



2019년 유망 IT중소형주 10선

거시 환경의 우려 속에서 과거 어느 때보다 힘든 1월을 맞았다.
과거에 빈번했던 IT 중소형주의 '1분기 효과'를 낙관하기는 어렵겠지만,
반등 시기를 대비해 유망 중소형주 10개사를 소개한다.
스마트폰 부품은 Apple 또는 중국 제조사보다
삼성전자 Vendor의 투자 매력이 상대적으로 앞설 것이고,
5G, 자동차 전장, 차세대 디스플레이, Foldable폰 등과
관련된 기업들의 성장성이 부각될 것이다.

Analyst 김지산
02-3787-4862 jisan@kiwoom.com

Analyst 박유악
02-3787-5063 yuak.pak@kiwoom.com

Analyst 장민준
02-3787-4740 minjunj@kiwoom.com

Analyst 김학준
02-3787-5155 dilog10@kiwoom.com

RA 김소원
02-3787-4736 sowonkim@kiwoom.com

키움증권 

Contents



IT 중소형주 1분기 효과 점검 3

IT 중소형주 1분기 투자 전략 4

게임, 중국에 대한
기대감보다는 본질에 주목 7

기업분석	8
> 서울반도체(046890)	9
> 이수페타시스 (007660)	11
> 인탑스 (049070)	13
> 와이솔 (122990)	15
> 게임빌 (063080)	17
> 더블유게임즈 (192080)	19
> SK머티리얼즈 (036490)	21
> 한솔케미칼 (014680)	23
> 에스에프에이 (056190)	25
> 원익IPS (240810)	26

Compliance Notice

- 당사는 1월 4일 현재 상기 언급된 종목들 중 SK머티리얼즈의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있으며, 그 밖의 언급된 종목들의 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료 상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

2019년 유망 IT 중소형주 10선

>>> IT 중소형주 1분기 효과 점검

경험적으로 IT 중소형주는 '1분기 효과' 빈번. KOSDAQ IT 하드웨어 지수는 2007년 이후 1분기에 KOSPI 수익률을 평균 4.9%p 상회.

IT 중소형주 1분기 강세 배경은 1) 갤럭시 S 시리즈 부품 업체들의 상고하저 패턴 반복, 2) 연초 의욕적인 경영 계획 대비 저평가 매력 부각, 3) CES와 MWC를 거치면서 새로운 기술 Trend 제시, 4) 수급적으로 연말 KOSDAQ 대주주 양도세 요건 회피한 매수세 재개 등.

>>> IT 중소형주 1분기 투자 전략

올해는 중국 경제 우려 등 거시 환경 악화로 IT 중소형주 1분기 효과 낙관 어려워. 미중 무역 분쟁 완화 여부에 따라 1분기 후반으로 가면서 반등 여건 조성될 듯.

스마트폰 부품은 Apple 또는 중국 제조사보다 삼성전자 Vendor의 투자 매력 상대적 우위. 5G, 자동차 전장, 차세대 디스플레이, Foldable폰 등과 관련된 기업들의 성장성 부각될 것.

1) 갤럭시 S10의 양호한 판매 성과와 함께 부품 업체들 실적 회복 기대, 2) 반도체/디스플레이 중소형주는 2분기부터 NAND와 QD-OLED 중심으로 수주 모멘텀 재개될 전망, 3) 게임 업종은 중국 판호 발급에 국내 게임이 포함되는지가 가장 중요한 관전포인트, 당분간 이익 확대나 신작 출시 모멘텀 보유한 업체 주목.

유망 IT 중소형주로서

- ▶ LED 리더 서울반도체
- ▶ 5G 수혜가 큰 이수페타시스, 와이솔
- ▶ 실적 안정성 높은 인탑스, 더블유게임즈
- ▶ 턴어라운드 게임주 게임빌
- ▶ 사상 최대 실적이 예상되는 SK머티리얼즈, 한솔케미칼
- ▶ QD-OLED장비 공급 업체 에스에프에이, 원익IPS 추천

IT 중소형주 1분기 효과 점검

IT 거시 환경 악화

과거 어느 때보다도 험난한 4분기를 보내고 1월을 맞았다.

스마트폰 시장 침체, 미중 무역 분쟁의 여파로 IT 거시 환경이 악화됐고, 재고조정이 이루어지면서 주요 Set 및 부품 업체들의 실적 전망이 하향됐다.

Apple의 신형 아이폰 감산 및 판매 부진 소식이 전해지며 아이폰 Vendor들의 주가 조정이 선행됐다. 아이폰 판매 부진 원인은 중국 및 신흥국 수요 약세 이외에도 통신사 보조금 감소, 달러화 강세와 연동된 판가 상승, 배터리 교체를 통한 대체 수요 등으로 인해 아이폰 업그레이드 수요가 미흡했기 때문이다.

IT 중소형주 1분기 효과 경험

경험적으로 IT 중소형주는 '1분기 효과'가 현실화되는 경우가 많았다.

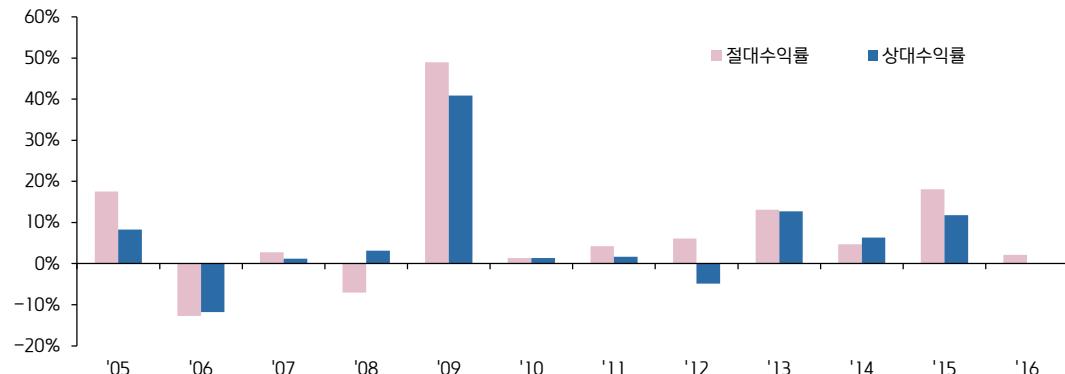
대표적 지표인 KOSDAQ IT 하드웨어 지수는 2007년 이후 1분기에 평균 7.0% 상승했고, KOSPI 수익률을 4.9%p 상회했다. 12년 중 9차례에 걸쳐 KOSPI 수익률을 앞섰다.

이러한 IT 중소형주 1분기 효과의 근거는

1) 갤럭시 S 시리즈의 출시 시점에 따라 스마트폰 부품 업체들의 상고하자 패턴이 반복되고 있고, 2) 기업들의 연초 의욕적인 경영 계획과 실적 가이던스를 감안할 때 저평가 매력이 커 보이며, 3) CES와 MWC를 거치면서 새로운 기술 Trend가 부각되기도 하고, 4) 수급적으로 연말 KOSDAQ 대주주 양도 세 요건을 회피한 매수세가 재개되는 측면도 배제할 수 없다.

KOSDAQ IT 기업들의 배당수익률이 낮다는 점도 연초 상대적 강세의 배경이 될 수 있다.

KOSDAQ IT 하드웨어 업종 1분기 절대수익률과 상대수익률: '1분기 효과' 입증



자료: 기움증권

IT 중소형주 1분기 투자 전략

1분기 투자 전략

올해는 중국 경제를 비롯한 거시 환경의 불확실성이 지속되고 있어 IT 중소형주의 1분기 효과를 낙관하기는 어렵다. 다만, 미중 무역 분쟁이 완화될 조짐도 감지되고 있어 1분기 후반으로 갈수록 반등 여건이 조성될 것으로 기대한다. 스마트폰 부품은 Apple 또는 중국 제조사보다는 삼성전자 Vendor의 투자 매력이 상대적 우위에 있을 것이고, 5G, 자동차 전장, 차세대 디스플레이, Foldable폰 등과 관련된 기업들의 성장성이 부각될 것이다.

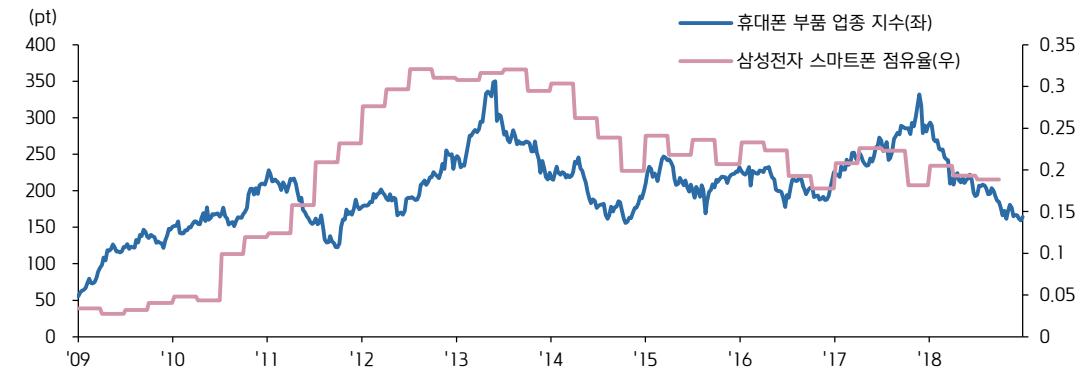
갤럭시 S10 부품 업체들 실적 회복 기대

IT 중소형주에 대한 구체적인 1분기 투자 전략으로서

첫째, 갤럭시 S10 부품 업체들의 실적 모멘텀이 부각될 것이다.

삼성전자 스마트폰은 길게 보면 갤럭시 S3를 정점으로 하향세이고, 갤럭시 S7 이후로는 판매량이 시장 기대치를 하회하고 있다. 다음 그림에서 확인하듯, 삼성전자 스마트폰 점유율이 정체되는 구간에서 스마트폰 부품 업종에 대한 투자 전략은 Flagship 모델 출시 사이클에 기반한 단기적 매매 전략이 유효했다.

휴대폰 부품 업종 주가와 삼성전자 스마트폰 점유율



자료: Gartner, 키움증권

주: 휴대폰 부품 업종 지수는 삼성전자 휴대폰 부품 16개사 주가를 지수로 산정함

갤럭시 S10은 전작들의 부진을 넘어설 것으로 기대된다. 스마트폰 시장 환경은 부정적이지만, 갤럭시 S 시리즈 출시 10주년을 맞아 인피니티-O 디자인, 디스플레이 지문인식, 트리플 카메라 등 차별적이고 혁신적인 디자인과 성능을 구현할 예정이다. 세그먼트를 세분화해 3개 모델로 출시하고, 이 중 2개 모델에 트리플 카메라가 채택될 것이다. 신형 아이폰의 가격 정책 실패와 판매 부진이 타산지석이 될 것이고, 프리미엄폰의 경쟁 환경은 오히려 우호적일 수 있다.

갤럭시 S10형 부품은 1월 초부터 본격 출하됨에 따라 부품 업체들의 1분기 실적이 호전될 것이다.

갤럭시 S10의 연말까지 판매량은 3,500만대로 3,200만대 수준에 그친 전작의 판매량을 상회할 전망이다.

또한 삼성전자는 갤럭시 A 시리즈의 고사양화를 추구하고 있고, 핵심은 카메라다.

A7에는 트리플 카메라, A9에는 쿼드 카메라를 선제적으로 구현했다.

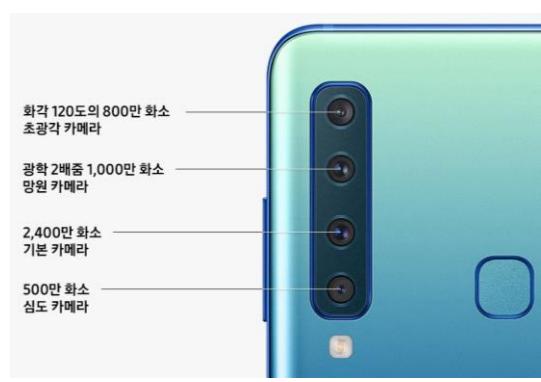
이에 따라 카메라 모듈 업계의 낙수효과가 클 것이다. 트리플 카메라 시대를 맞아 특히 판가 상승 효과가 클 것이고, 가동률 상승에도 긍정적일 것이다. 듀얼 카메라에 싱글 카메라를 추가하는 형태라서 수율 이슈는 우려하지 않아도 될 것이다.

삼성전자 A7 트리플 카메라



자료: 삼성전자

삼성전자 A9 쿼드 카메라



자료: 삼성전자

새로운 기술적 트렌드 주목

둘째, CES와 MWC를 거치면서 Foldable폰, 5G, 마이크로 LED/QD-OLED TV, 자율주행 등의 기술적 방향성이 주목 받을 것이다.

특히 5G의 개화는 삼성전자와 LG전자에게 기회일 것이다. 선진 시장에 초기 대응 가능한 제조사는 국내 양사뿐이다. Huawei 등 중국 업체들은 정치적 갈등으로 인해 미국 시장 진입이 제한돼 있다. Qualcomm과 분쟁 관계에 있는 Apple은 Intel 칩 기반으로 2020년 하반기에 돼야 대응이 가능할 것이다. 5G폰은 초기 프리미엄 사양일 수밖에 없고, 통신사들의 보조금 지원이 집중될 것이다.

부품 업계에서는 복합 통신모듈, 초소형 및 솔루션 품 MLCC, 안테나, MSAP 기판, 방열 소재 등의 수요가 증가할 것이다.

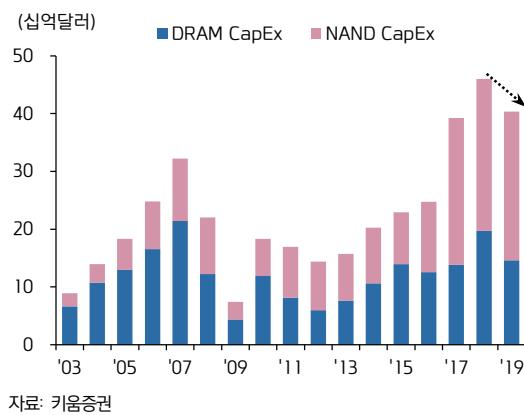
반도체 중소형주, NAND와 QD-OLED 위주 수주 모멘텀 재개

셋째, 반도체/디스플레이 중소형주는 DRAM CapEx 감축으로 인해 실적 둔화를 겪고 난 후, 2분기부터 NAND와 QD-OLED TV를 중심으로 수주 모멘텀이 재개될 전망이다.

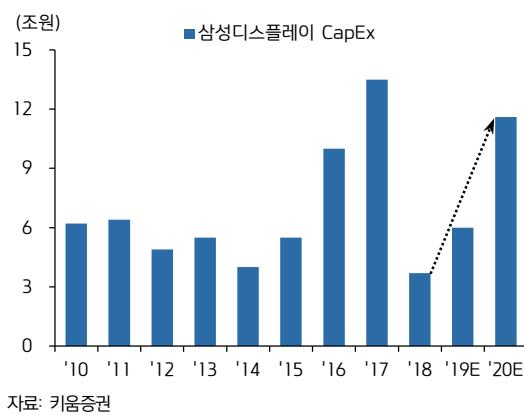
반도체 중소형주의 실적은 1Q19를 저점으로 텐어라운드 할 전망이다. 다만 직전 싸이클과는 달리 업체별 차별화 양상을 띨 것이다. 2019년에는 메모리 반도체의 CapEx 감소(DRAM -26% YoY, NAND -2% YoY)가 예상되나, 분기별로 보면 2Q19부터 NAND를 중심으로 한 투자 재개가 나타날 것이다.

