

2018. 7. 23



## ▲ 반도체/디스플레이

Analyst 김선우  
02. 6098-6688  
sunwoo.kim@meritz.co.kr

## Neutral

## 관심종목

삼성전자(005930)	Buy	59,000원
SK하이닉스(000660)	Hold	89,000원

# 반도체

## 야성은 살아있다

- ✓ DRAM 산업의 고점 형성 요인 포착. 선두 공급 업체의 지배력 확대가 추구될 시점
- ✓ 삼성전자의 전략 변화가 주된 요인: 1) 생산 차질에서 비롯된 만회 움직임, 2) 2014년 이후 이익 점유율 50% 첫 붕괴, 3) 동사와 경쟁사 공급 증가 일정에 대응
- ✓ 통상적 업황 둔화와는 다른 4Q18-2Q19의 상대적 단기 조정 구간으로 예상. 1) 제한적 공급 증가와 2) 구조적 서버 수요 성장이라는 큰 그림은 여전히 유효하기 때문
- ✓ 다만 평가와 주가 동행성 감안시 보수적 관점 전환이 필요. 산업 투자 의견 하향조정

### 유례 없던 장기 DRAM 업사이클, 우려 요인의 현실화 예상

과거 DRAM 업황의 고점 형성 요인은 주로 공급 측면에서 발생했다. 주로 1) 후발 주자의 시장점유율 · 이익에 대한 '과욕', 또는 2) 선두업체의 수요 전망에 대한 '과신'은 결국 예상 시장 성장 이상의 공급 증가 과정에서 평가 인하를 촉발하였다. 구조적 공급 제한과 수요 성장 속 안정적 업황이 유지되고 있지만, 하반기 중 삼성전자의 지배력 확대 전략이 추구되며 업황 둔화는 불가피할 전망이다.

### 삼성전자의 전략 변화가 시도될 시점 · 4Q18-2Q19의 단기 다운사이클

그간 추구되어 온 삼성전자의 수익성 위주 전략은 하반기 중 변화될 전망이다. 시장 점유율을 목표로 하는 공격적 전략까지는 아니겠지만, 이익 총계 확대의 영업 우선 전략으로 선화될 가능성이 높다. 이러한 변화는 1) 동사의 DRAM 이익 점유율이 4년만에 50%이하로 떨어진 가운데, 2) 서버 향 DRAM 불량 이슈로 인한 최근의 기회 손실을 만회하며, 3) 경쟁사의 신규 팹 가동시점이 점차 앞당겨진데다, 4) 동사 평택 2층 60k 물량이 9월부터 생산되며 내년 상반기 DRAM 수급은 악화될 가능성이 높기 때문이다. 당사의 DRAM 모델에 따르면 산업 공급초과율은 1H18 97%에서 2H18 99%, 1H19 101%로 점차 악화될 전망이다. 비록 과거 다운사이클과 달리 3분기 단기조정으로 그치겠지만, 제품평가실적 공히 4Q18부터 둔화될 전망이다.

### 산업 투자 의견 Neutral 로 하향 · 3Q18 내 비중 조절 권고

장기 업사이클에도 주가의 Re-rating은 발현되지 못했다. 구조적 수급개선에 대한 투자자의 의혹 속 매크로 이슈가 발생한 탓이 크다. 향후 3개월간은 사상최대 실적과 추가 평가상승의 긍정적 모멘텀에 기반한 주가흐름이 가능하겠지만, 동 기간 내 비중조정이 권고된다. 여전히 절대적으로 매력적인 밸류에이션 불구, 2019년 ROE 하락과 4Q18부터의 제품이 하락에 주가는 동행할 가능성이 높기 때문이다. 2004년 이래 삼성전자의 '시장 대비 DRAM 공급증가율' 가이드선 상향조정은 업황 둔화의 강력한 시그널로 작용해왔다. 향후 3개월 내 부정적 모멘텀 발현이 예상된다. 산업 투자 의견과 SK하이닉스의 투자 의견을 Neutral과 Hold로 하향한다.

## DRAM 장기 업사이클 일단락 전망 · 내년 중반까지의 단기 조정구간 예상

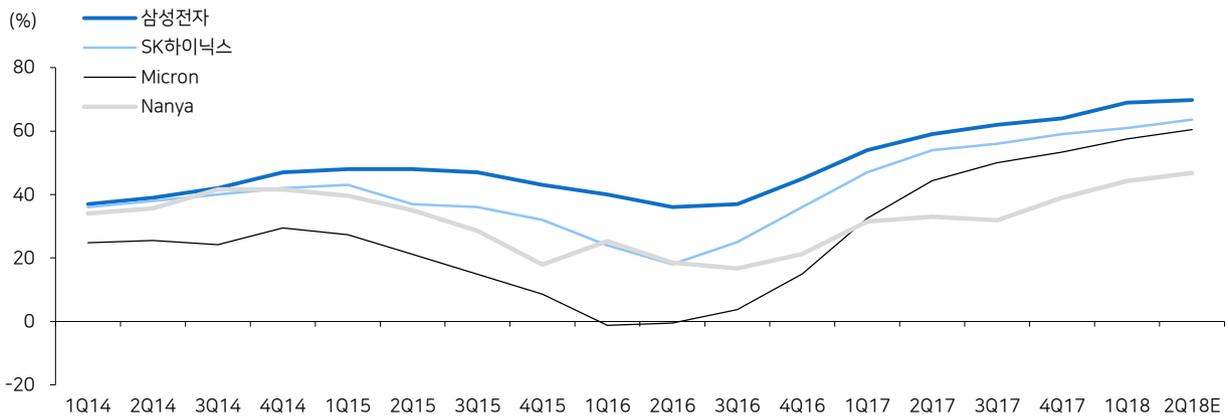
### 2년의 장기 업사이클을 유지해 온 DRAM 산업

큰 그림에서 DRAM 산업의 장기 개선 추세는 지속 유지될 전망이다. 이는 3차 구조로 개편된 공급 Consolidation 상황에서 수요의 속성이 변화된 데 기인한다. 당사가 지속 밝힌 바와 같이, 현재 진행되고 있는 '서버' 위주의 수요 증가 사이클에서는 과거 'PC/모바일' 주도의 시기와는 달리 '수요의 예측 가시성'이 현저히 떨어지고 있으며, 이는 수요 전망을 위한 주요 변수가 '출하량' 위주에서 '탑재량' 위주로 변화했기 때문이다.

낮은 수요 예측 가시성에 더해 미세공정 한계 효율성이 20nm 근방부터 지속 하락함에 따라 공급사 입장에서는 시장 점유율을 추구하는 공격적 공급 증가 가능성을 배제해 왔고, 이는 2H16부터 시작된 강력한 장기 업사이클의 기반이 됐다.

하지만 아래의 근거들을 기반으로 DRAM 산업의 장기 성장 추세는 4Q18부터 3개 분기 동안 단기 조정구간을 경험할 전망이다.

그림1 DRAM 업황의 2H16 이후 장기 업사이클 - 산업 영업이익률은 사상 최대 수준을 지속 경신 중



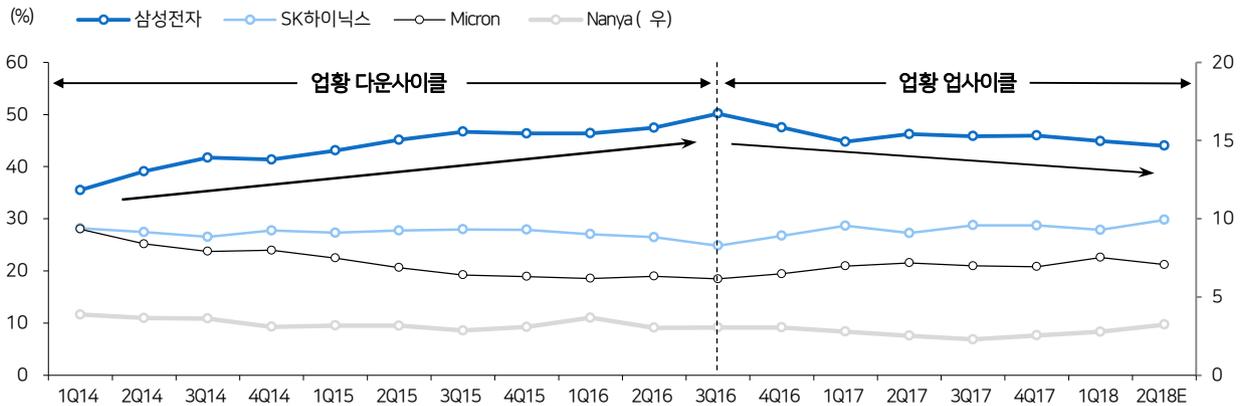
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 삼성전자: '공격적'이지는 않아도 '의욕적'일 수 있는 이유

#### (1) DRAM 이익 점유율 50% 붕괴

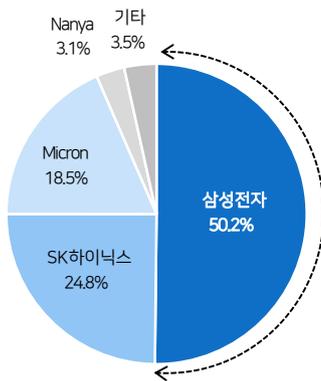
삼성전자의 '시장점유율' 대비 '수익성'을 우선하는 방침은 지난 업사이클의 핵심이었다. 삼성전자의 DRAM 시장 내 점유율 (매출액 기준)은 지난 사이클의 바닥이었던 3Q16 50.2%를 기록한 이해 지속 하락해왔고 당사 추정에 따르면 2Q18 44.0%까지 하락했다. 변화의 발생은 위험하다. 언제나 시장 성장 속도를 상회하는 삼성전자의 공급증가는 원가구조와 제품믹스의 강점을 기반으로 평가하락을 유발했기 때문이다. 동사가 시장점유율을 우선하는 정책으로 돌변할 경우 언제나 업황은 훼손돼 왔다.

그림2 DRAM 시장 점유율 차트 - 삼성전자의 점유율은 다운사이클에서 상승, 업사이클에서 하락



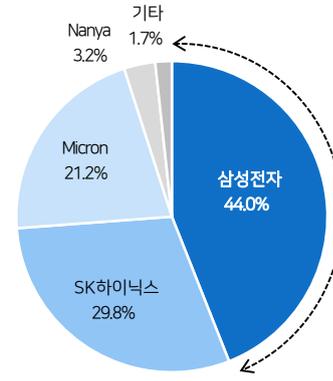
자료: 메리츠증권리서치센터

그림3 삼성전자의 DRAM 점유율은 3Q16 50.2%에서...



자료: 메리츠증권리서치센터

그림4 ...2Q18 44%로 하락한 상황



자료: 메리츠증권리서치센터

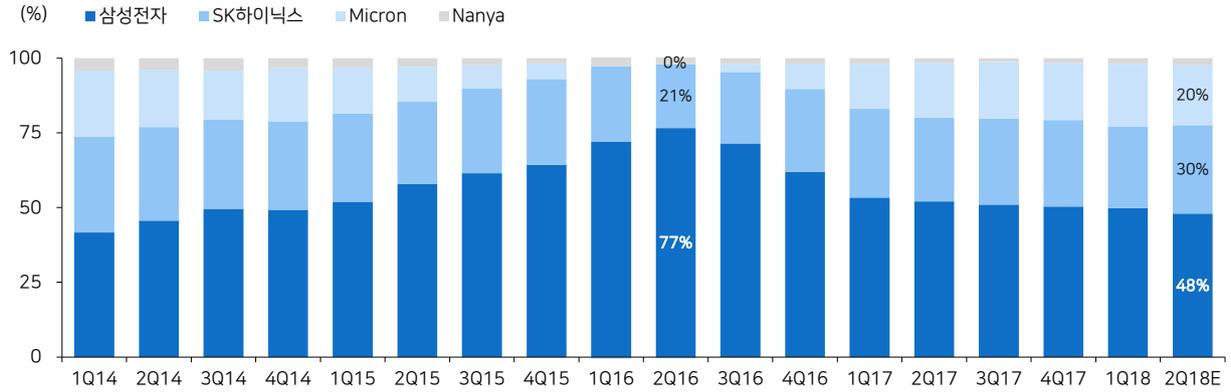
당사는 여전히 삼성전자의 '시장점유율' 우선 정책은 동사에게도 큰 위험을 동반하고 있기에 실제로 전개될 가능성은 낮다고 판단한다. 하지만 당사는 현 시점 삼성전자의 전략 변화가 충분히 발생될 수 있으며, 이는 '이익 점유율'의 훼손 추세에 근거한다고 판단한다.

