권

1987년 유가충격에서 벗어나자
restocking 수요를 맞추기 위해
가동률이 급상승했고 이익도 급증했다

(5) 1986 년은 과거이고, 1987 년은 미래이다

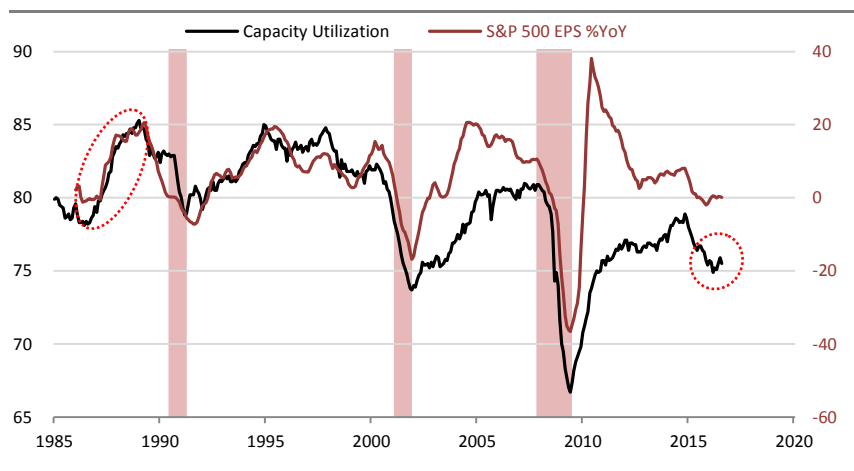
지금까지 우리가 주목한 것은 1986 년과 2016 년의 유사성이었다. 본 자료의 결론은 아주 단순하다. 1985 년과 2015 년이 비슷하고(유가급락), 1986 년과 2016 년이 비슷하다면, 2017 년은 1987 년을 참고할 수 있을 것이란 기대이다. 따라서 1987 년 데이터를 살펴보는 것을 마지막으로 결론을 지어보고자 한다. 당시 기업이익, 증시, 금리, 환율을 나누어 각각 살펴보자.

1987 년 가동률&기업이익: 유가 충격에서 벗어나다

1986 년 유가가 바닥을 찍자, 그 해 여름부터 가동률은 상승하기 시작했다. 중요한 것은 유가가 다시 반등해서 가동률이 오른 것이 아니라는 사실이다. 유가는 그 이후로도 무려 10 년 이상 낮은 수준에 머물렀음에도 불구하고, 경제데이터들은 유가 급락의 후유증에서 벗어나기 시작했다. 유가급락 폭풍이 지나가고 정신을 차리고 나니 줄어든 재고와 고용, 그 동안 홀드되었던 신규주문 등이 눈에 띄기 시작한다. 그리고 다시 정상으로 돌아가기 위한 restocking cycle 이 시작되었다. 당시 가동률은 마치 경기침체를 벗어난 것처럼 빠른 속도로 반등했고, 기업이익도 1987 년부터 급격한 반등세를 보였다.

현재는 어떨까? 가동률은 이미 올해 2 분기부터 반등세를 보이고 있다. 바로 유가가 바닥을 찍은 시점이다. 이익에서 아직 뚜렷한 모습은 없지만, 하락 속도가 둔화되는 모습이다. 향후 유가가 다시 급락하지만 않는다면, 저유가 상황이 고착화된다고 하더라도 1987 년과 유사한 기업이익 회복을 기대할 수 있다.

도표 24. 1987 년, 유가 충격에서 벗어나며 가동률/EPS 는 급상승했다



자료 Thomson Reuters, Bloomberg, SK 증권

1987 년 주가: 폭등 그리고 블랙먼데이

1987 년 기업이익이 급증하자, 주가도 급등 랠리를 보였다. 다만 1987 년 10 월엔 블랙먼데이가 발생했다는 점은 기억해두자

기업이익이 호전되었으니, 주가 상승은 충분히 예상 가능했을 것이다. 미국증시 (S&P500)는 1987 년 240pt 로 시작하여, 그 해 8 월 335pt 를 기록한다. 불과 7 개 월만에 40%나 급등한 것이다. 이익의 증가를 등에 업은 주가 급등이었다.

다만 한가지 고려해야 할 것이 있는데, 거칠 것 없이 승승장구하던 미국증시는 그 해 10 월 19 일 월요일 급작스러운 주가급락을 경험한다. 바로 하루 만에 주가가 22.6%나 급락했던 블랙먼데이(Black Monday)였다. 그렇다면 지금도 블랙먼데이 가능성을 경계해야 할까? 이에 대해서는 '1987 년 금리'에서 다시 다루겠다.

한국증시는 당시 3 저호황(저유가/저금리/저환율)을 누리고 있었다. 1986 년 말 유가가 바닥을 찍고 반등했음에도 불구하고, 코스피는 1987 년 한해 동안 100%의 상승률을 기록한다. 사실 현재도 당시와 비슷한 상황인데, 저유가/저금리라는 측면은 동일하다. 다만 저환율(원화강세)라는 환경만 다소 다른 상황인데, 이에 대해서는 '1987 년 환율'에서 다시 알아보겠다.

도표 25. 1987 년 주가 급등, 10 월 블랙먼데이 발생



자료 Bloomberg, SK 증권

도표 26. 한국 역시 3 저호황으로 증시 급등



자료 Bloomberg, SK 증권

1987년 금리: 7년간의 하락이 멈추다

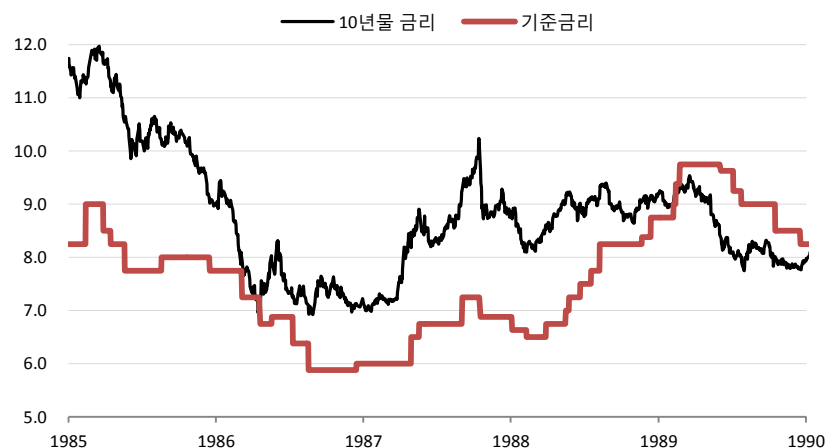
1987년 경기회복과 인플레이션으로
금리는 급등했다. 그리고 이것은 이후
블랙먼데이의 단초가 되었다

1986년 하반기 유가가 바닥을 찍고 반등하자, 1986년 12월부터 연준은 금리를 인상하기 시작했다. 연준은 1986년 12월부터 1987년 9월까지 총 4차례에 걸쳐 금리를 137bp 인상했다. 같은 기간 동안(약 10개월) 미국 10년물 금리는 7.0%에서 10.2%까지 320bp나 급등했다. 오일쇼크 종료 이후 시작되었던 7년간의 채권의 장기패러가 끝난 것이었다. (지금은 금융위기 이후 7년 되는 해이다)

그런데 당시 국채금리의 급등은 1987년 10월 ‘블랙먼데이’의 단초가 된다. 장기간 지속되던 통화 완화정책이 끝나고 긴축 사이클이 시작되자 자금은 채권시장에서 이탈했다. 금융시장이 긴축적인 환경으로 변한 상황에서 문제는 ‘포트폴리오 보험’에서 터졌다. 당시 유행하던 ‘포트폴리오 보험’에서 기계적인 선물매도가 쏟아져 나오자, 수급이 말라버린 증시가 붕괴하게 된 것이다. 최근에도 인덱스(ETF)로의 자금 편중이 오히려 시장 조정기능을 해치고, 쏠림 현상으로 인한 변동성 확대를 만들 수 있다고 경고하는 이들도 있다.

최근 그린스펀 전 연준의장은 블룸버그와의 인터뷰에서 ‘이런 낮은 금리는 오래 지속될 것으로 생각하지 않으며, 채권금리가 조만간 급등할 것’이라고 경고했다. 자세한 근거는 밝히지 않았지만, 자신이 연준의장으로 있었던 1987년 사례를 떠올렸을지 모르겠다. 다만 지금은 당시와 같이 금리가 급등할 환경은 아니다. 현재 시장 균형금리가 낮은 수준에 머물러 있기 때문이다. 따라서 블랙먼데이 재현 가능성을 무시할 수는 없지만, 가능성은 낮다고 평가한다.

도표 27. 유가급락이 일단락되자, 국채금리는 급등세를 보였다



자료 Bloomberg, SK 증권

1987 년 환율: 플라자합의의 추억

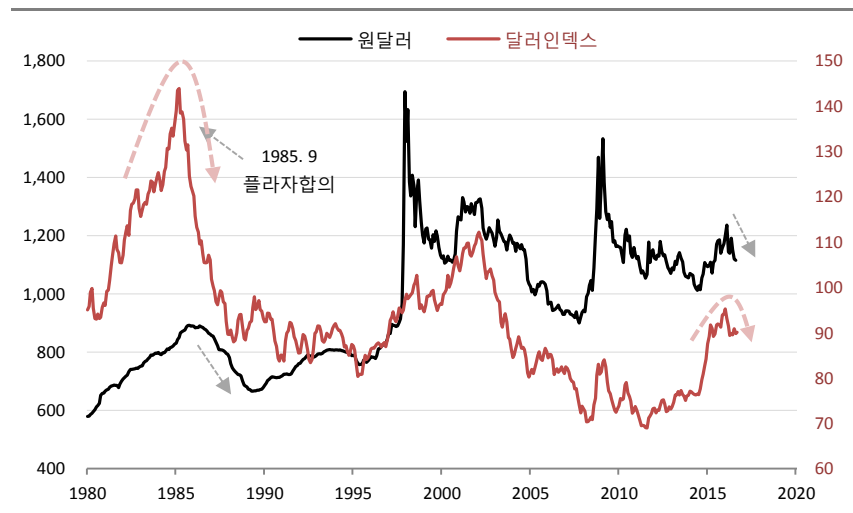
1985 년말 플라자합의는 저유가,
저금리와 더불어 저환율을 완성시키며,
1986~1988 년 3 저호황을 만들었다

당시 환율의 움직임은 지금과 비슷하다. 달러 강세가 가파르게 진행되다가 일단락 되었다. 다만 1986년에는 달러가치가 지금처럼 횡보하는 것이 아니라 급격하게 하락했는데, 1985년 9월에 있었던 플라자합의의 영향이 컸다. 당시 원화는 강제전환했는데 플라자합의에 따른 엔화 강세의 영향이 컸다. 유가가 급락하자 금리가 낮아졌고, 여기에 플라자합의로 원화까지 강세로 가면서 당시 한국에서는 단군 이래 최대 호황이라는 3저호황이 시작되었다.

당시 미국은 재정적자/무역적자라는 쌍둥이 적자 문제에 직면해 있었다. 이러한 글로벌 불균형을 해소하기 위해 미국은 우선 대미 흑자국에 대한 상계관세를 마련했는데, 이것은 1988년 슈퍼 301 조로 자리잡는다. 또한 플라자합의를 통해서 당시 경상수지 흑자국인 독일과 일본의 통화 강세를 강제했다. 최근 나타나고 있는 보호무역 기조와 외환시장 압박(환율조작국/BHC 법)과 매우 유사하다.

지금도 저금리, 저유가라는 점에서는 3저호황과 유사한 점이 있다. 다만 환율만 다르다. 당시는 플라자합의 등으로 원화 강세의 세기가 강했던 반면, 지금은 강세인 것은 맞지만 아직은 미미하다. 만약 30년 전과 같이 미국이 무역 불균형 국가에 압력을 가한다면 원화 강세 가능성이 있으며, 이는 3저호황 조합의 완성을 뜻한다.

도표 28. 원달러와 달러인덱스의 움직임은 30년 전과 지금이 매우 유사하다



자료 Bloomberg, SK 증권

1-4. restocking 사이클의 함의

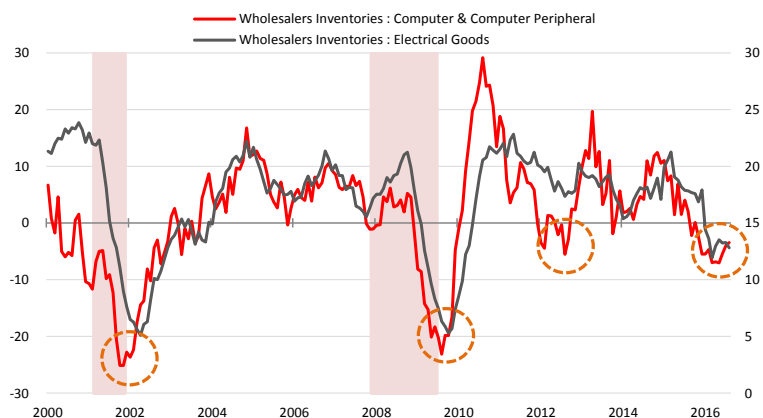
(1) IT: 많이 올라왔지만 아직은 힘이 팔팔하다

미국 restocking cycle 의 수혜를 입을 수 있는 국내업종을 살펴보자. 먼저 상기에 기술했던 데이터들이 마이너스에서 플러스 전환을 할 때 성과가 좋은 업종을 꼽아 봤다. 대표적으로 IT, 자동차, 은행 순으로 상관관계가 높은 것으로 나타났다. 전형적으로 미국(글로벌) 경기회복 수혜업종으로 꼽을 수 있는 종목들이다.

좀 더 자세히 알아보기 위해서 도매재고 데이터를 참고해보자. 도매재고는 업종별로 재고 데이터를 제공하기 때문에 업종간 비교가 수월하다. 가장 재고가 많이 줄어든 업종이 restocking 수요 역시 더 강할 가능성이 높다고 판단한다. 미국 도매재고의 세부 항목을 보면 PC 와 electronic goods 의 재고 조정 폭이 비교적 깊은 것으로 나타난다. 따라서 이번 restocking cycle 에서 가장 가능성이 큰 업종은 IT 업종으로 꼽을 수 있다.

특히 IT 업종에서도 반도체가 restocking 수요의 영향을 가장 크게 받는다. 투자 확대 시에 중간재로서 역할을 가장 크게 하기 때문이다. 실제로 restocking 수요가 나타날 때는 반도체 가격이 상승하는 모습이 종종 나타난다. 기술개발로 가격하락이 일반적인 IT 산업에서는 매우 드문 일이다. 특히나 최근과 같이 PC 나 핸드셋의 별다른 빅사이클이 없는 상황에서도 반도체 가격이 반등하는 것은 매크로 측면에서 restocking 과 관련이 있다고 판단한다. 반도체업종 주가가 이미 상당한 랠리를 보였기 때문에 투자에 나서기 부담스러울 수도 있다. 하지만 과거 restocking 수요를 동반했던 랠리를 보면, 내년 상반기까지는 상승 여력이 남아있다고 판단한다.

도표 29. 도매재고 중 가장 마이너스 폭이 큰 업종은 컴퓨터와 전자기기이다



자료: Bloomberg, SK 증권

도표 30. 재고 확충기의 IT 세부 업종별 주가지수



자료 Bloomberg, SK 증권

도표 31. 재고 확충기의 SK 하이닉스 주가



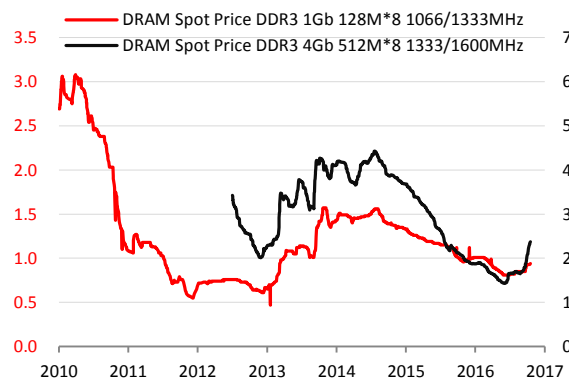
자료 Bloomberg, SK 증권

도표 32. 재고 확충기의 삼성전자 주가



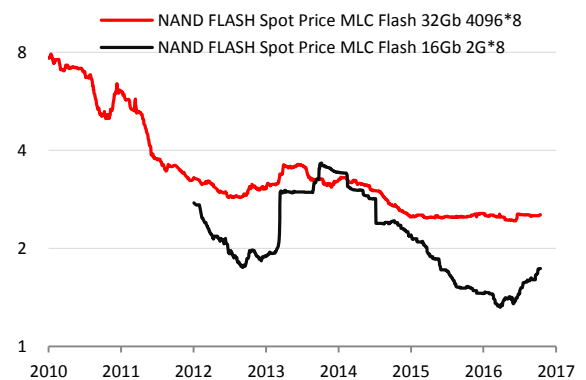
자료 Bloomberg, SK 증권

도표 33. DRAM 가격: 2013 년, 2016 년 반등



자료 Bloomberg, DRAMeXchange, SK 증권

도표 34. 낸드플래시 가격: 2013 년, 2016 년 반등



자료 Bloomberg, DRAMeXchange, SK 증권

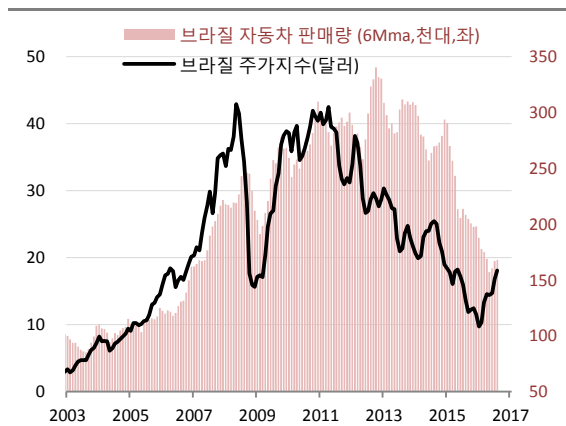
(2) 자동차: 아쉽지만, 나쁘진 않다

그 밖에 고민되는 섹터는 은행과 자동차이다. 미국 재고 및 고용 데이터와 상관계수가 높은 섹터이기도 하며, 전통적으로 미국증시가 랠리를 펼칠 때 긍정적인 섹터이기도 하다. 다만 섹터 애널리스트들의 의견에 따르면 아직 bottom-up에서의 의미있는 변화가 확실히 잡히지 않고 있다. 이런 아쉬운 점이 있긴 하지만, top-down 환경에서는 개선의 시그널들이 잡히고 있기 때문에, 추가 하락에 무게를 두기보다는 반등 가능 시점을 관심 있게 지켜봐야 할 것으로 생각한다.

자동차의 경우 미국 도매재고 상으로 봤을 때, IT에 비해 재고가 많이 비어있는 상태는 아닌 듯하다. 따라서 restocking 수요를 크게 기대하기는 힘들다. 또한 2009년 이후 자동차업종 주가는 선진국 수요보다 중국의 수요와 더 강한 연동을 보였다는 점도 아쉬운 점이다. 그럼에도 미국 자동차시장의 환경은 전보다 소폭이나마 개선될 여지가 크다.

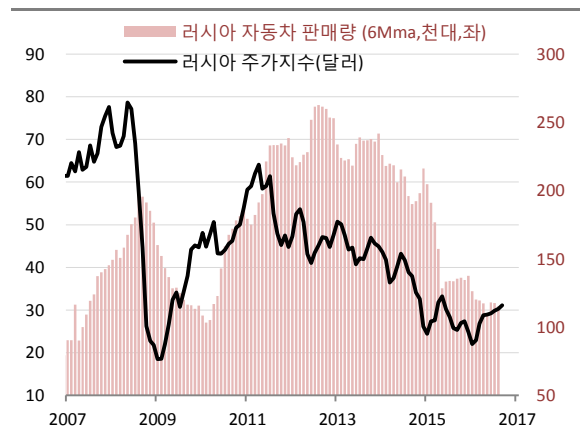
제 3국의 수요확대 역시 긍정적인 부분이다. 그 동안 경기침체를 겪었던 브라질, 러시아 등의 경제가 서서히 회복되는 모습이 보이고 있다. 대표적인 선행지표인 환율과 주식시장으로 이를 파악해보자. 환율과 주가를 통합한 지표라고 볼 수 있는 달러화 표시 주가가 급격히 반등하고 있다. 일반적으로 달러화 표시 주가가 변곡점을 형성한 후 0.5~1년 정도의 시차를 두고 자동차 판매가 증가하는 현상을 관찰할 수 있다. 주가가 오르면 가처분소득도 증가하고, 자국 통화 강세로 수입자동차 가격도 하락하게 되면서 자동차 판매를 자극하게 된다. 해당 국가에 수출하는 국가는 판매량(Q)증가와 판매단가(P) 상승효과를 동시에 누리게 된다. 비록 제 3국의 수요가 자동차 기업 이익에 미치는 영향이 작다 할지라도 분명 긍정적인 효과라고 할 수 있다.