또한 2Q19는 삼성디스플레이의 QD-OLED TV 투자가 본격화되며, 관련 소재 및 장비 업체의 실적 성장을 이끌 것으로 기대되는 시점이다. 1H19를 NAND와 QD-OLED TV 관련 업체에 대한 저가 매수 기회로 판단하며, 'SK마티리얼즈, 한솔케미칼, 에스에프에이, 원익IPS'를 중소형 Top Picks으로 제시한다.

메모리 반도체 CapEx: 2019년 감소, 상저/하고 흐름



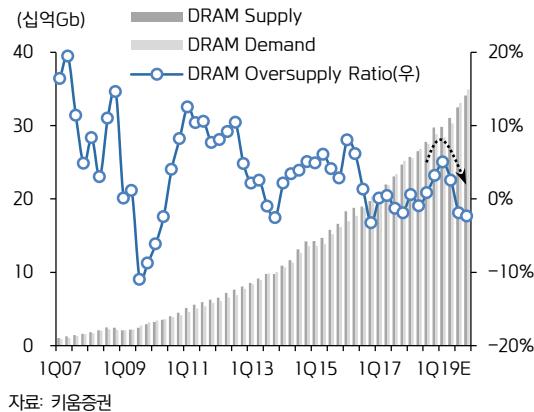
삼성디스플레이 CapEx: 2Q19 OLED TV 투자 본격화



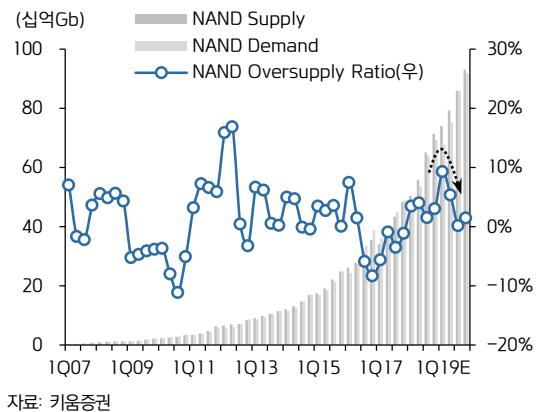
반도체, 상반기 업황 및 주가 센티멘트 저점 지나갈 전망

참고로 2019년 반도체 산업은 1분기 이후 수요 회복에 따른 재고 감소와 수급 개선이 나타날 전망이다. 지난 하반기에는 갑작스레 발생한 'CPU 공급 부족'과 'Cloud 서버 장애'가 예상 대비 더욱 큰 폭의 수요 및 가격 하락으로 이어졌지만, 1Q19 중/후반을 기점으로 해당 이슈들이 해소되기 시작할 것이다. 또한 삼성전자와 SK하이닉스를 포함한 모든 공급 업체들의 CapEx 감축이 결정됐기 때문에, 수요 회복 시기의 업황 개선 속도는 더욱 빠르게 나타날 것이다. 이번 반도체 수요와 가격 하락에 고객들의 구매 심리 악화가 상당부분 영향을 끼쳤던 만큼 향후의 업황 개선 역시 구매심리 개선을 시작으로 나타날 것이다. 당사는 이 시기를 1Q19후반~2Q19초반으로 예상하고 있다.

DRAM Supply and Demand Analysis



NAND Supply and Demand Analysis



게임, 중국에 대한 기대감보다는 본질에 주목

중국 판호 발급 재개에 따른 기대치는 이미 주가에 반영, 관건은 향후 판호 발급의 수

작년 12월 중국 판호 발급이 시작됨에 따라 12월 20일 이후부터 게임업종 주가에 긍정적 기류가 형성되었다. 12월에 발급된 판호는 총 80개로 모바일 67개, 온라인게임 6개, 웹게임 6개, 콘솔게임 1개로 구성되어 있다. 이에 따라 작년 4월 이후 9개월 가까이 중단된 판호가 발급되면서 향후 중국 게임시장의 막혀왔던 숨통이 일단 트인 것으로 판단된다. 국내 시장 역시 기대치가 형성되면서 중국 출시가 예정되어 있는 업체들을 중심으로 저점에서 반등하는 모습을 보였다.

다만, 아직까지 국내 시장에서 지켜봐야 할 부분이 존재한다. 우선 중국에서 대기하고 있는 판호의 개수가 약 5,000여개이다. 즉, 월간 평균 신청되는 판호의 개수가 500여개 수준이 된다는 것을 의미하며 12월의 발급된 판호 80개는 월 평균 판호 신청 개수에 턱없이 부족한 숫자이다. 또한 대형업체인 텐센트와 넷이즈의 판호발급이 이루어지지 않고 중소형업체들의 판호 발급이 이루어진 것도 향후를 지켜봐야 하는 중요한 요인이다. 국내 업체들이 계약한 대부분의 게임들이 대형사들 중심으로 퍼블리싱 계약이 맺어져 있기 때문이다.

즉, 1월에 이루어지는 판호 발급이 향후 판호의 흥망을 가늠할 수 있는 중요한 잣대가 될 것이다. 판호의 발급 개수 및 발급게임의 퍼블리셔가 사드사태 이후 막힌 한국게임들의 출시를 가늠할 수 있는 요인이 될 것이다. 발급개수가 크게 늘어난다면 내자판호뿐만 아니라 외자판호가 열릴 수 있는 기대감이 형성될 수 있으며 대형사들의 판호발급이 이루어진다면 대형사 중심의 규제리스크가 완화되는 것으로 판단할 수 있기 때문이다. 반대로 판호의 발급개수가 여전히 적게 이루어지고 대형사 게임이 여전히 발급이 안 된다면 중국과 관련된 기대치 반영보다는 규제와 관련된 리스크가 더욱 커질 수 있다. 베스트 케이스는 1월 혹은 2월 판호발급에 국내 게임이 포함되는 경우이다. 이때는 세계에서 가장 큰 시장이 다시 열리는 것을 의미하기 때문에 중국 출시예정 업체뿐만 아니라 대부분의 국내 게임업종이 큰 리바운드를 보일 것으로 전망된다.

아직까지는 본질에 충실해야 하는 시점, 중국 정부의 의중이 아직 선보여지지 않아

중국에 대한 기대치가 확대되는 것은 분명히 긍정적 사실이지만 여전히 불확실성 요소가 존재한다는 점에서 리스크를 줄일 필요가 존재한다. 즉, 이익 확대나 1Q에 중국 외 신작출시 모멘텀을 보유한 업체들에 집중을 하되 국내 업체의 판호가 발급이 될 경우 중국 모멘텀 중심의 업체로 전환하는 유연한 자세가 요구되는 시점이다. 중국 정부의 의중이 아직 다 드러나지 않은 상황에서 기대치를 확대시키는 것은 자제할 필요가 있다. 이에 따라 중소형 업체들 중에서는 이익 안정성이 유지되는 더블유게임즈, 올해 흑자 반등이 기대되는 게임빌에 대한 관심을 기울일 필요가 있다.



기업분석

서울반도체 (046890)	BUY(Maintain)/목표주가 28,000원 LED, 승자들의 새로운 리그
이수페타시스 (007660)	BUY(Maintain)/목표주가 8,500원 5G의 중심에서
인탑스 (049070)	BUY(Maintain)/목표주가 16,000원 플라스틱 케이스 강자의 면모
와이솔 (122990)	BUY(Maintain)/목표주가 25,000원 5G 기술로 수요 증가 기대
게임빌 (063080)	BUY(Maintain)/목표주가 85,000원 흑자 전환이 기대되는 2019년
더블유게임즈 (192080)	BUY(Maintain)/목표주가 83,000원 이익안정성의 최고봉
SK머티리얼즈 (036490)	BUY(Maintain)/목표주가 200,000원(하향) 2019년 사상최대 실적 예상
한솔케미칼 (014680)	BUY(Maintain)/목표주가 110,000원 반도체와 OLED TV 수혜
에스에프에이 (056190)	Not Rated/주가(01/04) 33,600원 기대되는 2019년 & Beyond
원익IPS (240810)	Not Rated/주가(01/04) 16,800원 종합 장비 업체로의 도약

서울반도체 (046890)



BUY(Maintain)

주가(1/4) 18,550원

목표주가 28,000원

전기전자/가전 Analyst 김지산
02) 3787-4862, jisan@kiwoom.com

19년 실적 전망을 낙관하는 근거는 자동차 헤드램프 매출 확대와 신규 베트남 법인의 정상화에 있다. 추가로 주요 TV 고객의 Vendor 정책 변화로 인해 점유율이 상승할 여지가 생겼고, 중국의 MOCVD 발주가 감소하고 있어 공급과잉이 완화될 전망이다. 동사가 업황 대비 선전할 수 있는 결정적 계기는 패키지가 없는 WICOP이다.

Stock Data

KOSDAQ (1/4)	664.49pt
시가총액	10,816억원
52주 주가동향	최고가 27,900원 최저가 15,700원
최고/최저가 대비 등락	-30.3% 23.9%
주가수익률	절대 상대 1M -10.6% -3.4% 6M 19.7% 45.0% 1Y -28.9% -11.0%

Company Data

발행주식수	58,305천주
일평균 거래량(3M)	542천주
외국인 지분율	7.8%
배당수익률(18.E)	0.6%
BPS (18.E)	10,994원
주요 주주	이정훈 외 34.1%

Price Trend



LED, 승자들의 새로운 리그

>>> 우호적 사업 환경

19년 영업이익 11% 증가한 1,015억원 전망.

1) 자동차 헤드램프용 매출 확대와 함께 제품 Mix가 개선되고, 2) 베트남 법인의 가동률이 상승하면서 일반조명 분야 대응력이 향상되는 동시에 고정비 부담이 완화될 것.

추가로 S사의 TV용 LED Vendor 정책 변화에 따라 S사 내 점유율이 상승할 것으로 기대되고, 주요 MOCVD업체들의 실적 동향에서 중국의 MOCVD 수요가 감소할 것으로 예측되고 있어 공급과잉이 완화될 전망.

>>> WICOP 경쟁력 입증

패키지 없는 LED인 WICOP이 충분한 경쟁력 입증.

특히 TV의 고화질(UHD) 및 슬림화 Trend에 적합한 솔루션으로 인식되며, TV 시장 점유율 상승을 주도.

WICOP은 19년에 스마트폰, Tablet 등 모바일 분야에도 본격적으로 채택될 것으로 기대. 패키지가 없어 원가가 절감되는 대신, 판가는 높기 때문에 수익성에 기여하는 바가 커.

WICOP을 앞세워 자동차 헤드램프 채용 모델 수가 9개로 늘어났고, nPola가 처음으로 채택된 모델도 양산 시작.

투자지표	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	9,538	11,104	12,164	13,341	14,502
영업이익(억원)	575	983	917	1,015	1,132
EBITDA(억원)	1,707	2,128	2,010	2,075	2,043
세전이익(억원)	496	705	842	957	1,141
순이익(억원)	375	464	599	756	901
지배주주지분순이익(억원)	362	403	546	718	856
EPS(원)	621	692	937	1,232	1,469
증감율(%YoY)	113.5	11.4	35.5	31.5	19.2
PER(배)	25.1	31.0	20.8	15.8	13.2
PBR(배)	1.5	2.1	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	6.2	7.2	6.8	6.1	6.1
영업이익률(%)	6.0	8.8	7.5	7.6	7.8
ROE(%)	5.9	7.0	8.6	10.0	10.9
순부채비율(%)	17.5	14.3	16.2	9.2	6.7

손익계산서

	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,538	11,104	12,164	13,341	14,502
매출원가	7,201	8,261	8,944	9,818	10,658
매출총이익	2,337	2,843	3,220	3,523	3,844
판매비및일반관리비	1,762	1,861	2,303	2,508	2,712
영업이익(보고)	575	983	917	1,015	1,132
영업이익(핵심)	575	983	917	1,015	1,132
영업외손익	-79	-278	-75	-58	9
이자수익	9	12	7	6	7
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	533	339	434	79	63
이자비용	49	43	60	64	61
외환손실	535	591	410	79	0
관계자임차분법손익	-5	-1	-2	0	0
투자및기타자산처분손익	-17	45	-1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	2	-5	62	0	0
기타	-17	-34	-104	0	0
법인세차감전이익	496	705	842	957	1,141
법인세비용	121	241	243	201	240
유효법인세율 (%)	24.3%	34.2%	28.8%	21.0%	21.0%
당기순이익	375	464	599	756	901
지배주주지분 당기순이익	362	403	546	718	856
EBITDA	1,707	2,128	2,010	2,075	2,043
현금순이익(Cash Earnings)	1,507	1,609	1,692	1,816	1,812
수정당기순이익	387	437	556	756	901
증감율(%, YoY)					
매출액	-5.7	16.4	9.5	9.7	8.7
영업이익(보고)	26.2	70.8	-6.7	10.7	11.6
영업이익(핵심)	26.2	70.8	-6.7	10.7	11.6
EBITDA	6.2	24.7	-5.6	3.3	-1.6
지배주주지분 당기순이익	113.5	11.4	35.5	31.5	19.2
EPS	113.5	11.4	35.5	31.5	19.2
수정순이익	47.3	12.9	27.2	36.0	19.2

대차대조표

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,037	5,755	6,770	7,050	7,591
현금및현금성자산	324	472	1,026	1,048	1,067
유동금융자산	288	305	284	313	340
매출채권및유동채권	3,340	3,602	3,962	4,112	4,470
재고자산	1,085	1,375	1,497	1,576	1,713
기타유동비금융자산	0	1	1	1	2
비유동자산	5,869	6,519	7,188	7,592	8,142
장기매출채권및기타비유동채권	170	286	326	359	391
투자자산	281	83	89	95	101
유형자산	4,801	5,406	5,990	6,488	7,098
무형자산	489	615	636	487	376
기타비유동자산	127	129	147	162	176
자산총계	10,906	12,273	13,958	14,641	15,733
유동부채	3,962	4,355	5,726	5,955	6,359
매입채무및기타유동채무	2,225	2,984	3,337	3,676	3,996
단기차입금	1,046	324	1,183	983	983
유동성장기차입금	298	275	325	325	325
기타유동부채	392	772	881	971	1,055
비유동부채	425	1,160	996	798	699
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	409	1,147	977	777	677
기타비유동부채	16	12	20	22	23
부채총계	4,387	5,514	6,722	6,753	7,058
자본금	292	292	292	292	292
주식발행초과금	3,597	3,597	0	0	0
이익잉여금	2,627	2,986	3,433	4,059	4,813
기타자본	-485	-930	2,686	2,686	2,686
지배주주지분자본총계	6,031	5,945	6,410	7,037	7,791
비지배주지분자본총계	488	814	826	852	884
자본총계	6,519	6,759	7,236	7,889	8,675
순차입금	1,141	969	1,174	724	577
총차입금	1,753	1,746	2,485	2,085	1,985