글로벌 DRAM 산업 내 과점 사업자인 삼성전자는 규제 대상이기도 한 매출액 (Top-line) 보다는 언제나 이익 (Bottom-line)에서 더 큰 파이를 추구해왔다. 하지만 최근 2년간의 장기 DRAM 업사이클에서 이러한 삼성전자의 기조는 다소 혼란스러운 상황으로 전개되었다.

이는 삼성전자가 시장점유율에 대한 의욕을 저하시키고 수익성 우선 정책을 펼치며 산업의 업사이클을 유도했지만, SK하이닉스와 마이크론과 같은 경쟁사들이 탄력적으로 매출액과 수익성을 상승시키며 시장 내 더 큰 파이를 취했기 때문이다. 그림 5에서 볼 수 있듯, 1Q17 이래 경쟁사들은 시장의 매출액과 이익을 삼성전자

에게서 잠식해왔으며 2Q18의 삼성전자의 영업이익 점유율은 4년만에 50% 이하 영역으로 떨어질 전망이다.

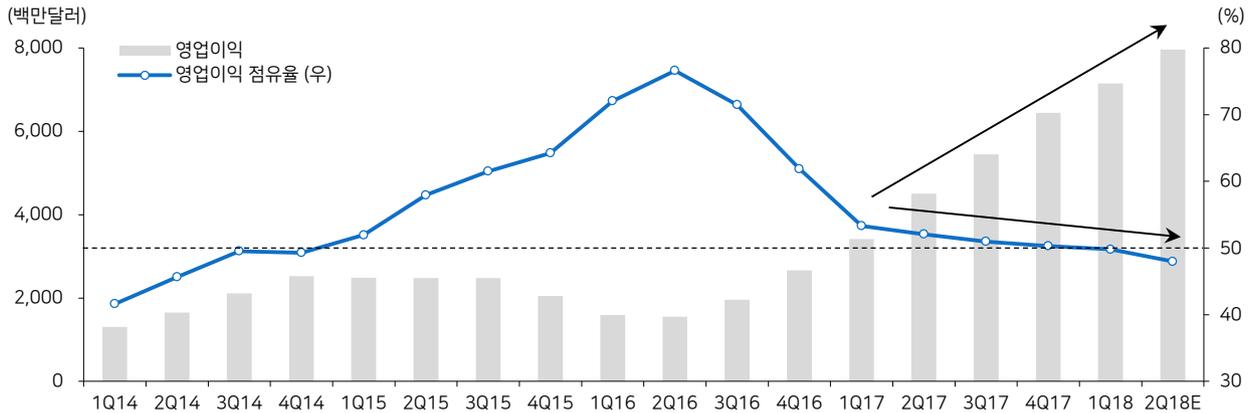
그림5 삼성전자의 영업이익 점유율은 4년만에 최저점으로 하락



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자의 고민은 아래에서 확인된다. 분명 절대적 선두업체로서 이익 점유율의 하락은 반가운 일이 아니지만, 보수적인 경영 전략 덕분에 영업이익 총액은 지속 증가하고 있기 때문이다. 현재와 같은 전략을 고수할 경우 이익 증가를 좀 더 향유할 수 있겠지만, 업황 변화의 주도권은 경쟁사가 보유할 수 있게 된다. 즉 경쟁사의 돌발적인 공급증가 과정에서 선제적 대응은 불가능하다는 이야기다.

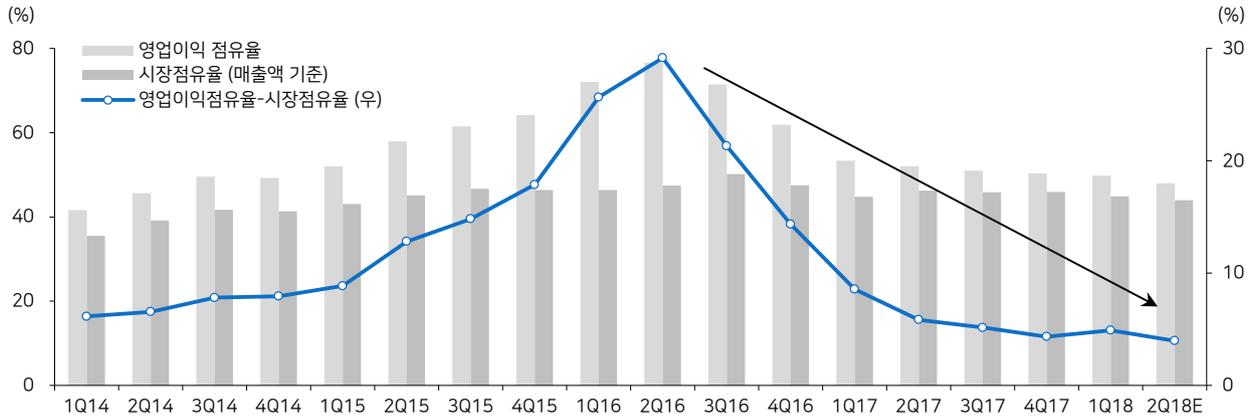
그림6 삼성전자의 고민 - 실적 개선의 명 vs 점유율 하락의 암



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

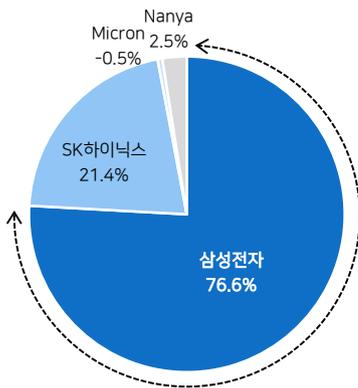
특히나 영업이익 점유율에서 매출액 점유율을 차감한 수치를 살펴보면, 삼성전자의 원가 리더십은 크게 두드러지지 않는다. 비록 2Q18에는 동사의 생산 차질 이슈가 영향을 미쳤지만, 2H18에는 경쟁사들의 서버 시장 진입이 더욱 가속화될 전망이고 내년 초부터는 경쟁사의 신규 Fab 가동이 시작된다.

그림7 삼성전자의 영업이익 점유율은 시장 점유율을 지속 하회 중



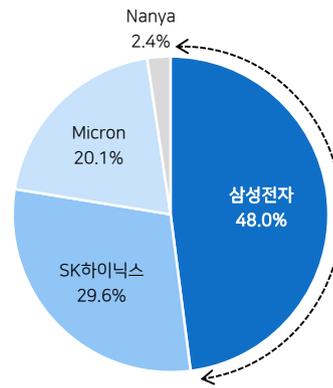
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 삼성전자의 DRAM 이익 점유율은 2Q16 77%에서...



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 ...2Q18 무려 48%로 하락한 상황



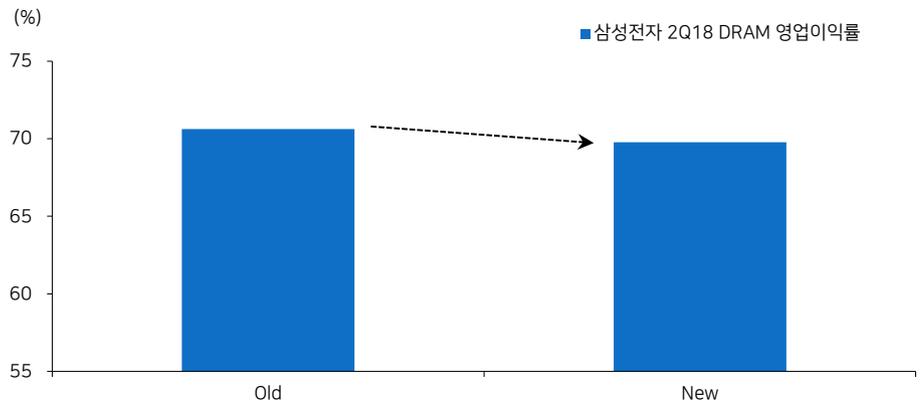
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**(2) 생산 차질 이슈로 인한 만회 전략, 그리고 경쟁사의 신규 Fab 가동**

삼성전자의 공식 규명을 확인해야 하겠지만, 당사의 채널체크에 따르면 동사는 2Q18 중 서버용 DRAM 라인에 생산 차질 이슈가 발생하며 일부 손실이 발생했다. 해당 물량을 폐기하는 등의 극단적 문제라기보다는, 리페어 후 재판매가 가능한 수준의 경미한 이슈로 예상된다. 하지만, 그 과정에서 발생하는 추가 비용 뿐 아니라 그 기회 손실도 존재한다는 판단이다.

본 이슈는 설계 오류보다는 MFC 등 장비에서의 교정 가능한 문제일 가능성이 높다. 하지만 삼성전자 입장에서는 경쟁사들과의 이익 격차가 점차 축소되고 상황을 악화시켰으므로 전략적 선택을 감행할 수 있다.

**그림10 삼성전자의 1Xnm 수출 이슈는 2Q18 실적 부진 요인**



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

결국, 기회 손실을 만회하기 위한 삼성전자의 '의욕적' 움직임은 충분히 발생할 가능성이 높아 보인다. 이는 과거 업황 둔화를 가져온 '공격적' 전략과는 분명히 차별된다. 하지만 시장점유율이 목표가 아니기에, 단기 업황 둔화에 선제적으로 대응하며 이익을 최우선하는 전략으로 구사될 가능성이 높다. 2H18부터 판매 위주로 대응하며 재고 소진에 집중한 뒤, 올해 9월부터 시작되는 평택 2층 60k 물량 생산 조기 정상화와 남은 공간 추가 투자에 '의욕적'으로 대처하는 전략으로 선회를 구사할 것으로 보여진다.

현재 DRAM의 영업이익률은 절대적 기준에서 매우 높은 수준임에 따라, 동사는 향후 장기/대형 계약에 의욕적으로 임하면서 판가는 하락할 가능성이 높다. 4Q18 판가 하락폭은 시장 예상치를 소폭 상회하는 5-6%까지도 도달할 가능성이 높다. 경쟁사 신규 Fab 물량이 연말부터 시장에 출회하게 될 일정을 감안 시 3개월의 상대적 이점을 '영업 우선 전략'으로 활용하는게 삼성전자 입장에서는 유리하다.

특히 마이크론의 경우 회계연도가 마감되는 2018년 8월 이후 9월 실적설명회에서 내년 전망을 제시하며, 시장 수요증가를 맞추기 위한 신규 투자 (신규 Fab 건립)를 공식화할 가능성이 높다. 신 공장에서의 생산 시기는 요원하겠지만, 가격 협상력 측면에서 제조사에 긍정적인 이벤트는 아니다.