도표 35. 브라질 달러화 표시 주가와 자동차 판매량



자료 Bloomberg, SK 증권

도표 36. 러시아 달러화 표시 주가와 자동차 판매량



자료 Bloomberg, SK 증권

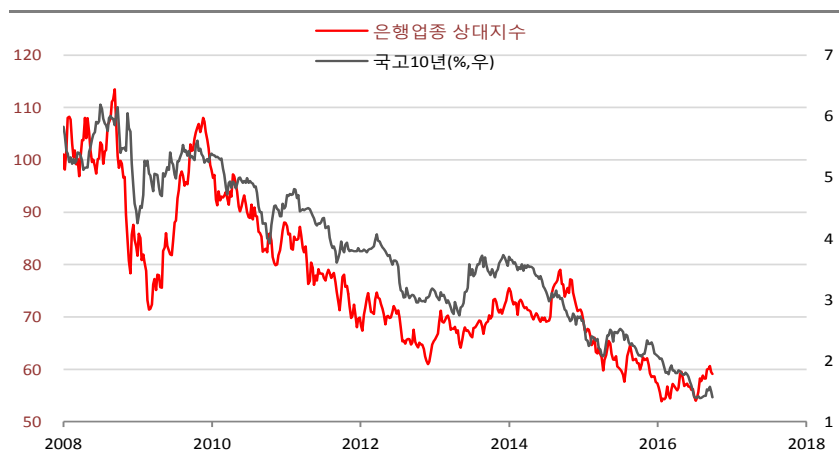
(3) 은행: 느리지만, 대(大)바닥은 찍었다

은행 역시 여러 리스크에도 불구하고 장기적으로 큰 바닥은 찍었다고 생각한다. 금융위기 이후 취약해진 은행들의 자산과 각국에서 펼쳐지고 있는 규제, 자산건전성 강화, 그리고 전통 굴뚝산업의 구조조정 이슈 등에도 불구하고, 여전히 장기금리는 은행주가에 대해 강한 설명력을 가지고 있다. 따라서 금리가 반등하면, 여러가지 복잡한 개별 기업들의 bottom-up 이슈에도 불구하고, 은행주도 강세를 보일 수 있다고 생각한다.

연준이 작년 하반기부터 본격적으로 자연이자율을 낮추고 있는 것도 금리 바닥형성에는 도움이 된다고 생각한다. 자연이자율이 낮아진다는 것은 금리상승 여력을 상실하고 있다는 것인데, 어떻게 금리 바닥과 연결될까? 이는 환자를 생각해보면 좋다. 병에 걸린 사람이 있다. 그런데 이 사람은 자신이 병에 걸렸다는 사실을 애써 부인하며 병원 치료를 거부하고 있다. 몸은 더욱 빠른 속도로 약해진다. 그러던 그가 자신이 병에 걸렸다는 사실을 인정하고 병원에 입원하여 치료를 받기로 결정했다. 아마도 그는 자신의 몸이 빠른 시간 내에 좋아지기 어렵다는 사실을 알게 되었을 것이다. 하지만 동시에 근본적인 치료가 시작되었기 때문에 그의 몸은 이제 더 이상 악화되지 않을 것이며, 느리지만 분명히 병세에는 차도가 보이기 시작할 것이다.

마지막으로 최근 ECB, BOJ 가 동시에 은행업이 자생적으로 크레딧을 만들 수 있는 환경을 조성해줄 필요가 있다고 강조한 것도 중요하다. 즉 은행에 대한 지원과 동시에 규제를 다소 풀어주겠다는 의미이다. 중앙은행에 맞서지 말라는 격언이 금융시장에서 여전히 중요하다면 은행주를 채워나가야 할 필요가 있다고 판단한다.

도표 37. 은행업종은 여러 이슈에도 여전히 금리와 밀접한 관계를 갖는다



자료 Bloomberg, SK 증권

2. 반도체 산업

(1) 삼성전자는 수익성 위주 경영 전망: DRAM 보수적, 3D Nand 공격적


갤럭시노트 7 대응은 매우 실망
2017 년 사업부 전사 실적에도
부정적 영향을 줄 가능성 높음

DRAM 시장은 안정세 유지,
3D Nand 는 시장 석권을 위한
공격적 투자로 실적 개선 주도

갤럭시노트 7 은 문제의 원인을 제대로 확인하지 않은 채, 서둘러 문제를 봉합하려다 갤럭시의 브랜드 이미지를 폭발물로 만들게 된 최악의 사례이다. 이는 1) 배터리셀 자체의 극간의 눌림 현상 및 절연체의 문제로 한정하고, 2) 제품 자체는 문제가 없다고 단정되었으며, 3) 재판매 결정후 리콜 제품의 폭발 문제를 경시하다가, 4) 미국에서 2 차 강제 리콜이 결정되기 직전에 단종을 결정한 듯한 모양새를 보여주었기 때문이다. Toyota, Volkswagen 사례와 비견될 정도로 삼성전자는 브랜드 이미지에는 큰 타격을 받았으며, 2017 년 하반기 노트 시리즈를 대체할 제품 출시가 가능할지 의심스럽다.






IM 사업부의 미래가 불투명한 상황에서, 2017 년 삼성전자의 성장은 메모리가 이끌어 야만 한다. 삼성전자는 1x nm DRAM 공정 전환을 더욱 가속화할 것이며, 1y nm DRAM 조기 도입도 검토하게 될 것이다. 그러나 DRAM 시장의 안정세 유지를 바라 고 있기 때문에, 공격적인 투자는 자제하면서 기술 격차만 확대할 것으로 전망된다. 이 와 반대로 3D Nand 는 매우 공격적인 투자가 예상된다. 현재 48 단 TLC 제품을 성공 적으로 양산하고 있는 업체는 삼성전자가 유일하다. 이러한 양산경험을 바탕으로, 삼성 전자는 2017 년 64 단 TLC/QLC 3D Nand 양산을 준비하고 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 독점 할 수 있는 절호의 기회가 삼성전자 앞에 펼쳐져 있다.

삼성전자 IM 사업부 리스크 증가로, 2017 년 성장전략의 중심은 더욱 DS 부문으로 이동



갤럭시노트7 폭발 패턴 및 주요 사례

- 8/24 충전중 배터리 발화 사례 최초 발생
- 8/29 해외 유저가 충전중 폭발 동영상 게재
- 8/30 충전중이 아닌 상태에서 배터리 발화 사례
- 9/02 충전중 아닌 상태에서 갑자기 발열 및 녹음
- 9/02 삼성전자 리콜 발표
- 10/01 갤럭시노트7 재판매 개시
- 10/11 단종 및 전량 교환 및 환불 결정

자료 : 삼공, SK 증권

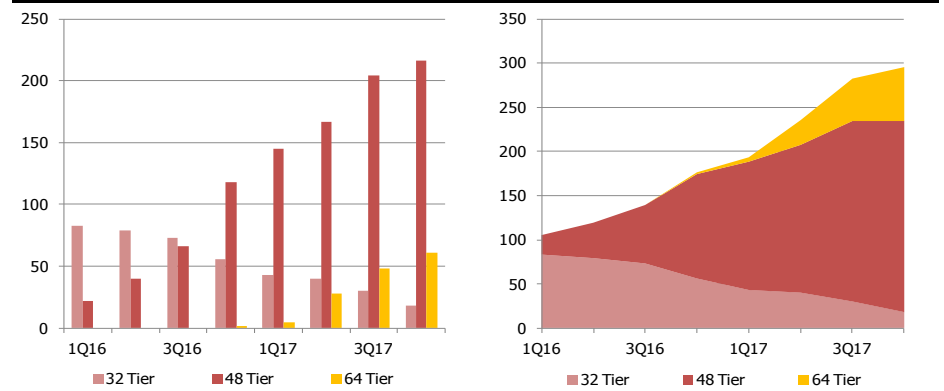
글로벌 경쟁업체들도 64 단 3D Nand 양산 위한 공격적 투자 불가피하나, 낮은 수율로 인해 양산성 및 수익성 모두 확보 어려움

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 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 수밖에 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. 이와 비슷한 처지에 있는 SK Hynix 도 72 단 위주로 2017 년에는 40~50K 수준의 공격적인 투자가 필요할 것이다.

Micron 은 INTEL, XMC와 연합해 Data Center 및 Automotive 부문 3D Nand 시장 적극적 공략 전략. 삼성전자는 64 단에 이어 96 단 조기 양산 준비하는 공격적 행보

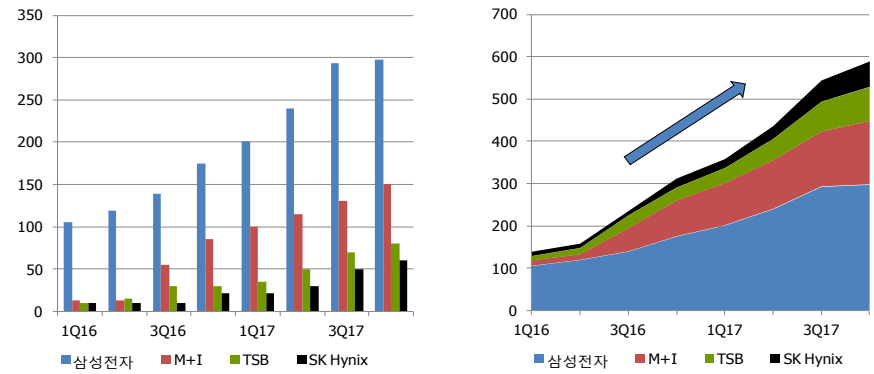
3D Nand 시대가 열리면 오히려 Micron 이 Toshiba 를 제칠 가능성도 있다. 3D Nand 에 적극적인 진입을 노리고 있는 Intel 이 Micron 과의 기술협력을 절실히 원하고 있기 때문이다. Intel 은 중국 칭화유니그룹의 3 대주주이며 (지분율 20%), 칭화유니그룹은 XMC 를 인수했다. 기술력은 없지만 중국내 판매처를 강력하게 확보할 수 있는 칭화유니그룹과 Intel-Micron 진영이 손을 잡게 된다면, Nand 시장에서 새로운 판도가 벌어지게 될 가능성도 제기된다. Micron 의 32 단 3D Nand 수율은 74~78% 수준이며, 64 단 Pilot 은 32~36% 수준에 머물고 있다. Micron 은 Data Center 용 E-SSD 및 자신들의 강점인 Automotive eMMC 위주로 시장을 확대해 나갈 것이다. 그러나 Toshiba 와 마찬가지로 Micron 도 아직 64 단에 대한 양산성은 검증되지 않았다. 이미 검증이 끝난 삼성전자는 경쟁사들을 압도하기 위해, 매우 공격적인 투자를 감행할 것이다. 아울러 96 단 조기 양산을 위한 행보도 더욱 빨라질 것으로 판단된다. 3D Nand 의 가장 무서운 점은 원가 하락이다. 현재의 48 단에서 64 단 및 96 단으로 넘어가는 속도는 놀랄 정도로 빨라지고 있다. 이는 3D Nand 가 스토리지 시장을 더욱 빠르게 잠식할 것을 의미하며, 향후 수요는 기하급수적으로 증가하게 될 것이다.

삼성전자의 3D Nand 는 3Q16 대비 2017 년 2 배로 증가 예상, Nand 부문 영업이익 급증할 것



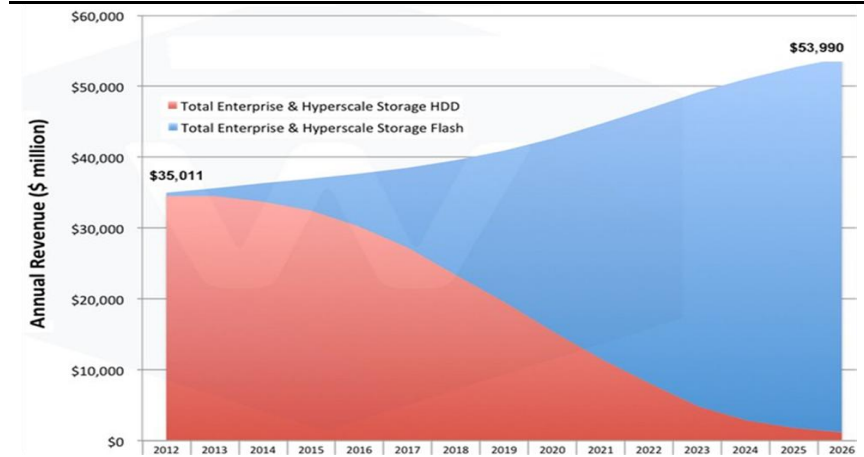
자료 : SK 증권

삼성전자 독주 기대되며, Micron 과 INTEL 진영이 3D Nand 에서 Toshiba 넘어설 가능성



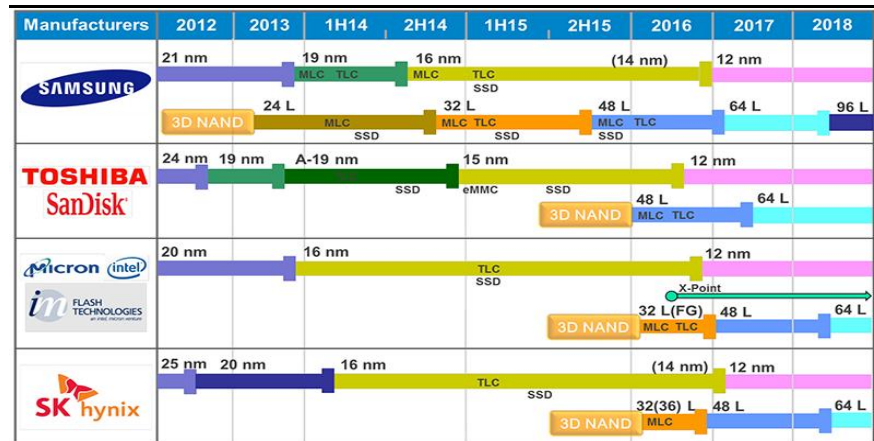
자료 : SK 증권

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



자료 : 업계자료, SK 증권

삼성 2017 년말 96 단 가능성 부각, Toshiba 와 Micron 64 단 공격적 투자, SK Hynix 72 단으로 승부



자료 : techinsights

(2) System LSI: 통합적 H/W 개발 및 글로벌 협력 강화

노트 7 사태는 단편적 H/W 개발의
한계와 위험성을 그대로 노출,
2017년부터 ALL NEW Design 과
Perfect Safety 로 패러다임 변화

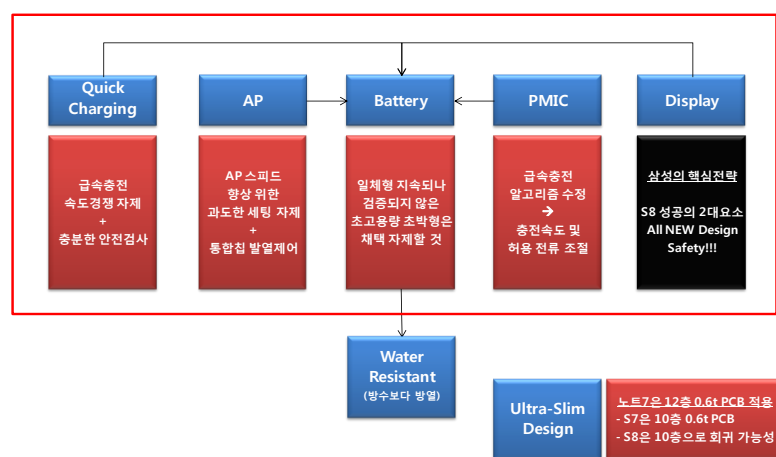
최근에 발생한 노트 7 폭발 사태는 삼성전자 스스로에게도 충격이었을 것이다. 심지어 삼성전자 IM 사업부는 폭발의 원인도 파악하지 못한 채 단종해야만 했다. 노트 7 폭발의 원인은 배터리, PCB, 급속충전기, PMIC, AP 등 다양한 원인이 거론되고 있다. 중요한 것은, 이제 단순한 H/W Spec 경쟁에서 벗어날 수 밖에 없다는 것이다. 갤럭시 S8은 S7과는 전혀 다른 ALL NEW Design 으로 출시되어야만 하며, 향후 노트 시리즈는 Foldable OLED 를 적용한 제품으로 대체되어야만 한다. 그리고 H/W Spec 을 빨리빨리 높이는 경쟁에서 벗어나, Perfect Safety 를 마케팅 소구점으로 활용하여 소비자들에게 감증을 받아야만 하는 것이다. 발열현상을 초래할 수 있는 모든 부품은 총체적으로 관리되어야만 하며, 이에 대한 통합 개발과 검사프로세스 혁신은 불가피할 것이다. PLP(Panel Level Packaging)를 활용한 통합칩의 개발시에도, 안전도와 성능 최적화 측면을 모두 고려하여 설계될 것이다.

INTEL-Micron의 Storage Class
Memory 전략의 위력을 깨달은
삼성전자, ARM, SK Hynix 등
반도체, 스토리지 업체들 Gen-Z
컨소시엄 결성, 통합개발 가속화

차세대 메모리와 스토리지 시장에서도 격변은 예고되고 있다. 지난해 INTEL 과 Micron 이 SCM(Storage Class Memory) 시장을 석권하기 위한 3D Xpoint 를 발표했을 때, 많은 SI 전문가들은 환호했지만 메모리 전문가들은 비관적이었다. 그러나 INTEL 의 SCM 전략이 위력적이라는 것을 깨달은 경쟁업체들이 모여서, 차세대 SCM 아키텍처를 개발하기 위해 Gen-Z 라는 이름의 컨소시엄을 결성하였다. 이 컨소시엄의 중심에는 삼성전자, SK Hynix, ARM, EMC 등 반도체, 스토리지 업체들과 IBM, Huawei, HPE 등 서버 업체들까지 포함되어 있다. 이미 오랫동안 서버용 CPU 와 아키텍처는 INTEL 이 완전히 석권하고 있다. 과연 ARM 과 삼성전자가 서버용 CPU 를 함께 준비하고, 이를 메모리 및 스토리지 업체들이 제품화하여 독점화되는 세상을 막을 수 있을지 기대된다.

H/W Spec 경쟁 시대의 종언, ALL NEW Design 과 Perfect Safety 중요성 증가

High-end 스마트폰 H/W 개발 방향

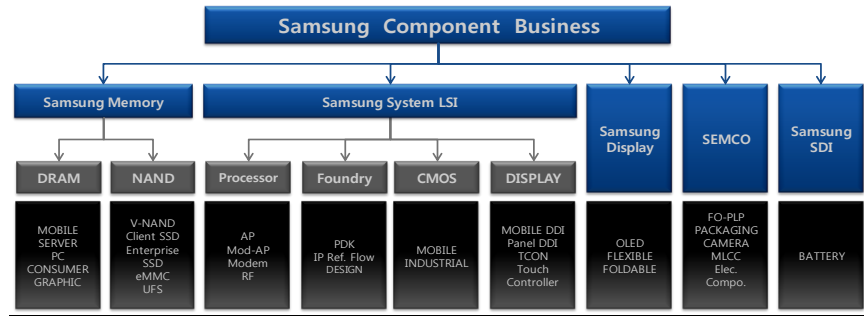


자료 : SK 증권

삼성그룹 전자계열사 부품 전략은 독립 개발에서 시너지 극대화 창출 및 리스크 관리로 전환중

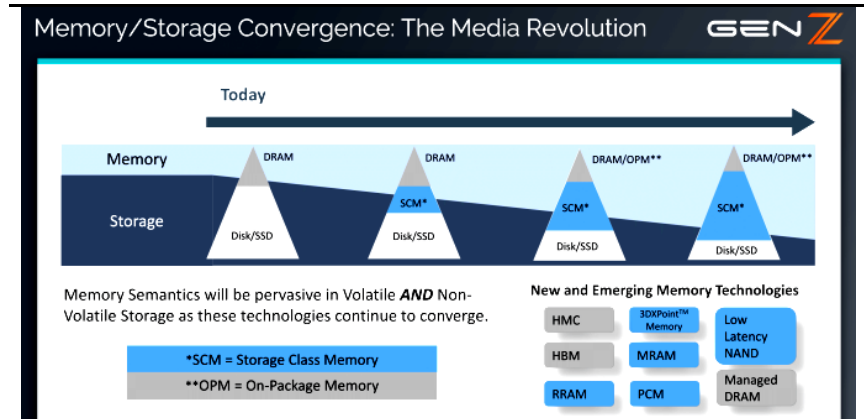
계열사 독립 개발체제에서 시너지 극대화를 창출하는 종합포트폴리오 체제로 변화

- 전자부품 종합포트폴리오 : 메모리, LSI, Foundry, 디스플레이, 패키징(FO-PLP), 카메라, 전자부품, 배터리
- 스마트폰에 이어, IT 부품 산업에서도 과점 구조 전망. 핵심은 3D NAND, Flexible OLED, FO-PLP (Fan-out Panel Level Packaging)



자료 : SK 증권

Intel-Micron-XMC 진영에 대항하기 위한 Gen Z 결성, 차세대 메모리와 스토리지 시장 위한 격돌

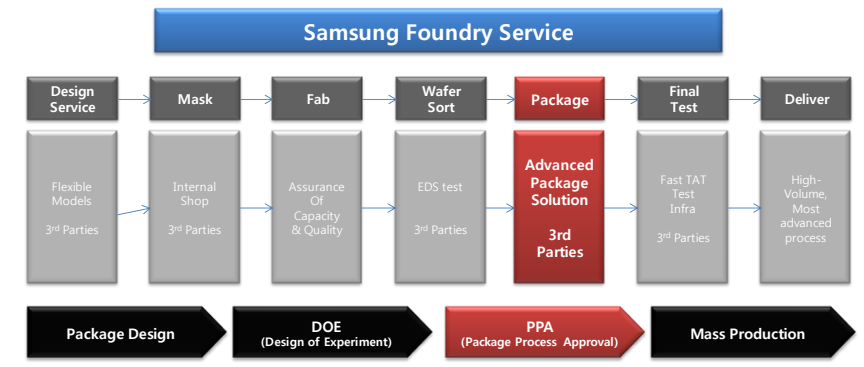


자료 : SK 증권

삼성전자 LSI 설계 및 제조 경쟁력 강화로 SCM은 물론 Server, Storage 시장 적극 공략

LSI 설계 및 제조능력 활용 극대화 전략. 패키징 경쟁력이 핵심부품 수주를 좌우할 것

- 스마트 디바이스용 통합칩, 차량용 반도체(ADAS), 사물인터넷(IoT) 관련된 기능에 대한 통합 개발 경쟁력의 중요성 확대



자료 : SK 증권

3. 디스플레이 산업

(1) Flexible OLED의 Super cycle과 대형 LCD 회복

Apple의 Flexible OLED 채택
결정으로 삼성의 대규모 투자
진행중, 노트시리즈 대체가 절실한
삼성 Foldable 투자 확대 불가피

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. 한편 삼성전자는 갤럭시노트 시리즈의 존폐 위기에 처해있다. 늦어도 2018년에는 완전히 새로운 Foldable 시리즈의 채택이 불가피하며, 안전도 문제를 제거하기 위한 검사 공정 추가가 요구된다.