현금흐름표

	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	947	1,673	1,457	1,782	1,690
당기순이익	375	464	599	756	901
감가상각비	990	968	907	912	799
무형자산상각비	141	177	186	149	111
외환손익	-36	95	-24	0	-63
자산처분손익	20	79	1	0	0
지분법손익	5	1	2	0	0
영업활동자산부채 증감	-652	-75	-60	166	-122
기타	104	-37	-154	-200	63
투자활동현금흐름	-332	-1,682	-1,664	-1,459	-1,456
투자자산의 처분	239	70	14	-35	-33
유형자산의 처분	35	108	0	0	0
유형자산의 취득	-454	-1,588	-1,658	-1,409	-1,409
무형자산의 처분	-152	-272	0	0	0
기타	0	0	-20	-15	-14
재무활동현금흐름	-700	175	762	-301	-213
단기차입금의 증가	0	0	859	-200	0
장기차입금의 증가	-630	18	0	0	-100
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-65	-47	-105	-103	-115
기타	-5	204	7	2	1
현금및현금성자산의순증가	-88	147	555	21	20
기초현금및현금성자산	413	324	472	1,026	1,048
기말현금및현금성자산	324	472	1,026	1,048	1,067
Gross Cash Flow	1,600	1,748	1,517	1,616	1,812
Op Free Cash Flow	308	-143	27	619	274

투자지표

	(단위: 원, 배, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	621	692	937	1,232	1,469
BPS	10,344	10,196	10,994	12,069	13,362
주당EBITDA	2,928	3,649	3,447	3,559	3,503
CFPS	2,585	2,760	2,902	3,115	3,107
DPS	81	183	180	200	250
주가배수(배)					
PER	25.1	31.0	20.8	15.8	13.2
PBR	1.5	2.1	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	6.2	7.2	6.8	6.1	6.1
PCFR	6.0	7.8	6.7	6.2	6.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.0	8.8	7.5	7.6	7.8
영업이익률(핵심)	6.0	8.8	7.5	7.6	7.8
EBITDA margin	17.9	19.2	16.5	15.6	14.1
순이익률	3.9	4.2	4.9	5.7	6.2
자기자본이익률(ROE)	5.9	7.0	8.6	10.0	10.9
투하자본이익률(ROIC)	6.0	8.8	8.3	9.7	10.4
안정성(%)					
부채비율	67.3	81.6	92.9	85.6	81.4
순차입금비율	17.5	14.3	16.2	9.2	6.7
이자보상배율(배)	11.8	22.6	15.2	15.8	18.5
활동성(배)					
매출채권회전율	3.1	3.2	3.2	3.3	3.4
재고자산회전율	8.9	9.0	8.5	8.7	8.8
매입채무회전율	4.1	4.3	3.8	3.8	3.8

이수페타시스 (007660)



BUY(Maintain)

주가(1/4) 6,710원

목표주가 8,500원

전기전자/가전 Analyst 김자산

02) 3787-4862, jisan@kiwoom.com

던어라운드 스토리를 이끈 5G 모멘텀이 강화될 것이다. MLB는 5G용 고부가 매출 확대, N사 등 고객 다양화, 무선 장비 분야 진출 등의 성과에 힘입어 과거 4G 투자 시기를 뛰어넘는 최고 실적을 달성하고 있다. 장기간 기업 가치를 훼손했던 중국 법인도 품질 이슈를 극복하며 적자폭이 유의미하게 줄어들고 있다.

Stock Data

KOSPI (1/4)	2,010.25pt
시가총액	2,769억원
52주 주가동향	최고가 최저가
최고/최저가 대비 등락	6,950원 -3.6% 96.8%
주가수익률	절대 상대
1M	2.4% 9.5%
6M	92.5% 119.5%
1Y	55.8% 94.3%

Company Data

발행주식수	41,268천주
일평균 거래량(3M)	1,583천주
외국인 지분율	5.0%
배당수익률(18.E)	1.2%
BPS (18.E)	4,089원
주요 주주	(주)이수 외 30.6%

Price Trend



5G의 중심에서

>>> 19년 실적 큰 폭 개선 전망

19년 영업이익 249% 증가한 371억원 전망.

1) 주력인 MLB가 5G 통신망 투자 본격화와 맞물려 고사양 라우터향 매출 호조로 역사적 최고 실적을 실현하고 있고, 대용량 다중입력장치(Massive MIMO) 등 신규 무선 장비 분야 매출이 본격화될 예정. 2) 장기간 기업가치를 훼손했던 중국 법인은 중저층 MLB 매출이 확대되고, 생산성이 향상되면서 적자폭이 의미있게 축소 중. 3) HDI는 S사 Flagship 모델 출시 효과와 더불어 SLP를 본격 공급하며 부진에서 벗어날 것, 연성PCB는 부가가치가 높은 OLED용 위주로 체질 개선 시도.

>>> MLB, 역사적 최고 실적 달성 중

MLB는 High-end급 매출이 증가하며 제품 Mix가 개선되고 있고, 특히 N사 신규 고성능 라우터 판매 호조에 따른 수혜가 큰 상태. 지금까지 사업 영역이 라우터, 스위치, 서버 등 유선 장비에 국한됐지만, 5G 환경에서 무선 장비용 MLB가 20층 이상 고도화됨에 따라 동사로서는 새로운 시장 진입 기회 획득.

미중 무역 갈등을 계기로 국내 S사가 5G 통신장비 사업을 적극적으로 추진하고 있는 점도 우호적인 환경이 될 것. MLB는 생산설비가 완전 가동 상태에 진입, 19년 추가적인 증설을 통해 지속 성장 추구할 것.

투자지표	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	5,542	5,313	5,607	6,244	6,721
영업이익(억원)	111	-80	106	371	420
EBITDA(억원)	382	170	359	604	624
세전이익(억원)	70	-118	37	303	352
순이익(억원)	2	-149	-30	242	282
지배주주지분순이익(억원)	37	-140	-24	244	284
EPS(원)	90	-340	-59	592	689
증감율(%YoY)	-76.2	N/A	N/A	N/A	16.4
PER(배)	47.0	-13.4	-113.3	11.3	9.7
PBR(배)	0.9	1.1	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	4.1	19.8	14.2	7.1	6.6
영업이익률(%)	2.0	-1.5	1.9	5.9	6.2
ROE(%)	0.1	-8.0	-1.8	13.5	14.0
순부채비율(%)	74.3	79.4	101.6	82.0	64.8

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,542	5,313	5,607	6,244	6,721
매출원가	4,969	4,929	5,008	5,322	5,716
매출총이익	573	384	599	921	1,005
판매비 및 일반관리비	462	465	493	550	585
영업이익(보고)	111	-80	106	371	420
영업이익(핵심)	111	-80	106	371	420
영업외손익	-40	-37	-69	-69	-68
이자수익	11	13	13	14	15
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	156	126	108	0	0
이자비용	75	78	88	83	83
외환손실	136	194	93	0	0
관계기업지분법손익	-3	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	8	5	14	0	0
금융상품평가및기타금융이익	79	65	24	0	0
기타	-79	26	-46	0	0
법인세차감전이익	70	-118	37	303	352
법인세비용	68	31	67	61	70
유효법인세율 (%)	96.6%	-26.6%	181.1%	20.0%	20.0%
당기순이익	2	-149	-30	242	282
지배주주지분 당기순이익	37	-140	-24	244	284
EBITDA	382	170	359	604	624
현금순이익(Cash Earnings)	274	102	223	474	485
수정당기순이익	-1	-237	1	242	282
증감율(%, YoY)					
매출액	6.4	-4.1	5.5	11.4	7.7
영업이익(보고)	-45.2	N/A	N/A	249.3	13.1
영업이익(핵심)	-45.2	N/A	N/A	249.3	13.1
EBITDA	-18.4	-55.5	111.1	68.1	3.3
지배주주지분 당기순이익	-76.2	N/A	N/A	N/A	16.4
EPS	-76.2	N/A	N/A	N/A	16.4
수정순이익	N/A	N/A	N/A	26,465	16.4

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,405	2,713	3,109	3,375	3,747
현금및현금성자산	604	654	502	572	730
유동금융자산	169	125	106	114	123
매출채권및유동채권	1,447	1,152	1,529	1,643	1,769
재고자산	713	732	972	1,045	1,124
기타유동비금융자산	471	50	1	1	1
비유동자산	2,106	2,120	2,113	2,060	2,020
장기매출채권및기타비유동채권	28	37	49	53	57
투자자산	339	263	226	228	229
유형자산	1,542	1,623	1,633	1,577	1,532
무형자산	156	156	150	144	139
기타비유동자산	42	41	54	58	63
자산총계	5,511	4,833	5,222	5,435	5,768
유동부채	2,626	2,551	2,724	2,761	2,846
매입채무및기타유동채무	1,058	824	1,019	1,095	1,179
단기차입금	1,199	1,192	1,397	1,397	1,397
유동성장기차입금	294	522	295	255	255
기타유동부채	75	12	14	14	15
비유동부채	905	551	811	777	779
장기매입채무및비유동채무	66	62	83	89	96
사채및장기차입금	753	439	629	589	589
기타비유동부채	86	49	99	99	94
부채총계	3,530	3,102	3,536	3,538	3,625
자본금	413	413	413	413	413
주식발행초과금	437	437	437	437	437
이익잉여금	1,476	1,307	1,255	1,467	1,715
기타자본	-349	-429	-416	-416	-416
지배주주지분자본총계	1,976	1,727	1,687	1,900	2,148
비지배주지분자본총계	4	5	-1	-3	-6
자본총계	1,981	1,731	1,686	1,897	2,143
순차입금	1,472	1,375	1,713	1,555	1,388
총차입금	2,245	2,154	2,321	2,241	2,241

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-1	67	-195	286	367
당기순이익	2	-149	-30	242	282
감가상각비	263	245	247	226	198
무형자산상각비	8	6	6	6	6
외환손익	-18	10	-14	0	0
자산처분손익	11	12	-14	0	0
지분법손익	3	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-377	-23	-362	-108	-118
기타	106	-34	-27	-80	0
투자활동현금흐름	-105	110	-184	-184	-168
투자자산의 처분	13	67	55	-10	-10
유형자산의 처분	30	448	0	0	0
유형자산의 취득	-190	-391	-240	-170	-153
무형자산의 처분	-5	-5	0	0	0
기타	48	-9	1	-4	-4
재무활동현금흐름	114	-90	226	-32	-40
단기차입금의 증가	-368	-237	204	0	0
장기차입금의 증가	573	204	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-36	-40	-28	-32	-36
기타	-55	-17	50	0	-5
현금및현금성자산의 순증가	-15	50	-152	70	158
기초현금및현금성자산	619	604	654	502	572
기말현금및현금성자산	604	654	502	572	730
Gross Cash Flow	376	90	167	394	485
Op Free Cash Flow	-297	-271	-436	251	268

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	90	-340	-59	592	689
BPS	4,789	4,184	4,089	4,603	5,205
주당EBITDA	925	412	870	1,463	1,511
CFPS	663	246	540	1,149	1,176
DPS	100	70	80	90	100
주가배수(배)					
PER	47.0	-13.4	-113.3	11.3	9.7
PBR	0.9	1.1	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	4.1	19.8	14.2	7.1	6.6
PCFR	6.4	18.6	12.4	5.8	5.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.0	-1.5	1.9	5.9	6.2
영업이익률(핵심)	2.0	-1.5	1.9	5.9	6.2
EBITDA margin	6.9	3.2	6.4	9.7	9.3
순이익률	0.0	-2.8	-0.5	3.9	4.2
자기자본이익률(ROE)	0.1	-8.0	-1.8	13.5	14.0
투하자본이익률(ROIC)	0.1	-3.4	-2.9	9.2	10.2
안정성(%)					
부채비율	178.2	179.2	209.7	186.6	169.2
순차입금비율	74.3	79.4	101.6	82.0	64.8
이자보상배율(배)	1.5	N/A	1.2	4.5	5.1
활동성(배)					
매출채권회전율	4.5	4.1	4.2	3.9	3.9
재고자산회전율	8.4	7.4	6.6	6.2	6.2
매입채무회전율	5.9	5.6	6.1	5.9	5.9

인탑스 (049070)



BUY(Maintain)

주가(1/4) 11,600원

목표주가 16,000원

통신/통신장비 Analyst 장민준
02) 3787-4740/minjunj@kiwoom.com

향후 플렉서블, 폴더블폰의 등장으로 케이스 변화에 따른 수혜도 예상되고, 자동차 사업 및 신사업의 성장도 긍정적. 19년 예상 실적 기준 PER 8배, PBR은 0.5배 수준. 투자의견 BUY와 목표주가 16,000원을 유지.

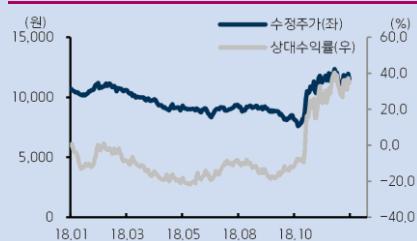
Stock Data

KOSDAQ (1/4)	664.49pt
시가총액	1,995억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	12,350원 7,590원
최고/최저가대비 등락	-6.88% 51.52%
주가수익률	절대 상대
1M	0.9% 8.9%
6M	34.0% 62.3%
1Y	7.5% 34.5%

Company Data

발행주식수	17,200천주
일평균 거래량(3M)	148천주
외국인 지분율	29.31%
배당수익률(18.E)	1.87%
BPS(18.E)	23,257원
주요 주주	김재경 36.94%

Price Trend



플라스틱 케이스 강자의 면모

>>> 실적으로 보여줄 것

19년 매출액 7,260억(YoY 11%), 영업이익 412억원(YoY 37%)를 예상. 핸드셋사업은 주고객사 중저가 모델의 플라스틱 케이스 채용이 확대됨에 따라 베트남 공장 가동률 증가가 반영될 것으로 예상. 가전사업은 적자를 지속하였으나 18년 3분기부터 흑자로 돌아섬에 따라 수익성 향상에 기여할 것으로 판단. 자동차사업의 매출도 빠르게 증가하고 있어 실적 개선에 긍정적. 외주제작을 진행하는 전자가격표시기 업체의 유럽 및 국내 유통사업자와의 계약이 예상되기 때문에 기타사업 매출의 증가도 기대.

>>> 여전히 저평가 구간

3분기 호실적에 힘입어 주가 상승이 지속되고 있으나, 여전히 자산가치 대비 저평가 구간이라고 판단. 현금 및 보유 부동산 가치는 전혀 반영되지 않은 주가.

향후 플렉서블, 폴더블폰의 등장으로 케이스 변화에 따른 수혜도 예상되고, 자동차사업 및 신사업의 성장도 긍정적.

현 주가는 19년 예상 실적기준 PER 8배, PBR은 0.5배 수준. 투자의견 BUY와 목표주가 16,000원을 유지.