그림11 SK하이닉스의 Wuxi 신규 Fab은 4Q18부터 가동될 예정



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 마이크론은 히로시마 확장 이후 신규 Fab 건립 필요



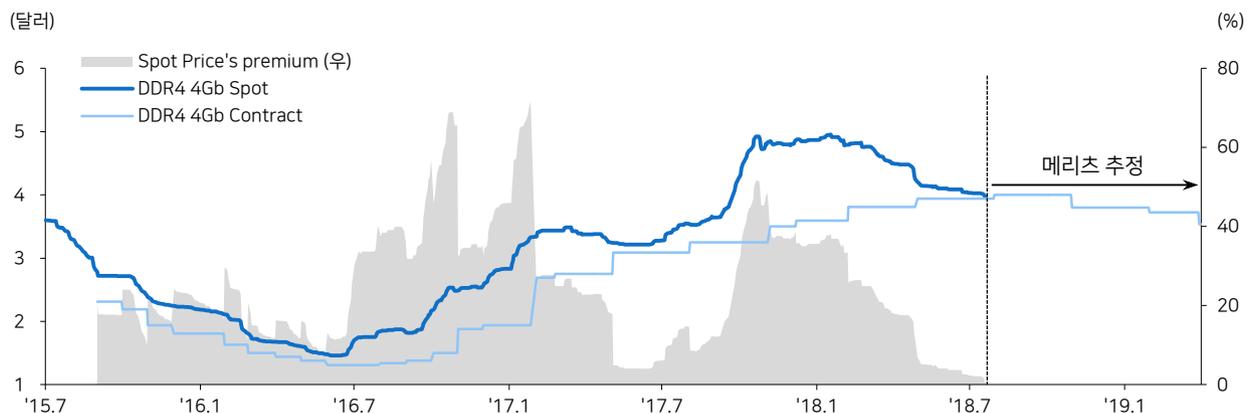
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 4Q18-2Q19, 3 분기에 걸친 미니 다운사이클 예상

큰 그림에서 당사의 장기 DRAM 개선 사이클은 여전히 유효하며, 당사가 예상하는 4Q18부터의 다운사이클도 단기에 그칠 전망이다. 구조적인 서버 수요 증가와 제한적인 생산성 개선 속도를 감안 시, 과거 1-2년씩 발생했던 하드랜딩 다운사이클이 발생할 가능성은 극히 제한적이다.

그럼에도 불구하고, 선두업체의 영업 중심 전략 과정에서 판가하락폭은 시장 전망치를 상회할 전망이다. 의욕적 판매를 통한 재고 감소와 예정된 신규 라인에서의 생산량 확대 과정에서 선두업체는 판가 안정화를 용인하는 대신 장기계약, 대형계약을 추구할 가능성이 높다. 특히, 최근 서버 향 고용량 (64GB 이상) 전환 과정에서의 자연스런 Bit 당 가격 하락 등이 겹치며 서버 DRAM 판가는 4Q18부터 분기당 5% 내외의 판가 하락이 시현될 전망이다. 만약 SK하이닉스와 마이크론이 선두업체에 대응하는 판가 전략을 구사할 경우 낙폭은 조금 더 확대될 수 있다.

그림13 향후 DRAM 판가 전망

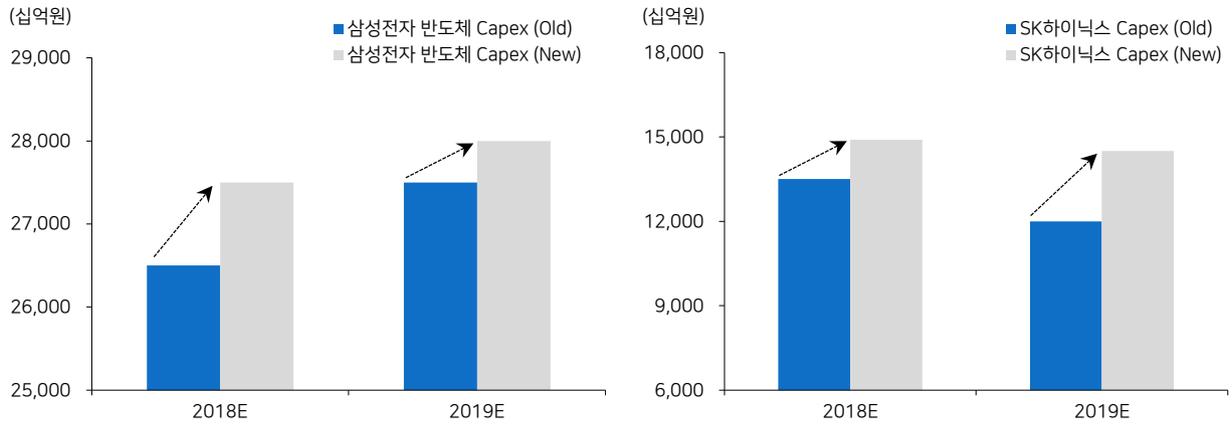


자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

당사는 삼성전자의 전략 변화와, 평택 2층의 60k 신규 가동 등을 반영하여 2018년 삼성전자의 전년 대비 공급증가율 전망치를 24%로 상향조정한다. SK하이닉스의 경우 Wuxi 신공장 물량을 감안 해 23%의 공급증가율을 기록할 전망이다.

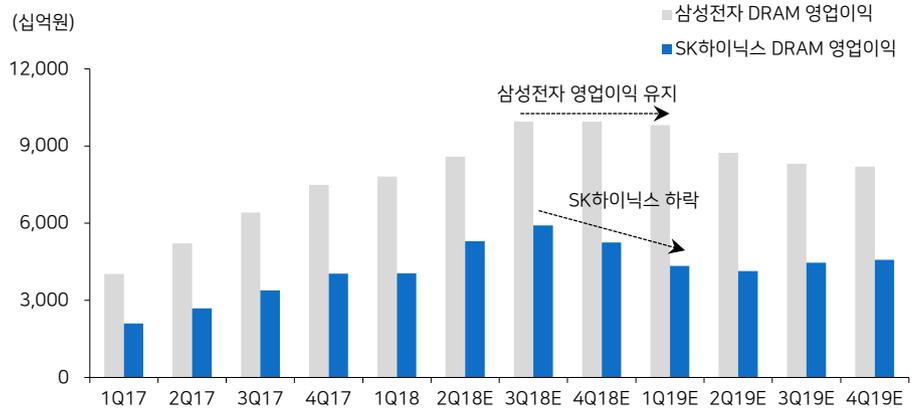
아울러 삼성전자와 SK하이닉스의 2018년 반도체 설비투자 역시 각각 26.5조원과 13.5조원에서 27.5조원과 14.9조원으로 상향조정한다.

그림14 삼성전자와 하이닉스 2018년 · 2019년 반도체 설비투자 추정치 상향 조정



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 삼성전자 vs 하이닉스 - 분기별 DRAM 영업이익 (1Q17-4Q19E)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 글로벌 DRAM 모델: 장기 관점의 공급 부족 상황 지속되나 단기 수급 악화 예상

당사의 DRAM 모델에 따르면 (표 1), 2019년 DRAM 공급초과율은 2017년 · 2018년의 97% · 98%와 비교해 여전히 공급부족 상태인 98%를 기록할 전망이다. 여전히 수요의 견조한 성장이 서버 위주로 지속되고 있고, 공격적 공급 확대는 배제되었기 때문이다.

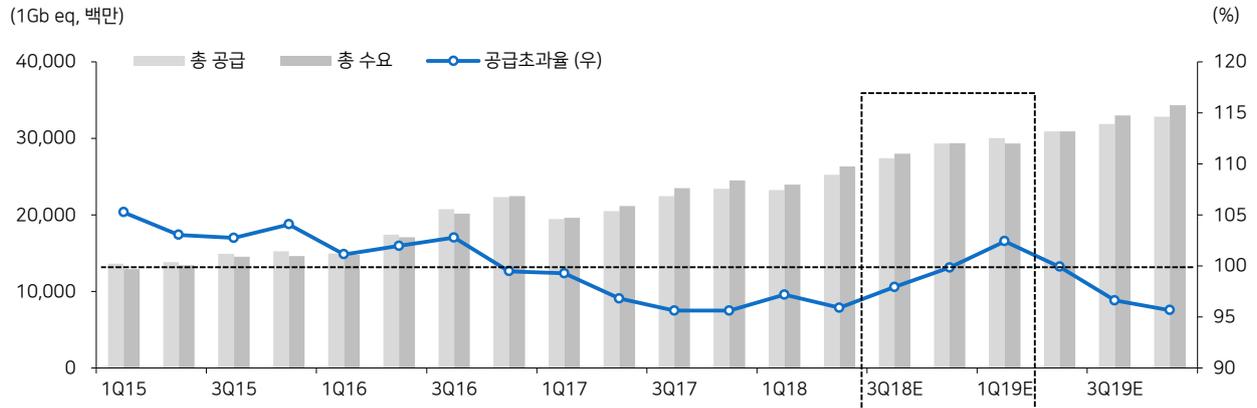
하지만 분기별로 살펴볼 경우, 공급초과율은 4Q18 100%로 소폭 악화된 이후 시장 내 공급 부족은 뚜렷이 완화될 전망이다. 이 추세는 2Q19까지 지속된다. 이는 예정된 삼성전자와 SK하이닉스의 신규 Fab 가동 (총 70k 내외)이 예정되어 있어 내년 상반기 중 공급 증가가 두드러지는데 기인한다.

표1 글로벌 DRAM 수급전망

	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>글로벌공급(1GbEquiv, 백만.)</b>											
삼성전자	10,240	11,111	12,555	13,811	14,363	14,220	14,220	14,504	38,559	47,718	57,307
SK하이닉스	6,412	7,438	7,810	8,044	7,963	8,601	9,203	9,479	24,228	29,703	35,245
Micron	5,419	5,365	5,633	6,028	6,208	6,519	6,845	7,187	19,006	22,445	26,759
Elpida	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nanya	693	817	875	897	905	951	998	1,028	2,215	3,281	3,883
ProMOS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Powerchip	158	163	168	173	185	191	196	202	566	662	774
Rexchip	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Winbond	152	157	161	166	178	183	189	194	544	636	743
기타	187	193	199	205	219	226	232	239	678	783	916
<b>총 공급</b>	<b>23,262</b>	<b>25,244</b>	<b>27,401</b>	<b>29,323</b>	<b>30,022</b>	<b>30,889</b>	<b>31,882</b>	<b>32,834</b>	<b>85,796</b>	<b>105,229</b>	<b>125,628</b>
(% QoQ)	-1%	9%	9%	7%	2%	3%	3%	3%			
(% YoY)	20%	23%	22%	25%	19%	13%	9%	12%	14%	23%	19%
<b>글로벌수요(1GbEquiv, 백만.)</b>											
PC Total	9,264	10,146	11,008	11,218	11,132	12,180	13,439	13,643	33,752	41,635	50,394
데스크탑	1,406	1,457	1,562	1,484	1,545	1,587	1,717	1,645	5,605	5,909	6,494
노트북	2,300	2,699	3,067	3,064	2,432	2,821	3,264	3,260	10,161	11,131	11,776
기타(서버)	5,558	5,989	6,378	6,670	7,156	7,773	8,458	8,738	17,986	24,596	32,124
Non-PC Total	14,675	16,176	16,970	18,152	18,182	18,736	19,559	20,677	54,961	65,973	77,154
무선통신	9,412	10,813	11,649	12,800	11,466	13,056	14,283	15,571	37,066	44,674	54,376
프로세서	3,006	3,113	3,035	3,013	3,836	3,296	3,052	2,832	10,145	12,166	13,016
생활가정	1,379	1,297	1,332	1,404	1,760	1,374	1,275	1,386	4,712	5,411	5,794
유선통신	685	751	742	763	874	795	746	717	2,416	2,940	3,132
전장	85	87	87	86	108	92	84	85	275	345	369
산업용	108	115	125	87	138	122	120	86	347	436	466
<b>총 수요</b>	<b>23,938</b>	<b>26,322</b>	<b>27,979</b>	<b>29,370</b>	<b>29,315</b>	<b>30,916</b>	<b>32,997</b>	<b>34,320</b>	<b>88,713</b>	<b>107,609</b>	<b>127,549</b>
(% QoQ)	-2%	10%	6%	5%	0%	5%	7%	4%			
(% YoY)	22%	24%	19%	20%	11%	10%	12%	17%	18%	21%	19%
<b>공급초과율 (%)</b>	<b>97%</b>	<b>96%</b>	<b>98%</b>	<b>100%</b>	<b>102%</b>	<b>100%</b>	<b>97%</b>	<b>96%</b>	<b>97%</b>	<b>98%</b>	<b>98%</b>