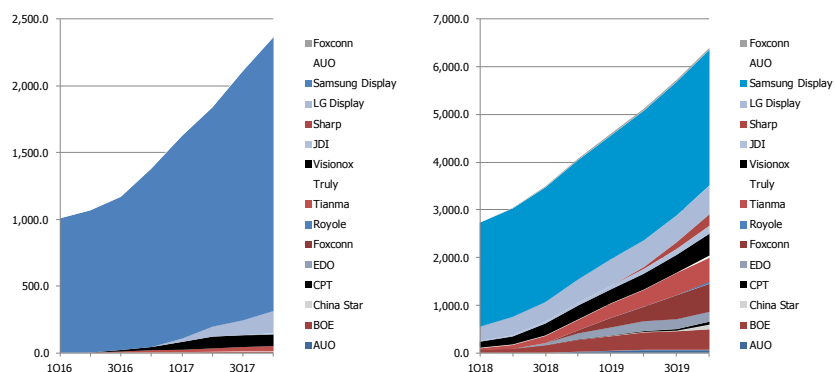
삼성디스플레이의 Tokki 증착장비
독점으로 경쟁업체들의 High-end
OLED 시장 진입은 단기 불가능,
대형 LCD 수급 안정으로
SDC 경영실적 급격히 개선될 것

Apple은 Flexible OLED의 Supply Chain 다변화를 노리고 있다. 그러나 이를 위해서는 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 2018년이나 가능한 것이다. 따라서 삼성디스플레이는 최소 2018년까지 Apple에 대해서 독점에 가까운 수혜를 누릴 수 있을 것이다. 한편 2017년 TV용 LCD 패널의 면적 수요는 8% 증가하는데 반해, 공급 증가는 6~7%선에 머물 전망이다. 따라서 TV용 LCD 패널의 수급은 안정적인 것이며, 삼성디스플레이(SDC)의 실적은 급속하게 개선될 것으로 기대된다.

Apple OLED 채택으로 LTPS LCD 글로벌 투자 마감, High-end 표준은 Flexible OLED (단위: 1,000m²)

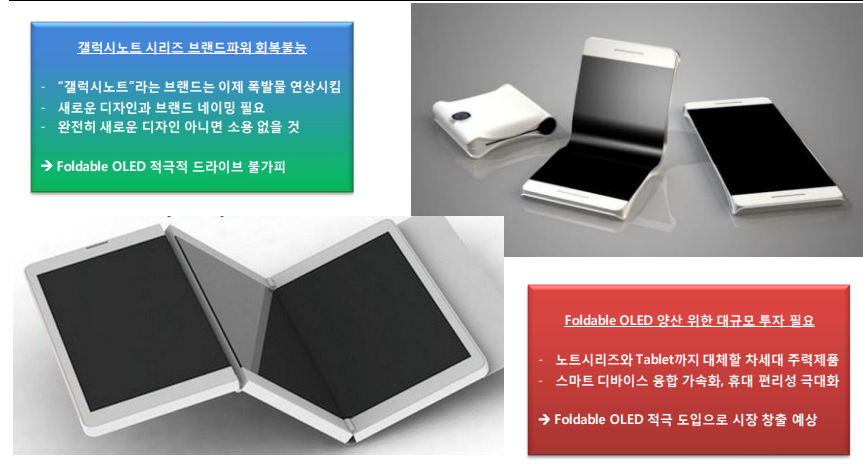
중소형 Flexible OLED는 Super Cycle 진입

2017년까지 삼성디스플레이 공격적 투자, 2018년 이후 중국 및 경쟁사들 공격적 투자 개시



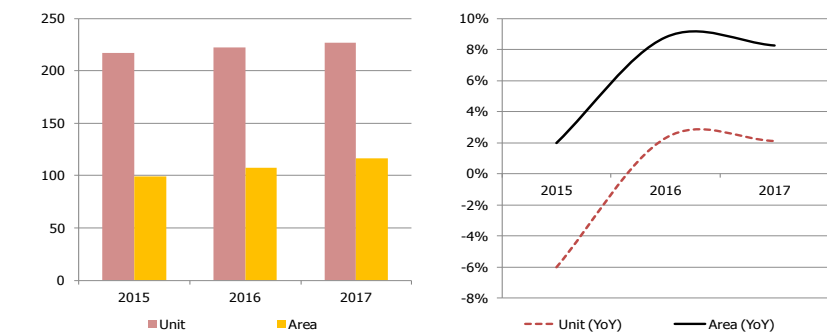
자료: IHS, SK 증권

삼성전자의 고민은 노트시리즈 공백이 우려되는 2017년 하반기, 2018년 Foldable로 대체될 것



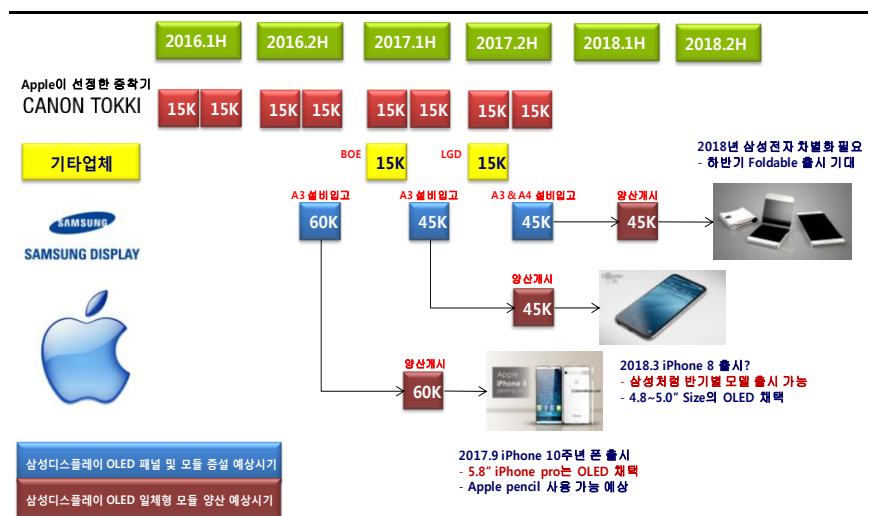
자료 : Patently Apple, Patently Mobile, 삼성디스플레이, SK 증권

2017년 대형 LCD TV는 Unit 2%, 면적 8% 수준 증가 → 공급 증가는 6% 수준, 호황 지속



자료 ; SK 증권

삼성의 Apple에 대한 Flexible OLED 공급은 2017년 2분기 시작, 향후 Foldable 투자 이어질 것



자료 ; SK 증권

4-1. 스마트폰 산업: 노트 7의 발화원인은 고기능 집적화

노트 7의 발화원인은 고기능
집적화에 따른 스마트폰 내
열(Heat) 관리 실패로 추정

삼성전자 IM(Information Technology & Mobile Communications, 모바일 및 정보통신 관련 사업)은 발화문제가 발생한 갤럭시노트 7(노트 7)의 글로벌 판매중단을 결정하며 위기에 봉착했다. 우리는 이번 노트 7의 발화원인을 고기능 집적화에 따른 스마트폰 내 열(Heat) 관리 실패라고 추정한다. 2011년 갤럭시 S2를 출시한 이래 지켜왔던 갤럭시의 프리미엄 이미지 훼손과 신뢰도 하락이 우려되고 있다. 노트 7의 폭발원인 분석과 함께 향후 삼성전자의 모바일 사업 전략방안에 주목이 필요하다.

(1) 노트 7의 발화원인으로 추정되는 부품

발화원인으로 다수의 부품들이
지목되고, 다수의 부품이 문제가
됐을 가능성도 존재

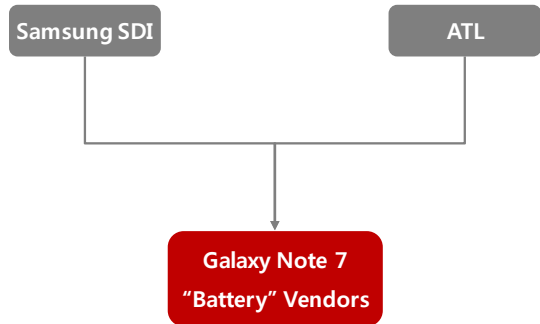
발화원인으로 다수의 부품들이 지목된다. ① 리튬이온 배터리 내 분리막(배터리 안에서 양극재와 음극재가 섞임으로 인한 폭발을 방지)이 과거 제품들보다 얇았고, ② PMIC(Power Management IC, 스마트폰 내 전력 제어/관리) 반도체와 스마트폰 간의 성능결함 가능성과, ③ 고속충전을 위한 AP의 설계변경도 폭발원인으로 의심되고 있다. 또한 ④ 노트 5부터 12단의 빌드업 기판(HDI)이 채택됐고, ⑤ USB Type-C 3.1의 적용으로 25W 전력의 초고속 충전을 지원했으며, ⑥ 노트 5는 최초의 전면방수(IP68 등급) 패블릿이었다.

노트 7 발화 원인으로 의심되는 주요 부품들



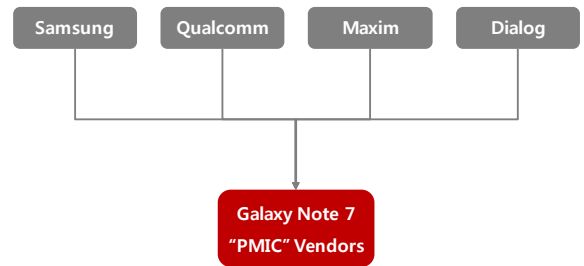
자료 : ifixit, SK 증권

삼성전자 노트 7 배터리 예상 벤더



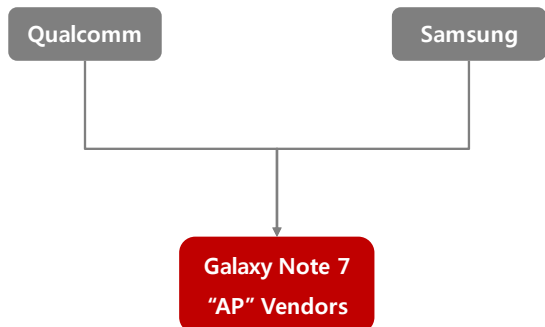
자료 : SK 증권

삼성전자 노트 7 PMIC 예상 벤더



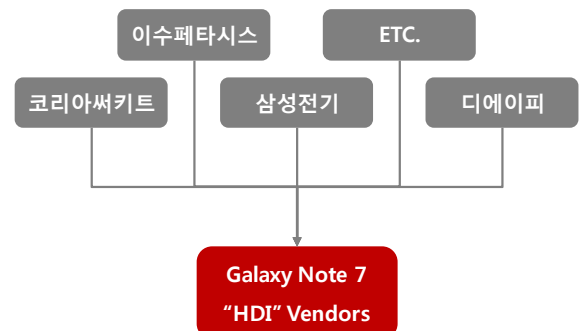
자료 : SK 증권

삼성전자 노트 7 AP 예상 벤더



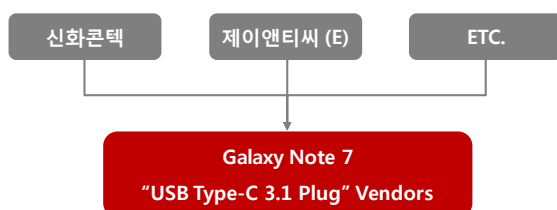
자료 : SK 증권

삼성전자 노트 7 HDI 예상 벤더



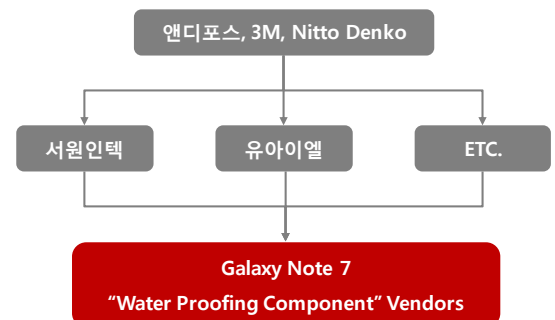
자료 : SK 증권

삼성전자 노트 7 USB Type-C 3.1 플러그 예상 벤더



자료 : SK 증권

삼성전자 노트 7 방수부품 예상 벤더



자료 : SK 증권

(2) 노트 7 의 전작대비 변화점

성능 개선들은 스마트폰의 내부온도 상승을 유발했을 것

노트 7 은 전작인 갤럭시노트 5 와 갤럭시 S7 대비 변화가 많았던 스마트폰이다. AP, HDI 기판 등은 더욱 집적화 됐고, 디스플레이는 대형화와 함께 휘도(패널의 밝기)가 상승했으며, 홍채인식모듈, 듀얼픽셀 후면카메라와 업그레이드된 디지털펜이 채용됐었다. 이와 같은 성능 개선들은 스마트폰의 내부온도 상승을 유발했을 것이다.

방수 기능의 강화는 스마트폰의 외부로부터 물이 스며들음을 방지하지만 동시에 스마트폰을 열의 배출(방열)에 취약함을 유발했을 것

그러나 노트 7 은 전작 제품들과 유사한 크기로 출시됐었고, 기존 패블릿 제품과의 차별화를 위해 미들(Middle) 사이즈 스마트폰에서 선보였었던 전면방수(방수/방진등급 IP68)를 적용했다. 방수 기능의 강화는 스마트폰의 외부로부터 물이 스며들음을 방지하지만 동시에 스마트폰을 열의 배출(방열)에 취약함을 유발했을 것이다. 또한 USB Type-C 3.1 의 채용에 따른 전력송신과 데이터전송 능력의 향상이 영향을 끼쳤을 가능성도 배제할 수 없다.

노트 7 판매 중단 이후, 삼성전자의 제품 폭발원인 규명에 시간이 걸리고 있다. 노트 7 에서 다수의 변화가 있었고, 향후 이러한 변화점들을 이어갈 것임을 감안하면, 성급한 원인 단정을 기반으로 한 신제품 출시보다는 철저한 문제해결이 우선시돼야 할 것이다.

갤럭시노트 7, 변경기능 분석

	노트7	노트5	갤럭시S7
제품 공개일	2016년 8월	2015년 8월	2016년 2월
AP	Snapdragon 820 / Exynos 8890	Exynos 7420	Snapdragon 820 / Exynos 8890
HDI 기판	12층	10층	10층
디스플레이	5.7" AMOLED	5.1" AMOLED	5.7" AMOLED
휘도 (자동밝기모드 기준)	569 – 1,048 cd/m2	556 – 861 cd/m2	549 – 855 cd/m2
홍채인식모듈	O	X	X
후면카메라	Dual Pixel	16MP	Dual Pixel
방수방진등급	IP68	부분방수	IP68
펜기능	O	O	X
케이스	Full CNC	Full CNC	Press & CNC
USB Type-C 3.1	O	X	X
배터리	3,500 mAh	3,000 mAh	3,000 mAh
크기	153.5 x 73.9 x 7.9 mm	153.2 x 76.1 x 7.6 mm	142.4 x 69.6 x 7.9 mm

자료: Samsung, GSMarena, Displaymate, SK 증권

(3) 오버스펙(Over-specification)에 따른 발열문제

노트 7은 스마트폰 내 방열의
실패로 인해 폭발 빈도가 늘어난
것이라 예상

요약하자면, 노트 7은 전작대비 ① 고집적화와, ② 다수 부품들의 성능 상향으로 발열이 높아졌고, ③ 방수기능의 강화로 열의 배출에 취약했으며, ④ 기존 충전전력(10W, 15W)보다 높은 25W 충전 지원으로 과충전 및 쇼트 발생 가능성이 높은 스마트폰이었다. 리튬이온 2 차전지는 고온, 충격, 과충/방전의 경우 폭발하거나 발화할 수 있고, 스마트폰의 폭발은 과거에도 다수 발생했었다. 이번 노트 7은 스마트폰 내 방열의 실패로 인해 폭발 빈도가 늘어난 것이라 예상한다.

(4) 또 다른 문제점: 매년 반복되는 플래그십 조기출시

삼성전자 노트 7 품질이슈의 또
다른 원인은 반복되는 갤럭시의
무리한 조기출시로 보여짐

삼성전자 노트 7 품질이슈의 또 다른 원인은 매년 반복되는 갤럭시 플래그십의 무리한 조기출시라고 판단된다. 과거 삼성전자가 S 및 노트시리즈를 서둘러 출시했던 이유는 ① 모바일 사업 부진을 만회하기 위한 신규 스마트폰 출시와, ② 전년동기 대비 실적개선 유도, 그리고 ③ Apple의 9월 아이폰 언팩(Unpacked, 공개) 행사 전 하반기 스마트폰 시장을 장악하기 위함이었다. 그러나 이와 같은 조기출시로 일부 부품에서 불량 문제가 발생하고, 충분한 품질 테스트를 진행하지 못했을 가능성이 있다.

글로벌 주요 플래그십 Specification

	Samsung	Samsung	Samsung	Apple	LG	Google & HTC
	Galaxy Note 7	Galaxy Note 5	Galaxy S7	iPhone 7 Plus	V20	Pixel XL
Global Launch	2016-Aug	2015-Aug	2016-Feb	2016-Sep	2016-Sep	2016-Oct
Memory	4 GB DRAM	4 GB DRAM	4 GB DRAM	3 GB DRAM	4 GB DRAM	4 GB DRAM
Storage	64 GB NAND	32/64/128 GB NAND	32/64 GB NAND	32/128/256 GB NAND	32/64 GB NAND	32/128 GB NAND
CPU	Snapdragon 820 Exynos 8890	Exynos 7420	Snapdragon 820 Exynos 8890	A10	Snapdragon 820	Snapdragon 821
Display Type	5.7" AMOLED	5.7" AMOLED	5.1" AMOLED	5.5" Retina Display	5.7" IPS LCD	5.5" AMOLED
Display Pixels	1,440 x 2,560 pixels (518 ppi)	1,440 x 2,560 pixels (518 ppi)	1,440 x 2,560 pixels (577 ppi)	1,080 x 1,920 pixels (401 ppi)	1,440 x 2,560 pixels (513 ppi)	1,440 x 2,560 pixels (534 ppi)
Camera	12MP(f1.7) 5MP(f1.7)	16MP 5MP	12MP(f1.7) 5MP(f1.7)	12MP(f1.8) + 8MP(f2.8) 7MP (f2.2)	16MP(f1.8) + 8MP(f2.4) 5MP (f1.9)	12MP(f2.0) 8MP(f2.4)
Battery	3,500 mAh	3,000 mAh	3,000 mAh	2,900 mAh	3,200 mAh	3,450 mAh
Fast Charging	O	X	O	X	O	O
Case	Metal CNC Frame Glass	Metal CNC Frame Glass	Metal Press CNC Frame Glass	Metal CNC Unibody	Metal Aluminum / Si-PC	N/A

자료 : 삼성전자, Apple, LG 전자, Google, GSMArena, Google Image, SK 증권

4-2. 2017 년 스마트폰 산업지도

(1) 2016 년 삼성전자와 서플라이체인의 스마트폰 사업 현황

삼성 3Q16에 플래그십 중심의 수익성 유지 전략을 선택했고, 이에 따라 7~8월 중저가 스마트폰의 생산량은 기대치를 하회

2016년 상반기에 삼성전자 IM 사업은 하이엔드 스마트폰(S7)의 판매비중 상승으로 높은 영업이익률을 기록했다. 그러나 삼성의 스마트폰 부품 밸류체인 업체들은 3개 분기(3Q15~1Q16) 동안 이어졌던 삼성전자의 견조했던 스마트폰 생산량이 2Q16에 감소함에 따라 2분기부터 실적부진이 시작됐다.