(억원, IFRS)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	5,961	6,875	6,536	7,256	7,692
보고영업이익(억원)	361	288	302	412	437
핵심영업이익(억원)	361	288	302	412	437
EBITDA(억원)	614	603	575	691	721
세전이익(억원)	475	294	398	489	488
순이익(억원)	351	295	347	367	370
자체주주지분순이익	215	166	211	242	244
EPS(원)	1,247	967	1,224	1,405	1,417
증감율(%YoY)	14.5	-22.5	26.6	14.8	0.9
PER(배)	8.1	11.1	9.4	8.2	8.1
PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	2.9	3.6	3.3	2.1	1.6
보고영업이익률(%)	6.0	4.2	4.6	5.7	5.7
핵심영업이익률(%)	6.0	4.2	4.6	5.7	5.7
ROE(%)	8.5	6.9	7.8	7.7	7.3
순부채비율(%)	-25.4	-25.2	-29.3	-32.0	-35.1

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,961	6,875	6,536	7,256	7,692
매출원가	5,312	6,052	5,696	6,205	6,577
매출총이익	649	823	840	1,051	1,114
판매비및일반관리비	289	535	538	639	677
영업이익(보고)	361	288	302	412	437
영업이익(핵심)	361	288	302	412	437
영업외손익	114	6	96	157	51
이자수익	27	31	34	36	34
배당금수익	31	21	18	7	24
외환이익	126	14	63	0	0
이자비용	10	14	13	15	10
외환손실	96	80	22	0	0
관계기업지분법손익	9	37	-14	0	0
투자및기타자산처분손익	3	3	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	3	-10	2	0	0
기타	20	3	27	130	3
법인세차감전이익	475	294	398	489	488
법인세비용	115	13	52	122	118
유효법인세율 (%)	24.2%	4.3%	12.9%	25.0%	24.2%
당기순이익	351	295	347	367	370
지배주주지분순이익(억원)	215	166	211	242	244
EBITDA	614	603	575	691	721
현금순이익(Cash Earnings)	605	610	620	646	654
수정당기순이익	347	301	345	367	370
증감률(% YoY)					
매출액	-9.9	15.3	-4.9	11.0	6.0
영업이익(보고)	13.3	-20.2	4.9	36.6	6.0
영업이익(핵심)	13.3	-20.2	4.9	36.6	6.0
EBITDA	12.6	-1.8	-4.6	20.2	4.3
지배주주지분 당기순이익	14.5	-22.5	26.6	14.8	0.9
EPS	14.5	-22.5	26.6	14.8	0.9
수정순이익	6.6	-13.2	14.8	6.3	0.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	568	364	605	602	633
당기순이익	351	295	347	367	370
감가상각비	250	303	263	270	277
무형자산상각비	4	12	10	8	7
외환손익	-31	34	-41	0	0
자산처분손익	4	25	0	0	0
지분법손익	-9	9	14	0	0
영업활동자산부채 증감	24	-216	-7	-26	-14
기타	-26	-98	20	-18	-7
투자활동현금흐름	-714	-56	-256	-434	-388
투자자산의 처분	-166	190	55	-117	-70
유형자산의 처분	39	48	0	0	0
유형자산의 취득	-538	-289	-318	-318	-318
무형자산의 처분	-48	-27	0	0	0
기타	-1	21	6	0	0
재무활동현금흐름	-331	30	-35	-35	-35
단기차입금의 증가	-142	106	0	0	0
장기차입금의 증가	10	-12	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-200	-63	-34	-34	-34
기타	0	0	-1	0	0
현금및현금성자산의순증가	-477	328	314	133	210
기초현금및현금성자산	995	518	846	1,160	1,293
기말현금및현금성자산	518	846	1,160	1,293	1,503
Gross Cash Flow	543	580	613	628	647
Op Free Cash Flow	-35	59	177	317	283

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,703	2,759	2,978	3,311	3,643
현금및현금성자산	518	846	1,160	1,293	1,503
유동금융자산	1,153	938	892	990	1,050
매출채권및유동채권	859	788	749	831	881
재고자산	173	187	178	197	209
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,531	3,281	3,318	3,392	3,444
장기매출채권및기타비유동채권	0	0	0	0	0
투자자산	1,107	1,056	1,055	1,091	1,108
유형자산	2,172	1,983	2,037	2,084	2,125
무형자산	240	236	226	218	210
기타비유동자산	13	7	0	0	0
자산총계	6,235	6,039	6,296	6,704	7,087
유동부채	1,578	1,359	1,303	1,379	1,426
매입채무및기타유동채무	1,065	775	737	818	867
단기차입금	398	528	528	528	528
유동성장기차입금	11	0	0	0	0
기타유동부채	104	56	38	33	31
비유동부채	424	397	397	396	396
장기매입채무및비유동채무	70	56	56	56	56
사채및장기차입금	189	177	177	177	177
기타비유동부채	165	165	164	163	163
부채총계	2,002	1,756	1,700	1,775	1,822
자본금	86	86	86	86	86
주식발행초과금	136	136	136	136	136
이익잉여금	3,468	3,598	3,778	3,990	4,204
기타자본	121	1	1	1	1
지배주주지분자본총계	3,810	3,820	4,000	4,212	4,426
비지배주주지분자본총계	422	463	596	717	838
자본총계	4,233	4,283	4,596	4,929	5,265
순차입금	-1,073	-1,079	-1,347	-1,578	-1,848
총차입금	598	705	705	705	705

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	1,247	967	1,224	1,405	1,417
BPS	22,153	22,211	23,257	24,488	25,735
주당EBITDA	3,569	3,505	3,343	4,019	4,192
CFPS	3,516	3,547	3,605	3,755	3,803
DPS	230	200	200	200	200
주가배수(배)					
PER	8.1	11.1	9.4	8.2	8.1
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	2.9	3.6	3.3	2.1	1.6
PCF	2.9	3.0	3.2	3.1	3.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.0	4.2	4.6	5.7	5.7
영업이익률(핵심)	6.0	4.2	4.6	5.7	5.7
EBITDA margin	10.3	8.8	8.8	9.5	9.4
순이익률	5.9	4.3	5.3	5.1	4.8
자기자본이익률(ROE)	8.5	6.9	7.8	7.7	7.3
투하자본이익률(ROIC)	15.6	13.2	10.6	17.2	14.6
안정성(%)					
부채비율	47.3	41.0	37.0	36.0	34.6
순차입금비율	-25.4	-25.2	-29.3	-32.0	-35.1
이자보상배율(배)	36.5	20.8	24.0	28.0	42.4
활동성(배)					
매출채권회전율	9.2	8.4	8.5	9.2	9.0
재고자산회전율	45.1	38.2	35.9	38.7	37.9
매입채무회전율	7.5	7.5	8.6	9.3	9.1

와이솔 (122990)



BUY(Maintain)

주가(1/4) 14,700원

목표주가 25,000원

통신/통신장비 Analyst 장민준
02) 3787-4740/minjunj@kiwoom.com

5G에서 넓어진 주파수 대역을 대응하기 위해 4G 대비 1.5배에서 2배이상 채용될 것으로 예상. 이와 함께 새로운 주파수 영역을 대응하기 위해 BAW Filter급 신규 수요가 예상됨에 따라 평균판가 상승과 물량 증가가 동시에 일어날 것으로 예상. 목표주가 25,000원으로 유지.

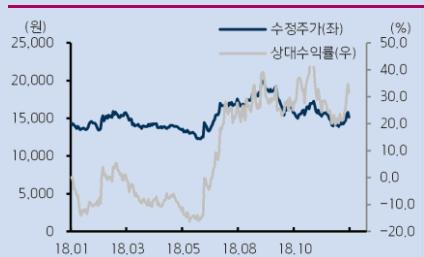
Stock Data

KOSDAQ (1/4)	664.49pt
시가총액	3,551억원
52주 주가동향	최고가 19,950원 최저가 12,300원
최고/최저가대비 등락	-24.06% 23.17%
주가수익률	절대 상대 1M -4.1% 3.5% 6M 13.9% 38.0% 1Y 5.2% 31.7%

Company Data

발행주식수	24,157천주
일평균 거래량(3M)	309천주
외국인 지분율	15.97%
배당수익률(18.E)	1.94%
BPS(18.E)	10,694원
주요 주주	대덕전자 20.34%

Price Trend



5G 기술로 수요 증가 기대

>>> 신규제품 매출 성장 기대

19년 매출액 4,858억원(YoY 4%), 영업이익 602억원(YoY 3%)으로 실적 견조하게 성장할 전망. 1) 중저가향 SAW 필터 출하 견조, 2) 중국 고객사 내 점유율 유지 3) 신규 스피커류 제품 매출 성장 기대 때문.

하반기 5G칩 탑재 스마트폰 출시와 함께 신규 BAW 필터 출하 예상.

>>> 5G 전환으로 Saw 필터 수요증가 예상

향후 전개될 통신 기술의 발전과 함께, 스마트폰의 RF Front End의 고스펙화도 진행될 것. 5G에서는 3.5GHz에서 28Ghz까지 확대됨에 따라, 스마트폰 내부의 통신 칩 변화 예상. FEM모듈도 고스펙화될 가능성성이 높음.

5G에서 넓어진 주파수 대역을 대응하기 위해 4G 대비 1.5배에서 2배이상 채용될 것으로 예상. 이와 함께 새로운 주파수 영역을 대응하기 위해 BAW Filter급 신규 수요가 예상됨에 따라 평균판가 상승과 물량 증가가 동시에 일어날 것으로 예상.

목표주가 25,000원으로 유지. 우선 주고객사 중저가향 SAW Filter류 모듈화 확대가 긍정적이고, 향후 5G 통신 칩 변화에 따른 SAW Filter류 변화도 의미 있기 때문. 투자의견 BUY를 유지.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	4,357	4,461	4,691	4,858	5,101
보고영업이익(억원)	430	526	585	602	607
핵심영업이익(억원)	430	526	585	602	607
EBITDA(억원)	769	905	897	918	927
세전이익(억원)	373	497	580	570	590
순이익(억원)	318	445	444	428	447
자배준주지분순이익(억원)	322	446	444	427	448
EPS(원)	1,443	1,928	1,843	1,769	1,854
증감율(%YoY)	11.4	33.6	-4.4	-4.0	4.8
PER(배)	10.2	7.3	8.2	8.6	8.2
PBR(배)	2.1	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	4.6	3.6	3.8	3.8	3.3
보고영업이익률(%)	9.9	11.8	12.5	12.4	11.9
핵심영업이익률(%)	9.9	11.8	12.5	12.4	11.9
ROE(%)	21.9	23.6	18.6	15.5	14.3
순부채비율(%)	19.3	-4.6	-9.9	-5.5	-17.0

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,357	4,461	4,691	4,858	5,101
매출원가	3,595	3,495	3,623	3,770	3,958
매출총이익	762	966	1,068	1,088	1,143
판매비및일반관리비	332	440	484	487	535
영업이익(보고)	430	526	585	602	607
영업이익(핵심)	430	526	585	602	607
영업외손익	-57	-29	-5	-32	-18
이자수익	4	4	0	0	5
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	207	136	146	170	0
이자비용	23	22	24	23	23
외환손실	240	197	185	0	0
관계기지분법손익	4	-1	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-2	3	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	1	-6	15	0	0
기타	-9	53	44	-179	0
법인세차감전이익	373	497	580	570	590
법인세비용	55	51	122	142	143
우회법인내세율 (%)	14.8%	10.3%	21.1%	24.9%	24.2%
당기순이익	318	445	444	428	447
지배주주지분순이익(억원)	322	446	444	427	448
EBITDA	769	905	897	918	927
현금순이익(Cash Earnings)	657	825	757	744	767
수정당기순이익	319	448	433	428	447
증감율(% YoY)					
매출액	22.7	2.4	5.1	3.6	5.0
영업이익(보고)	18.0	22.1	11.3	2.8	1.0
영업이익(핵심)	18.0	22.1	11.3	2.9	1.0
EBITDA	26.1	17.6	-0.8	2.3	1.0
지배주주지분 당기순이익	11.9	38.8	-0.5	-3.8	4.8
EPS	11.4	33.6	-4.4	-4.0	4.8
수정순이익	8.5	40.3	-3.2	-1.3	4.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	717	846	439	298	788
당기순이익	318	445	444	428	447
감가상각비	327	361	299	306	312
무형자산상각비	12	18	14	11	8
외환손익	-30	19	39	-170	0
자산처분손익	8	5	0	0	0
지분법손익	-4	1	0	0	0
영업활동자산부채 증감	69	9	-311	-427	7
기타	17	-12	-46	151	15
	-540	-564	-238	-343	-345
	-33	39	-5	-3	-5
	96	88	0	0	0
	-584	-669	-340	-340	-340
	-9	-23	0	0	0
	-11	2	107	0	0
	6	-122	-10	-101	-58
	-270	-128	50	-50	0
	324	-179	0	10	0
	1	236	0	0	0
	-58	-50	-63	-65	-65
	8	-1	3	4	7
	186	180	191	-146	385
	233	419	599	790	644
	419	599	790	644	1,029
Gross Cash Flow	649	837	750	726	781
Op Free Cash Flow	181	168	105	5	447

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,328	1,434	1,933	2,267	2,749
현금및현금성자산	419	599	802	667	1,069
유동금융자산	121	38	40	41	43
매출채권및유동채권	448	496	526	731	767
재고자산	318	293	556	819	860
기타유동비금융자산	22	8	9	9	10
비유동자산	1,658	1,997	1,922	1,948	1,973
장기매출채권및기타비유동채권	34	32	33	35	36
투자자산	30	71	74	76	79
유형자산	1,462	1,728	1,769	1,803	1,831
무형자산	53	60	46	35	27
기타비유동자산	79	107	0	0	0
자산총계	2,987	3,431	3,854	4,215	4,722
유동부채	1,047	1,133	1,190	1,182	1,242
매입채무및기타유동채무	480	591	622	644	676
단기차입금	463	408	458	408	408
유동성장기차입금	53	51	51	51	51
기타유동부채	52	83	60	80	107
비유동부채	357	105	84	99	132
장기매입채무및비유동채무	26	23	0	0	27
사채및장기차입금	329	78	78	88	88
기타비유동부채	2	4	7	11	18
부채총계	1,405	1,238	1,274	1,281	1,374
자본금	101	115	121	121	121
주식발행초과금	420	658	658	658	658
이익잉여금	1,085	1,476	1,857	2,219	2,602
기타자본	-23	-53	-53	-53	-53
지배주주지분자본총계	1,584	2,196	2,583	2,946	3,328
비지배주주지분자본총계	-2	-3	-3	-3	-4
자본총계	1,582	2,193	2,580	2,943	3,325
순차입금	305	-100	-256	-162	-566
총차입금	845	536	586	546	546