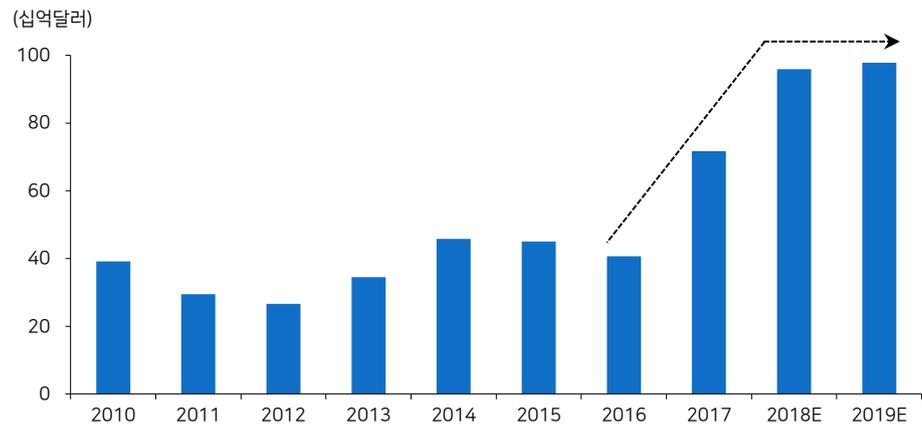
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 글로벌 DRAM 수급 전망 - 4Q18에서 2Q19까지의 단기 약세구간 예상



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 DRAM 산업 매출액은 내년 소폭 2% 성장하는데 그칠 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

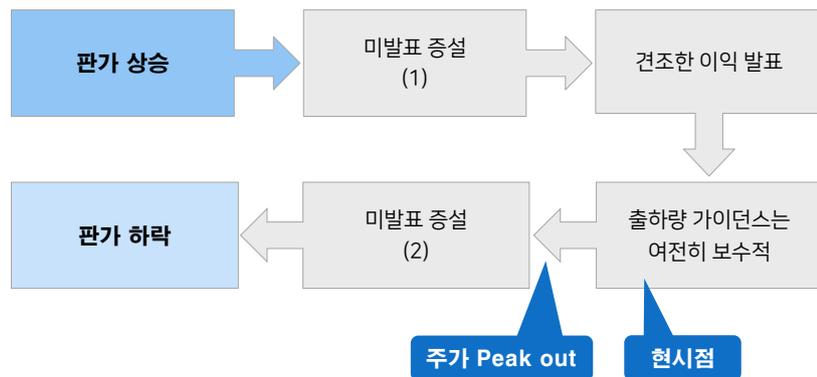
## 투자 아이디어 - 절대적 밸류에이션 매력 불구, 비중 조절이 필요한 이유

### 선두업체의 의욕 전개는 언제나 업황 반전의 시그널

2년이 넘는 장기 업사이클에도 주가의 Re-rating은 발현되지 못했다. 강력한 이익 상승 불구, SK하이닉스의 주가 밸류에이션은 역사적 평균을 넘지 못하는 수준에 남아있을 뿐이다. 이는 시클리컬 산업 특성 상, 언젠가 공급 측면의 증설경쟁이 재개될 수 있다는 막연한 투자자의 의구심이자 두려움이 반영된 결과이다. 아울러 미중 무역분쟁 등 매크로 이슈도 주가 상승을 제한했다.

일부 투자자들은 절대적 밸류에이션 (2018년 기준 35% 이상의 ROE vs 1.3배 수준의 PBR, 혹은 4배 수준의 PER)을 감안 시 주가 하락 가능성을 높게 보지 않을 수 있다. 특히 향후 3개월간은 사상최대 실적 (3Q18 영업이익)과 추가 판가 상승 (예정된 고정거래가격 1-2% 상승)의 긍정적 모멘텀이 남아있는데다, SK하이닉스는 삼성전자와 마이크론에 뒤를 이어 하반기 중 신규 주주환원정책을 발표할 가능성도 있기 때문에 주가 흐름은 3개월 관점에서 당분간 견조할 가능성이 높다.

그림18 DRAM 업황의 현 시점 - 견조한 이익에서의 흥분 vs 증설의 두려움



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

하지만 당사는 3Q18 내 비중조정을 권고한다. 2019년 ROE 하락과 4Q18부터의 제품가 하락에 주가는 동행할 가능성이 높기 때문이다. 2004년 이래 삼성전자의 '시장 대비 DRAM 공급증가율' 가이드는 상향조정은 업황 둔화의 강력한 시그널로 작용해왔다. 지난 1Q18 실적설명회에서 삼성전자는 2018년 시장 공급증가율 예상치를 20%로 제시했으며, 동사 역시 그 수준을 기록하겠다고 밝혔다. 하지만 당사는 동사의 공급 증가율이 신규 Fab 가동과 함께 가속화될 가능성이 높으며, 금년 24%를 기록하며 시장 공급 증가율도 동반 상승할 것으로 전망한다.

반도체 산업 투자의견과 SK하이닉스의 투자의견을 Overweight와 Buy에서, Neutral과 Hold로 하향 조정한다. 순수 메모리 업체인 SK하이닉스의 경우 과거 DRAM 평가 하락 과정에서 삼성전자 대비 더 큰 주가 낙폭을 보여왔다. 당사는 동사의 2019년 영업이익 추정치를 기존의 20.9조원에서 18.0조원으로 14% 하향조정한다 (vs 2018년 21.4조원). 블룸버그 컨센서스가 20조원에 남아있는 만큼, 시장의 눈높이 조정 과정에서 주가 역시 하락할 가능성이 높다.

삼성전자의 내년 영업이익 추정치의 경우 기존 69.2조원에서 63.5조원으로 8% 하향조정한다. 동사의 DRAM 영업이익은 올해의 36.3조원에서 35.1조원으로 소폭 둔화되는데 그칠 전망이다. 당사는 삼성전자를 SK하이닉스보다 상대적으로 선호하는데, 이는 1) DRAM 업황 둔화기에서 이익 점유율 상승이 기대되고, 2) 스마트폰과 디스플레이 우려로 주가 조정이 이미 강하게 발생했으며, 3) 하반기 중 잔여 자사주 (7% 가량) 소각 이벤트가 남아있기 때문이다.

표2 삼성전자의 DRAM 공급증가율 가이드선과 실제치의 비교 - 가이드선의 변화 시점은 업황의 변곡점

		2014	2015	2016	2017	2018E
연초 삼성전자 가이드선	Market	20% 중반	20% 중반	20% 중반	10% 후반	20%
	삼성전자	시장 상회	시장 상회	시장 수준	시장 수준	시장 수준
실제 공급증가율 (메리츠 추정)	삼성전자	54.1%	30.5%	36.6%	14.8%	23.8%
업황 전개 구도		고점 형성	공급과잉 전개	2H16 저점 형성	공급부족 전개	연말 단기 공급과잉 예상

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 삼성전자 PER 밴드



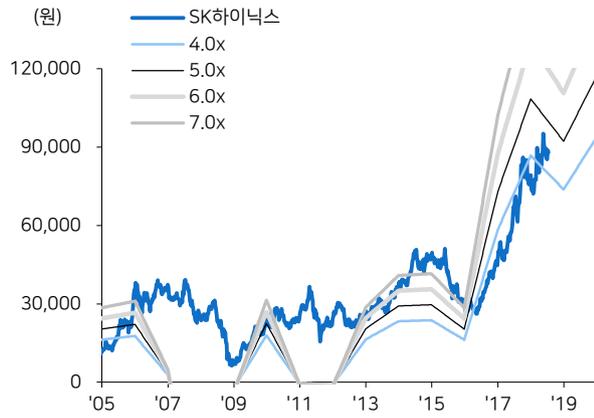
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 삼성전자 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 SK하이닉스 PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 SK하이닉스 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Industry Brief  
2018. 7. 23

# 삼성전자 005930

## 선제적 전략 변화 예상

### ▲ 반도체/디스플레이

Analyst **김선우**  
02. 6098-6688  
sunwoo.kim@meritz.co.kr

- ✓ DRAM 전략은 기존의 수익성 위주에서 이익점유율 회복 전략으로 전환될 전망
- ✓ 선제적 대응의 결과, 스마트폰 · NAND 등 업황 훼손 불구 2019년 영업이익은 63.5조원으로 금년 64.3조원 대비 소폭 하락하는데 그칠 전망
- ✓ 분기 영업이익은 2Q17 14.8조원에서 3Q17 17.0조원, 4Q17 16.9조원으로 개선
- ✓ 주가 촉매는 1) 금융 계열사 오버행 이슈 해소, 2) 자사주 소각 실시, 다만 사회 · 정치적 정황 고려 시 단기간 내 등장하기는 쉽지 않은 상황으로 판단

## Buy

**적정주가 (12개월)** 59,000원  
**현재주가 (7.20)** 47,450원  
**상승여력** 24.3%

KOSPI	2,289.19pt
시가총액	3,045,970억원
발행주식수	641,932만주
유동주식비율	73.22%
외국인비중	52.51%
52주 최고/최저가	57,220원/44,620원
평균거래대금	6,803.7억원
<b>주요주주(%)</b>	
삼성물산 외 12 인	19.78
국민연금	9.47

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.0	-3.8	-7.3
상대주가	4.3	5.9	-1.1

### 주가그래프



### DRAM 전략 변화가 필요한 시점 · 단기 업황 둔화 발생 가능

삼성전자의 수익성 위주 전략은 DRAM의 장기 업사이클을 견인했다. 하지만 공급 확대 시점을 앞두고 동사의 이익 점유율은 4년만에 50%이하로 떨어졌다. 최근 서버 향 DRAM 불량 이슈로 인한 기회 손실을 만회하며, 신규 Fab 물량이 출회되기 전 선제적인 전략 수정이 예상되는 시점이다. 내년 중반까지의 공급부족 완회기간 의욕적 거래 확보가 예상된다.

### 선제적 대응을 통해 건조한 실적 추이는 내년까지 유지

동사의 2018년 · 2019년 영업이익 추정치를 65.8조원 · 69.2조원에서 64.3조원 · 63.5조원으로 소폭 하향 조정한다. 이는 주로 1) 최근 하이엔드 스마트폰 시장의 경쟁심화와 2) NAND 업황 둔화, 3) DRAM 판가의 하락 및 동사의 출하량 증가를 반영한데 기인한다. 최근 우려요인과 DRAM 업황 둔화 불구 동사의 실적은 내년까지 대체로 건조한 수준에서 유지될 전망이다.

### 반도체 섹터 내 상대적 선호주 · 실적보다 중요한 이벤트들

동사의 이익점유율 회복 구간에서 동사 주가는 경쟁사 대비 상대적으로 양호한 흐름을 보여왔다. 반도체 섹터 내 최선호주를 기존의 SK하이닉스에서 동사로 변경한다. 동사 실적이 향후 12개월동안 분기별로 15~17조원 수준에서 정체됨에 따라 실적에 기반한 주가상승은 예상하기 어렵다. 오히려 1) 금융 계열사 보유 지분의 오버행 이슈 해소, 2) 잔여 자사주 소각 등이 주가 촉매로 작용할 가능성이 높다. 하지만 사회정치적 상황을 감안 시 단기간 내 현실화될 가능성은 높지 않다는 판단이다. 적정주가를 기존의 66,000원에서 59,000원으로 하향조정한다.