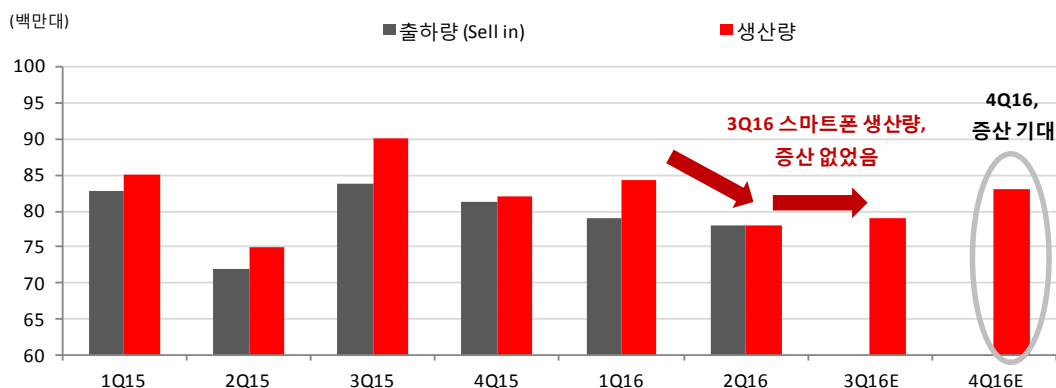
당초 3Q16은 삼성전자와 부품업체들 모두 호실적을 기록하는 분기가 될 것으로 예상됐다. 삼성전자가 노트 7의 출시와 함께 중저가 스마트폰을 증산해 연말 IT 세트 성수기를 대비할 것으로 예상됐기 때문이다. 그러나 삼성은 노트 7과 S7 판매 중심의 수익성 유지 전략을 선택했고, 이에 따라 7~8월 중저가 스마트폰의 생산량은 기대치를 하회했다. 그리고 이후 노트 7의 폭발이슈가 알려진 것이다.

3Q16에 삼성의 실적감소는 노트 7 판매중단 때문이고, 부품업체들의 부진예상은 삼성의 중저가 스마트폰 감산에 기인

삼성전자 IM과 부품사들은 3Q16에 부진할 전망이다. 삼성의 실적감소는 노트 7 판매중단 때문이고, 부품업체들의 부진이 전망되는 것은 삼성의 중저가 스마트폰 감산에 기인한다. 9월 노트 7 리콜 이후, 부품사들의 노트 7 관련 부품 공급은 일시적으로나마 증가했었다. 그러나 중저가 스마트폰향 부품 공급이 감소했기에 대다수 서플라이체인 업체들의 실적은 2분기와 유사한 수준으로 예상된다.

삼성전자는 갤럭시노트 7의 판매중단을 결정했다. 따라서 당초 4분기에 예상됐던 700~850만대의 노트 7 출하량과 생산량 및 관련 부품공급은 10월 첫 주 매출을 제외하면 사라지게 된다. 삼성전자는 과거 플래그십의 흥행이 실패할 경우 중저가 모델의 증산을 통한 시장점유율 방어 전략을 취했다. 이번에도 삼성은 노트 7으로 인한 실적하락과 손실을 최소화 하기 위해 갤럭시 S7 및 A, J, C, U 시리즈들을 증산 또는 조기 출시할 가능성이 있다. 그리고 삼성의 스마트폰 증산이 현실화된다면, 노트페기로 인한 부품업체들의 4Q16 실적감소는 예상보다 작을 것이다.

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



자료: SA, SK 증권 추정

(2) 2017 년 신규 스마트폰 출시일정 및 변화점 전망

우리가 주목하는 2017 년 신제품은
제품사양이 대거 변경되는
갤럭시 S8 과 연말 출시가 기대되는
Foldable OLED 채용 제품

삼성전자는 2017 년 신규 IT 디바이스의 출시를 통해 신뢰 회복을 노릴 것으로 전망한다. 우리가 주목하는 2017 년 신제품은 제품사양이 대거 변경되는 갤럭시 S8 과 연말 출시가 기대되는 Foldable OLED 채용 제품이다.

갤럭시 S8 은 전면적인 디자인 체인저가 될 것으로 전망한다. 출시가 2017 년 1 분기 말로 예상되기에 다소 시간이 남아있으나, ① 전후면 듀얼 렌즈모듈 채용과 ② 3 면 베젤리스/직각엣지 패널 채택을 통한 디자인 차별화, 그리고 ③ 3D 터치를 활용한 물리적 홈키버튼이 제거될 것으로 기대된다.

삼성전자가 중국시장에서의
점유율 반등에 성공한다면 이는
출하량 회복에 크게 기여할 것

삼성전자는 중국에서의 스마트폰 시장점유율이 7% 수준으로 크게 하락해 있다. 따라서 중국시장에서의 점유율 반등에 성공한다면 이는 출하량 회복에 크게 기여할 것이다. 갤럭시 S8 은 중국인들이 선호하는 숫자 8 과 적색/금색을 활용한 제품 전략이 가능할 것으로 판단된다. 중국에서의 스마트폰 사업 부활에 2017 년 출하량 성장이 달려있다

반면, 하반기 플래그십인 노트시리즈는 노트 7 발화이슈에 따른 브랜드 훼손으로 없어질 가능성도 제기된다. 히트제품인 스타일러스 펜기능을 접목시킨 새로운 제품 출시가 예상된다. 그리고 연말에는 삼성디스플레이의 Foldable OLED 를 채용한 신규 IT 디바이스의 출시를 기대한다. Foldable OLED 는 그동안 모바일 시장에서 포착되지 않았던 전면적인 디자인 개선의 전환점이 될 것으로 전망한다.

2017 년과 2018 년 삼성전자와 Apple 의 신규 모바일기기 출시일정 전망

	2017.1H	2017.2H	2018.1H	2018.2H
				
				

자료 : SK 증권 추정

(3) 1~2 년 내, 스마트폰과 부품산업 호황 찾아올 것

향후 IT 의 최대변화는

Connectivity로 보여지고, 이러한
시스템은 스마트폰에 의해 제어될 것

현재 스마트폰 산업은 출하량 성장이 끝난 것으로 보여진다. 그러나 향후에도 스마트폰은 IT 의 중심에 위치할 것으로 전망한다. 향후 IT 의 최대변화는 스마트홈과 IoT 등 실생활의 모든 제품들을 연결하는 Connectivity (연결성)로 보여지고, 이러한 시스템은 스마트폰에 의해 제어될 것이기 때문이다.

또한 2017 년의 Flexible OLED, 듀얼카메라, 3D 터치 채용에 따른 디자인 차별화와 2018 년의 Foldable OLED 도입 확대에 따른 모바일 기기의 새로운 가능성으로 스마트폰 산업에 또 한번 변화의 바람이 불 것으로 예상된다. 삼성전자는 새로운 스마트폰 디자인 트렌드 속에서 핵심부품 경쟁력을 보유하고 있기에 시장을 선도할 수 있을 것이다. 노트 7 으로 인해 떨어진 신뢰를 회복시킬 수 있는 기회가 없지 않다.

향후 삼성전자는 제품 안정성을
위해 단가인하를 통한 비용효율화
보다는 품질관리에 중점을 둘 것

그리고 이에 따라 스마트폰 부품산업도 변화하는 부품의 벤더 위주로 성장을 지속할 것이다. 향후 다수의 신규부품 수요가 발생하고, 삼성전자는 제품 안정성을 위해 단가인하를 통한 비용효율화 보다는 품질관리에 중점을 둘 것이기 때문이다. 특히 노트 7 에서 이슈가 됐던 방열부품과 품질관련 검사공정 업체들의 중요성이 부각될 것으로 전망한다.

부품사들은 4Q16 노트 생산 중단으로 관련 매출이 감소할 것이기에 중저가 스마트폰 증산여부에 따라 단기실적이 결정될 것이다. 그러나 4 분기에 스마트폰 증산이 진행되지 않더라도, 2017 년 새로운 부품 트렌드로 인한 폼팩터의 변화로 밸류체인 업체들은 중장기적으로 실적반등이 가능할 것으로 판단된다.

iPhone7 의 듀얼카메라 채용으로 듀얼카메라 시장 개화 예상



자료 : Apple, SK 증권

2017, 2018 년 Foldable OLED 도입 확대 전망



자료 : 삼성디스플레이블로그, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
김영우

hermes_cmu@sk.com
02-3773-9244

Company Data

자본금	8,975 억원
발행주식수	16,119 만주
자사주	2,243 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,236,801 억원
주요주주	
이건희(외9)	18.44%
삼성전자 자사주	13.48%
외국인지분률	50.80%
배당수익률	1.30%

Stock Data

주가(16/10/18)	1,590,000 원
KOSPI	2027.61 pt
52주 Beta	1.33
52주 최고가	1,706,000 원
52주 최저가	1,126,000 원
60일 평균 거래대금	4,369 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.1%	2.7%
6개월	22.3%	21.5%
12개월	25.7%	25.9%

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

2017 년, DS 부문의 무서운 약진을 확인하게 될 것

삼성전자 IM 사업부는 최악의 위기 대응으로 브랜드 이미지에 큰 타격을 입었으나

① 경쟁사를 압도하는 3D Nand Capa 가 현재 대비 2 배로 증가하며 놀라운 성장 견인

② Apple 의 Flexible OLED 채택 및 독점 공급으로 삼성디스플레이 실적 급증 예상

③ 1x 에 이은 1y nm DRAM 도입으로 DRAM 부문 수익성도 차별화 성공 가능

삼성전자 DS 부문 Super Cycle 진입중, 초대규모 투자는 사상최대 실적을 위한 전주곡

최악의 위기 대응으로 자멸한 IM 사업부, 갤럭시 S8 디자인은 완전히 다를 것

삼성전자는 2017 년 매출액 207.6 조원 (YoY 4.4%), 영업이익은 36 조원 (YoY 32.8%)의 실적을 달성할 전망이다. 이는 ① DRAM 업황 개선 및 3D Nand 의 놀라운 수익성에 기인한 반도체 부문의 실적 개선, ② 대형 LCD 수급 안정 및 Flexible OLED 판매 확대에 따른 삼성디스플레이(SDC)의 실적 호조를 기대하고 있기 때문이다. 이미지 개선이 필요한 IM 사업부는 갤럭시 S8 에서, 기존 제품과 다른 새로운 디자인을 도입할 전망이다. 향후 노트시리즈는 장기적으로 Foldable 로 대체가 예상된다.

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. 지난 3 분기 삼성전자 IM 사업부는 BEP 를 하회하는 최악의 실적을 기록 하였지만, DS 부문의 대약진으로 5.2 조원이라는 양호한 실적을 거둘 수 있었다. 당사가 추정한 2017 년 DS 부문의 영업이익은 22.3 조에 달할 것으로 전망되며, 향후 삼성전자의 2017 년 영업이익이 36 조까지 성장할 수 있음을 보여주게 될 것으로 기대된다.

투자 의견 매수 및 목표주가 200 만원 유지

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 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가 200 만원을 유지한다.

영업 실적 및 투자 지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	228,693	206,206	200,653	198,891	207,637	209,346
yoy	%	13.7	-9.8	-2.7	-0.9	4.4	0.8
영업이익	십억원	36,785	25,025	26,413	27,150	36,057	36,718
yoy	%	26.6	-32.0	5.6	2.8	32.8	1.8
EBITDA	십억원	53,230	43,078	47,344	49,427	62,001	63,440
세전이익	십억원	38,364	27,875	25,961	30,639	37,061	38,410
순이익(지배주주)	십억원	29,821	23,083	18,695	22,269	26,783	27,781
영업이익률%	%	16.1	12.1	13.2	13.7	17.4	17.5
EBITDA%	%	23.3	20.9	23.6	24.9	29.9	30.3
순이익률	%	13.3	11.4	9.5	11.3	13.2	13.6
EPS	원	175,282	135,673	109,883	135,864	163,407	169,493
PER	배	7.8	9.8	11.5	11.7	9.7	9.4
PBR	배	1.6	1.4	1.2	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	3.6	4.1	3.4	3.9	2.9	2.5
ROE	%	22.8	15.1	11.2	12.4	13.5	12.5
순차입금	십억원	-43,335	-50,552	-58,619	-67,130	-80,592	-105,702
부채비율	%	42.7	37.1	35.3	33.3	33.6	31.7

1. IM의 위기와 DS의 Super Cycle 이 교차

(1) IM 사업부 리스크 지속되나, 반도체 약진으로 만회 가능


갤럭시노트7 대응은 매우 실망
2017년 사업부 전사 실적에도
부정적 영향을 줄 가능성 높음

DRAM 시장은 안정세 유지,
3D Nand는 시장 석권을 위한
공격적 투자로 실적 개선 주도

갤럭시노트7은 문제의 원인을 제대로 확인하지 않은 채, 서둘러 문제를 봉합하려다 갤럭시의 브랜드 이미지를 폭발물로 만들게 된 최악의 사례이다. 이는 1) 배터리셀 자체의 극간의 눌림 현상 및 절연체의 문제로 한정하고, 2) 제품 자체는 문제가 없다고 단정지었으며, 3) 재판매를 결정 후 리콜 제품의 폭발 문제를 경시하다가, 4) 미국에서 2차 강제 리콜이 결정되기 직전에 단종을 결정한 듯한 모양새를 보여주었기 때문이다. 삼성전자는 Toyota, Volkswagen 사례와 비견될 정도로 브랜드 이미지에 큰 타격을 받았으며, 2017년 하반기 노트 시리즈를 대체할 제품 출시가 가능할지 의심스럽다.






IM 사업부의 미래가 불투명한 상황에서, 2017년 삼성전자의 성장은 메모리가 이끌어야만 한다. 삼성전자는 1x nm DRAM 공정 전환을 더욱 가속화할 것이며, 1y nm DRAM 조기 도입도 검토하게 될 것이다. 그러나 DRAM 시장의 안정세 유지를 바라고 있기 때문에, 공격적인 투자는 자제하면서 기술 격차만 확대할 것으로 전망된다. 이와 반대로 3D Nand는 매우 공격적인 투자가 예상된다. 현재 48단 TLC 제품을 성공적으로 양산하는 업체는 삼성전자 외에는 없다. 이러한 양산경험을 바탕으로, 삼성전자는 2017년 64단 TLC/QLC 3D Nand 양산을 준비하고 있다. 64단 3D Nand의 수율이 높아지게 되면, 1GB 당 가격은 1 Cent로 하락하게 된다. 이는 하드디스크(HDD) 시대의 종언을 의미한다. 경쟁자가 단기에 진입할 수 없는, 황금 시장을 독점할 수 있는 절호의 기회가 삼성전자 앞에 펼쳐져 있다.

삼성전자 IM 사업부 리스크 증가로, 2017년 성장전략의 중심은 더욱 DS 부문으로 이동



갤럭시노트7 폭발 패턴 및 주요 사례

- 8/24 충전중 배터리 발화 사례 최초 발생
- 8/29 해외 유저가 충전중 폭발 동영상 게재
- 8/30 충전중이 아닌 상태에서 배터리 발화 사례
- 9/02 충전중 아닌 상태에서 갑자기 발열 및 녹음
- 9/02 삼성전자 리콜 발표
- 10/01 갤럭시노트7 재판매 개시
- 10/11 단종 및 전량 교환 및 환불 결정

자료 : 삼국, SK 증권

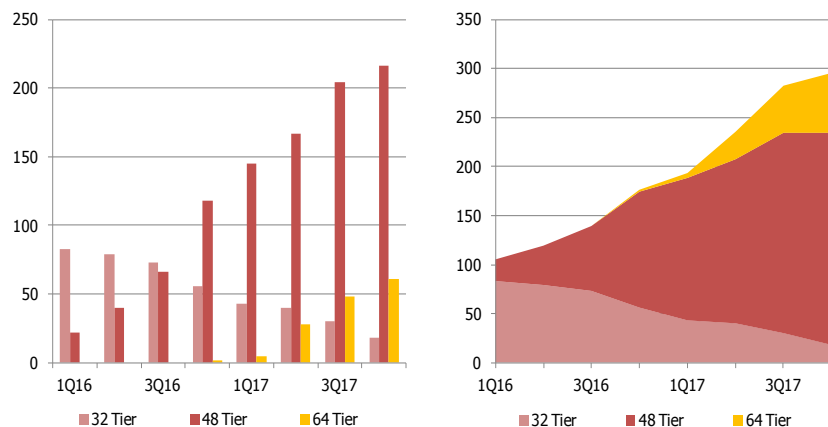
글로벌 경쟁업체들도 64 단 3D Nand 양산 위한 공격적 투자 불가피하나, 낮은 수율로 인해 양산성 및 수익성 모두 확보 어려움

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 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.

Micron 은 INTEL, XMC와 연합해 Data Center 및 Automotive 부문 3D Nand 시장 적극적 공략 전략

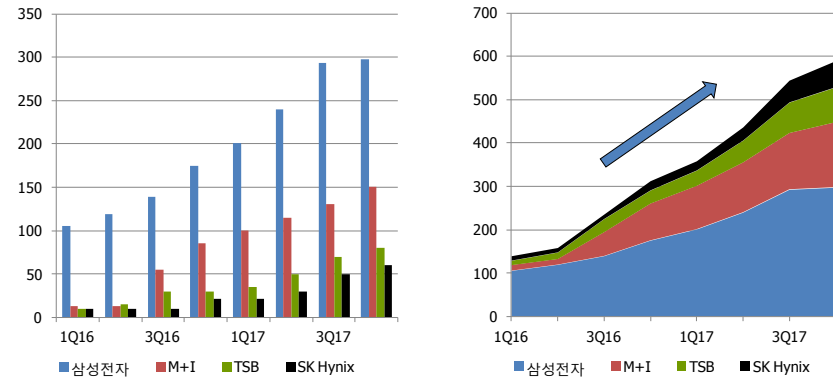
3D Nand 시대가 열리면 오히려 Micron 이 Toshiba 를 제칠 가능성도 있다. 3D Nand 에 적극적인 진입을 노리고 있는 Intel 이 Micron 과의 기술협력을 절실히 원하고 있기 때문이다. Intel 은 중국 칭화유니그룹의 3 대주주이며 (지분율 20%), 칭화유니그룹은 XMC 를 인수했다. 기술력은 없지만 중국내 판매처를 강력하게 확보할 수 있는 칭화유니그룹과 Intel-Micron 진영이 손을 잡게 된다면, Nand 시장에서 새로운 판도가 벌어지게 될 가능성도 제기된다. Micron 의 32 단 3D Nand 수율은 74~78% 수준이며, 64 단 Pilot 은 32~36% 수준에 머물고 있다. Micron 은 Data Center 용 E-SSD 및 자신들의 강점인 Automotive eMMC 위주로 시장을 확대해 나갈 것이다. 그러나 Toshiba 와 마찬가지로 Micron 도 아직 64 단에 대한 양산성은 검증되지 않았다. 이미 검증이 끝난 삼성전자는 경쟁사들을 압도하기 위해, 매우 공격적인 투자를 감행할 것이다. 아울러 96 단 조기 양산을 위한 행보도 더욱 빨라질 것으로 판단된다.