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	1,443	1,928	1,843	1,769	1,854
BPS	7,100	9,114	10,694	12,193	13,778
주당EBITDA	3,450	3,908	3,722	3,800	3,838
CFPS	2,947	3,561	3,140	3,080	3,174
DPS	275	275	275	275	275
주가배수(배)					
PER	10.2	7.3	8.2	8.6	8.2
PBR	2.1	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	4.6	3.6	3.8	3.8	3.3
PCFR	5.0	4.0	4.8	4.9	4.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.9	11.8	12.5	12.4	11.9
영업이익률(핵심)	9.9	11.8	12.5	12.4	11.9
EBITDA margin	17.7	20.3	19.1	18.9	18.2
순이익률	7.3	10.0	9.5	8.8	8.8
자기자본이익률(ROE)	21.9	23.6	18.6	15.5	14.3
투자자본이익률(ROIC)	21.2	25.5	21.2	18.4	17.0
안정성(%)					
부채비율	88.8	56.5	49.4	43.5	41.3
순차입금비율	19.3	-4.6	-9.9	-5.5	-17.0
이자보상배율(배)	19.0	23.5	24.0	26.4	26.7
활동성(배)					
매출채권회전율	9.4	9.4	9.2	7.7	6.8
재고자산회전율	12.8	14.6	11.1	7.1	6.1
매입채무회전율	7.9	8.3	7.7	7.7	7.7

게임빌 (063080)



BUY(Maintain)

주가(1/4) 52,100원

목표주가 85,000원

인터넷 / 게임 Analyst 김학준
02)3787-5155 / dilog10@kiwoom.com

게임빌 탈리온의 일본 매출이 최근 감소하였으나 타지역 출시 등을 통해 일정 수준을 유지할 것으로 전망. 2019년은 자체 게임들의 비중이 확대되면서 실적들이 개선될 개연성이 있음. 특히 Sports게임들의 성과가 안정적으로 나타날 것으로 기대. 2019년은 관계사의 신작게임의 성과도 중요한 시점. 투자의견 Buy, 목표주가 85,000원을 유지

Stock Data

KOSDAQ (1/4)	664.49pt
시가총액	3,436억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	87,700원 42,300원
최고/최저가 대비 등락	-40.82% 22.70%
주가수익률	절대 상대
1M	-8.1% -0.8%
6M	3.8% 25.7%
1Y	-43.7% -29.5%

Company Data

발행주식수	6,595천주
일평균 거래량(3M)	100천주
외국인 지분율	11.26%
배당수익률(18E)	0.00%
BPS (18E)	37,986원
주요 주주	송병준 외 6인
	33.6%

Price Trend



흑자 전환이 기대되는 2019년

>>> 2019년, 탈리온 및 자체게임을 통한 실적 개선흐름이 이어질 전망

게임빌의 실적이 탈리온의 성과를 통해 개선되고 있는데 2019년은 자체게임 및 탈리온의 타지역 출시를 통해 영업흑자로 전환될 가능성이 높음. 현재 탈리온은 일본 및 동남아시장에 진출해 있기 때문에 북미/유럽, 한국 지역의 출시가 단계별로 이루어지며 일정 성과를 유지할 수 있을 것으로 전망. 상반기 자체RPG인 엘룬 및 Sports게임인 게임빌프로야구에서의 성과가 중요. 동사가 2018년에 기록한 영업적자의 이유는 퍼블리싱게임의 매출 비중이 85%이상을 기록했기 때문. 자체게임의 성과가 확대되어야 변동성이 존재해도 안정적 성과를 기록할 수 있음. Sports게임은 전통적으로 안정된 모습을 보여왔다는 점에서 게임빌프로야구 및 NBA NOW 성과가 기대됨

>>> 관계사의 성과가 중요

동사의 주가는 관계사의 성과에 연동되는 모습을 보여왔음. 올해 관계사의 신작이 다수 출시됨에 따라 관련된 성과도 동사의 주가에 영향을 줄 것으로 전망. 이에 관계사의 스카이랜더스 및 댄스빌, 서머너즈워MMO에 대한 성과를 주목할 필요가 있음

>>> 관전 Point

- 자체게임(엘룬, 게임빌 프로야구)의 성과
- 탈리온의 타지역 출시 성과
- 관계사의 신작 성과

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	1,615	1,064	1,022	1,569	1,742
보고영업이익(억원)	43	-201	-184	38	103
핵심영업이익(억원)	43	-201	-184	38	103
EBITDA(억원)	87	-147	-142	78	138
세전이익(억원)	363	65	121	440	566
순이익(억원)	293	80	92	330	429
자체주주지분순이익(억원)	295	80	91	324	427
EPS(원)	4,516	1,211	1,373	4,906	6,481
증감율(%YoY)	46.8	-73.2	13.4	257.2	32.1
PER(배)	10.8	76.2	39.6	11.1	8.4
PBR(배)	1.4	2.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	38.7	-44.4	-30.3	54.7	30.6
보고영업이익률(%)	2.6	-18.9	-18.0	2.4	5.9
핵심영업이익률(%)	2.6	-18.9	-18.0	2.4	5.9
ROE(%)	13.1	3.4	3.7	12.3	14.0
순부채비율(%)	8.6	17.2	25.1	20.5	19.4

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,615	1,064	1,022	1,569	1,742
매출원가	628	503	454	577	632
매출총이익	986	561	569	992	1,109
판매비 및 일반관리비	944	762	753	955	1,006
영업이익(보고)	43	-201	-184	38	103
영업이익(핵심)	43	-201	-184	38	103
영업외손익	320	267	306	402	463
이자수익	4	3	1	2	4
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	9	2	0	0	0
이자비용	13	16	18	20	22
외환손실	10	14	0	0	0
관계기업지분법손익	392	328	329	421	480
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-9	-1	0	0	0
기타	-52	-35	-7	0	0
법인세차감전이익	363	65	121	440	566
법인세비용	70	-15	29	110	137
우회법인세율 (%)	19.3%	-22.3%	23.8%	25.0%	24.2%
당기순이익	293	80	92	330	429
지배주주지분순이익(억원)	295	80	91	324	427
EBITDA	87	-147	-142	78	138
현금순이익(Cash Earnings)	337	134	135	370	464
수정당기순이익	300	82	92	330	429
증감율(% YoY)					
매출액	6.0	-34.1	-3.9	53.5	11.0
영업이익(보고)	32.1	N/A	N/A	N/A	175.0
영업이익(핵심)	32.1	N/A	N/A	N/A	175.0
EBITDA	16.3	N/A	N/A	N/A	78.2
지배주주지분 당기순이익	46.8	-72.9	13.6	257.2	32.1
EPS	46.8	-73.2	13.4	257.2	32.1
수정순이익	47.1	-72.8	13.2	257.3	30.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	40	-206	-161	-6	-51
당기순이익	293	80	92	330	429
감가상각비	24	30	27	27	27
무형자산상각비	20	24	15	13	8
외환손익	-4	3	0	0	0
자산처분순익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	-329	-421	-480
영업활동자산부채 증감	-7	-18	-10	0	-35
기타	-286	-326	43	45	0
투자활동현금흐름	-106	33	-25	-44	-31
투자자산의 처분	-39	61	8	-20	-7
유형자산의 처분	0	1	0	0	0
유형자산의 취득	-41	-23	-23	-23	-23
무형자산의 처분	-27	-6	-9	0	0
기타	-1	0	-1	-1	-1
재무활동현금흐름	-440	-21	113	117	28
단기차입금의 증가	-510	-273	150	30	0
장기차입금의 증가	100	250	0	0	0
자본의 증가	3	1	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-33	0	-37	87	28
현금및현금성자산의순증가	-503	-212	-74	68	-55
기초현금및현금성자산	819	315	104	30	98
기말현금및현금성자산	315	104	30	98	42
Gross Cash Flow	47	-188	-151	-6	-16
Op Free Cash Flow	4	-239	-133	45	55

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	595	364	202	310	302
현금및현금성자산	315	104	30	98	42
유동금융자산	45	17	26	38	42
매출채권및유동채권	235	244	146	174	218
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,660	2,995	3,254	3,637	4,116
장기미출자금및기타비유동채권	60	37	36	52	57
투자자산	2,222	2,483	2,752	3,136	3,619
유형자산	256	284	280	276	272
무형자산	89	74	68	55	46
기타비유동자산	32	117	118	119	120
자산총계	3,255	3,360	3,455	3,947	4,418
유동부채	435	564	605	679	693
매입채무및기타유동채무	200	190	81	125	138
단기차입금	12	12	162	192	192
유동성장기차입금	220	361	361	361	361
기타유동부채	3	1	1	2	2
비유동부채	473	368	330	418	446
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	330	167	167	167	167
기타비유동부채	143	201	164	251	279
부채총계	909	932	935	1,097	1,138
자본금	33	33	33	33	33
주식발행초과금	759	759	759	759	759
이익잉여금	1,612	1,692	1,782	2,106	2,533
기타자본	-64	-69	-69	-69	-69
지배주주지분자분총계	2,339	2,415	2,505	2,829	3,256
비지배주주지분자분총계	7	13	15	21	23
자본총계	2,347	2,428	2,520	2,850	3,279
순차입금	202	419	634	584	635
총차입금	562	539	689	719	719

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	4,516	1,211	1,373	4,906	6,481
BPS	35,865	36,613	37,986	42,892	49,373
주당EBITDA	1,331	-2,231	-2,147	1,177	2,097
CFPS	5,163	2,041	2,048	5,610	7,036
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	10.8	76.2	39.6	11.1	8.4
PBR	1.4	2.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	38.7	-44.4	-30.3	54.7	30.6
PCFR	9.4	45.2	26.6	9.7	7.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.6	-18.9	-18.0	2.4	5.9
영업이익률(핵심)	2.6	-18.9	-18.0	2.4	5.9
EBITDA margin	5.4	-13.8	-13.8	4.9	7.9
순이익률	18.1	7.5	9.0	21.0	24.6
자기자본이익률(ROE)	13.1	3.4	3.7	12.3	14.0
투자자본이익률(ROIC)	8.9	-60.1	-32.2	7.0	19.1
안정성(%)					
부채비율	38.7	38.4	37.1	38.5	34.7
순차입금비율	8.6	17.2	25.1	20.5	19.4
이자보상배율(배)	3.3	N/A	N/A	1.9	4.8
활동성(배)					
매출채권회전율	6.9	4.4	5.2	9.8	8.9
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	9.7	5.4	7.5	15.3	13.3

더블유게임즈 (192080)



BUY(Maintain)

주가(1/4) 57,600원

목표주가 83,000원

인터넷 / 게임 Analyst 김학준
02)3787-5155 / dilog10@kiwoom.com

더블유게임즈의 4Q실적은 매출액 1,330억원(QoQ, +7.8%), 영업이익 413억원(QoQ+5.4%)로 전망. 당초 기대치보다 낮은 수준이긴 하나 지속적인 성장성은 유지될 것으로 전망. 2019년은 DAU증가 및 신작성과가 나타날 것으로 기대됨에 따라 목표주가 83,000원과 투자의견 Buy를 유지

Stock Data

KOSDAQ (1/4)	664.49pt
시가총액	10,510억원
52주 주가동향	최고가 73,500원 최저가 50,300원
최고/최저가 대비 등락	-22.99% 12.52%
주가수익률	절대 1M -8.7% 6M 7.2% 1Y 8.2% 상대 -1.4% 29.8% 35.4%

Company Data

발행주식수	18,247천주
일평균 거래량(3M)	93천주
외국인 지분율	12.99%
배당수익률(18E)	0.59%
BPS (18E)	27,301원
주요 주주	김가람 외 5인
	45.1%

Price Trend



이익안정성의 최고봉

>>> 기대보다 낮아도 꾸준히 성장

더블유게임즈의 매출액 성장성이 QoQ로 둔화되는 모습을 나타내고 있지만 YoY로는 꾸준히 성장하는 모습을 나타내고 있음. DDC와 DUC의 미국 내 성장은 DAU보다는 ARPU상승이 기인하는 바가 크기 때문에 마케팅비용에 따른 성장 변동이 존재. 이에 분기별 기대치에 일부 좌우되는 경우도 존재하나 ARPU의 성장성은 여전히 뛰어난 모습을 보이고 있음. 이러한 흐름은 2019년에도 이어질 것으로 전망. 계절적 영향이 존재하기 때문에 4Q>1Q=3Q>2Q의 특성을 감안했을 때 상반기에도 안정적 성과를 달성했을 경우 하반기에 대한 기대치가 높아질 것으로 예상. 시장 변동성이 확대되면 이익안정성이 높은 동사에 대한 관심이 높아지는 특성을 보이고 있음

>>> 신작 및 해외성과가 기대되는 해

카지노게임은 특성상 신작 출시 이후 매출이 확대되는 것이 최소 반년 이상이 걸림. 이에 엘런, DD클래식, DDC포트녹스 등의 신작 매출이 점진적으로 확대될 가능성이 높음. 더불어 아시아를 타겟으로 한 더블포춘슬롯이 올해 1Q에 대만시장에 출시될 계획이기 때문에 관련된 매출 확대가 기대됨

>>> 관전 Point

- 마케팅비용 증가에 따른 DAU증가 여부
- 엘룬을 비롯한 신작들의 성장성
- 아시아지역에서의 신작 성과
- KOSPI 이전상장 및 자회사 상장 여부

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	1,556	3,193	4,890	5,486	5,960
보고영업이익(억원)	449	810	1,411	1,691	2,091
핵심영업이익(억원)	449	810	1,411	1,691	2,091
EBITDA(억원)	452	1,007	1,574	1,760	2,158
세전이익(억원)	534	383	1,222	1,468	2,003
순이익(억원)	487	356	989	1,189	1,603
자본증주지분순이익(억원)	488	354	989	1,189	1,590
EPS(원)	2,847	2,027	5,487	6,518	8,715
증감률(%YoY)	12.7	-28.8	170.7	18.8	33.7
PER(배)	14.0	25.5	10.9	9.2	6.9
PBR(배)	1.8	2.2	2.2	1.8	1.4
EV/EBITDA(배)	9.4	14.0	9.5	7.8	5.7
보고영업이익률(%)	28.8	25.4	28.9	30.8	35.1
핵심영업이익률(%)	28.8	25.4	28.9	30.8	35.1
ROE(%)	13.1	9.1	21.9	21.4	23.3
순부채비율(%)	-68.9	120.8	79.9	46.1	16.4