(조원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	201.9	29.2	22.4	3,139	23.6	22,096	9.2	1.3	3.2	12.0	35.9
2017	239.6	53.6	41.3	6,198	97.5	25,235	6.3	1.6	4.4	20.0	40.7
2018E	269.7	64.3	48.8	6,645	7.2	31,676	7.9	1.7	3.4	21.5	36.4
2019E	287.5	63.5	50.1	6,826	2.7	37,455	7.7	1.4	3.0	18.8	33.3
2020E	313.3	70.3	57.2	7,794	14.2	44,202	6.7	1.2	2.3	18.3	31.2

표3 삼성전자 실적추정

(조원)	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>60.6</b>	<b>64.4</b>	<b>70.9</b>	<b>73.8</b>	<b>67.9</b>	<b>70.6</b>	<b>72.5</b>	<b>76.5</b>	<b>239.6</b>	<b>269.7</b>	<b>287.5</b>
<b>반도체</b>	<b>20.8</b>	<b>22.5</b>	<b>25.3</b>	<b>25.1</b>	<b>24.4</b>	<b>24.3</b>	<b>24.3</b>	<b>24.2</b>	<b>74.3</b>	<b>93.7</b>	<b>97.2</b>
DRAM	11.1	12.3	14.3	14.8	14.6	13.7	13.3	13.3	36.8	52.5	54.8
NAND	6.3	6.2	7.0	6.8	6.2	6.2	6.5	6.9	23.5	26.3	25.8
비메모리	3.5	4.0	4.0	3.5	3.6	4.4	4.6	4.0	14.0	14.9	16.6
<b>디스플레이</b>	<b>7.5</b>	<b>8.5</b>	<b>11.1</b>	<b>11.7</b>	<b>11.8</b>	<b>11.8</b>	<b>12.6</b>	<b>13.2</b>	<b>34.5</b>	<b>38.9</b>	<b>49.4</b>
LCD	2.2	2.2	2.3	2.3	2.2	2.2	2.3	2.3	10.6	9.1	9.0
OLED	5.4	6.3	8.7	9.4	9.5	9.5	10.4	10.9	23.9	29.8	40.4
<b>무선통신</b>	<b>28.4</b>	<b>28.3</b>	<b>29.6</b>	<b>30.6</b>	<b>28.5</b>	<b>29.6</b>	<b>30.3</b>	<b>32.5</b>	<b>106.7</b>	<b>117.0</b>	<b>120.9</b>
핸드셋	27.7	27.5	28.7	29.7	27.5	28.6	29.3	31.4	103.6	113.6	117.0
피쳐폰	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	2.0	1.0	0.8
스마트폰	26.0	25.8	26.8	27.6	25.7	26.7	27.2	29.1	94.3	106.2	108.6
테블릿	1.4	1.5	1.7	1.8	1.7	1.8	2.0	2.1	7.3	6.4	7.5
<b>가전</b>	<b>9.7</b>	<b>10.9</b>	<b>11.5</b>	<b>13.4</b>	<b>10.0</b>	<b>11.3</b>	<b>11.8</b>	<b>13.6</b>	<b>45.1</b>	<b>45.5</b>	<b>46.7</b>
<b>하만</b>	<b>1.9</b>	<b>2.5</b>	<b>2.6</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>	<b>2.7</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	<b>7.1</b>	<b>9.6</b>	<b>9.6</b>
<b>기타</b>	<b>-7.9</b>	<b>-8.3</b>	<b>-9.2</b>	<b>-9.6</b>	<b>-8.8</b>	<b>-9.1</b>	<b>-9.4</b>	<b>-9.9</b>	<b>-28.0</b>	<b>-35.0</b>	<b>-37.3</b>
<b>영업이익</b>	<b>15.6</b>	<b>14.8</b>	<b>17.0</b>	<b>16.9</b>	<b>16.7</b>	<b>14.9</b>	<b>15.4</b>	<b>16.6</b>	<b>53.6</b>	<b>64.3</b>	<b>63.5</b>
영업이익률 (%)	25.8%	22.9%	23.9%	22.9%	24.6%	21.0%	21.2%	21.7%	22.4%	23.8%	22.1%
<b>반도체</b>	<b>11.5</b>	<b>11.8</b>	<b>13.1</b>	<b>12.5</b>	<b>12.1</b>	<b>11.2</b>	<b>10.9</b>	<b>11.0</b>	<b>35.2</b>	<b>48.9</b>	<b>45.1</b>
DRAM	7.8	8.6	10.0	9.9	9.8	8.7	8.3	8.2	23.1	36.3	35.1
NAND	3.2	2.7	2.8	2.3	1.9	2.0	1.9	2.4	10.4	11.0	8.1
비메모리	0.6	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.4	1.6	1.6	1.9
<b>디스플레이</b>	<b>0.4</b>	<b>0.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>5.4</b>	<b>2.9</b>	<b>4.5</b>
LCD	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	1.3	0.0	0.2
OLED	0.4	0.3	1.0	1.2	0.8	0.7	1.3	1.5	4.1	2.8	4.2
<b>무선통신</b>	<b>3.8</b>	<b>2.6</b>	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>	<b>3.4</b>	<b>2.5</b>	<b>2.6</b>	<b>3.4</b>	<b>11.8</b>	<b>11.3</b>	<b>11.8</b>
핸드셋	3.7	2.5	2.4	2.5	3.4	2.5	2.5	3.3	11.5	11.2	11.7
피쳐폰	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
스마트폰	3.7	2.5	2.4	2.4	3.3	2.4	2.4	3.2	11.3	10.9	11.4
테블릿	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4
<b>가전</b>	<b>0.3</b>	<b>0.5</b>	<b>0.3</b>	<b>0.5</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>
<b>하만</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>
<b>기타</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.5</b>	<b>0.0</b>
<b>당기순이익</b>	<b>11.7</b>	<b>11.5</b>	<b>13.2</b>	<b>13.1</b>	<b>13.2</b>	<b>11.8</b>	<b>12.4</b>	<b>13.3</b>	<b>41.3</b>	<b>48.8</b>	<b>50.1</b>

참고: 2Q18P의 경우 영업이익은 잠정실적에 맞춰 변경함  
 자료: 메리츠증권리서치센터

표4 삼성전자 사업부문별 매출액 및 영업이익률 추정											
(조원)	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>60.6</b>	<b>64.4</b>	<b>70.9</b>	<b>73.8</b>	<b>67.9</b>	<b>70.6</b>	<b>72.5</b>	<b>76.5</b>	<b>239.6</b>	<b>269.7</b>	<b>287.5</b>
<b>반도체</b>	<b>20.8</b>	<b>22.5</b>	<b>25.3</b>	<b>25.1</b>	<b>24.4</b>	<b>24.3</b>	<b>24.3</b>	<b>24.2</b>	<b>74.3</b>	<b>93.7</b>	<b>97.2</b>
DRAM	11.1	12.3	14.3	14.8	14.6	13.7	13.3	13.3	36.8	52.5	54.8
NAND	6.3	6.2	7.0	6.8	6.2	6.2	6.5	6.9	23.5	26.3	25.8
비메모리	3.5	4.0	4.0	3.5	3.6	4.4	4.6	4.0	14.0	14.9	16.6
<b>디스플레이</b>	<b>7.5</b>	<b>8.5</b>	<b>11.1</b>	<b>11.7</b>	<b>11.8</b>	<b>11.8</b>	<b>12.6</b>	<b>13.2</b>	<b>34.5</b>	<b>38.9</b>	<b>49.4</b>
LCD	2.2	2.2	2.3	2.3	2.2	2.2	2.3	2.3	10.6	9.1	9.0
OLED	5.4	6.3	8.7	9.4	9.5	9.5	10.4	10.9	23.9	29.8	40.4
<b>무선통신</b>	<b>28.4</b>	<b>28.3</b>	<b>29.6</b>	<b>30.6</b>	<b>28.5</b>	<b>29.6</b>	<b>30.3</b>	<b>32.5</b>	<b>106.7</b>	<b>117.0</b>	<b>120.9</b>
핸드셋	27.7	27.5	28.7	29.7	27.5	28.6	29.3	31.4	103.6	113.6	117.0
피쳐폰	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	2.0	1.0	0.8
스마트폰	26.0	25.8	26.8	27.6	25.7	26.7	27.2	29.1	94.3	106.2	108.6
테블릿	1.4	1.5	1.7	1.8	1.7	1.8	2.0	2.1	7.3	6.4	7.5
<b>가전</b>	<b>9.7</b>	<b>10.9</b>	<b>11.5</b>	<b>13.4</b>	<b>10.0</b>	<b>11.3</b>	<b>11.8</b>	<b>13.6</b>	<b>45.1</b>	<b>45.5</b>	<b>46.7</b>
<b>하만</b>	<b>1.9</b>	<b>2.5</b>	<b>2.6</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>	<b>2.7</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	<b>7.1</b>	<b>9.6</b>	<b>10.6</b>
<b>기타</b>	<b>-7.9</b>	<b>-8.3</b>	<b>-9.2</b>	<b>-9.6</b>	<b>-8.8</b>	<b>-9.1</b>	<b>-9.4</b>	<b>-9.9</b>	<b>-28.0</b>	<b>-35.0</b>	<b>-37.3</b>
<b>영업이익률(%)</b>	<b>25.8%</b>	<b>22.9%</b>	<b>23.9%</b>	<b>22.9%</b>	<b>24.6%</b>	<b>21.0%</b>	<b>21.2%</b>	<b>21.7%</b>	<b>22.4%</b>	<b>23.8%</b>	<b>22.1%</b>
<b>반도체</b>	<b>55.6%</b>	<b>52.2%</b>	<b>51.6%</b>	<b>49.9%</b>	<b>49.5%</b>	<b>46.1%</b>	<b>44.8%</b>	<b>45.3%</b>	<b>47.4%</b>	<b>52.2%</b>	<b>46.5%</b>
DRAM	70.6%	69.8%	69.5%	67.3%	67.4%	63.9%	62.6%	61.8%	62.8%	69.2%	64.0%
NAND	50.5%	44.0%	40.3%	33.1%	30.6%	31.3%	30.0%	34.2%	44.4%	41.8%	31.6%
비메모리	16.5%	11.0%	7.0%	9.2%	10.0%	12.0%	14.0%	10.0%	11.7%	10.8%	11.6%
<b>디스플레이</b>	<b>5.5%</b>	<b>1.4%</b>	<b>9.9%</b>	<b>10.5%</b>	<b>6.7%</b>	<b>6.2%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.7%</b>	<b>15.7%</b>	<b>7.3%</b>	<b>9.1%</b>
LCD	1.9%	-6.0%	2.1%	2.2%	1.1%	2.5%	3.5%	3.3%	12.0%	0.1%	2.6%
OLED	6.9%	4.0%	12.0%	12.5%	8.0%	7.0%	13.0%	13.5%	17.3%	9.5%	10.5%
<b>무선통신</b>	<b>13.3%</b>	<b>9.0%</b>	<b>8.3%</b>	<b>8.3%</b>	<b>12.0%</b>	<b>8.4%</b>	<b>8.5%</b>	<b>10.3%</b>	<b>11.1%</b>	<b>9.7%</b>	<b>9.8%</b>
핸드셋	13.5%	9.2%	8.5%	8.5%	12.4%	8.6%	8.6%	10.6%	11.1%	9.9%	10.0%
피쳐폰	3.0%	1.0%	3.0%	2.0%	3.0%	2.0%	3.0%	2.0%	2.5%	2.3%	2.5%
스마트폰	14.1%	9.7%	8.8%	8.7%	13.0%	8.9%	9.0%	11.0%	12.0%	10.3%	10.5%
테블릿	4.0%	3.0%	4.0%	6.0%	4.0%	5.0%	4.0%	6.0%	2.8%	4.3%	4.8%
<b>가전</b>	<b>2.9%</b>	<b>4.3%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.5%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.5%</b>	<b>3.7%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.8%</b>
<b>하만</b>	<b>4.0%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.2%</b>	<b>2.8%</b>	<b>4.3%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.5%</b>	<b>3.1%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.6%</b>	<b>2.1%</b>
<b>기타</b>	<b>4.3%</b>	<b>1.8%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.4%</b>	<b>0.0%</b>

참고: 2Q18P의 경우 영업이익은 잠정실적에 맞춰 변경함  
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 삼성전자 실적 추정치 변경