삼성전자의 3D Nand 는 3Q16 대비 2017 년 2 배로 증가 예상, Nand 부문 영업이익 급증할 것



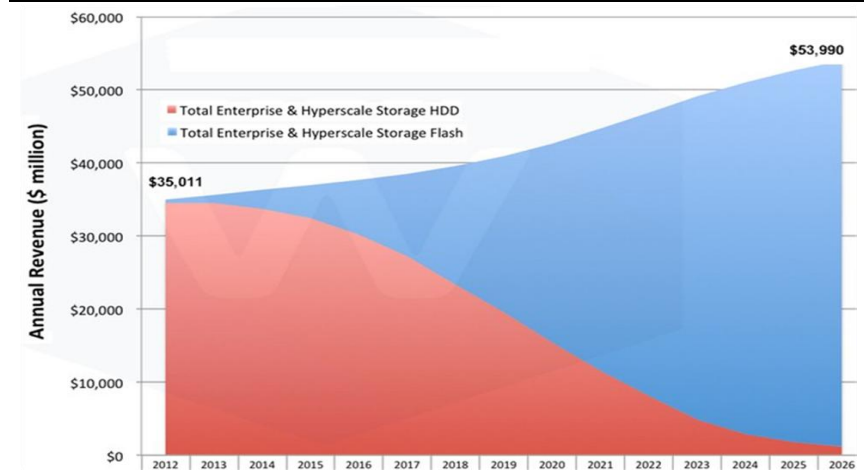
자료 : SK 증권

삼성전자 독주 기대되며, Micron과 INTEL 진영이 3D Nand에서 Toshiba 넘어설 가능성



자료 : SK 증권

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



자료 : 업계자료, SK 증권

삼성 2017년말 96단 가능성 부각, 도시바와 Micron 64단 공격적 투자, SK Hynix 72단으로 승부

Manufacturers	2012	2013	1H14	2H14	1H15	2H15	2016	2017	2018
SAMSUNG	21 nm	19 nm	16 nm	16 nm	(14 nm)	12 nm			
		MLC, TLC	MLC	TLC	SSD				
		3D NAND	24 L	32 L	48 L	64 L	96 L		
			MLC	MLC	MLC	MLC	MLC	MLC	MLC
			SSD	SSD	SSD	SSD	SSD	SSD	SSD
TOSHIBA SanDisk	24 nm	19 nm	A-19 nm	15 nm	12 nm				
			SSD	eMMC	SSD				
					3D NAND	48 L	64 L		
						MLC	MLC	MLC	MLC
						TLC	TLC	TLC	TLC
Micron intel	20 nm	16 nm							
					TLC				
					SSD				
						3D NAND	32 L(FG)	48 L	64 L
							MLC	MLC	MLC
							TLC	TLC	TLC
							X-Point		
SK hynix	25 nm	20 nm	16 nm						
					TLC				
					SSD				
						3D NAND	32(36) L	48 L	64 L
							MLC	MLC	MLC

자료 : techinsights

(2) Flexible OLED 의 Super cycle 과 대형 LCD 회복

Apple 의 Flexible OLED 채택
결정으로 삼성의 대규모 투자
진행중, 노트시리즈 대체가 절실한
삼성 Foldable 투자 확대 불가피

2017 년 Apple 의 Flexible OLED 채택은 이미 지난해에 확정되었고, 올해부터 삼성디스플레이는 계약된 물량을 공급하기 위한 6 세대 Flexible OLED 투자를 진행하고 있다. Apple 의 신제품 출시 스케줄과 약속한 물량을 반드시 충족시켜야만 하기 때문에, 시장의 우려와 달리 투자계획 및 장비반입 일정에 대한 변화는 전혀 없다. 2018 년에는 iPhone 의 모든 기종이 Flexible OLED 를 채택하게 된다. 한편 삼성전자는 갤럭시노트 시리즈의 존폐 위기에 처해있다. 늦어도 2018 년에는 완전히 새로운 Foldable 시리즈의 채택이 불가피하며, 안전도 문제를 제거하기 위한 검사 공정 추가가 요구된다.

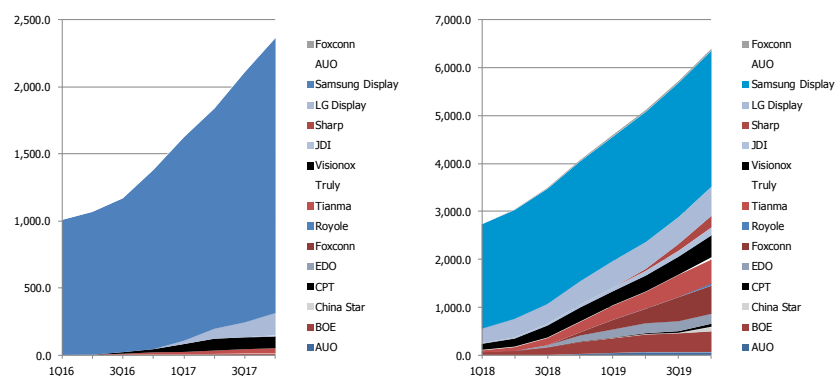
삼성디스플레이의 Tokki 증착장비
독점으로 경쟁업체들의 High-end
OLED 시장 진입은 단기 불가능,
대형 LCD 수급 안정으로
디스플레이 실적 급격히 개선될 것

Apple 은 Flexible OLED 의 Supply Chain 다변화를 노리고 있다. 그러나 이를 위해서는 삼성디스플레이가 양산하는 Flexible OLED 수준에 필적해야만 한다는 중요한 품질 이슈가 발생한다. 이에 대한 최소한의 필요충분조건이, 삼성디스플레이가 양산라인에 채용하고 있는 일본 Tokki 의 증착기를 사용해야만 한다는 것이다. 그런데 삼성디스플레이는 이미 Tokki 가 2017 년까지 생산 가능한 증착기의 83.3% (150K/180K)를 확보해 놓았다. 경쟁업체들이 투자를 하고 싶어도, 본격적인 투자는 2018 년에나 가능한 것이다. 따라서 삼성디스플레이는 최소 2018 년까지 Apple 에 대해서 독점에 가까운 수혜를 누릴 수 있을 것이다. 한편 2017 년 TV 용 LCD 패널의 면적 수요는 8% 증가하는데 반해, 공급 증가는 6~7%선에 머물 전망이다. 따라서 TV 용 LCD 패널의 수급은 안정적인 것이며, 삼성디스플레이의 실적은 급속하게 개선될 것으로 기대된다.

Apple OLED 채택으로 LTPS LCD 글로벌 투자 마감, High-end 표준은 Flexible OLED (단위: 1,000m²)

중소형 Flexible OLED는 Super Cycle 진입

2017년까지 삼성디스플레이 공격적 투자, 2018년 이후 중국 및 경쟁사들 공격적 투자 개시



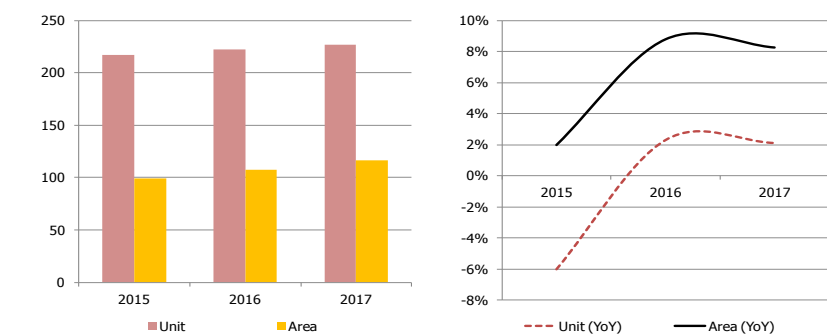
자료 : IHS, SK 증권

삼성전자의 고민은 노트시리즈 공백이 우려되는 2017년 하반기, 2018년 Foldable로 대체될 것



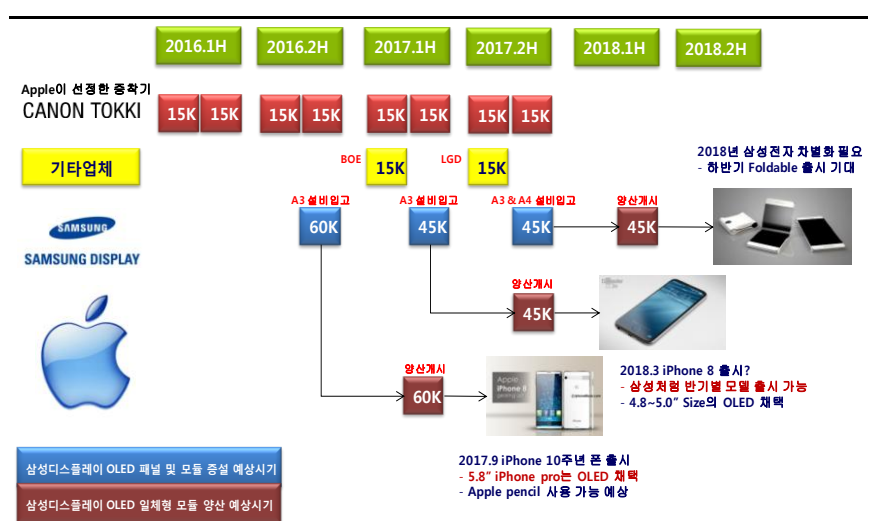
자료 : Patently Apple, Patently Mobile, 삼성디스플레이, SK 증권

2017년 대형 LCD TV는 Unit 2%, 면적 8% 수준 증가 → 공급 증가는 6% 수준, 호황 지속



자료 ; SK 증권

삼성의 Apple에 대한 Flexible OLED 공급은 2017년 2분기 시작, 향후 Foldable 투자 이어질 것



자료 ; SK 증권

(3) 통합적 H/W 개발 강화 전략

노트 7 사태는 단편적 H/W 개발의
한계와 위험성을 그대로 노출,
2017년부터 ALL NEW Design 과
Perfect Safety 로 패러다임 변화

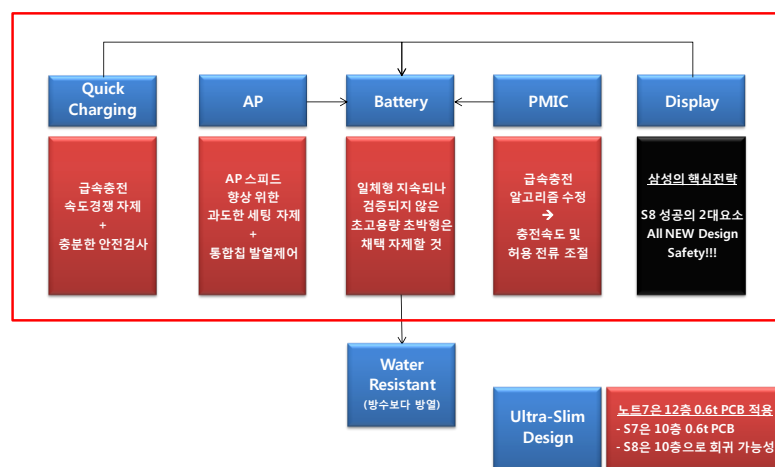
최근에 발생한 노트 7 폭발 사태는 삼성전자 스스로에게도 충격이었을 것이다. 심지어 삼성전자 IM 사업부는 폭발의 원인도 파악하지 못한 채 단종해야만 했다. 노트 7 폭발의 원인은 배터리, PCB, 급속충전기, PMIC, AP 등 다양한 원인이 거론되고 있다. 중요한 것은, 이제 H/W Spec 경쟁에서 벗어날 수 밖에 없다는 것이다. 갤럭시 S8은 S7과는 전혀 다른 ALL NEW Design 으로 출시되어야만 하며, 향후 노트 시리즈는 Foldable OLED 를 적용한 제품으로 대체되어야만 한다. 그리고 H/W Spec 을 빨리빨리 높이는 경쟁에서 벗어나, Perfect Safety 를 마케팅 소구점으로 활용하여 소비자들에게 감증을 받아야만 하는 것이다. 발열현상을 초래할 수 있는 모든 부품은 총체적으로 관리되어야만 하며, 이에 대한 통합 개발과 검사프로세스 혁신은 불가피할 것이다.

INTEL-Micron 의 Storage Class
Memory 전략의 위력을 깨달은
삼성전자, ARM, SK Hynix 등
반도체, 스토리지 업체들 Gen-Z
컨소시엄 결성, 통합개발 가속화

차세대 메모리와 스토리지 시장에서도 격변은 예고되고 있다. 지난해 INTEL 과 Micron 이 SCM(Storage Class Memory) 시장을 석권하기 위한 3D Xpoint 를 발표했을 때, 많은 SI 전문가들은 환호했지만 메모리 전문가들은 비관적이었다. 그러나 INTEL 의 SCM 전략이 위력적이라는 것을 깨달은 경쟁업체들이 모여서, 차세대 SCM 아키텍처를 개발하기 위해 Gen-Z 라는 이름의 컨소시엄을 결성하였다. 이 컨소시엄의 중심에는 삼성전자, ARM, SK Hynix 등 반도체, 스토리지 업체들과 IBM, Huawei, Dell 등 서버 업체들까지 포함되어 있다. 서버용 CPU 와 아키텍처는 INTEL 이 완전히 석권하고 있다. 과연 ARM 과 삼성전자가 서버용 CPU 를 함께 준비하고, 이를 메모리 및 스토리지 업체들이 제품화하여 독점화되는 세상을 막을 수 있을지 기대된다.

H/W Spec 경쟁 시대의 종언, ALL NEW Design 과 Perfect Safety 중요성 증가

High-end 스마트폰 H/W 개발 방향

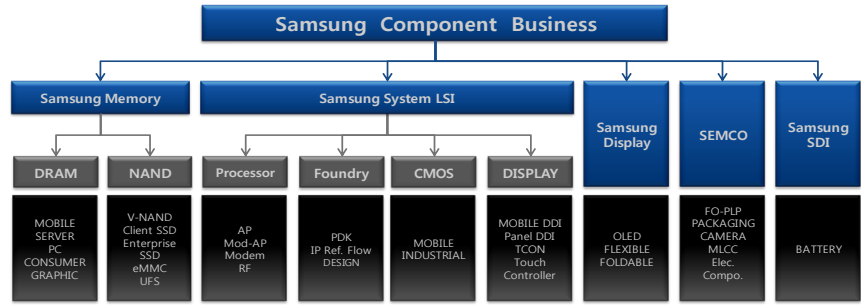


자료 : SK 증권

삼성그룹 전자계열사 부품 전략은 독립 개발에서 시너지 극대화 창출 및 리스크 관리로 전환중

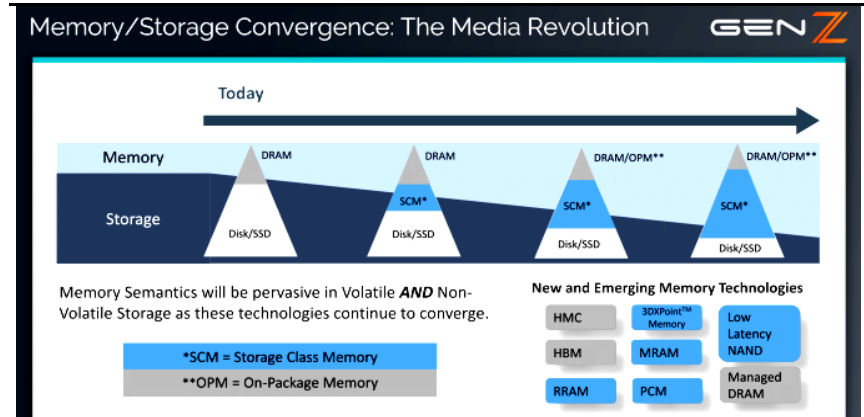
계열사 독립 개발체제에서 시너지 극대화를 창출하는 종합포트폴리오 체제로 변화

- 전자부품 종합포트폴리오 : 메모리, LSI, Foundry, 디스플레이(FO-PLP), 카메라, 전자부품, 배터리
- 스마트폰에 이어, IT 부품 산업에서도 과점 구조 전망. 핵심은 3D NAND, Flexible OLED, FO-PLP (Fan-out Panel Level Packaging)



자료 : SK 증권

Intel-Micron-XMC 진영에 대항하기 위한 Gen Z 결성, 차세대 메모리와 스토리지 시장 위한 격돌

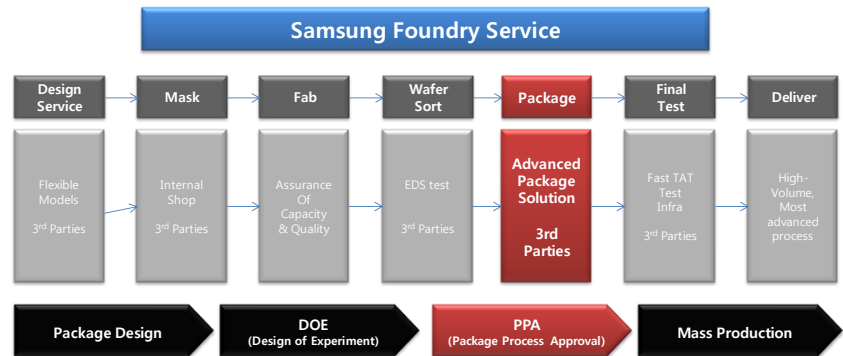


자료 : SK 증권

삼성전자 LSI 설계 및 제조 경쟁력 강화로 SCM 은 물론 Server, Storage 시장 적극 공략

LSI 설계 및 제조능력 활용 극대화 전략. 패키징 경쟁력이 핵심부품 수주를 좌우할 것

- 스마트 디바이스용 통합칩, 차량용 반도체(ADAS), 사물인터넷(IoT) 관련된 기능에 대한 통합 개발 경쟁력의 중요성 확대



자료 : SK 증권

2. 지배구조 관점에서 삼성전자 주가 상승이 최대주주에 유리

삼성그룹 지배구조 개편, 골든타임 임박

삼성그룹의 지배구조 개편이 임박한 것으로 판단한다. 삼성그룹은 7 개의 순환출자를 보유하고 있으며 중간금융지주회사가 허용되지 않은 현행법상 금융자회사에 대한 처리도 고민거리이다. 또한 승계를 위해 이재용 부회장의 삼성그룹 내 지배력 확대 및 상속세 재원 확보 등 삼성그룹은 선행해야 할 지배구조 개편 이슈가 산적해 있다. 반면 20 대 국회에서는 삼성그룹을 겨냥한 지배구조 개편 관련 법률안 개정안이 논의되고 있어 내년 대선까지 고려한다면 지배구조 개편을 위한 골든타임은 임박해 가고 있다고 판단한다.

기업지배구조 개편 관련 주요 법률 개정안 내용

발의자	법안	주요 내용
김종인	독점규제 및 공정거래에 관한 법률	기존 순환출자를 3년 내 해소
박영선	상법	자사주 처분 시 주주평등주의 원칙, 백기사 동원 금지
	독점규제 및 공정거래에 관한 법률	재벌 대기업이 공익법인에 기부한 계열사 주식에 대한 의결권 행사 금지
박용진	상법	회사 분할 시 분할신설법인이 존속법인에 자사주 교부 금지
박찬대	독점규제 및 공정거래에 관한 법률	지주회사의 자회사 주식보유 기준을 20%에서 30%로 상향
이종걸	보험업법	보험회사의 자산운용 비율 산정 시 취득원가에서 시가로 변경

자료: SK 증권

엘리엇 공개서한으로 지주회사 전환 명분 확보

삼성그룹의 산적한 지배구조 관련 이슈 중 가장 임박한 것은 삼성홀딩스 전환이 될 전망이다. 삼성홀딩스 전환으로 이재용 부회장의 삼성그룹 내 지배력이 확대될 수 있기 때문이다. 특히 엘리엇의 공개서한을 통해 삼성전자의 인적분할 및 지주회사 전환에 대한 명분을 확보한 것도 삼성그룹에는 유리한 환경이다.

엘리엇은 공개서한을 통해 삼성전자 인적분할을 공개적으로 요구함

엘리엇의 공개서한 주요 내용 요약

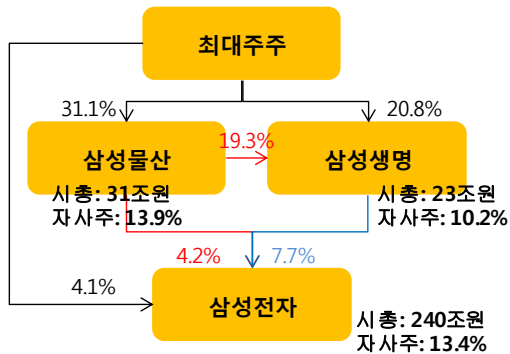
- Increased capital management efficiency via a special cash dividend of KRW30 trillion or KRW245,000 per ordinary share
- 30조원 규모 특별 현금 배당 실시 또는 보통주 당 245,000원 배당
- A NASDAQ listing (in addition to KRX) for Samsung Opco_ The lack of an effective international equity listing for Samsung Electronics' core operating businesses
- 삼성전자 사업회사 나스닥 상장 (상당히 사이즈 크고 글로벌화 되어있는 기업인데도 불구하고 국제기업상장을 이용한 효율적 대처가 부족)
- Unlocking the value of Samsung Electronics' treasury shareholding as part of a streamlining of the Samsung group structure
- 기업가치 제고 위한 지배구조 개편
→ Demerging Samsung Electronics (the "Demerger") into a listed holding company ("Samsung Holdco") and a separately listed operating company ("Samsung Opco");
→ 삼성전자 인적분할 (지주+사업회사)
- Board improvements at Samsung Holdco and Samsung Opco
- 삼성전자 지주, 사업회사 이사회에 사외이사 3명추가

자료: SK 증권

삼성전자 인적분할 이후 삼성물산과 합병 유력

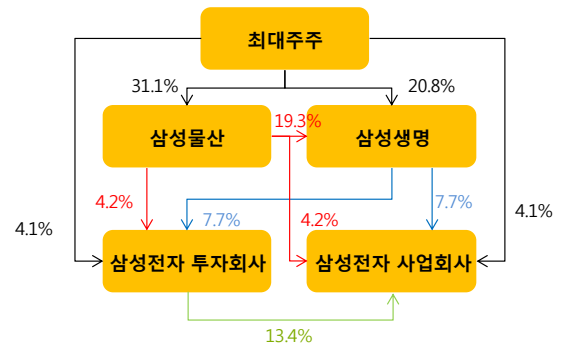
삼성전자는 삼성전자 투자회사와 삼성전자 사업회사로 인적분할 한 이후 최대주주는 삼성전자 사업회사 지분을 삼성전자 투자회사로 현물출자할 전망이다. 이후 삼성물산과 삼성전자 사업회사가 합병을 통해 삼성홀딩스 체제가 출범하게 될 것으로 예상된다.