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,556	3,193	4,890	5,486	5,960
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,556	3,193	4,890	5,486	5,960
판매비및일반관리비	1,108	2,383	3,479	3,795	3,869
영업이익(보고)	449	810	1,411	1,691	2,091
영업이익(핵심)	449	810	1,411	1,691	2,091
영업외손익	85	-427	-189	-222	-87
이자수익	53	30	1	1	33
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	48	18	120	0	0
이자비용	1	204	295	232	122
외환손실	13	207	0	0	0
관계기업지분법손익	0	0	-4	9	0
투자및기타자산처분손익	0	-3	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	-60	0	0	0
기타	-1	1	-11	0	2
법인세차감전이익	534	383	1,222	1,468	2,003
법인세비용	47	27	233	279	401
유효법인세율 (%)	8.8%	7.0%	19.1%	19.0%	20.0%
당기순이익	487	356	989	1,189	1,603
지배주주지분순이익(억원)	488	354	989	1,189	1,590
EBITDA	452	1,007	1,574	1,760	2,158
현금순이익(Cash Earnings)	490	553	1,152	1,259	1,670
수정당기순이익	488	416	989	1,189	1,603
증감율(% YoY)					
매출액	27.1	105.2	53.1	12.2	8.6
영업이익(보고)	40.6	80.6	74.2	19.8	23.7
영업이익(핵심)	40.6	80.6	74.2	19.8	23.7
EBITDA	41.0	122.9	56.3	11.8	22.6
지배주주지분 당기순이익	43.0	-27.6	179.6	20.3	33.7
EPS	12.7	-28.8	170.7	18.8	33.7
수정순이익	42.8	-14.8	137.9	20.3	34.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	543	824	1,078	1,236	1,646
당기순이익	487	356	989	1,189	1,603
감가상각비	3	8	6	6	6
무형자산상각비	1	189	157	64	61
외환손익	-32	129	-120	0	0
자산처분손익	0	5	0	0	0
지분법손익	0	0	4	-9	0
영업활동자산부채 증감	-44	65	-81	-14	-23
기타	128	71	123	0	0
투자활동현금흐름	-1,059	-5,968	-160	-78	-70
투자자산의 처분	-1,052	3,498	41	-48	-38
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-4	-6	-6	-6	-6
무형자산의 처분	0	-55	0	0	0
기타	-2	-9,404	-195	-24	-25
재무활동현금흐름	-64	5,246	-997	-1,238	-42
단기차입금의 증가	434	2,337	-1,000	-1,200	0
장기차입금의 증가	0	3,000	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-103	-57	-59	-59
기타	-498	12	60	21	17
현금및현금성자산의순증가	-575	95	-79	-80	1,535
기초현금및현금성자산	728	153	248	169	89
기말현금및현금성자산	153	248	169	89	1,624
Gross Cash Flow	586	759	1,159	1,250	1,670
Op Free Cash Flow	364	954	1,098	1,330	1,710

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,228	1,051	1,000	995	2,608
현금및현금성자산	153	248	169	89	1,624
유동금융자산	2,888	355	342	384	417
매출채권및유동채권	186	448	489	522	568
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,142	8,921	8,942	8,923	8,896
장기매입차금및기타비유동채권	25	29	44	49	53
투자자산	1,044	77	45	60	65
유형자산	11	19	20	20	21
무형자산	2	8,654	8,496	8,433	8,372
기타비유동자산	60	142	337	360	386
자산총계	4,370	9,972	9,942	9,918	11,505
유동부채	574	3,074	2,049	874	900
매입채무및기타유동채무	99	292	204	219	238
단기차입금	435	2,772	1,772	572	572
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	40	9	73	82	89
비유동부채	13	2,852	2,911	2,932	2,949
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	2,720	2,720	2,720	2,720
기타비유동부채	13	131	191	212	229
부채총계	587	5,926	4,960	3,806	3,849
자본금	86	88	91	91	91
주식발행초과금	2,733	2,815	2,815	2,815	2,815
이익잉여금	1,230	1,481	2,413	3,543	5,074
기타자본	-267	-337	-337	-337	-337
지배주주지분자본총계	3,782	4,046	4,982	6,112	7,643
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	12
자본총계	3,782	4,046	4,982	6,112	7,656
순차입금	-2,606	4,889	3,981	2,820	1,252
총차입금	435	5,492	4,492	3,292	3,292

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	2,847	2,027	5,487	6,518	8,715
BPS	22,007	22,996	27,301	33,495	41,887
주당EBITDA	2,633	5,772	8,731	9,644	11,826
CFPS	2,858	3,170	6,390	6,898	9,151
DPS	650	350	350	350	350
주가배수(배)					
PER	14.0	25.5	10.9	9.2	6.9
PBR	1.8	2.2	2.2	1.8	1.4
EV/EBITDA	9.4	14.0	9.5	7.8	5.7
PCFRR	13.9	16.3	9.4	8.7	6.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	28.8	25.4	28.9	30.8	35.1
영업이익률(핵심)	28.8	25.4	28.9	30.8	35.1
EBITDA margin	29.0	31.5	32.2	32.1	36.2
순이익률	31.3	11.2	20.2	21.7	26.9
자기자본이익률(ROE)	13.1	9.1	21.9	21.4	23.3
투하자본이익률(ROIC)	499.6	74.4	53.8	69.6	93.1
안정성(%)					
부채비율	15.5	146.4	99.6	62.3	50.3
순차입금비율	-68.9	120.8	79.9	46.1	16.4
이자보상배율(배)	416.6	4.0	4.8	7.3	17.1
활동성(배)					
매출채권회전율	8.7	10.1	10.4	10.8	10.9
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	15.5	16.3	19.7	25.9	26.0

SK머티리얼즈 (036490)



BUY(Maintain)

주가(1/4) 135,600원

목표주가 200,000원(하향)

반도체/디스플레이 Analyst 박유악

02)3787-5063 / yuak.pak@kiwoom.com

SK머티리얼즈는 반도체 업황 둔화에도 불구하고, 연초 이후부터 사상 최대 실적을 지속 경신해 나아갈 전망. 기존 특수가스 뿐만 아니라, 신규 연결법인 등 전 부문의 실적 성장 지속될 것. 주가는 현재 역사적 저점에 근접. 실적 및 주가 센티멘트 저점 지나가는 1H19를 매수 적기라고 판단함

Stock Data

KOSDAQ (1/4)	664.49pt
시가총액	14,303억원
52주 수가동향	최고가 193,800원 최저가 137,100원
최고/최저가대비	-28.64% 0.88%
주가수익률	절대 상대 1M -17.1% -10.5% 6M -20.6% -3.8% 1Y -21.5% -1.7%

Company Data

발행주식수	10,548천주
일평균 거래량(3M)	42천주
외국인 지분율	12.80%
배당수익률(18.E)	2.00%
BPS(18.E)	44,273원
주요 주주	SK 외 1인 49.11%

Price Trend



2019년 사상최대 실적 예상

>>> 1Q19 저점, 사상 최대 실적 지속

2019년 SK머티리얼즈의 실적은 1분기를 저점으로 상승 전환하며, 사상 최대치를 지속 경신해 나아갈 전망. 특수 가스(NF3, WF6)는 수요 회복에 대비한 고객사들의 Inventory Build-up이 진행됨에 따라, 비수기인 1Q19에도 안정적인 실적 기록. 연결법인 중 SK에어가스는 SK하이닉스와 SK실트론향 산업가스 공급 증가, SK트리켐은 SK하이닉스의 1xnm DRAM 비중 확대 효과로 실적 성장 지속될 것. 예상 대비 부진했던 SK소와덴코는 2Q19부터 신제품 공급이 본격화되며, 전사 실적 성장에 기여하기 시작할 전망.

>>> 1H19 주가 센티멘트 저점 지나갈 전망

견조한 실적 전망에도 불구하고, 동사의 주가는 지난 10월 고점 대비 30% 급락. 반도체 전방 수요 부진으로 인한 특수 가스의 출하량 감소와 가격 하락, 원재료인 불산 가격 급등으로 인한 수익성 훼손 가능성에 대한 우려 때문. 그러나 현재 특수 가스의 출하량은 고객사의 신규 공장 가동 효과로 인해 견조하고, 제품 가격 역시 안정적임. 지난 10월부터 급등했던 불산 가격도 12월 이후 빠르게 안정화되고 있어, 원재료 가격 급등에 따른 수익성 훼손 우려 역시 해소됨.

센티멘트 악화의 주요 원인들이 해소 됐음에도 불구하고, 주가는 지속적으로 하락하며 특수 가스 공급 부족 시기 동안의 역사적 하단(12개월 Trailing P/E 9.0배) 수준에 근접. Macro 불확실성 확대 영향을 반영해 목표주가를 소폭 하향 조정하지만, 추가적인 주가 하락 Risk는 제한적. 실적 및 주가 센티멘트 저점을 지나갈 것으로 예상되는 1H19가 동사에 대한 중장기적 매수 적기라고 판단함.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	4,614	5,123	6,810	8,396	9,680
영업이익(억원)	1,541	1,477	1,801	2,311	2,515
EBITDA(억원)	2,215	2,228	2,695	3,384	3,710
세전이익(억원)	1,403	1,345	1,625	2,173	2,407
순이익(억원)	1,105	1,041	1,249	1,673	1,829
자본주지분순이익(억원)	1,086	1,019	1,149	1,529	1,791
EPS(원)	10,299	10,124	12,109	16,117	18,877
증감율(%YoY)	64.3	-6.2	12.8	33.1	17.1
PER(배)	17.4	17.8	11.4	8.6	7.3
PBR(배)	4.5	4.9	3.1	2.5	2.0
EV/EBITDA(배)	9.8	11.0	10.2	8.4	7.3
영업이익률(%)	33.4	28.8	26.4	27.5	26.0
ROE(%)	27.2	24.6	27.6	29.7	26.0
순부채비율(%)	58.5	125.5	138.5	120.8	100.0

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,614	5,123	6,810	8,396	9,680
매출원가	2,687	3,147	4,296	5,313	6,276
매출총이익	1,927	1,976	2,514	3,083	3,404
판매비및일반관리비	387	499	713	772	890
영업이익(보고)	1,541	1,477	1,801	2,311	2,515
영업이익(핵심)	1,541	1,477	1,801	2,311	2,515
영업외손익	-137	-131	-176	-138	-108
이자수익	19	5	18	22	25
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	99	133	129	160	176
이자비용	100	129	122	116	113
외환손실	121	113	109	134	127
관계기지분법손익	-50	-1	-1	-1	0
투자및기타자산처분손익	-13	-8	0	-8	-8
금융상품평가및기타금융이익	70	-6	-2	-2	-2
기타	-42	-13	-89	-59	-59
법인세차감전이익	1,403	1,345	1,625	2,173	2,407
법인세비용	299	305	376	500	578
우회법인세율 (%)	21%	23%	23%	23%	24%
당기순이익	1,105	1,041	1,249	1,673	1,829
지배주주지분순이익(억원)	1,086	1,019	1,149	1,529	1,791
EBITDA	2,215	2,228	2,695	3,384	3,710
현금순이익(Cash Earnings)	1,779	1,792	2,143	2,746	3,025
수정당기순이익	1,059	1,051	1,251	1,681	1,837
증감율(% YoY)					
매출액	36.5	11.0	32.9	23.3	15.3
영업이익(보고)	36.6	-4.2	22.0	28.3	8.8
영업이익(핵심)	36.6	-4.2	22.0	28.3	8.8
EBITDA	31.5	0.6	20.9	25.6	9.6
지배주주지분 당기순이익	64.3	-6.2	12.8	33.1	17.1
EPS	64.3	-6.2	12.8	33.1	17.1
수정순이익	45.9	-0.8	19.0	34.4	9.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,654	1,488	2,033	2,751	2,993
당기순이익	1,105	1,041	1,249	1,673	1,829
감가상각비	667	741	876	1,043	1,161
무형자산상각비	8	10	18	30	34
외환손익	22	-20	-21	-26	-49
자산처분손익	13	8	0	8	8
지분법손익	50	1	1	1	0
영업활동자산부채 증감	-254	-337	-210	4	-33
기타	45	44	120	18	41
투자활동현금흐름	-2,076	-2,707	-3,479	-3,147	-2,765
투자자산의 처분	-797	-122	-27	-9	-7
유형자산의 처분	8	1	7	7	8
유형자산의 취득	-1,254	-2,607	-3,357	-3,057	-2,684
무형자산의 처분	-40	4	-65	-45	-45
기타	8	17	-37	-43	-36
재무활동현금흐름	604	818	1,909	1,306	97
단기차입금의 증가	-401	242	270	130	50
장기차입금의 증가	1,283	1,854	1,960	1,510	410
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-298	-374	-356	-342	-380
기타	21	-903	34	7	16
현금및현금성자산의순증가	188	-416	462	910	325
기초현금및현금성자산	414	603	187	649	1,559
기말현금및현금성자산	603	187	649	1,559	1,884
Gross Cash Flow	1,908	1,825	2,243	2,747	3,025
Op Free Cash Flow	339	-1,047	-1,354	-268	345

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,173	2,018	2,824	4,058	4,605
현금및현금성자산	603	187	649	1,559	1,884
유동금융자산	13	2	3	4	4
매출채권및유동채권	810	966	1,081	1,150	1,166
재고자산	743	862	1,091	1,345	1,551
기타유동비금융자산	4	0	0	0	0
비유동자산	6,858	9,162	11,653	13,731	15,304
장기매출채권및기타비유동채권	16	18	24	29	33
투자자산	7	115	34	42	48
유형자산	6,615	8,851	11,332	13,346	14,869
무형자산	69	66	113	127	138
기타비유동자산	150	114	151	186	215
자산총계	9,031	11,180	14,477	17,789	19,909
유동부채	2,836	3,365	4,007	4,558	4,922
매입채무및기타유동채무	976	1,424	1,481	1,714	1,827
단기차입금	513	1,488	1,758	1,888	1,938
유동성장기차입금	1,159	305	605	755	925
기타유동부채	188	148	163	201	232
비유동부채	1,824	3,733	5,494	6,923	7,230
장기매입채무및비유동채무	295	199	266	328	378
사채및장기차입금	1,501	3,519	5,179	6,539	6,779
기타비유동부채	28	15	49	56	72
부채총계	4,660	7,099	9,502	11,482	12,152
자본금	53	53	53	53	53
주식발행초과금	609	609	609	609	609
이익잉여금	3,826	4,461	5,274	6,483	7,920
기타자본	-274	-1,266	-1,266	-1,266	-1,266
지배주주지분자본총계	4,213	3,857	4,670	5,878	7,316
비지배주주지분자본총계	158	224	305	429	441
자본총계	4,371	4,081	4,975	6,307	7,757
순차입금	2,558	5,124	6,891	7,620	7,755
총차입금	3,174	5,313	7,543	9,183	9,643

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	10,299	10,124	12,109	16,117	18,877
BPS	39,945	36,567	44,273	55,731	69,358
주당EBITDA	21,003	21,124	25,549	32,084	35,176
CFPS	16,868	16,990	20,320	26,037	28,676
DPS	3,550	3,550	3,600	4,000	4,500
주가배수(배)					
PER	17.4	17.8	11.4	8.6	7.3
PBR	4.5	4.9	3.1	2.5	2.0
EV/EBITDA	9.8	11.0	10.2	8.4	7.3
PCFR	10.6	10.6	6.8	5.3	4.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	33.4	28.8	26.4	27.5	26.0
영업이익률(핵심)	33.4	28.8	26.4	27.5	26.0
EBITDA margin	48.0	43.5	39.6	40.3	38.3
순이익률	23.9	20.3	18.3	19.9	18.9
자기자본이익률(ROE)	27.2	24.6	27.6	29.7	26.0
투자자본이익률(ROIC)	20.3	14.5	13.4	13.8	13.1
안정성(%)					
부채비율	106.6	173.9	191.0	182.1	156.7
순차입금비율	58.5	125.5	138.5	120.8	100.0
이자보상배율(배)	15.4	11.4	14.7	19.9	22.2
활동성(배)					
매출채권회전율	6.3	5.8	6.7	7.5	8.4
재고자산회전율	7.0	6.4	7.0	6.9	6.7
매입채무회전율	6.1	4.3	4.7	5.3	5.5

한솔케미칼 (014680)



BUY(Maintain)

주가(1/4) 74,400원

목표주가 110,000원

반도체/디스플레이 Analyst 박유악

02)3787-5063 / yuak.pak@kiwoom.com

한솔케미칼의 4Q18 실적이 기대치에 부합하고, 1Q19 역시 전방 수요 부진에도 불구하고 안정적인 실적 기록할 전망. 2H19는 반도체용 과산화수소, QLED TV 용 소재, QD-OLED TV용 소재 등의 출하량이 증가하며, 사상 최대 실적을 경신할 전망. 동사의 주가는 T12M P/E 9.4배 수준으로 하락. 1H19 비수기를 활용한 매수 전략을 추천함.