(조원)	New			Old			차이 (%)		
	3Q18E	2018E	2019E	3Q18E	2018E	2019E	3Q18E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>70.9</b>	<b>269.7</b>	<b>287.5</b>	<b>69.8</b>	<b>269.3</b>	<b>295.9</b>	<b>2%</b>	<b>0%</b>	<b>-3%</b>
반도체	25.3	93.7	97.2	24.6	92.5	98.6	3%	1%	-1%
디스플레이	11.1	38.9	49.4	10.7	38.2	49.1	4%	2%	0%
무선	29.6	117.0	120.9	29.6	118.8	129.2	0%	-2%	-6%
가전	11.5	45.5	46.7	11.4	45.2	46.6	2%	1%	0%
하만	2.6	9.6	9.6	2.6	9.6	9.6	0%	0%	0%
기타	-9.2	-35.0	-37.3	-9.0	-35.0	-38.4	nm	nm	nm
<b>영업이익</b>	<b>17.0</b>	<b>64.3</b>	<b>63.5</b>	<b>17.1</b>	<b>65.8</b>	<b>69.2</b>	<b>-1%</b>	<b>-2%</b>	<b>-8%</b>
반도체	13.1	48.9	45.1	13.0	49.4	48.5	0%	-1%	-7%
디스플레이	1.1	2.9	4.5	1.0	2.8	5.0	13%	1%	-11%
무선	2.5	11.3	11.8	2.8	12.4	13.7	-12%	-9%	-13%
가전	0.3	1.6	1.8	0.3	1.6	1.8	2%	1%	0%
하만	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	nm	105%	105%
<b>세전이익</b>	<b>17.6</b>	<b>66.4</b>	<b>67.7</b>	<b>17.8</b>	<b>68.0</b>	<b>73.5</b>	<b>-1%</b>	<b>-2%</b>	<b>-8%</b>
<b>순이익</b>	<b>13.2</b>	<b>48.8</b>	<b>50.1</b>	<b>13.3</b>	<b>49.9</b>	<b>54.4</b>	<b>-1%</b>	<b>-2%</b>	<b>-8%</b>
영업이익률 (%)	23.9%	23.8%	22.1%	24.5%	24.4%	23.4%	-1%	-1%	-1%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 적정주가 59,000 원으로 하향 조정 · 투자의견 Buy 유지

삼성전자에 대해 Buy 투자의견을 유지하며 적정주가를 기존 66,000원에서 59,000원으로 하향 조정한다. 새로운 적정주가는 2018년/2019년 평균 PBR에 1.71배를 적용한 수준이다 (vs 기존 2018년 2.01배). 적정 배수의 경우 2019년 실적 추정치와 ROE 하향 조정을 감안해 과거 18-20% ROE 횡보 구간이었던 09-13년의 평균치를 사용한다.

비록 DRAM 판가 하락이 예상되지만, 동사는 물량 성장 및 제품믹스의 강점을 바탕으로 이익 점유율은 상승할 전망이다. 주가 역시 연초 대비 7% 하락하며, 기타 사업부문 부진을 이미 상당부분 반영한 만큼 상대적으로 경쟁사 대비 상대수익률 상승이 가능할 전망이다.

표6 삼성전자 적정주가 산출

(원)	2018-19E 평균
BVPS	34,565
적정배수 (배)	1.71
적정가치	59,156
<b>적정주가</b>	<b>59,000</b>
현재주가	47,450
상승여력 (%)	24.3%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>주가 (원)</b>							
High	12,760	13,400	14,860	13,740	15,280	16,580	19,060
Low	7,980	8,670	10,820	10,000	8,060	8,770	14,660
Average	9,647	10,739	12,758	11,544	11,476	12,840	16,071
<b>PER (배)</b>							
High	10.1	14.9	15.9	15.8	23.5	14.6	10.3
Low	6.3	9.7	11.6	11.5	12.4	7.7	7.9
Average	7.7	12.0	13.7	13.2	17.7	11.3	8.7
<b>EPS (원)</b>	<b>1,259</b>	<b>898</b>	<b>932</b>	<b>872</b>	<b>650</b>	<b>1,134</b>	<b>1,857</b>
<b>PBR (배)</b>							
High	3.2	2.9	2.8	2.3	2.3	2.1	2.0
Low	2.0	1.9	2.0	1.7	1.2	1.1	1.5
Average	2.4	2.3	2.4	1.9	1.7	1.7	1.7
<b>BVPS (원)</b>	<b>4,020</b>	<b>4,668</b>	<b>5,321</b>	<b>5,991</b>	<b>6,739</b>	<b>7,751</b>	<b>9,735</b>
<b>ROE(%)</b>	<b>33.8%</b>	<b>20.6%</b>	<b>18.7%</b>	<b>15.3%</b>	<b>10.1%</b>	<b>15.4%</b>	<b>18.5%</b>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	5년 평균
<b>주가 (원)</b>								
High	21,680	30,720	31,680	29,900	30,200	36,600	57,520	
Low	13,440	20,220	24,180	21,560	20,660	21,760	35,540	
Average	17,926	25,215	28,579	25,836	25,984	28,800	46,415	
<b>PER (배)</b>								
High	13.8	11.3	9.0	11.0	13.7	13.4	10.6	11.8
Low	8.5	7.4	6.9	7.9	9.4	8.0	6.6	7.7
Average	11.4	9.3	8.2	9.5	11.8	10.5	8.6	9.8
<b>EPS (원)</b>	<b>1,573</b>	<b>2,726</b>	<b>3,506</b>	<b>2,713</b>	<b>2,198</b>	<b>2,735</b>	<b>5,421</b>	
<b>PBR (배)</b>								
High	2.0	2.3	1.9	1.6	1.5	1.7	2.3	2.1
Low	1.2	1.5	1.5	1.2	1.0	1.0	1.4	1.4
Average	1.6	1.9	1.7	1.4	1.3	1.3	1.8	1.7
<b>BVPS (원)</b>	<b>11,019</b>	<b>13,327</b>	<b>16,512</b>	<b>18,503</b>	<b>19,688</b>	<b>22,096</b>	<b>25,235</b>	
<b>ROE(%)</b>	<b>13.8%</b>	<b>19.8%</b>	<b>20.6%</b>	<b>14.2%</b>	<b>10.8%</b>	<b>12.0%</b>	<b>20.0%</b>	

참고: 5년평균은 2009-2013년

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 삼성전자 PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림24 삼성전자 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 삼성전자 역사적 PBR 변화



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 삼성전자 (005930)

### Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	201,866.7	239,575.4	269,681.9	287,510.4	313,276.5
매출액증가율 (%)	0.6	18.7	12.6	6.6	9.0
매출원가	120,277.7	129,290.7	144,985.6	159,324.8	172,432.9
매출총이익	81,589.0	110,284.7	124,696.3	128,185.6	140,843.7
판매비와관리비	52,348.4	56,639.7	60,422.7	64,710.3	70,548.7
<b>영업이익</b>	29,240.7	53,645.0	64,273.3	63,475.2	70,294.9
영업이익률 (%)	14.5	22.4	23.8	22.1	22.4
금융수익	774.5	1,591.1	1,783.3	4,008.7	6,659.5
중속/관계기업관련손익	19.5	201.4	257.6	257.6	257.6
기타영업외손익	794.0	1,792.5	2,166.6	4,266.3	6,917.1
세전계속사업이익	30,713.7	56,196.0	66,440.2	67,741.6	77,212.0
법인세비용	7,987.6	14,009.2	16,962.4	16,935.4	19,303.0
<b>당기순이익</b>	22,726.1	42,186.8	49,477.8	50,806.2	57,909.0
지배주주지분 손이익	22,415.7	41,344.6	48,754.8	50,083.2	57,186.0

### Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	141,429.7	146,982.5	174,083.9	208,350.2	257,480.6
현금및현금성자산	32,111.4	30,545.1	63,375.4	106,723.7	160,540.6
매출채권	24,279.2	27,696.0	30,980.6	32,112.5	35,152.5
재고자산	18,353.5	24,983.4	27,946.3	28,967.3	31,709.6
<b>비유동자산</b>	120,744.6	154,769.6	172,194.7	184,949.7	192,998.9
유형자산	91,473.0	111,665.6	125,509.5	138,009.5	145,009.5
무형자산	5,344.0	14,760.5	14,219.5	13,253.3	12,131.5
투자자산	12,642.2	14,554.6	17,041.5	17,699.1	18,356.7
<b>자산총계</b>	262,174.3	301,752.1	346,278.6	393,299.9	450,479.5
<b>유동부채</b>	54,704.1	67,175.1	71,510.6	77,209.7	85,937.5
매입채무	6,485.0	9,083.9	10,161.2	10,532.4	11,529.5
단기차입금	12,746.8	15,767.6	9,973.3	8,973.3	7,973.3
유동성장기부채	1,232.8	278.6	311.6	323.0	353.6
<b>비유동부채</b>	14,507.2	20,085.5	20,925.1	21,041.1	21,183.9
사채	58.5	953.4	961.8	961.8	961.8
장기차입금	1,179.1	1,756.9	1,910.5	2,010.5	2,110.5
<b>부채총계</b>	69,211.3	87,260.7	92,435.8	98,250.8	107,121.4
<b>자본금</b>	897.5	897.5	897.5	897.5	897.5
자본잉여금	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9
기타포괄이익누계액	-2,257.1	-7,677.0	-7,033.6	-7,033.6	-7,033.6
이익잉여금	193,086.3	215,811.2	248,199.7	289,405.9	337,714.9
비지배주주지분	6,538.7	7,278.0	7,375.4	7,375.4	7,375.4
<b>자본총계</b>	192,963.0	214,491.4	253,842.9	295,049.1	343,358.1

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	47,385.6	62,162.0	75,168.7	82,904.9	90,854.3
당기순이익(손실)	22,726.1	42,186.7	49,477.8	50,806.2	57,909.0
유형자산감가상각비	19,312.5	20,593.6	24,000.0	27,000.0	30,000.0
무형자산상각비	1,400.4	1,523.8	1,623.7	1,731.8	1,887.5
운전자본의 증감	-1,181.0	-10,620.5	-3,918.1	-1,668.0	-4,479.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	-29,658.7	-49,385.2	-29,821.1	-29,068.0	-26,568.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-24,143.0	-42,792.2	-39,000.0	-39,500.0	-37,000.0
투자자산의 감소(증가)	1,756.6	727.9	-4,053.2	-400.0	-400.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	-8,669.5	-12,560.9	-12,962.2	-10,488.6	-10,469.4
차입금증감	2,139.9	2,588.2	-5,758.9	-888.6	-869.4
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	9,474.7	-1,566.3	32,830.3	43,348.2	53,816.9
기초현금	22,636.7	32,111.4	30,545.1	63,375.4	106,723.7
기말현금	32,111.4	30,545.1	63,375.4	106,723.7	160,540.6

### Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	24,632	31,414	36,782	39,242	42,758
EPS(지배주주)	3,139	6,198	6,645	6,826	7,794
CFPS	1,156	-205	4,478	5,916	7,345
EBITDAPS	6,095	9,934	12,261	12,585	13,947
BPS	22,096	25,235	31,676	37,455	44,202
DPS	28,500	42,500	28,000	28,000	28,000
배당수익률(%)	1.6	89.6	59.0	59.0	59.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	9.2	6.3	7.1	7.0	6.1
PCR	24.9	-190.6	10.6	8.0	6.5
PSR	1.2	1.2	1.3	1.2	1.1
PBR	1.3	1.6	1.5	1.3	1.1
EBITDA	49,953.6	75,762.4	89,897.0	92,207.0	102,182.4
EV/EBITDA	3.2	3.9	3.0	2.6	1.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	12.0	20.0	21.5	18.8	18.3
EBITDA 이익률	46.1	65.8	58.9	55.0	58.8
부채비율	35.9	40.7	36.4	33.3	31.2
금융비용부담률	-0.5	-0.4	-0.7	-1.4	-2.2
이자보상배율(x)	49.7	81.9	154.3	178.2	212.8
매출채권회전율(x)	8.2	9.2	9.2	9.1	9.3
재고자산회전율(x)	6.5	6.0	5.5	5.6	5.7