1. 삼성그룹 현 지배구조



자료 : SK 증권

2. 삼성전자 인적분할



자료 : SK 증권

분할비율은 사업회사가 79% 이상으로 예상

삼성전자의 인적분할은 삼성전자 투자부문과 삼성전자 사업부문으로 나누어질 것이다. 순자산 비율에 근거하여 분할비율이 결정되기 때문에 정확한 분할비율을 예측하기 어려우나 삼성전자 투자부문이 삼성전자가 보유하고 있는 타법인출자 금액을 모두 보유한다고 가정하면 분할 비율은 삼성전자 투자부문 21%, 삼성전자 사업회사 79% 수준이 될 전망이다. 삼성전자 분할 시 모든 자회사를 삼성전자 투자부문이 인수할 가능성은 낮기 때문에 실제 분할 비율은 사업회사 비중이 좀 더 커질 것으로 예상된다.

삼성전자가 보유하고 있는 상장 자회사 지분가치

(단위: %, 억원)

상장 법인명	지분율	시가총액	지분가치
삼성전기(주)	23.7	36,286	8,596
삼성에스디에스(주)	22.6	124,191	28,042
삼성중공업(주)	17.6	23,203	4,086
호텔신라(주)	5.1	23,767	1,214
제일기획(주)	12.6	18,924	2,384
에이테크솔루션	15.9	1,000	159
(주)아이마켓코리아	1.8	4,942	89
(주)케이티스카이라이프	0.5	8,225	41
삼성SDI(주)	19.6	65,439	12,813
원익아이피에스	4.5	9,741	436
원익홀딩스(舊원익PS)	4.5	5,329	239
(주)용평리조트	0.8	4,611	38
Rambus	4.4	14,622	636
SEAGATE	4.2	11,958	502
합계			59,277

자료: SK 증권 삼성전자

주: 2016년 6월말 기준 지분율

삼성전자 시가총액 내용

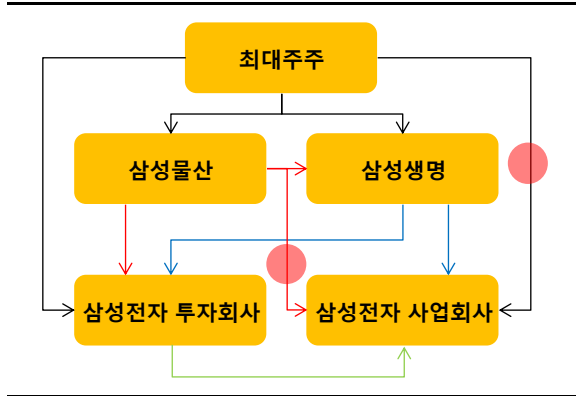
(단위: 억원)

항목	가치	비중
삼성전자 시가총액	2,254,626	100.0%
보유 자회사 가치	480,486	21.3%
보유 상장사 시가총액	59,277	2.6%
보유 비상장사 시가총액	421,209	18.7%
사업가치	1,774,140	78.7%

자료: SK 증권 삼성전자

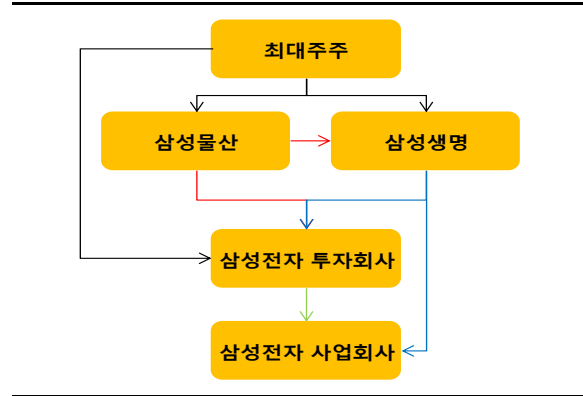
주: 비상장 자회사는 장부가액 기준

3. 삼성전자 사업회사를 투자회사로 현물출자



자료 : SK 증권

4. 삼성물산 및 최대주주의 삼성전자 투자회사 지분을 확대



자료 : SK 증권

사업회사 지분 현물출자 통해
삼성물산과 최대주주는 투자회사
지분 추가 확보

이후 최대주주와 삼성물산은 보유하고 있는 삼성전자 사업회사의 지분을 삼성전자 투자회사로 현물출자하여 삼성전자 투자회사 지분을 추가적으로 확보할 수 있을 전망이다.

삼성전자 인적분할 이후 지분 구성

(단위: 주)

삼성전자 투자회사			삼성전자 사업회사		
주주	주식수	지분율	주주	주식수	지분율
이건희	1,062,458	3.5%	이건희	3,923,006	3.5%
삼성물산	1,273,630	4.2%	삼성물산	4,702,732	4.2%
삼성복지재단	19,112	0.1%	삼성복지재단	70,571	0.1%
삼성문화재단	8,016	0.0%	삼성문화재단	29,599	0.0%
홍라희	230,815	0.8%	홍라희	852,257	0.8%
이재용	179,099	0.6%	이재용	661,304	0.6%
삼성생명	2,263,840	7.4%	삼성생명	8,358,974	7.4%
삼성생명(특별계정)	97,134	0.3%	삼성생명(특별계정)	358,658	0.3%
삼성화재	395,613	1.3%	삼성화재	1,460,757	1.3%
국민연금공단	2,648,680	8.7%	국민연금공단	9,779,948	8.7%
자기주식	4,051,409	13.3%	자기주식	14,959,367	13.3%
기타	18,238,557	59.9%	기타	67,343,801	59.9%
합계	30,468,364	100.0%	합계	112,500,973	100.0%

자료: SK 증권

주: 분할 비율은 투자회사 21.3, 사업회사 78.7 가정

삼성전자 사업회사 현물출자 이후 지분 구성

(단위: 주)

삼성전자 투자회사			삼성전자 사업회사		
주주	주식수	지분율	주주	주식수	지분율
이건희	4,985,464	12.3%	이건희	-	0.0%
삼성물산	5,976,362	14.7%	삼성물산	-	0.0%
삼성복지재단	19,112	0.0%	삼성복지재단	70,571	0.1%
삼성문화재단	8,016	0.0%	삼성문화재단	29,599	0.0%
홍라희	1,083,072	2.7%	홍라희	-	0.0%
이재용	840,403	2.1%	이재용	-	0.0%
삼성생명	2,263,840	5.6%	삼성생명	8,358,974	7.4%
삼성생명(특별계정)	97,134	0.2%	삼성생명(특별계정)	358,658	0.3%
삼성화재	395,613	1.0%	삼성화재	1,460,757	1.3%
국민연금공단	2,648,680	6.5%	국민연금공단	9,779,948	8.7%
자기주식	4,051,409	10.0%	삼성전자 투자회사	25,098,666	22.3%
기타	18,238,557	44.9%	기타	67,343,801	59.9%
합계	40,607,663	100.0%	합계	112,500,973	100.0%

자료: SK 증권

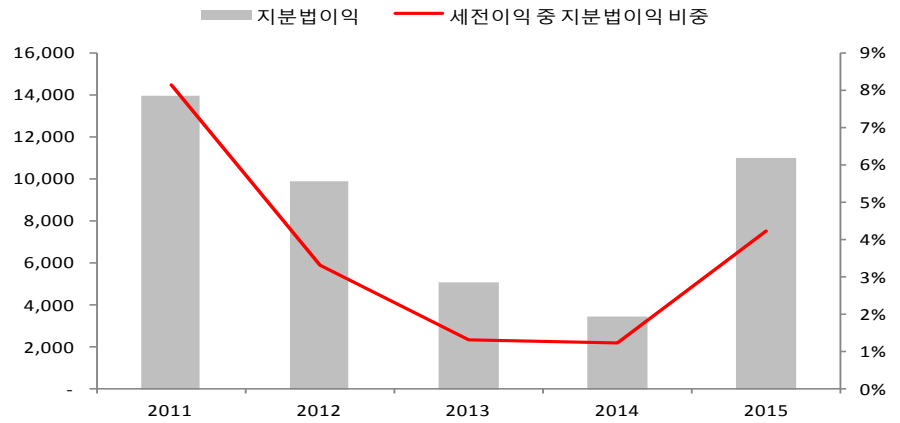
주: 현물출자 시 현가액 가정. 이견희, 이재용, 홍라희, 삼성물산만 현물출자에 참여하는 것으로 가정

삼성전자 주가는 사업가치에 의해
좌우
사업가치 분할 비율 높을수록
최대주주에 유리함

현물출자 이후 삼성물산의 삼성전자 투자회사 지분율은 4.2%에서 14.7%로 상승하게 되며 이견희 회장, 이재용 부회장의 삼성전자 투자회사의 지분율도 각각 12.3%(기존: 3.5%), 2.1%(0.6%)로 상승하게 된다. 만약 삼성전자의 분할 과정에서 삼성전자 사업회사의 분할비율이 높게 분할된다면 현물출자에 참여하는 최대 주주의 투자회사 지분율은 추가적으로 상승하게 될 전망이다. 현재 삼성전자의 시가총액은 투자자산에 대한 가치보다는 사업가치가 훨씬 크게 반영되어 있으므로 향후 삼성전자의 주가 상승은 현물출자까지 고려한다면 최대주주의 지배구조 관점에서 유리하다고 판단한다. 사업회사의 인적분할 비율을 78.7%로 가정 시 삼성전자 투자회사의 삼성전자 사업회사에 대한 지분율은 22.3%로 지주회사의 자회사 지분요건을 충족하게 된다.

삼성전자 지분법 이익의 세전이익 비중은 미미한 수준

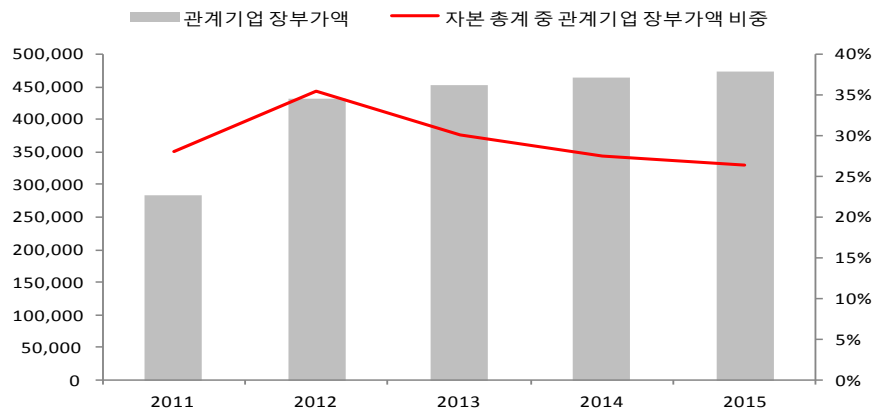
(단위 : 억원)



자료 : SK 증권 삼성전자

삼성전자 자본총계 중 관계기업 장부가 비중은 하락 추세

(단위 : 억원)



자료 : SK 증권 삼성전자

삼성전자 사업회사 분할비율에 따른 현물출자 이후 삼성전자 투자회사 지분율 민감도 분석

삼성전자 사업회사 분할비율	60.0%	70.0%	78.7%	80.0%	90.0%
주요주주 삼성전자 사업회사 지분율					
이건희	7.7%	9.6%	12.3%	12.8%	19.3%
이재용	1.3%	1.6%	2.1%	2.2%	3.2%
삼성물산	9.2%	2.1%	14.7%	15.4%	23.1%

자료 : SK 증권

삼성물산과 삼성전자 투자회사 합병

현물출자가 완료된 이후 삼성물산과 삼성전자 사업부문이 합병을 통해 삼성홀딩스 체제가 출범할 전망이다(합병 이전 삼성생명이 보유하고 있는 삼성전자 투자회사 및 사업회사 지분과 삼성물산이 보유하고 있는 삼성생명 지분 교환 가능성 있으나 중감금융지주회사 설립 유무 및 보험업법 개정 등의 변수가 많아 이번 자료에서 이부문은 논의에서 제외하기도 한다). 삼성물산이 삼성전자 투자회사의 지분을 이미 14.7% 확보하고 있으므로 삼성물산이 삼성전자 투자회사를 흡수합병하여 삼성전자 투자회사 주주에게 신주를 발행할 전망이다. 이 과정에서 삼성전기와 삼성 SDI가 보유하고 있는 삼성물산 지분처리도 선행되어야 한다.

삼성물산과 삼성전자 투자회사 합병 이전 주주구성

(단위: 주)

삼성물산			삼성전자 투자회사		
주주	주식수	지분율	주주	주식수	지분율
이재용	32,674,500	17.2%	이건희	4,985,464	12.3%
이건희	5,425,733	2.9%	삼성물산	5,976,362	14.7%
이부진	10,456,450	5.5%	삼성복지재단	19,112	0.0%
이서현	10,456,450	5.5%	삼성문화재단	8,016	0.0%
삼성전기	5,000,000	2.6%	홍라희	1,083,072	2.7%
삼성SDI	4,042,758	2.1%	이재용	840,403	2.1%
삼성문화재단	1,144,086	0.6%	삼성생명	2,263,840	5.6%
삼성화재	2,617,297	1.4%	삼성생명(특별계정)	97,134	0.2%
삼성복지재단	80,946	0.0%	삼성화재	395,613	1.0%
삼성생명공익재단	2,000,000	1.1%	국민연금공단	2,648,680	6.5%
삼성생명	130,626	0.1%	자기주식	4,051,409	10.0%
KCC	17,009,518	9.0%	기타	18,238,557	44.9%
국민연금공단	10,964,453	5.8%	합계	40,607,663	100.0%
우리사주조합	4,463,019	2.4%			
자기주식	26,225,503	13.8%			
기타	56,998,704	30.0%			
합계	189,690,043	100.0%			

자료: SK 증권

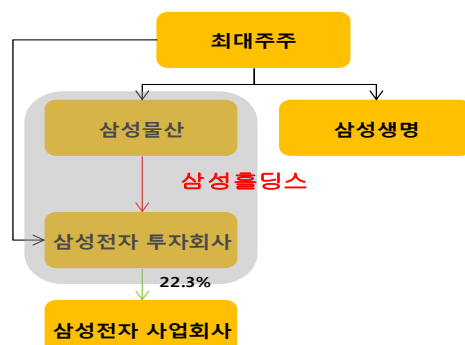
삼성물산과 삼성전자 투자회사 합병법인 주주구성

(단위: 주)

삼성물산 + 삼성전자 투자회사		
주주	주식수	지분율
이재용	40,780,405	7.8%
이건희	53,511,829	10.2%
이부진	10,456,450	2.0%
이서현	10,456,450	2.0%
홍라희	10,446,511	2.0%
삼성전기	5,000,000	1.0%
삼성SDI	4,042,758	0.8%
삼성문화재단	1,221,404	0.2%
삼성화재	6,433,089	1.2%
삼성복지재단	265,291	0.1%
삼성생명명공익재단	2,000,000	0.4%
삼성생명	21,965,955	4.2%
삼성생명(특별계정)	936,886	0.2%
KCC	17,009,518	3.2%
국민연금공단	36,511,656	7.0%
우리사주조합	4,463,019	0.9%
자기주식	65,302,394	12.5%
기타	232,914,327	44.5%
합계	523,717,943	100.0%

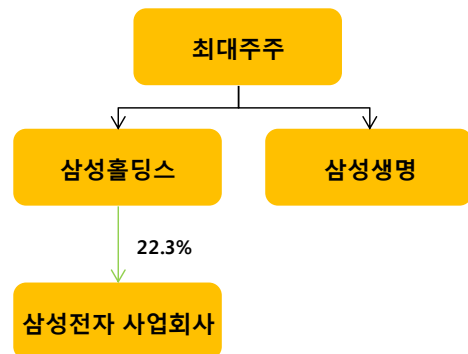
자료: SK 증권

5. 삼성물산과 삼성전자 투자회사 합병



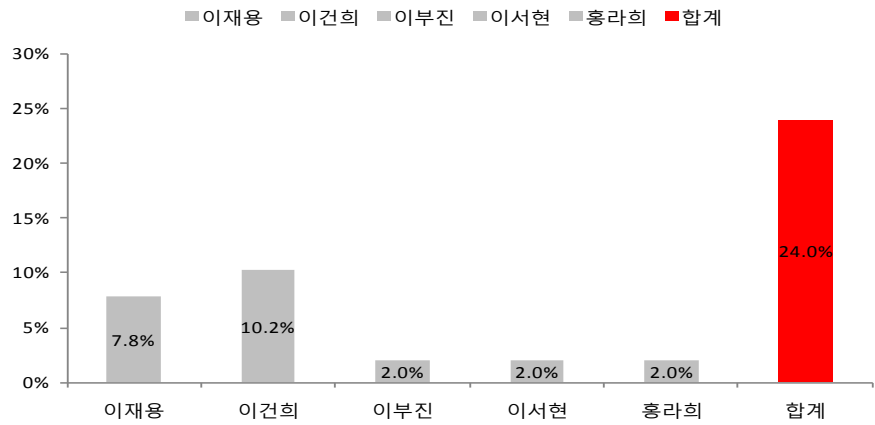
자료: SK 증권

6. 삼성홀딩스 체제 출범



자료: SK 증권

삼성홀딩스에 대한 최대주주 최종 지분율 전망



자료 : SK 증권

3. 실적 및 Valuation

투자 의견 매수 및 목표주가
200만원 유지, IM 부문 리스크에도,
2017년 강력한 실적 개선 기대

2017년 삼성전자는 최고의 수익성과 압도적인 제품 경쟁력을 보유한 3D Nand와 Flexible OLED에 대한 사상 최고 수준의 투자가 예상된다. 그리고 사상 최고 수준의 투자에도 불구하고, 이미 수요처는 확보가 되어 있는 상태다. 3D Nand는 이미 수요가 공급을 크게 초과하고 있으며, Apple의 Flexible OLED 채택은 2017년이 원년이다. 향후 High-end 스마트폰의 디자인은 Flexible OLED가 적용된 디자인으로 표준화될 것이다. 이러한 DS 부문의 약진은 IM 사업부의 리스크를 충분히 상쇄할 수 있는 수준이다. 따라서 삼성전자의 2017년 영업이익은 36조에 달할 것으로 전망된다. 두 개의 심장으로서 성장을 지속하게 될 삼성전자에 대해 투자 의견 매수 및 목표주가를 200만원을 유지한다.