Stock Data

KOSPI (1/4)	2,010.25pt
시가총액	8,404억원
52주 주가동향	최고가 87,300원 최저가 65,000원
최고/최저가대비	-15.12% 14.00%
주가수익률	절대 상대 1M -6.1% 6M -3.4% 1Y 2.5% 0.4% 10.1% 27.8%

Company Data

발행주식수	11,295천주
일평균 거래량(3M)	42천주
외국인 지분율	16.86%
배당수익률(18.E)	1.52%
BPS(18.E)	35,359원
주요 주주	조동혁 외 4인 국민연금
	15.03% 13.66%

Price Trend



반도체와 OLED TV 수혜

>>> 수요 비수기 동안의 안정적 실적 부각

한솔케미칼의 4Q18 실적은 매출액 1,358억원(+5%YoY), 영업이익 219억원(+57%YoY)으로, 기대치에 부합할 전망. 주요 제품 중 반도체용 과산화수소와 프리커서의 출하량이 다소 부진하지만, QD 소재의 판매량 증가가 예상 대비 호조를 기록할 것. 1Q19는 매출액 1,427억원(+22%YoY), 영업이익 302억원(+21%YoY)으로, 안정적인 실적 기록할 전망. 연말 재고조정이 발생했던 반도체용 과산화수소와 프리커서의 출하량이 증가하고, QD소재 신제품 출하량 증가 등에 기인. 이러한 안정적인 실적은 전방 수요 비수기인 연초 동안에 더욱 부각될 것으로 판단함.

>>> QD-QLED TV 투자의 최대 수혜

1H19 안정적인 실적 기록 후, 2H19부터 큰 폭의 실적 성장 나타날 전망. 기존 반도체용 과산화수소의 출하량 증가 뿐만 아니라, 고객사의 QLED TV 라인업 확대, QD-OLED TV 초기 양산 시작에 따른 수혜가 예상되기 때문. 2019년은 삼성전자가 기존 QLED TV의 제품 라인업을 프리미엄에서 중/저가 시장으로 확대하고, 프리미엄 시장에 QD-OLED TV를 선보이는 첫해가 될 것으로 예상. QLED TV의 라인업 확대는 한솔케미칼의 기존 QD 소재의 출하량 증가, QD-OLED TV 양산은 신규 QD 소재의 출하 본격화로 직결됨. 이를 반영한 한솔케미칼의 2019년 실적은 매출액 6,188억원(+14%YoY), 영업이익 1,279억원(+21%YoY)으로 사상 최대치를 기록할 것으로 판단됨.

그럼에도 불구하고 동사의 주가는 Macro 불확실성 확대, 전방 수요 부진 등으로 인해, 현재 T12M P/E 9.4배 수준에 불과. 1H19 비수기를 활용한 매수 전략을 추천함.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	4,604	5,216	5,432	6,188	6,826
영업이익(억원)	821	792	1,054	1,279	1,451
EBITDA(억원)	1,091	1,119	1,398	1,707	1,890
세전이익(억원)	774	747	1,171	1,238	1,422
순이익(억원)	589	581	879	929	1,067
자배주자분순이익(억원)	558	543	878	927	996
EPS(원)	5,034	4,893	7,914	8,358	8,987
증감율(%YoY)	63.5	-2.8	61.7	5.6	7.5
PER(배)	16.5	14.8	9.4	8.9	8.2
PBR(배)	3.3	2.6	2.1	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	11.1	9.3	7.1	5.5	4.8
영업이익률(%)	17.8	15.2	19.4	20.7	21.3
ROE(%)	20.0	15.9	20.5	18.3	17.9
순부채비율(%)	65.0	42.9	35.7	20.1	5.5

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,604	5,216	5,432	6,188	6,826
매출원가	3,216	3,793	3,852	4,398	4,840
매출총이익	1,388	1,423	1,579	1,791	1,985
판매비및일반관리비	566	631	526	511	534
영업이익(보고)	821	792	1,054	1,279	1,451
영업이익(핵심)	821	792	1,054	1,279	1,451
영업외손익	-48	-44	117	-41	-29
이자수익	5	9	10	12	13
배당금수익	2	0	0	0	0
외환이익	37	61	67	75	83
이자비용	98	95	97	87	88
외환손실	61	58	58	67	74
관계기지분법손익	44	55	59	66	73
투자및기타자산처분손익	63	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-5	-5	-5	-5
기타	-41	-11	140	-35	-31
법인세차감전이익	774	747	1,171	1,238	1,422
법인세비용	185	166	292	310	356
우회법인내세율 (%)	24%	22%	25%	25%	25%
당기순이익	589	581	879	929	1,067
지배주주지분순이익(억원)	558	543	878	927	996
EBITDA	1,091	1,119	1,398	1,707	1,890
현금순이익(Cash Earnings)	859	908	1,223	1,356	1,506
수정당기순이익	541	585	882	932	1,070
증감율(% YoY)					
매출액	25.1	13.3	4.1	13.9	10.3
영업이익(보고)	67.6	-3.6	33.2	21.4	13.4
영업이익(핵심)	67.6	-3.6	33.2	21.4	13.4
EBITDA	52.9	2.6	24.9	22.1	10.8
지배주주지분 당기순이익	63.5	-2.8	61.7	5.6	7.5
EPS	63.5	-2.8	61.7	5.6	7.5
수정순이익	58.0	8.1	50.9	5.7	14.8

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,571	1,827	2,371	2,258	3,149
현금및현금성자산	267	497	916	601	1,321
유동금융자산	17	13	13	15	17
매출채권및유동채권	819	870	988	1,126	1,242
재고자산	468	446	453	516	570
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,426	5,407	6,320	6,550	6,730
장기매출채권및기타비유동채권	92	79	83	94	104
투자자산	535	548	576	643	713
유형자산	3,984	3,993	4,857	4,997	5,077
무형자산	779	748	765	771	786
기타비유동자산	36	38	40	45	50
자산총계	6,997	7,233	8,691	8,808	9,879
유동부채	2,207	1,900	2,278	2,016	2,080
매입채무및기타유동채무	729	840	1,084	1,235	1,362
단기차입금	199	448	558	341	376
유동성장기차입금	1,141	532	533	323	213
기타유동부채	138	80	103	117	129
비유동부채	1,379	1,425	1,737	1,309	1,382
장기매입채무및비유동채무	7	1	2	2	3
사채및장기차입금	1,162	1,205	1,506	1,052	1,104
기타비유동부채	210	218	228	254	275
부채총계	3,586	3,325	4,014	3,324	3,462
자본금	565	565	565	565	565
주식발행초과금	272	272	272	272	272
이익잉여금	1,946	2,368	3,154	3,977	4,856
기타자본	41	3	3	3	3
지배주주지분자본총계	2,824	3,207	3,994	4,816	5,696
비지배주주지분자본총계	588	701	683	667	721
자본총계	3,411	3,909	4,677	5,484	6,417
순차입금	2,219	1,675	1,668	1,100	356
총차입금	2,502	2,185	2,597	1,716	1,693

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	976	884	1,323	1,268	1,418
당기순이익	589	581	879	929	1,067
감가상각비	234	291	311	393	405
무형자산상각비	35	36	33	34	35
외환손익	23	-3	-9	-8	-9
자산처분손익	-63	0	0	0	0
지분법손익	-44	-55	-59	-66	-73
영업활동자산부채 증감	18	10	139	-47	-40
기타	184	23	28	33	34
	-1,474	-336	-1,215	-606	-563
	-1,086	-18	9	-25	-21
	0	6	3	-3	-3
	-384	-310	-1,175	-533	-485
	-5	-14	-50	-40	-50
	0	0	-1	-5	-4
	625	-298	311	-977	-135
	-494	-1,320	110	-217	35
	760	1,058	302	-664	-58
	0	0	0	0	0
	-101	-121	-111	-122	-133
	460	86	10	26	21
	205	231	419	-315	720
	62	267	497	916	601
	267	497	916	601	1,321
	958	874	1,183	1,315	1,458
	524	629	50	767	953

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	5,034	4,893	7,914	8,358	8,987
BPS	24,998	28,396	35,359	42,642	50,429
주당EBITDA	9,657	9,907	12,376	15,110	16,736
CFPS	7,601	8,041	10,829	12,007	13,333
DPS	1,000	1,000	1,100	1,200	1,250
주가배수(배)					
PER	16.5	14.8	9.4	8.9	8.2
PBR	3.3	2.6	2.1	1.7	1.5
EV/EBITDA	11.1	9.3	7.1	5.5	4.8
PCFR	11.0	9.0	6.8	6.2	5.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	17.8	15.2	19.4	20.7	21.3
영업이익률(핵심)	17.8	15.2	19.4	20.7	21.3
EBITDA margin	23.7	21.5	25.7	27.6	27.7
순이익률	12.8	11.1	16.2	15.0	15.6
자기자본이익률(ROE)	20.0	15.9	20.5	18.3	17.9
투자자본이익률(ROIC)	14.3	12.8	15.4	17.1	18.8
안정성(%)					
부채비율	105.1	85.1	85.8	60.6	53.9
순차입금비율	65.0	42.9	35.7	20.1	5.5
이자보상배율(배)	8.4	8.3	10.8	14.7	16.6
활동성(배)					
매출채권회전율	6.0	6.2	5.8	5.9	5.8
재고자산회전율	12.1	11.4	12.1	12.8	12.6
매입채무회전율	6.9	6.7	5.6	5.3	5.3

에스에프에이 (056190)



Not Rated

주가(1/4) 33,600원

반도체/디스플레이 Analyst 박유악

02)3787-5063 / yuak.pak@kiwoom.com

RA 김소원

02)3787-4736 / sowonkim@kiwoom.com

에스에프에이는 디스플레이 클린물류 장비, 전공정/모듈 장비, 일반물류 장비 등을 공급하며, 삼성디스플레이와 Corning, BOE를 주요 고객사로 두고 있음. 삼성디스플레이의 투자 집행 시 클린물류 및 모듈 장비를 꾸준히 수주해 온 이력이 있고, 올해 삼성디스플레이의 QD-OLED TV 투자의 직접적인 수혜 예상. 또한 일반 물류 및 Glass 제조 장비 등 다각화된 사업부를 기반으로 한 중장기 성장 동력을 확보.

Stock Data

KOSDAQ (1/4)	664.49pt
시가총액	12,065억원
52주 주가동향	최고가 42,400원 최저가 32,050원
최고/최저가대비	-18.28% 8.11%
주가수익률	절대 상대 1M -8.8% -1.5% 6M 5.6% 27.9% 1Y -8.7% 14.3%

Company Data

발행주식수	35,909천주
일평균 거래량(3M)	145천주
외국인 지분율	28.08%
배당수익률(18.E)	0.21%
BPS(18.E)	25,112원
주요 주주	디와이홀딩스 외 4인 삼성디스플레이 36.15% 10.15%

Price Trend



기대되는 2019년 & Beyond

>>> QD-OLED TV 투자 수혜 예상

에스에프에이는 디스플레이 제조라인 내 물류 자동화 설비인 클린물류 장비, 디스플레이 Glass 제조 장비, 전공정/모듈 장비 및 일반 물류 장비 등을 생산. 삼성디스플레이, Corning, BOE를 주요 고객사로 두고 있으며, 삼성디스플레이가 당사의 지분 약 10%를 보유 중. 삼성디스플레이에 클린물류 장비 및 모듈 장비 등을 꾸준히 수주해 온 이력이 있으며, QD-OLED TV 투자 집행 시에도 수혜가 예상됨. 특히 QD-OLED TV의 원장 크기(8G)가 이전의 Flexible OLED(6G Half) 대비 커짐에 따라 요구되는 클린물류 시스템의 규모 및 기술력이 더욱 높아질 것이며, 수주 규모 또한 이전 대비 확대될 것으로 전망.

>>> 매출처 다변화로 중장기 성장 동력 확보

주요 고객사의 투자 부재로 인해 '18년 실적 감익이 불가 피 하겠으나, '19년 QD-OLED TV향 발주가 예상됨에 따라 매출 성장이 재개될 전망. 2019년 예상 신규 수주금액은 1.1조원(+51%YoY)으로, 2020년 실적 성장에 본격 기여될 것. 디스플레이 장비뿐 아니라 다각화된 사업부를 통해 원판 glass 제조 장비 및 일반 물류 부문의 매출 또한 확대 중. 더불어 2020년 스마트팩토리 사업 진출이 본격화 될 것으로 예상됨에 따라, 중장기 성장 전략 유효. 삼성전자의 QD-OLED TV에 대한 양산 기대감이 지속 높아질 것으로 예상되며, 실적 전망치에 대한 재평가가 이루어질 것으로 판단.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	13,197	19,204	15,505	16,576
영업이익(억원)	1,208	2,361	2,130	2,150
EBITDA(억원)	1,944	3,098	2,672	2,616
세전이익(억원)	1,053	2,652	2,174	2,150
순이익(억원)	796	2,033	1,649	1,662
자체주주지분순이익(억원)	782	1,969	1,597	1,627
EPS(원)	2,242	5,544	4,771	4,859
증감률(%YoY)	153.7	151.7	-18.9	1.8
PER(배)	14.4	7.0	7.3	7.1
PBR(배)	2.0	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	5.9	3.3	3.1	2.6
영업이익률(%)	9.2	12.3	13.7	13.0
ROE(%)	11.3	23.1	15.8	14.0
순부채비율(%)	-4.4	-43.0	-54.4	-58.9

원익IPS (240810)



Not Rated

주가(1/4) 16,800원

반도체/디스플레이 Analyst 박유악

02)3787-5063 / yuak.pak@kiwoom.com

RA 김소원

02)3787-4736 / sowonkim@kiwoom.com

원익IPS는 반도체/디스플레이 종합 장비 업체로 증착(PECVD, ALD 등), 식각(Dry Etcher), 봉지 장비(TFE) 등을 생산. '19년 주요 고객사의 반도체 CapEx 축소로 인해 주가는 고점 대비 50% 이상 하락. 그러나 삼성디스플레이의 QD-OLED TV 투자의 최대 수혜 업체로 전망되며, 향후 Y-OCTA 관련 투자를 통해서도 수주 모멘텀 지속 확대될 전망

Stock Data

KOSDAQ (1/4)	664.49pt
시가총액	6,934억원
52주 주가동향	최고가 37,300원 최저가 17,750원
최고/최저가대비	-51.61% 1.69%
주가수익률	절대 상대 1M -19.6% -13.2% 6M -35.2% -21.5% 1Y -46.0% -32.4%

Company Data

발행주식수	41,273천주
일평균 거래량(3M)	360천주
외국인 지분율	26.09%
배당수익률(18.E)	0.24%
BPS(18.E)	9,838원
주요 주주	원익홀딩스 외 5인
	33.24%

Price Trend



종합 장비 업체로의 도약

>>> 반도체/디스플레이 종합 장비 업체

원익IPS는 반도체/디스플레이 종합 장비 업체로 증착(PECVD, ALD 등) 식각(Dry Etcher), 봉지 장비를 생산하며, 삼성전자와 SK하이닉스를 주요 고객사로 두고 있음. '19년 주요 고객사들의 반도체 시설 투자 축소로 인해 동사의 주가는 고점 대비 50% 이상 하락. 그러나 '19년 반도체 시설투자의 최악의 시나리오를 가정했음에도 불구하고, 2019E PER은 8배 수준. 파츠 매출 확대 등을 통한 체질 개선이 지속되고 있으며, 디스플레이 장비에 주력하고 있는 원익테라세미콘과의 합병을 통해 제품 및 고객사 다변화가 가능해져 중장기 실적 성장이 전망됨.