Industry Brief  
2018. 7. 23

# SK 하이닉스 000660

## 아쉬운 변곡점

### ▲ 반도체/디스플레이

Analyst **김선우**  
02. 6098-6688  
sunwoo.kim@meritz.co.kr

- ✓ DRAM 산업의 고점 형성 요인 포착. 선두 업체의 지배력 확대가 추후될 시점
- ✓ 통상적 업황 둔화와는 다른 4Q18-2Q19의 상대적 단기 조정 구간 예상
- ✓ 2H18 실적 모멘텀과 주주환원 가능성 기반한 주가 반등은 차익실현 기회
- ✓ 장기적 관점에서 짧은 다운사이클 이후 2H19 업사이클 발생할 수 있으나, 아직 요원. 평가와 주가 동행성 감안시 보수적 관점 전환 필요. 투자 의견 HOLD

## HOLD

적정주가 (12개월) **89,000원**  
현재주가 (7.20) **87,900원**  
상승여력 **1.3%**

KOSPI	2,289.19pt
시가총액	639,914억원
발행주식수	72,800만주
유동주식비율	76.91%
외국인비중	50.67%
52주 최고/최저가	95,300원/61,400원
평균거래대금	3,032.4억원

<b>주요주주(%)</b>	
SK텔레콤 외 3인	20.07
국민연금	10.00
BlackRock Fund Advisors 외 13인	5.08

<b>주가상승률(%)</b>			
	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	0.1	19.9	23.3
상대주가	3.4	32.0	31.5

### 주가그래프



### 선두업체의 전략 변화는 산업 변곡점 시그널

그간 추구되어 온 삼성전자의 수익성 위주 전략은 하반기 중 변화될 전망이다. 시장 점유율을 목표로 하는 공격적 전략까지는 아니겠지만, 이익 총계 확대의 영업 우선 전략으로 선회될 가능성이 높다. 이러한 변화는 1) 동사의 DRAM 이익 점유율이 4년만에 50%이하로 떨어진 가운데, 2) 서버 향 DRAM 불량 이슈로 인한 최근의 기회 손실을 만회하며, 3) 경쟁사의 신규 팜 가동시점이 점차 앞당겨진데다, 4) 동사 평택 2층 60k 물량이 9월부터 생산되며 내년 상반기 DRAM 수급은 악화될 가능성이 높기 때문이다.

### 분기 실적은 3Q18를 고점으로 2Q19까지 감소될 전망

SK하이닉스의 2Q18 · 3Q18 영업이익은 각각 5.5조원 · 6.0조원으로 추정되며, 사상 최대치는 거듭 경신될 전망이다. 하지만 이후 4Q18부터 6% 내외의 평균 평가 하락이 예상되며 분기 영업이익은 2Q18 4.2조원까지 감소할 전망이다. 보다 보수적인 평가와 1Xnm 수율 가정을 반영해 2019년 연간 영업이익 추정치를 기존의 20.9조원에서 18.0조원으로 하향조정한다 (vs 컨센서스 20.0조원)

### 실적모멘텀과 주주환원 가능성을 차익실현의 기회로 활용

과거 삼성전자의 전략 변화 시점은 언제나 업황 변곡점이었다. 절대적으로 높은 영업이익률을 감안 시 선두업체는 장기 · 대량계약을 추구하고 평가하락을 일부 용인할 가능성이 높다. DRAM 평가와 SK하이닉스 주가의 역사적 동행성을 감안 시 향후 3개월간의 실적 모멘텀과 주주환원 확대 발표는 비중 조절 기회로 권고된다. 동사에 대한 투자 의견과 적정주가를 기존의 BUY와 118,000원에서 HOLD와 89,000원으로 하향조정한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	17,198.0	3,276.7	2,953.8	4,057	-31.7	32,990	8.4	1.0	3.2	12.3	34.1
2017	30,109.4	13,721.3	10,641.5	14,617	260.3	46,449	6.0	1.9	3.2	31.5	34.3
2018E	41,495.7	21,429.8	15,792.2	21,693	48.4	66,398	4.1	1.3	2.1	38.4	25.5
2019E	42,087.5	17,984.3	13,431.9	18,450	-14.9	82,115	4.8	1.1	2.1	24.8	22.7
2020E	50,040.7	22,803.1	17,057.8	23,431	27.0	102,864	3.8	0.9	1.4	25.3	22.4

(십억원)	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>8,720</b>	<b>10,351</b>	<b>11,419</b>	<b>11,006</b>	<b>10,052</b>	<b>10,190</b>	<b>10,709</b>	<b>11,136</b>	<b>30,109</b>	<b>41,496</b>	<b>42,088</b>
DRAM	6,890	8,335	9,096	8,663	7,951	8,187	8,627	8,961	22,806	32,984	33,726
NAND	1,696	1,848	2,140	2,127	1,928	1,822	1,886	1,971	6,578	7,811	7,607
<b>영업이익</b>	<b>4,367</b>	<b>5,549</b>	<b>6,100</b>	<b>5,414</b>	<b>4,477</b>	<b>4,206</b>	<b>4,578</b>	<b>4,723</b>	<b>13,722</b>	<b>21,430</b>	<b>17,984</b>
DRAM	4,053	5,297	5,909	5,251	4,334	4,136	4,462	4,577	12,224	20,510	17,509
NAND	305	238	178	144	125	52	96	125	1,425	864	399
기타	9	13	13	19	17	18	20	20	74	55	76
<b>세전이익</b>	<b>4,291</b>	<b>5,433</b>	<b>6,213</b>	<b>5,478</b>	<b>4,512</b>	<b>4,256</b>	<b>4,641</b>	<b>4,744</b>	<b>13,440</b>	<b>21,415</b>	<b>18,153</b>
<b>당기순이익</b>	<b>3,121</b>	<b>4,020</b>	<b>4,598</b>	<b>4,054</b>	<b>3,339</b>	<b>3,150</b>	<b>3,435</b>	<b>3,510</b>	<b>10,642</b>	<b>15,792</b>	<b>13,432</b>
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>50%</b>	<b>54%</b>	<b>53%</b>	<b>49%</b>	<b>45%</b>	<b>41%</b>	<b>43%</b>	<b>42%</b>	<b>46%</b>	<b>52%</b>	<b>43%</b>
DRAM	59%	64%	65%	61%	55%	51%	52%	51%	54%	62%	52%
NAND	18%	13%	8%	7%	6%	3%	5%	6%	22%	11%	5%

자료: 메리츠증권리서치센터

		1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>출하량</b> (백만, 1Gb eq)	<b>DRAM</b>	<b>6,412</b>	<b>7,438</b>	<b>7,810</b>	<b>8,044</b>	<b>7,963</b>	<b>8,601</b>	<b>9,203</b>	<b>9,479</b>	<b>24,228</b>	<b>29,703</b>	<b>35,245</b>
	% QoQ	-5%	16%	5%	3%	-1%	8%	7%	3%			
	% YoY	19%	33%	20%	20%	24%	16%	18%	18%	23%	23%	19%
	<b>NAND</b>	<b>35,581</b>	<b>42,341</b>	<b>52,927</b>	<b>60,865</b>	<b>61,474</b>	<b>64,548</b>	<b>70,357</b>	<b>77,393</b>	<b>133,749</b>	<b>191,714</b>	<b>273,772</b>
	% QoQ	-10%	19%	25%	15%	1%	5%	9%	10%			
% YoY	15%	45%	56%	54%	73%	52%	33%	27%	15%	43%	43%	
<b>ASP</b> (1Gb, 달러)	<b>DRAM</b>	<b>1.00</b>	<b>1.04</b>	<b>1.05</b>	<b>0.99</b>	<b>0.93</b>	<b>0.89</b>	<b>0.87</b>	<b>0.88</b>	<b>0.83</b>	<b>1.02</b>	<b>0.89</b>
	% QoQ	9%	4%	1%	-6%	-6%	-5%	-2%	1%			
	% YoY	39%	30%	24%	7%	-7%	-15%	-17%	-11%	54%	23%	-13%
	<b>NAND</b>	<b>0.04</b>	<b>0.04</b>	<b>0.04</b>	<b>0.03</b>	<b>0.03</b>	<b>0.03</b>	<b>0.02</b>	<b>0.02</b>	<b>0.04</b>	<b>0.04</b>	<b>0.03</b>
	% QoQ	-1%	-9%	-10%	-12%	-9%	-10%	-5%	-5%			
% YoY	8%	-9%	-16%	-29%	-34%	-35%	-32%	-26%	35%	-14%	-31%	

자료: 메리츠증권리서치센터

(십억원)	New			Old			차이 (%)		
	2Q18E	2018E	2019E	2Q18E	2018E	2019E	2Q18E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>10,351</b>	<b>41,496</b>	<b>42,088</b>	<b>9,984</b>	<b>40,014</b>	<b>45,495</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>-7%</b>
DRAM	8,335	32,984	33,726	7,997	31,900	36,428	4%	3%	-7%
NAND	1,848	7,811	7,607	1,818	7,413	8,312	2%	5%	-8%
<b>영업이익</b>	<b>5,549</b>	<b>21,430</b>	<b>17,984</b>	<b>5,051</b>	<b>19,958</b>	<b>20,890</b>	<b>10%</b>	<b>7%</b>	<b>-14%</b>
DRAM	5,297	20,510	17,509	4,796	18,935	19,613	10%	8%	-11%
NAND	238	864	399	242	965	1,201	-2%	-10%	-67%
Others	13	55	76	13	58	76	0%	-5%	0%
세전이익	5,433	21,415	18,153	5,062	19,968	21,150	7%	7%	-14%
<b>순이익</b>	<b>4,020</b>	<b>15,792</b>	<b>13,432</b>	<b>3,999</b>	<b>15,505</b>	<b>16,919</b>	<b>1%</b>	<b>2%</b>	<b>-21%</b>
<b>영업이익률</b>	<b>54%</b>	<b>52%</b>	<b>43%</b>	<b>51%</b>	<b>50%</b>	<b>46%</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>	<b>-7%</b>
DRAM	64%	62%	52%	60%	59%	54%	6%	5%	-4%
NAND	13%	11%	5%	13%	13%	14%	-3%	-15%	-64%

자료: 메리츠증권리서치센터

### 투자의견 HOLD, 적정주가 89,000 원으로 하향 조정

당사가 4Q18부터의 DRAM 단기 다운사이클을 예상하는 가운데, 순수 메모리업체인 동사의 주가 역시 4Q17부터의 DRAM 평가 하락과 동행성을 보일 전망이다. 2Q17-3Q17 강력한 실적 개선을 보일 전망이다 가운데, 주주환원 등 주가에 긍정적 이벤트도 발생 가능한 만큼 해당 기간을 활용한 투자자들의 비중 축소가 권고된다.

동사의 2019년 실적 추정치 축소를 반영해 동사의 적정주가를 기존의 118,000원에서 89,000원으로 하향 조정한다. 새로운 적정주가는 2018-19년 평균 BPS에 1.2배를 적용해 도출한다. 적정 배수의 경우 15-16년 삼성전자의 공급 확대기에서 동사가 부여 받았던 평균치이다.