삼성전자 Valuation: 2017년 하반기 214만원까지 상승할 가능성도 존재, DS 부문의 약진과 IM 부문의 회생이 관건

	2015	2016F	2017F	2015	2016F	2017F
A 사업부분별 Sum of the Parts Valuation (단위: 십억원)	Target Multiple (P/E)			237,049	257,853	370,523
IT & Mobile	8.0	8.0	8.0	81,086	77,867	94,045
Semiconductor				127,309	126,257	185,104
Memory				120,987	118,545	180,006
DRAM	10.0	10.0	10.0	106,907	99,032	124,202
NAND	10.0	10.0	12.0	14,080	19,513	55,804
System LSI	10.0	10.0	10.0	6,321	7,712	5,098
Display Panel				21,149	34,898	79,266
Large Panel (LCD)	6.0	6.0	6.0	6,367	(5,986)	2,694
Mobile (OLED)	12.0	15.0	18.0	14,781	40,884	76,572
Consumer Electronics				7,506	18,831	12,109
VD	6.0	6.0	6.0	5,732	14,016	8,510
CE & Etc.	6.0	6.0	6.0	1,774	4,815	3,599
B 유동자산 - 유동부채				76,735	91,631	106,319
A+B				313,784	349,484	476,842
발행주식수 대비 적정주가	166,662,764	159,782,764	159,782,764	1,422,329	1,613,772	2,318,920
EPS				128,105	160,705	193,572
BPS				1,057,747	1,280,000	1,400,000
Target P/E	11.0	10.0	11.0	1,409,154	1,607,052	2,129,292
Target P/B	1.4	1.3	1.4	1,480,845	1,664,000	1,960,000
Average				1,437,443	1,628,275	2,136,071

자료 : 삼성전자, SK 증권

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

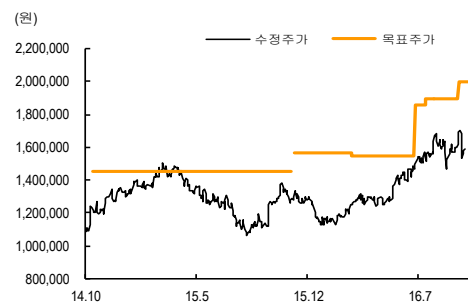
(단위 :십억원 %)

	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015F	2016F	2017F
매출액 (십억원)	49,778	50,937	47,001	51,170	46,382	50,920	52,044	58,291	200,658	197,721	207,637
IT & Mobile	27,598	26,563	23,916	22,387	23,555	25,337	24,330	24,590	103,562	100,465	97,811
무선사업부	26,939	26,073	23,236	21,511	22,996	24,746	23,646	23,715	100,499	97,759	95,103
네트워크/기타	659	490	680	876	559	590	684	875	3,063	2,705	2,707
Semiconductor	11,152	12,001	11,399	12,437	11,231	12,859	12,858	13,543	47,512	46,989	50,490
Memory	7,939	8,430	8,556	9,113	8,644	9,444	9,845	10,064	34,292	34,038	37,997
DRAM	4,879	5,231	5,525	5,960	5,430	5,875	6,029	5,852	21,756	21,594	23,185
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
Display Panel	6,042	6,422	6,974	7,268	6,962	7,955	9,883	10,902	27,131	26,706	35,702
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	3,999	3,799	3,761	4,889	6,600	7,392	12,414	15,189	22,643
Consumer Electronics	10,621	11,550	11,678	14,373	10,327	11,602	12,010	14,603	46,901	48,223	48,541
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
매출원가 (십억원)	30,371	29,384	28,510	31,620	28,218	30,986	31,383	35,759	123,777	119,885	126,347
매출원가율	61.0%	57.7%	60.7%	61.8%	60.8%	60.9%	60.3%	61.3%	61.7%	60.6%	60.8%
매출총이익	19,406	21,553	18,492	19,550	18,164	19,933	20,661	22,532	76,881	77,836	81,291
매출총이익율	39.0%	42.3%	39.3%	38.2%	39.2%	39.1%	39.7%	38.7%	38.3%	39.4%	39.2%
판매비 및 관리비	12726	12250	13289	12423	10,418	11,446	11,132	12,237	50,469	50,688	45,233
(SG&A 비율)	25.6%	24.1%	28.3%	24.3%	22.5%	22.5%	21.4%	21.0%	25.2%	25.6%	21.8%
영업이익	6,680	9,302	5,202	7,128	7,746	8,487	9,529	10,295	26,412	27,148	36,057
영업이익 (십억원)	6,680	8,144	5,202	7,128	7,668	8,487	9,529	10,295	26,411	27,154	35,979
IT & Mobile	3,887	4,320	(80)	1,607	2,516	3,207	3,019	3,012	10,136	9,733	11,756
Semiconductor	2,631	2,644	3,376	3,974	4,078	3,941	4,596	4,965	12,731	12,626	17,580
Memory	2,422	2,429	3,194	3,809	4,004	3,816	4,441	4,810	12,099	11,854	17,071
DRAM	2,108	2,032	2,635	3,129	3,140	2,971	3,173	3,136	10,691	9,903	12,420
NAND	314	397	559	681	864	845	1,268	1,673	1,408	1,951	4,650
System LSI	209	215	182	165	74	125	155	156	632	771	510
Display Panel	(270)	144	1,002	852	687	893	1,441	1,682	2,293	1,728	4,703
Large Panel (LCD)	(742)	(538)	94	187	63	62	121	203	1,061	(998)	449
Mobile (OLED)	471	682	908	665	624	831	1,320	1,478	1,232	2,726	4,254
Consumer Electronics	510	1,030	904	695	464	445	473	635	1,251	3,139	2,018
VD	414	806	642	474	351	284	306	477	955	2,336	1,418
CE & Etc.	96	224	262	221	113	161	167	158	296	803	600
영업이익률(%)	13.4%	16.0%	11.1%	13.9%	16.5%	16.7%	18.3%	17.7%	13.2%	13.7%	17.3%
IT & Mobile	14.1%	16.3%	-0.3%	7.2%	10.7%	12.7%	12.4%	12.3%	9.8%	9.7%	12.0%
Semiconductor	23.6%	22.0%	29.6%	32.0%	36.3%	30.6%	35.7%	36.7%	26.8%	26.9%	34.8%
Memory	30.5%	28.8%	37.3%	41.8%	46.3%	40.4%	45.1%	47.8%	35.3%	34.8%	44.9%
DRAM	43.2%	38.8%	47.7%	52.5%	57.8%	50.6%	52.6%	53.6%	49.1%	45.9%	53.6%
NAND	10.3%	12.4%	18.5%	21.6%	26.9%	23.7%	33.2%	39.7%	11.2%	15.7%	31.4%
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%	14.4%	11.7%	9.9%	11.2%	14.6%	15.4%	8.5%	6.5%	13.2%
Large Panel (LCD)	-29.4%	-21.1%	3.2%	5.4%	2.0%	2.0%	3.7%	5.8%	7.2%	-8.7%	3.4%
Mobile (OLED)	13.4%	17.6%	22.7%	17.5%	16.6%	17.0%	20.0%	20.0%	9.9%	17.9%	18.8%
Consumer Electronics	4.8%	8.9%	7.7%	4.8%	4.5%	3.8%	3.9%	4.3%	2.7%	6.5%	4.2%
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%	-3.8%	-4.2%	-2.0%	-2.4%	-2.4%	-3.0%	-1.2%	-3.3%	-2.4%
영업외 수익	443	546	673	1,997	453	548	157	23	451	3,659	1,135
기타수익	380	450	990	2,714	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
법인세차감전순이익	7,123	8,690	5,876	9,125	8,121	9,035	9,686	10,271	25,960	30,814	37,114
법인세비용	1,873	2,260	1,528	2,372	2,136	2,349	2,518	2,671	6,899	8,033	9,674
유효법인세율	26.3%	26.0%	26.0%	26.0%	26.3%	26.0%	26.0%	26.0%	26.6%	26.1%	26.1%
당기순이익	5,250	5,847	4,348.1	6,752	5,985	6,686	7,168	7,601	19,061	22,780.9	27,440
당기순이익률	10.5%	11.5%	9.3%	13.2%	12.9%	13.1%	13.8%	13.0%	9.5%	11.5%	13.2%

자료 : 삼성전자, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.10.19	매수	2,000,000원
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



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 19 일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	115,146	124,815	135,641	161,800	188,744
현금및현금성자산	16,841	22,637	29,165	43,008	67,998
매출채권및기타채권	28,234	28,521	27,373	31,182	32,097
재고자산	17,318	18,812	22,149	29,894	30,770
비유동자산	115,277	117,365	122,427	128,885	130,703
장기금융자산	12,668	8,332	8,398	8,398	8,398
유형자산	80,873	86,477	89,674	94,705	95,488
무형자산	4,785	5,396	5,317	5,267	5,229
자산총계	230,423	242,180	258,068	290,685	319,447
유동부채	52,014	50,503	50,227	55,751	56,803
단기금융부채	9,808	11,377	12,675	12,973	12,772
매입채무 및 기타채무	18,233	15,052	14,446	16,456	16,939
단기충당부채	5,992	6,421	6,162	7,020	7,226
비유동부채	10,321	12,617	14,238	17,293	20,088
장기금융부채	1,458	1,497	591	673	756
장기매입채무 및 기타채무	2,562	3,042	4,058	5,074	6,091
장기충당부채	499	522	501	571	588
부채총계	62,335	63,120	64,465	73,044	76,891
지배주주지분	162,182	172,877	187,175	210,602	234,904
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
기타자본구성요소	-8,495	-13,592	-11,367	-11,367	-11,367
자기주식	-8,429	-13,441	-11,408	-11,408	-11,408
이익잉여금	169,530	185,132	197,100	220,231	244,239
비지배주주지분	5,906	6,183	6,428	7,040	7,652
자본총계	168,088	179,060	193,603	217,642	242,556
부채외자본총계	230,423	242,180	258,068	290,685	319,447

현금흐름표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	34,388	38,392	38,892	45,606	53,465
당기순이익(손실)	23,394	19,060	22,529	27,401	28,398
비현금성항목등	22,324	29,611	28,147	34,600	35,042
유형자산감가상각비	16,910	19,663	20,973	24,589	25,379
무형자산감가상각비	1,143	1,268	1,305	1,355	1,343
기타	1,568	3,065	-1,331	91	91
운전자본감소(증가)	-3,837	-4,682	-2,879	-7,487	-716
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-879	414	1,376	-3,809	-914
재고자산감소(증가)	267	-2,616	-4,012	-7,745	-877
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	787	-1,220	-1,022	2,010	483
기타	-4,012	-1,259	779	2,058	593
법인세납부	-7,493	-5,597	-8,905	-8,908	-9,260
투자활동현금흐름	-29,755	-24,750	-24,886	-28,725	-24,792
금융자산감소(증가)	-10,988	-294	-2,228	0	0
유형자산감소(증가)	-21,657	-25,523	-24,740	-29,620	-26,162
무형자산감소(증가)	-1,293	-1,501	-1,305	-1,305	-1,305
기타	4,182	2,568	3,386	2,199	2,675
재무활동현금흐름	-3,521	-7,322	-7,564	-3,038	-3,682
단기금융부채증가(감소)	1,833	3,202	270	298	-202
장기금융부채증가(감소)	-1,559	-1,609	249	82	82
자본의증가(감소)	-1,098	-5,012	-5,347	0	0
배당금의 지급	-2,234	-3,130	-3,069	-3,651	-3,773
기타	-464	-774	189	232	211
현금의 증가(감소)	556	5,796	6,528	13,843	24,991
기초현금	16,285	16,841	22,637	29,165	43,008
기말현금	16,841	22,637	29,165	43,008	67,998
FCF	16,536	11,147	12,805	14,061	25,556

자료 : 삼성전자, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	206,206	200,653	198,891	207,637	209,346
매출원가	128,279	123,482	120,113	126,347	127,395
매출총이익	77,927	77,171	78,778	81,291	81,951
매출총이익률 (%)	37.8	38.5	39.6	39.2	39.2
판매비와관리비	52,902	50,758	51,628	45,233	45,233
영업이익	25,025	26,413	27,150	36,057	36,718
영업이익률 (%)	12.1	13.2	13.7	17.4	17.5
비영업손익	2,850	-452	3,489	1,004	1,692
순금융비용	-1,240	-985	-1,048	-1,203	-1,656
외환관련손익	-250	-510	-299	-478	-243
관계기업투자등 관련손익	343	1,102	117	185	185
세전계속사업이익	27,875	25,961	30,639	37,061	38,410
세전계속사업이익률 (%)	13.5	12.9	15.4	17.9	18.4
계속사업법인세	4,481	6,901	8,110	9,660	10,012
계속사업이익	23,394	19,060	22,529	27,401	28,398
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	23,394	19,060	22,529	27,401	28,398
순이익률 (%)	11.4	9.5	11.3	13.2	13.6
지배주주	23,083	18,695	22,269	26,783	27,781
지배주주귀속 순이익률(%)	11.19	9.32	11.2	12.9	13.27
비지배주주	312	366	260	617	617
총포괄이익	21,401	19,136	22,818	27,690	28,687
지배주주	20,991	18,804	22,563	27,078	28,075
비지배주주	410	332	255	612	612
EBITDA	43,078	47,344	49,427	62,001	63,440

주요투자지표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	-9.8	-2.7	-0.9	4.4	0.8
영업이익	-32.0	5.6	2.8	32.8	1.8
세전계속사업이익	-27.3	-6.9	18.0	21.0	3.6
EBITDA	-19.1	9.9	4.4	25.4	2.3
EPS(계속사업)	-22.6	-19.0	23.6	20.3	3.7
수익성 (%)					
ROE	15.1	11.2	12.4	13.5	12.5
ROA	10.5	8.1	9.0	10.0	9.3
EBITDA마진	20.9	23.6	24.9	29.9	30.3
안정성 (%)					
유동비율	221.4	247.1	270.1	290.2	332.3
부채비율	37.1	35.3	33.3	33.6	31.7
순차입금/자기자본	-30.1	-32.7	-34.7	-37.0	-43.6
EBITDA/이자비용(배)	72.7	61.0	68.4	79.1	78.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	135,673	109,883	135,864	163,407	169,493
BPS	953,266	1,016,129	1,141,085	1,283,901	1,432,056
CFPS	241,787	232,909	271,781	321,691	332,527
주당 현금배당금	20,000	21,000	30,000	30,000	31,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	10.8	13.7	12.6	10.4	10.1
PER(최저)	8.0	9.7	8.3	6.9	6.6
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	5.9	4.9	4.8
EV/EBITDA(최고)	4.7	4.2	4.3	3.3	2.8
EV/EBITDA(최저)	3.2	2.7	2.6	1.9	1.5

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	307,945 억원
주요주주	
에스케이텔레콤(주)(외5)	20.77%
국민연금공단	8.10%
외국인지분률	51.90%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(16/10/18)	42,300 원
KOSPI	2027.61 pt
52주 Beta	1.23
52주 최고가	42,600 원
52주 최저가	25,750 원
60일 평균 거래대금	1,100 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	11.9%	10.3%
6개월	53.0%	52.0%
12개월	17.2%	17.3%

SK 하이닉스 (000660/KS | 매수(유지) | T.P 50,000 원(상향))

단기 긍정적, 중장기 3D Nand 기술력 확보가 절실

SK 하이닉스는 2017 년 매출 YoY 11.7%, 영업이익 26.4% 증가 예상

① 노트 7 폭발로 Apple, Huawei, LG 전자 등 대체 수요 증가는 분명한 단기 호재

② 삼성전자 DRAM 공격적 투자 지양, 서버 및 그래픽 수요 증가도 긍정적

③ 단기 경쟁사들의 3D Nand 전환으로 2D Nand 호황, 장기적 3D 경쟁력은 의문

노트 7 폭발에 따른 주요 고객사들의 Mobile DRAM 수요 증가 기대

SK Hynix 는 2017 년 매출 18.96 조원 (YoY 11.7%) 및 영업이익 3.45 조원 (YoY 26.4%)을 달성할 것으로 전망된다. 이는 ① 삼성전자 노트 7 폭발 여파에 따른 Apple 등 주요 고객들의 Mobile DRAM 주문량 증가에 따른 DRAM 호황세 지속, ② 삼성전자의 수익성 확보를 위한 공격적 투자 지양과 서버 및 그래픽 DRAM 수요 증가, ③ 경쟁사들의 공격적인 3D Nand 전환에 따른 2D Nand 호황 등에 기인한다. Apple iPhone7 에서 Nand 용량 확대에 2D Nand 수요는 대폭 개선되었다.

경쟁사들 대비 뒤쳐진 3D Nand 기술력, 돌파구가 필요하다

한가지 아쉬운 점은 동사의 3D Nand 경쟁력이다. 지난 8 월 Flash Memory Summit 에서 72 단 3D Nand 를 공개한 바 있지만, 아직까지 32 단 및 48 단에서의 양산성은 경쟁사 대비 밀리고 있다. 2017 년 하반기 급증하게 될 경쟁업체들의 3D Nand Capa 증설과 삼성전자의 엄청난 양산성과 경쟁하려면 기술적인 돌파구가 절실한 형편이다.

투자의견 매수 및 목표주가 50,000 원 상향

동사의 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가를 50,000 원으로 상향한다. 목표주가는 P/B1.5 배를 적용하여 산출하였다. 최근 반도체 업황도 디스플레이 산업처럼 장기 불황과 호황이 지속된다고 보다, 수급적 균형이 1 년 정도를 두고 단기로 변화하는 경향이 강해지고 있다. 이번 호황이 중장기적일 수 있을지 아닐지는, 삼성전자의 DRAM 투자 계획과 Micron 의 DRAM 수출 개선 여부가 좌우하게 될 것이다. 2D Nand 업황이 마지막으로 불타오르는 2017 년까지가, 동사의 3D Nand 부문의 골든타임이 될 것이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	141,651	171,256	187,980	169,635	189,550	191,128
yoy	%	39.4	20.9	9.8	-9.8	11.7	0.8
영업이익	억원	33,798	51,095	53,361	27,265	34,473	35,010
yoy	%	흑전	51.2	4.4	-48.9	26.4	1.6
EBITDA	억원	64,583	85,534	92,893	73,998	89,336	93,114
세전이익	억원	30,749	50,477	52,691	27,702	34,805	35,351
순이익(지배주주)	억원	28,725	41,955	43,224	21,960	27,864	28,302
영업이익률%	%	23.9	29.8	28.4	16.1	18.2	18.3
EBITDA%	%	45.6	50.0	49.4	43.6	47.1	48.7
순이익률	%	20.3	24.5	23.0	13.0	14.7	14.8
EPS	원	4,045	5,766	5,937	3,016	3,827	3,888
PER	배	9.1	8.3	5.2	13.8	10.9	10.7
PBR	배	2.0	1.9	1.1	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	4.4	4.2	2.4	4.1	3.3	3.0
ROE	%	25.2	27.0	21.9	9.9	11.5	10.6
순차입금	억원	16,246	1,172	-9,758	-5,220	-13,318	-27,151
부채비율	%	59.2	49.1	38.8	43.0	42.4	40.9

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

(단위 : 십억원)

	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015F	2016F	2017F
매출액 (Total)	3,656	3,941	4,449	4,918	4,601	4,664	4,848	4,842	18,798	16,964	18,955
YoY	-24.1%	-15.0%	-9.7%	11.4%	25.9%	18.3%	9.0%	-1.5%	9.8%	-9.8%	11.7%
QoQ	-17.2%	7.8%	12.9%	10.6%	-6.4%	1.4%	4.0%	-0.1%			
매출액 (USD Mn)	3,046	3,398	4,008	4,431	4,183	4,240	4,407	4,402	16,666	14,883	17,232
YoY	-30.4%	-19.6%	-6.5%	17.4%	37.3%	24.8%	10.0%	-0.7%	1.3%	-10.7%	15.8%
QoQ	-19.3%	11.5%	18.0%	10.6%	-5.6%	1.4%	4.0%	-0.1%			
매출원가	2,497	2,846	3,036	3,165	2,990	3,072	3,219	3,197	10,594	11,544	12,478
매출원가율 (%)	68.3%	72.2%	68.2%	64.3%	65.0%	65.9%	66.4%	66.0%	56.4%	68.0%	65.8%
매출총이익	1,158	1,095	1,413	1,754	1,611	1,592	1,629	1,645	8,204	5,420	6,477
매출총이익률 (%)	32%	28%	32%	36%	35%	34%	34%	34%	44%	32%	34%
판매비와 경상개발비	596	642	693	762	759	765	755	751	2,868	2,693	3,030
영업이익 (Cross check with model)	562	453	720	992	852	827	874	894	5,336	2,727	3,447
YoY	-64.6%	-67.0%	-47.9%	0.3%	51.5%	82.5%	21.4%	-9.9%	4.4%	-48.9%	26.4%
QoQ	-43.2%	-19.3%	58.8%	37.8%	-14.1%	-2.8%	5.7%	2.2%			
영업이익률	15.4%	11.5%	16.2%	20.2%	18.5%	17.7%	18.0%	18.5%	28.4%	16.1%	18.2%
YoY	-17.6%	-18.1%	-11.9%	-2.2%	3.1%	6.2%	1.9%	-1.7%	-1.4%	-12.3%	2.1%
QoQ	-7.0%	-3.9%	4.7%	4.0%	-1.7%	-0.8%	0.3%	0.4%			
Depreciation	997	978	1,012	1,057	1,045	1,053	1,090	1,139	3,587	4,044	4,327
무형자산상각비	81	83	79	78	82	84	78	81	322	321	325
EBITDA (영업이익+감가상각비+무형자산상각비)	1,640	1,515	1,811	2,127	1,979	1,965	2,042	2,114	3,587	4,045	4,327
EBITDA	1,640	1,515	1,811	2,127	1,979	1,965	2,042	2,114	9,170	6,932	7,388
EBITDA Margin	44.9%	38.4%	40.7%	43.3%	43.0%	42.1%	42.1%	43.7%	48.8%	40.9%	39.0%
DRAM 부문											
매출액	2,629	2,795	3,027	3,444	3,062	3,128	3,324	3,308	13,798	11,895	12,822
매출액 (USD Mn)	2,191	2,409	2,727	3,103	2,783	2,843	3,022	3,007	12,240	10,430	11,656
Bit Growth (QoQ, YoY)	-11.1%	23.1%	10.6%	10.3%	-7.2%	7.0%	9.4%	1.2%	20.8%	17.8%	21.1%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	-10.4%	-9.7%	2.3%	3.2%	-3.4%	-4.5%	-2.9%	-1.6%	-19.7%	-27.9%	-7.5%
매출원가	1,507	1,647	1,811	1,939	1,732	1,785	1,857	1,750	6,511	6,904	7,125
매출총이익	1,122	1,148	1,216	1,506	1,329	1,343	1,467	1,558	7,287	4,990	5,697
매출총이익률 (%)	42.7%	41.1%	40.2%	43.7%	43.4%	42.9%	44.1%	47.1%	52.8%	42.0%	44.4%
판매비와 경상개발비	413	436	460	517	481	488	505	496	2,040	1,825	1,970
영업이익	709	712	755	989	849	855	962	1,062	5,247	3,165	3,727
영업이익률	27.0%	25.5%	25.0%	28.7%	27.7%	27.3%	28.9%	32.1%	38.0%	26.6%	29.1%
NAND 부문											
매출액	854	1,024	1,253	1,283	1,365	1,408	1,339	1,326	4,421	4,414	5,438
매출액 (USD Mn)	712	883	1,129	1,156	1,241	1,280	1,218	1,206	3,916	3,879	4,944
Bit Growth (QoQ, YoY)	-10.0%	41.0%	30.4%	1.4%	13.0%	12.1%	8.1%	12.5%	62.4%	44.1%	61.9%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	-12.0%	-12.0%	-2.0%	1.0%	-5.0%	-8.0%	-12.0%	-12.0%	-28.3%	-31.2%	-28.0%
매출원가	843	1,095	1,081	1,064	1,110	1,178	1,206	1,270	3,630	4,083	4,764
매출총이익	11	71	172	219	255	230	134	56	791	331	675
매출총이익률 (%)	1.3%	-6.9%	13.7%	17.1%	18.7%	16.3%	10.0%	4.2%	17.9%	7.5%	12.4%
판매비와 경상개발비	158	187	208	217	253	258	222	224	742	770	957
영업이익	-147	-258	-36	2	3	-28	-89	-168	49	-439	-282
영업이익률	-17.2%	-25.2%	-2.9%	0.2%	0.2%	-2.0%	-6.6%	-12.7%	1.1%	-9.9%	-5.2%
Others											
매출액	173	123	169	191	174	128	184	208	579	656	695
매출액 (USD Mn)	144	106	152	172	159	116	168	189	511	574	632
매출원가	147	104	144	162	148	109	156	177	453	557	590
매출총이익	26	18	25	29	26	19	29	31	126	98	105
매출총이익률 (%)	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.5%	15.0%	21.7%	15.0%	15.1%
판매비와 경상개발비	26	18	25	28	26	19	27	31	86	97	103
영업이익	0	0	0	0	0	0	1	0	40	1	2
영업이익률	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.7%	0.2%	6.9%	0.2%	0.3%
세전이익 (Cross check with model)	517	458	722	1,000	857	832	889	895	5,376	2,697	3,472
세전 계속사업이익	517	458	722	1,000	857	832	889	895	5,377	2,697	3,472
법인세	70	91	143	198	170	165	176	177	1,055	501	688
법인세율 (%)	13.5%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.6%	18.6%	19.8%
당기순이익 (Cross check with model)	448	367	579	802	687	667	713	718	4,321	2,196	2,785
당기순이익률 (%)	12.2%	9.3%	13.0%	16.3%	14.9%	14.3%	14.7%	14.8%	23.0%	12.9%	14.7%
지배주주순이익 (Cross check with model)	448	367	579	802	687	667	714	718	4,323	2,197	2,786
당기 순이익 대비 %	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
EPS(원)	635	520	821	1,136	973	945	1,011	1,017	6,123	3,111	3,946
원/달러 환율	1,200	1,160	1,110	1,110	1,100	1,100	1,100	1,100	1,129	1,145	1,100

자료 : SK Hynix, SK 증권

3Q16 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

SK Hynix 실적	3Q15	2Q16	3Q16 SK 추정치	3Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	49,250	39,409	44,487	41,572	7%
영업이익	13,832	4,529	7,200	6,278	15%
순이익	10,483	2,861	5,795	4,630	25%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

2016년 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

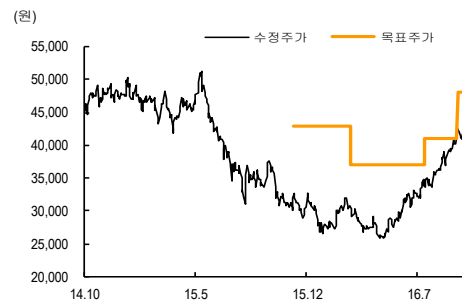
(단위: 억원)

SK Hynix 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	171,256	187,980	169,641	160,640	6%
영업이익	51,095	53,361	27,274	23,632	15%
순이익	41,955	43,224	21,966	17,929	23%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.10.19	매수	50,000원
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	



Compliance Notice

- 작성자(김영우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 10월 1 현재 SK 하이닉스(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 19일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	103,635	97,600	110,400	127,117	147,163
현금및현금성자산	4,368	11,757	30,892	48,746	67,300
매출채권및기타채권	43,880	26,659	29,690	29,231	30,184
재고자산	14,976	19,234	21,421	21,090	21,777
비유동자산	165,198	199,179	219,990	236,893	248,253
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
자산총계	268,833	296,779	330,391	364,010	395,416
유동부채	57,653	48,407	47,517	47,258	50,526
단기금융부채	17,551	10,134	4,891	5,291	7,191
매입채무 및 기타채무	21,466	21,292	23,713	23,346	24,107
단기충당부채	259	253	282	277	286
비유동부채	30,817	34,495	51,754	61,069	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	681	671	692
부채총계	88,470	82,902	99,271	108,327	114,731
지배주주지분	180,365	213,869	231,073	255,589	280,542
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	161,977	187,723	213,906
비지배주주지분	-2	8	47	95	142
자본총계	180,363	213,877	231,120	255,683	280,684
부채외자본총계	268,833	296,779	330,391	364,010	395,416

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	59,655	93,752	66,451	81,963	84,735
당기순이익(손실)	41,952	43,236	22,010	27,914	28,351
비현금성항목등	47,675	52,014	52,465	61,423	64,763
유형자산감각상각비	32,697	36,952	43,148	50,203	53,200
무형자산감각상각비	1,743	2,581	3,585	4,660	4,905
기타	3,283	1,644	-660	-1,446	-1,506
운전자본감소(증가)	-26,575	8,323	2,626	543	-355
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-16,287	12,602	-3,258	459	-953
재고자산감소(증가)	-3,145	-4,148	-2,215	331	-687
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-367	-2,163	3,579	-366	761
기타	-6,776	2,033	4,520	119	524
법인세납부	-3,398	-9,821	-10,650	-7,916	-8,024
투자활동현금흐름	-60,350	-70,569	-54,548	-69,712	-66,856
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	1,185	1,063	1,229
재무활동현금흐름	-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
현금의 증가(감소)	-1,951	7,390	19,134	17,854	18,554
기초현금	6,319	4,368	11,757	30,892	48,746
기말현금	4,368	11,757	30,892	48,746	67,300
FCF	17,124	22,312	-1,015	12,028	17,491

자료 : SK하이닉스, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	171,256	187,980	169,635	189,550	191,128
매출원가	94,617	105,154	112,270	124,780	125,823
매출총이익	76,638	82,826	57,365	64,769	65,305
매출총이익률 (%)	44.8	44.1	33.8	34.2	34.2
판매비와관리비	25,544	29,465	30,100	30,296	30,296
영업이익	51,095	53,361	27,265	34,473	35,010
영업이익률 (%)	29.8	28.4	16.1	18.2	18.3
비영업손익	-618	-670	437	332	341
순금융비용	1,182	778	1,014	1,187	1,237
외환관련손익	1,285	576	-141	-141	-141
관계기업투자등 관련손익	231	246	243	211	211
세전계속사업이익	50,477	52,691	27,702	34,805	35,351
세전계속사업이익률 (%)	29.5	28.0	16.3	18.4	18.5
계속사업법인세	8,525	9,455	5,692	6,891	6,999
계속사업이익	41,952	43,236	22,010	27,914	28,351
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	41,952	43,236	22,010	27,914	28,351
순이익률 (%)	24.5	23.0	13.0	14.7	14.8
지배주주	41,955	43,224	21,960	27,864	28,302
지배주주귀속 순이익률(%)	24.5	22.99	12.95	14.7	14.81
비지배주주	-3	12	50	50	50
총포괄이익	41,428	43,417	20,778	26,681	27,119
지배주주	41,426	43,407	20,730	26,634	27,072
비지배주주	2	10	48	48	48
EBITDA	85,534	92,893	73,998	89,336	93,114

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	20.9	9.8	-9.8	11.7	0.8
영업이익	51.2	4.4	-48.9	26.4	1.6
세전계속사업이익	64.2	4.4	-47.4	25.6	1.6
EBITDA	32.4	8.6	-20.3	20.7	4.2
EPS(계속사업)	42.6	3.0	-49.2	26.9	1.6
수익성 (%)					
ROE	27.0	21.9	9.9	11.5	10.6
ROA	17.6	15.3	7.0	8.0	7.5
EBITDA마진	50.0	49.4	43.6	47.1	48.7
안정성 (%)					
유동비율	179.8	201.6	232.3	269.0	291.3
부채비율	49.1	38.8	43.0	42.4	40.9
순차입금/자기자본	0.7	-4.6	-2.3	-5.2	-9.7
EBITDA/이자비용(배)	50.2	78.4	52.2	52.2	48.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,766	5,937	3,016	3,827	3,888
BPS	24,775	29,377	31,741	35,108	38,536
CFPS	10,500	11,368	9,436	11,363	11,869
주당 현금배당금	300	500	300	300	300
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.0	8.6	14.1	11.1	11.0
PER(최저)	6.1	4.9	8.5	6.7	6.6
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	4.4	3.7	3.5
EV/EBITDA(최고)	4.4	4.0	4.2	3.4	3.1
EV/EBITDA(최저)	3.0	2.2	2.5	2.0	1.8

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	105,913 억원
주요주주	
엘지전자(주)(외2)	37.91%
국민연금공단	9.98%
외국인지분률	32.90%
배당수익률	1.70%

Stock Data

주가(16/10/18)	29,600 원
KOSPI	2027.61 pt
52주 Beta	0.84
52주 최고가	32,150 원
52주 최저가	20,600 원
60일 평균 거래대금	356 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.1%	4.6%
6개월	18.2%	17.4%
12개월	25.2%	25.3%

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

대형 LCD 는 안정적, 중소형은 빠른 Flexible OLED 전환 필요

LG 디스플레이의 2017 년 매출은 23.4 조(YoY -2.4%), 영업이익 1.42 조(YoY 60.9%) 예상

① TV 용 LCD 패널 면적 수요는 8%증가, 공급은 6~8% 수준으로 안정적 수급 지속

② 대형 LCD 면적 수요 증가로 IT 용 패널 가격도 안정세 유지 가능할 것으로 전망

③ Apple 의 Flexible OLED 채택으로 LTPS LCD 가격은 폭락 우려, 빠른 전환 필요

2017 년 매출은 23.4 조(YoY -2.4%), 영업이익 1.42 조(YoY 60.9%) 예상

LG 디스플레이는 매출 23.4 조원 (YoY -2.4%) 및 영업이익 1.42 조원 (YoY 60.9%) 을 달성할 것으로 전망된다. 이는 ① 2017 년에도 대형 LCD 패널의 공급이 수요를 따라가지 못할 것으로 예상되며, ② 대형 LCD 면적 수요 증가로 IT 용 패널 가격도 안정세를 유지할 가능성이 높기 때문이다. 그러나 Apple 의 Flexible OLED 채택에 따라, 2017 년 상반기부터 LTPS LCD 의 패널 가격은 빠르게 하락할 전망이다. 따라서 동사의 중소형 LCD 사업은 2017 년 고전할 것으로 우려된다.

회사의 미래가 정해질 2017 년 투자계획, 깊어가는 고민

IPS 방식으로 대형 LCD TV 시장을 석권한 동사의 기술력은 탁월하다. 중소형 LTPS LCD 도 Apple 의 Main Supplier 로써 손색이 없었다. 그러나 이제는 회사의 방향을 결정해야 할 시점이 다가온다. 이대로 중국에 대형 LCD 시장을 빼앗기지 않으려면 10.5G LCD Fab 투자가 필요한데, 이는 초대형 OLED Fab 의 계획까지 맞물려 있어 결정이 어려울 것이다. 한편 중소형 Flexible OLED 로의 전환도 더 이상 미룰 수 없다. 2017 년 Capex 의 방향에 따라, 2018 년부터는 뚜렷한 전략이 드러날 것으로 판단된다.

투자의견 매수 및 목표주가 39,000 원 유지

동사의 투자의견 매수 및 목표주가 39,000 원을 유지한다. 지금까지 동사는 어려움 속에서도 최소 비용으로 최고의 투자 효율을 창출해 왔다. 4 분기를 peak 로 영업이익의 완만한 하락이 우려되긴 하지만, 전반적인 대형 LCD 업황은 2017 년에도 후호적일 것이다. OLED 로의 과감한 전환을 통해, 더 멋진 모습으로 거듭나길 기대해 본다.

영업실적 및 투자지표

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	8,810	14,173	15,794
yoy	%	27.5	16.7	19.8	-45.8	60.9	11.4
EBITDA	억원	49,978	48,496	50,014	43,693	52,986	53,745
세전이익	억원	8,303	12,420	14,340	8,102	14,691	15,235
순이익(지배주주)	억원	4,261	9,043	9,666	5,456	11,200	11,635
영업이익률%	%	4.3	5.1	5.7	3.7	6.1	6.4
EBITDA%	%	18.5	18.3	17.6	18.2	22.6	21.7
순이익률	%	1.6	3.5	3.6	2.4	5.0	4.9
EPS	원	1,191	2,527	2,701	1,525	3,130	3,252
PER	배	21.3	13.3	9.1	18.9	9.2	8.9
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	8.8	8.6
순차입금	억원	15,794	18,285	16,967	19,390	7,918	-1,884
부채비율	%	101.1	94.9	77.7	80.8	78.7	83.5

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	5,162	5,050	4,576	4,909	4,996	5,309
매출총이익	626	610	868	1,071	872	866	952	937
GPM(%)	10.5%	10.4%	14.4%	17.5%	16.0%	15.0%	16.0%	15.0%
SG&A	587	566	549	594	530	531	541	607
매출원가+판관비	5,950	5,811	5,711	5,644	5,106	5,440	5,538	5,916
매출액 대비								
매출원가비중	89.5%	89.6%	85.6%	82.5%	84.0%	85.0%	84.0%	85.0%
판관비중	9.8%	9.7%	9.1%	9.7%	9.7%	9.2%	9.1%	9.7%
매출원가+판관비 비중	99.3%	99.2%	94.7%	92.2%	93.7%	94.2%	93.1%	94.7%
영업이익	39.5	44.4	319.7	477.5	342.1	334.9	410.4	329.8
영업이익률	0.7%	0.8%	5.3%	7.8%	6.3%	5.8%	6.9%	5.3%
법인세 차감전 순이익	(8)	(11)	328	491	353	347	423	346
법인세율	114.0%	-650.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
법인세비용	-9.7	72.9	65.6	98.2	70.6	69.4	84.6	69.1
당기순이익	1	(84)	262.4	393	282	277	339	277
당기순이익률	0.0%	-1.4%	4.4%	6.4%	5.2%	4.8%	5.7%	4.4%
지배주주지분	1	(80)	250	374	269	264	323	264
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)	733	1098	789	775	946	773
EPS (지배주주 포괄순익)	3	(224)	699	1047	752	739	902	737

(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%	23%	22%
NPC & TAB	24%	18%	16%	16%	16%	17%	17%	17%
Monitor	15%	16%	15%	15%	16%	16%	15%	16%
TV	38%	39%	40%	42%	42%	43%	45%	45%
매출액								
Mobile	1,378	1,581	1,749	1,653	1,416	1,386	1,368	1,374
NPC & TAB	1,437	1,054	965	979	872	982	1,011	1,062
Monitor	898	937	905	918	872	924	892	999
TV	2,276	2,284	2,412	2,571	2,288	2,483	2,677	2,810

자료 : LG 디스플레이, 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	3,197	3,602	-11%
순이익	1,892	-716	2,624	2,665	-2%

자료 : SK 증권 추정, Dataguide

2016년 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

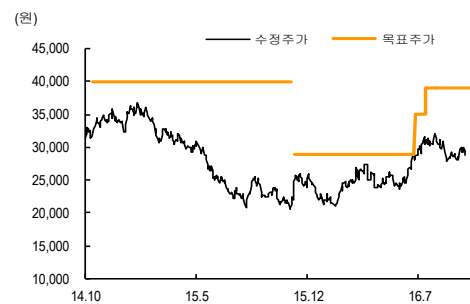
(단위 : 억원)

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	8,811	8,855	0%
순이익	9,043	9,666	5,720	5,000	14%

자료 : SK 증권 추정, Dataguide

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.10.19	매수	39,000원
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



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 19일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	92,406	95,316	93,870	107,853	132,127
현금및현금성자산	8,898	7,517	21,719	34,542	45,693
매출채권및기타채권	35,455	41,876	34,198	34,892	42,738
재고자산	27,541	23,517	19,205	19,594	24,001
비유동자산	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
자산총계	229,670	225,772	232,937	244,384	266,534
유동부채	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
비유동부채	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
부채총계	111,836	98,722	104,129	107,586	121,311
지배주주지분	114,314	121,930	123,804	131,422	139,476
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	85,233	94,644	104,491
비지배주주지분	3,520	5,120	5,005	5,376	5,747
자본총계	117,834	127,050	128,808	136,798	145,223
부채외자본총계	229,670	225,772	232,937	244,384	266,534

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	29,922	28,047	42,338	50,560	47,667
당기순이익(손실)	9,174	10,235	5,628	11,753	12,188
비현금성항목등	43,790	43,614	39,853	41,233	41,558
유형자산감가상각비	32,221	29,694	30,680	34,676	33,910
무형자산감각비	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	-2,740	-2,747	-2,855
투자활동현금흐름	-34,118	-26,731	-38,778	-35,627	-34,366
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	1,168	787	1,047
재무활동현금흐름	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
현금의 증가(감소)	-1,320	-1,382	14,202	12,823	11,151
기초현금	10,219	8,898	7,517	21,719	34,542
기말현금	8,898	7,517	21,719	34,542	45,693
FCF	-3,131	7,605	-1,200	13,394	11,286

자료 : LG디스플레이, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	264,555	283,839	239,966	234,166	248,211
매출원가	226,671	240,696	208,203	197,901	210,324
매출총이익	37,884	43,143	31,764	36,265	37,886
매출총이익률 (%)	14.3	15.2	13.2	15.5	15.3
판매비와관리비	24,311	26,887	22,953	22,092	22,092
영업이익	13,573	16,256	8,810	14,173	15,794
영업이익률 (%)	5.1	5.7	3.7	6.1	6.4
비영업손익	-1,153	-1,916	-709	518	-560
순금융비용	607	705	868	885	664
외환관련손익	-40	-344	-679	-3,084	-3,106
관계기업투자등 관련손익	139	416	-19	10	10
세전계속사업이익	12,420	14,340	8,102	14,691	15,235
세전계속사업이익률 (%)	4.7	5.1	3.4	6.3	6.1
계속사업법인세	3,246	4,105	2,474	2,938	3,047
계속사업이익	9,174	10,235	5,628	11,753	12,188
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	9,174	10,235	5,628	11,753	12,188
순이익률 (%)	3.5	3.6	2.4	5.0	4.9
지배주주	9,043	9,666	5,456	11,200	11,635
지배주주귀속 순이익률(%)	3.42	3.41	2.27	4.78	4.69
비지배주주	131	569	172	552	552
총포괄이익	8,428	10,033	3,654	9,779	10,214
지배주주	8,202	9,404	3,663	9,408	9,843
비지배주주	225	628	-9	371	371
EBITDA	48,496	50,014	43,693	52,986	53,745

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	-2.1	7.3	-15.5	-2.4	6.0
영업이익	16.7	19.8	-45.8	60.9	11.4
세전계속사업이익	49.6	15.5	-43.5	81.3	3.7
EBITDA	-3.0	3.1	-12.6	21.3	1.4
EPS(계속사업)	112.2	6.9	-43.6	105.3	3.9
수익성 (%)					
ROE	8.2	8.2	4.4	8.8	8.6
ROA	4.1	4.5	2.5	4.9	4.8
EBITDA마진	18.3	17.6	18.2	22.6	21.7
안정성 (%)					
유동비율	122.4	144.3	167.2	185.1	190.8
부채비율	94.9	77.7	80.8	78.7	83.5
순차입금/자기자본	15.5	13.4	15.1	5.8	-1.3
EBITDA/이자비용(배)	44.2	39.2	31.3	31.7	31.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,527	2,701	1,525	3,130	3,252
BPS	31,948	34,076	34,600	36,729	38,980
CFPS	12,287	12,136	11,273	13,977	13,858
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.2	13.7	21.1	10.3	9.9
PER(최저)	9.1	7.6	13.7	6.7	6.4
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	2.6	2.1	2.1
EV/EBITDA(최고)	3.2	3.2	3.3	2.5	2.3
EV/EBITDA(최저)	2.2	2.0	2.4	1.8	1.6

memo