표12 SK하이닉스 적정주가 산출

(원)	2018-19E 평균
BVPS	74,257
적정배수 (배)	1.20
적정가치	89,108
<b>적정주가</b>	<b>89,000</b>
현재주가	87,900
상승여력 (%)	1.3%

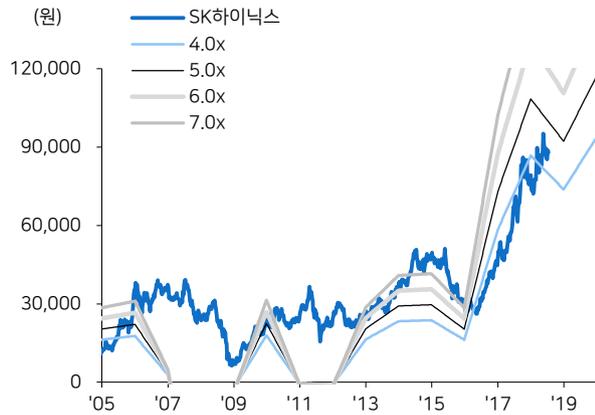
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표13 SK하이닉스 과거 밸류에이션

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
주가 (원)	High	23,400	29,400	37,400	30,950	37,550	52,400	51,700	46,750	90,300
	Low	6,430	20,100	15,500	20,100	23,600	35,000	28,550	25,650	44,600
	Average	15,293	24,099	25,795	25,021	29,747	43,439	40,291	33,840	64,514
PER (배)	High	nm	6.6	nm	nm	9.3	9.1	8.7	11.5	6.2
	Low	nm	4.5	nm	nm	5.8	6.1	4.8	6.3	3.1
	Average	nm	5.4	nm	nm	7.4	7.5	6.8	8.3	4.4
	EPS (원)	-590	4,486	-96	-229	4,045	5,763	5,937	4,057	14,617
PBR (배)	High	2.41	2.12	2.81	2.17	2.01	2.09	1.76	1.42	1.94
	Low	0.66	1.45	1.16	1.41	1.27	1.39	0.97	0.78	0.96
	Average	1.57	1.74	1.94	1.75	1.60	1.73	1.37	1.03	1.39
	BVPS (원)	9,721	13,845	13,312	14,285	18,646	25,117	29,378	32,990	46,449
PBR/ROE (배)	High	nm	6.6	(390.2)	(132.8)	9.2	9.0	8.7	11.5	6.2
	Low	nm	4.5	(161.7)	(86.3)	5.8	6.0	4.8	6.3	3.1
	Average	nm	5.4	(269.1)	(107.4)	7.3	7.4	6.8	8.3	4.4
	ROE(%)	-6.6%	32.4%	-0.7%	-1.6%	22.0%	23.3%	20.2%	12.3%	31.5%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 SK하이닉스 PER 밴드



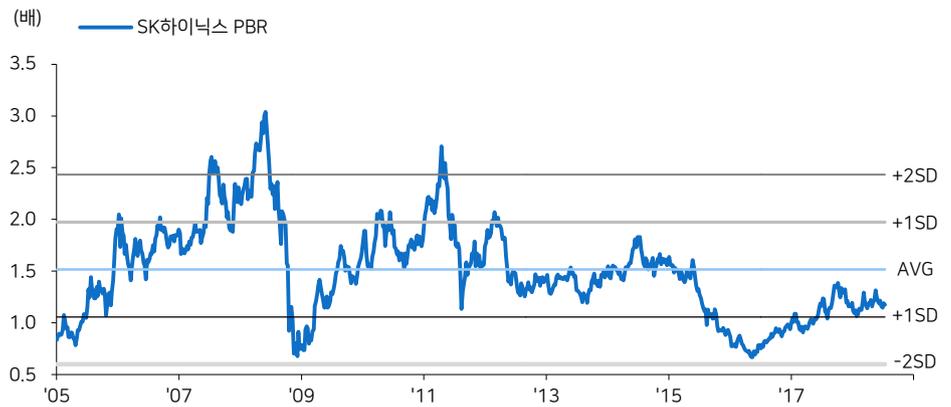
자료: 메리츠증권리서치센터

그림27 SK하이닉스 PBR 밴드



자료: 메리츠증권리서치센터

그림28 SK하이닉스 역사적 PBR 변화



자료: 메리츠증권리서치센터

## SK 하이닉스 (000660)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	17,198.0	30,109.4	41,495.7	42,087.5	50,040.7
매출액증가율 (%)	-8.5	75.1	37.8	1.4	18.9
매출원가	10,787.2	12,701.8	15,254.0	19,201.3	21,404.2
매출총이익	6,410.8	17,407.6	26,241.7	22,886.2	28,636.5
판매비와관리비	3,134.1	3,686.3	4,811.3	4,901.9	5,833.4
영업이익	3,276.7	13,721.3	21,429.8	17,984.3	22,803.1
영업이익률 (%)	19.1	45.6	51.6	42.7	45.6
금융수익	-51.6	-41.0	-25.2	150.5	231.6
종속/관계기업관련손익	22.8	12.4	18.0	18.0	18.0
기타영업외손익	-28.8	-28.6	-15.1	168.5	249.6
세전계속사업이익	3,216.5	13,439.6	21,415.3	18,152.9	23,052.7
법인세비용	256.0	2,797.3	5,621.9	4,719.7	5,993.7
당기순이익	2,960.5	10,642.3	15,793.4	13,433.1	17,059.0
지배주주지분 순이익	2,953.8	10,641.5	15,792.2	13,431.9	17,057.8

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,839.0	17,310.4	18,905.0	23,828.9	36,998.2
현금및현금성자산	613.8	2,950.0	5,872.5	8,270.4	16,746.7
매출채권	3,251.7	5,552.8	6,769.8	6,849.8	8,304.4
재고자산	2,026.2	2,640.4	3,219.1	3,257.1	3,948.8
비유동자산	22,377.0	28,108.0	41,761.9	49,529.4	54,680.5
유형자산	18,777.4	24,062.6	33,266.5	40,266.5	44,266.5
무형자산	1,915.6	2,247.3	2,431.2	2,460.6	2,379.6
투자자산	278.8	403.1	4,363.5	4,381.5	4,399.5
자산총계	32,216.0	45,418.4	60,666.8	73,358.3	91,678.7
유동부채	4,160.8	8,116.1	9,229.8	10,778.1	14,275.0
매입채무	696.1	758.6	924.9	935.8	1,134.5
단기차입금	0.0	192.7	74.7	74.7	74.7
유동성장기부채	704.9	581.1	708.5	716.8	869.1
비유동부채	4,031.6	3,481.4	3,092.4	2,793.5	2,511.8
사채	1,535.4	1,317.2	-98.2	-198.2	-298.2
장기차입금	2,095.7	2,080.3	3,094.0	2,894.0	2,694.0
부채총계	8,192.5	11,597.5	12,322.2	13,571.5	16,786.8
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,143.7	4,143.7	4,143.7	4,143.7	4,143.7
기타포괄이익누계액	-79.2	-502.3	-342.5	-342.5	-342.5
이익잉여금	17,066.6	27,287.3	41,649.8	53,092.0	68,197.1
비지배주주지분	6.6	5.6	6.7	6.7	6.7
자본총계	24,023.5	33,820.9	48,344.6	59,786.8	74,891.9

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	5,549	14,691	20,490	22,415	26,312
당기순이익(손실)	2,961	10,642	15,793	13,433	17,059
유형자산감가상각비	4,134	4,619	6,000	7,500	8,500
무형자산상각비	323	407	580	589	700
운전자본의 증감	-1,459	-3,190	-2,712	-76	-1,381
투자활동 현금흐름	-6,231	-11,919	-16,487	-17,734	-15,734
유형자산의 증가(CAPEX)	-5,956	-9,128	-14,900	-14,500	-12,500
투자자산의 감소(증가)	-19	-138	-4,000	0	0
재무활동 현금흐름	117	-352	-1,095	-2,283	-2,102
차입금증감	470	72	-389	-292	-148
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가	-562	2,336	2,922	2,398	8,476
기초현금	1,176	614	2,950	5,872	8,270
기말현금	614	2,950	5,872	8,270	16,747

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	23,624	41,359	56,999	57,812	68,737
EPS(지배주주)	4,057	14,617	21,693	18,450	23,431
CFPS	-772	3,209	4,014	3,294	11,643
EBITDAPS	10,622	25,752	38,475	35,815	43,960
BPS	32,990	46,449	66,398	82,115	102,864
DPS	600	1,000	2,820	2,768	3,515
배당수익률(%)	0.7	1.1	3.2	3.1	4.0
Valuation(Multiple)					
PER	8.4	6.0	4.1	4.8	3.8
PCR	N/A	27.4	21.9	26.7	7.5
PSR	1.4	2.1	1.5	1.5	1.3
PBR	1.0	1.9	1.3	1.1	0.9
EBITDA	7,733.2	18,747.6	28,009.9	26,073.7	32,003.0
EV/EBITDA	3.2	3.2	2.1	2.1	1.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.3	31.5	38.4	24.8	25.3
EBITDA 이익률	34.7	80.4	67.5	49.7	58.7
부채비율	34.1	34.3	25.5	22.7	22.4
금융비용부담률	0.5	0.2	0.0	-0.2	-0.3
이자보상배율(x)	27.3	110.7	219.4	201.4	269.3
매출채권회전율(x)	5.8	6.8	6.7	6.2	6.6
재고자산회전율(x)	5.5	5.4	5.2	5.9	5.9

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 7월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 7월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 7월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김선우)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**삼성전자 (005930) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.09.19	산업분석	Buy	2,070,000	김선우	-23.3	-21.8	
2016.10.06	기업브리프	Buy	2,070,000	김선우	-22.5	-17.6	
2016.10.10	산업분석	Buy	2,070,000	김선우	-22.7	-17.6	
2016.10.13	기업브리프	Buy	2,070,000	김선우	-22.9	-17.6	
2016.10.28	기업브리프	Buy	2,070,000	김선우	-22.5	-17.6	
2016.11.15	기업브리프	Buy	2,070,000	김선우	-22.5	-17.6	
2016.11.25	산업분석	Buy	2,070,000	김선우	-22.4	-17.6	
2016.11.29	기업브리프	Buy	2,070,000	김선우	-19.4	-11.9	
2017.01.09	산업분석	Buy	2,330,000	김선우	-19.4	-16.7	
2017.01.25	기업브리프	Buy	2,330,000	김선우	-16.5	-9.0	
2017.03.20	기업브리프	Buy	2,720,000	김선우	-23.1	-21.8	
2017.03.30	기업브리프	Buy	2,720,000	김선우	-23.4	-21.8	
2017.04.24	산업브리프	Buy	2,720,000	김선우	-23.1	-19.4	
2017.04.28	기업브리프	Buy	2,830,000	김선우	-19.6	-16.9	
2017.06.07	산업분석	Buy	2,830,000	김선우	-16.7	-9.5	
2017.07.28	기업브리프	Buy	3,040,000	김선우	-22.6	-19.4	
2017.08.24	기업브리프	Buy	3,040,000	김선우	-22.8	-19.4	
2017.09.08	산업분석	Buy	3,040,000	김선우	-17.9	-9.4	
2017.11.01	기업브리프	Buy	3,400,000	김선우	-18.8	-15.9	
2017.12.04	산업분석	Buy	3,400,000	김선우	-22.5	-15.9	
2018.01.15	산업분석	Buy	3,400,000	김선우	-23.4	-15.9	
2018.02.01	기업브리프	Buy	3,300,000	김선우	-25.8	-20.0	
2018.04.27	기업브리프	Buy	3,300,000	김선우	-24.8	-19.7	
2018.06.01	산업분석	Buy	66,000	김선우	-25.8	-19.7	
2018.07.23	산업브리프	Buy	59,000	김선우	-	-	

## SK 하이닉스 (000660) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	피리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.09.19	산업분석	Buy	49,000	김선우	-16.8	-13.1	
2016.10.26	기업브리프	Buy	49,000	김선우	-16.2	-12.1	
2016.11.25	산업분석	Buy	51,000	김선우	-8.1	4.5	
2017.01.31	기업브리프	Buy	74,000	김선우	-32.5	-26.2	
2017.04.24	산업브리프	Buy	74,000	김선우	-32.4	-26.2	
2017.04.26	기업브리프	Buy	74,000	김선우	-30.1	-21.8	
2017.06.07	산업분석	Buy	75,000	김선우	-12.0	-2.7	
2017.07.26	기업브리프	Buy	85,000	김선우	-21.2	-15.6	
2017.09.08	산업분석	Buy	89,000	김선우	-8.5	0.1	
2017.10.27	기업브리프	Buy	101,000	김선우	-18.3	-14.1	
2017.12.04	산업분석	Buy	103,000	김선우	-26.2	-22.1	
2018.01.26	기업브리프	Buy	103,000	김선우	-23.4	-11.9	
2018.04.25	기업브리프	Buy	103,000	김선우	-21.7	-7.5	
2018.06.01	산업분석	Buy	118,000	김선우	-26.0	-22.5	
2018.07.23	산업브리프	Hold	89,000	김선우	-	-	