>>> QD-OLED TV 및 Y-OCTA의 대표주자

삼성디스플레이의 QD-OLED TV 전환 투자가 1H19에 착수될 것으로 예상되며, 원익IPS가 최대 수혜주로 전망됨. QD-OLED TV 투자 집행 시 원익IPS는 Dry Etcher와 Laser Driller를 주력으로 납품할 것으로 예상되고, 원익테라세미콘을 통해 Oxide TFT 열처리 장비 또한 공급 가능할 것으로 판단. 더불어 2020년 차세대 iPhone에 Y-OCTA(On Cell Touch AMOLED) 기술 적용시 삼성디스플레이의 Flexible OLED 라인에 추가 설비 투자가 예상되며, 원익IPS의 수주 모멘텀 또한 확대될 전망. 셋업 기준의 매출 인식으로 인해 QD-OLED TV 관련 실적 성장은 2019년 하반기 이후부터 본격화 되겠으나, 주가는 이를 선반영 할 것으로 판단.

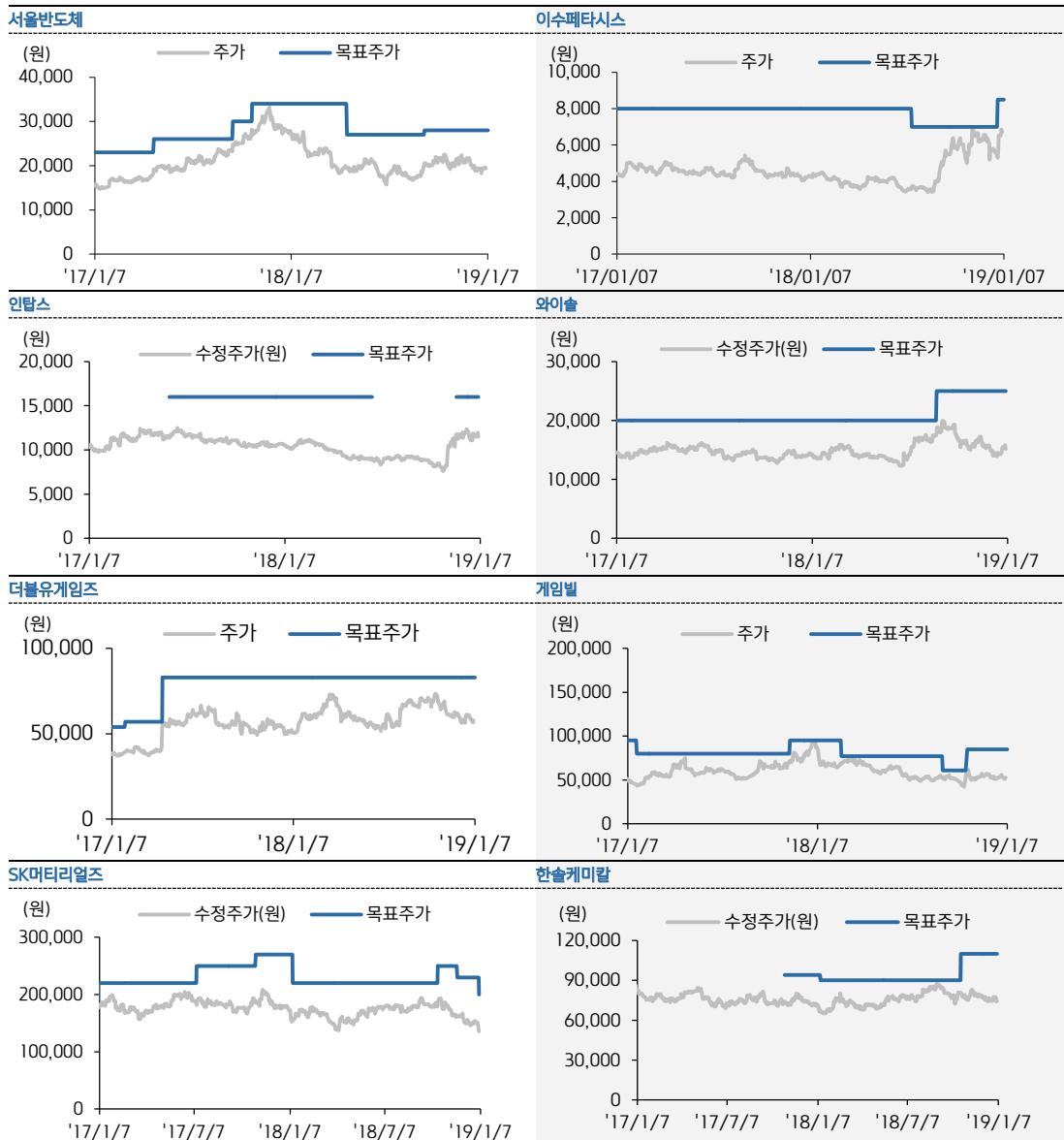
투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E
매출액(억원)	2,441	6,309	6,557	6,450
영업이익(억원)	287	1,223	1,154	1,197
EBITDA(억원)	399	1,393	1,413	1,412
세전이익(억원)	279	1,243	1,321	1,261
순이익(억원)	225	954	1,017	971
자배주주지분순이익(억원)	225	954	1,017	971
EPS(원)	546	2,311	2,464	2,352
증감율(%YoY)	N/A	323.5	6.6	-4.6
PER(배)	48.0	14.5	7.3	7.7
PBR(배)	4.9	4.4	1.8	1.5
EV/EBITDA(배)	26.4	9.2	4.0	3.3
영업이익률(%)	11.8	19.4	17.6	18.6
ROE(%)	20.6	35.8	28.2	21.4
순부채비율(%)	-12.3	-32.1	-45.6	-54.6

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상주가		괴리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상주가		괴리율(%)		
				시점	대비	평균주가	최고주가					시점	대비	평균주가	최고주가	
서울반도체 (046890)	2017/01/04	BUY(Maintain)	23,000원	6/1월	-33.52	-30.00		이수페타시스 (007660)	2016/02/23	BUY(Maintain)	8,000원	6/1월	-34.88	-25.00		
	2017/02/02	BUY(Maintain)	23,000원	6/1월	-31.04	-24.35			2017/01/24	BUY(Maintain)	8,000원	6/1월	-39.84	-36.88		
	2017/03/21	BUY(Maintain)	23,000원	6/1월	-29.69	-20.65			2017/03/16	BUY(Maintain)	8,000원	6/1월	-41.94	-36.38		
	2017/04/26	BUY(Maintain)	26,000원	6/1월	-25.41	-22.88			2017/08/25	BUY(Maintain)	8,000원	6/1월	-44.21	-32.13		
	2017/06/02	BUY(Maintain)	26,000원	6/1월	-25.55	-22.88			2018/04/24	BUY(Maintain)	8,000원	6/1월	-50.84	-46.81		
	2017/06/20	BUY(Maintain)	26,000원	6/1월	-23.10	-14.42			2018/07/17	BUY(Maintain)	7,000원	6/1월	-26.15	-0.71		
	2017/08/01	BUY(Maintain)	26,000원	6/1월	-20.10	-8.65			2018/12/27	BUY(Maintain)	8,500원	6/1월	-23.72	-19.29		
	2017/09/20	BUY(Maintain)	30,000원	6/1월	-14.15	-6.00			2019/01/07	BUY(Maintain)	8,500원	6/1월				
	2017/10/26	BUY(Maintain)	34,000원	6/1월	-20.17	-19.26										
	2017/11/01	BUY(Maintain)	34,000원	6/1월	-13.59	-250		와이솔 (122990)	2017-01-04	BUY(Maintain)	20,000원	6/1월	-35.88	-24.75		
	2017/12/27	BUY(Maintain)	34,000원	6/1월	-16.36	-250			2017-03-24	BUY(Maintain)	20,000원	6/1월	-24.39	-23.79		
	2018/01/31	BUY(Maintain)	34,000원	6/1월	-25.20	-250			2017-03-30	BUY(Maintain)	20,000원	6/1월	-22.83	-19.01		
	2018/04/20	BUY(Maintain)	27,000원	6/1월	-29.12	-27.59			2017-04-27	BUY(Maintain)	20,000원	6/1월	-23.60	-19.01		
	2018/05/02	BUY(Maintain)	27,000원	6/1월	-28.79	-20.19			2017-07-10	BUY(Maintain)	20,000원	6/1월	-23.76	-19.01		
	2018/07/12	BUY(Maintain)	27,000원	6/1월	-28.79	-20.19			2017-07-18	BUY(Maintain)	20,000원	6/1월	-25.69	-19.01		
	2018/07/30	BUY(Maintain)	27,000원	6/1월	-30.46	-20.19			2018-02-05	BUY(Maintain)	20,000원	6/1월	-29.18	-20.50		
	2018/09/11	BUY(Maintain)	28,000원	6/1월	-25.56	-19.46			2018-07-17	BUY(Maintain)	20,000원	6/1월	-27.79	-14.50		
	2018/10/30	BUY(Maintain)	28,000원	6/1월	-25.44	-19.46			2018-08-29	BUY(Maintain)	25,000원	6/1월	-33.95	-20.20		
	2018/11/28	BUY(Maintain)	28,000원	6/1월	-26.57	-19.46			2019-01-07	BUY(Maintain)	25,000원	6/1월				
	2019/01/07	BUY(Maintain)	28,000원	6/1월				더불유 게임즈 (192080)	2017/02/03	BUY(Maintain)	57,000원	6/1월	-29.77	-7.37		
인탑스 (049070)	2017-07-10	BUY(Initiate)	16,000원	6/1월	-2281	-2281			2017/04/19	BUY(Maintain)	83,000원	6/1월	-32.54	-29.28		
	2017-08-02	BUY(Maintain)	16,000원	6/1월	-2281	-2281			2017/05/11	BUY(Maintain)	83,000원	6/1월	-28.35	-19.76		
	2017-08-14	BUY(Maintain)	16,000원	6/1월	-2281	-2281			2017/08/04	BUY(Maintain)	83,000원	6/1월	-28.72	-19.76		
	2018-01-19	BUY(Maintain)	16,000원	6/1월	-2281	-2281			2017/08/14	BUY(Maintain)	83,000원	6/1월	-30.44	-19.76		
	2018-11-29	BUY(Reinitiate)	16,000원	6/1월	-2281	-2281			2017/11/08	BUY(Maintain)	83,000원	6/1월	-36.11	-33.61		
	2019-01-07	BUY(Maintain)	16,000원	6/1월					2017/11/15	BUY(Maintain)	83,000원	6/1월	-34.00	-25.30		
게임빌 (063080)	2017/01/24	BUY(Maintain)	80,000원	6/1월	-43.56	-38.50			2018/02/09	BUY(Maintain)	83,000원	6/1월	-33.29	-25.30		
	2017/02/09	BUY(Maintain)	80,000원	6/1월	-27.60	-6.38			2018/02/22	BUY(Maintain)	83,000원	6/1월	-28.95	-11.81		
	2017/05/15	BUY(Maintain)	80,000원	6/1월	-27.20	-6.38			2018/04/18	BUY(Maintain)	83,000원	6/1월	-28.68	-11.81		
	2017/06/27	BUY(Maintain)	80,000원	6/1월	-26.78	-6.38			2018/05/14	BUY(Maintain)	83,000원	6/1월	-29.53	-28.80		
	2017/11/15	BUY(Maintain)	95,000원	6/1월	-21.61	-263			2018/05/23	BUY(Maintain)	83,000원	6/1월	-32.60	-26.27		
	2018/02/22	Outperform(Dowgrade)	77,000원	6/1월	-8.61	-156			2018/07/16	BUY(Maintain)	83,000원	6/1월	-32.41	-25.78		
	2018/04/18	Outperform(Maintain)	77,000원	6/1월	-13.55	-156			2018/08/10	BUY(Maintain)	83,000원	6/1월	-29.31	-16.02		
	2018/05/23	Outperform(Maintain)	77,000원	6/1월	-20.67	-156			2018/09/05	BUY(Maintain)	83,000원	6/1월	-24.92	-11.45		
	2018/09/05	Outperform(Maintain)	61,000원	6/1월	-17.77	-902			2018/11/08	BUY(Maintain)	83,000원	6/1월	-24.90	-11.45		
	2018/10/22	BUY(Upgrade)	85,000원	6/1월	-36.65	-27.41			2019/01/07	BUY(Maintain)	83,000원	6/1월				
	2019/01/07	BUY(Maintain)	85,000원	6/1월				SK마테리얼즈 (036490)	2016-11-23	BUY(Maintain)	190,000원	6/1월	-17.97	-16.8		
한솔케미칼 (014680)	2017-11-06	BUY(Initiate)	94,000원	6/1월	-23.32	-2245			2017-01-04	BUY(Maintain)	220,000원	6/1월	-17.37	-15.00		
	2017-11-14	BUY(Maintain)	94,000원	6/1월	-21.81	-14.79			2017-01-19	BUY(Maintain)	220,000원	6/1월	-14.87	-9.36		
	2018-01-15	BUY(Maintain)	90,000원	6/1월	-24.04	-14.67			2017-02-08	BUY(Maintain)	220,000원	6/1월	-19.80	-9.36		
	2018-02-13	BUY(Maintain)	90,000원	6/1월	-19.11	-10.78			2017-04-20	BUY(Maintain)	220,000원	6/1월	-19.70	-9.36		
	2018-08-28	BUY(Maintain)	90,000원	6/1월	-9.74	-3.00			2017-04-27	BUY(Maintain)	220,000원	6/1월	-19.47	-9.36		
	2018-10-24	BUY(Maintain)	110,000원	6/1월	-28.68	-2464			2017-05-24	BUY(Maintain)	220,000원	6/1월	-18.65	-8.82		
	2018-11-26	BUY(Maintain)	110,000원	6/1월	-29.63	-2464			2017-06-08	BUY(Maintain)	220,000원	6/1월	-17.42	-6.82		
	2019-01-07	BUY(Maintain)	110,000원	6/1월					2017-07-13	BUY(Maintain)	250,000원	6/1월	-24.46	-22.40		
									2017-07-28	BUY(Maintain)	250,000원	6/1월	-26.28	-22.40		
									2017-09-21	BUY(Maintain)	250,000원	6/1월	-27.25	-22.40		
									2017-11-06	BUY(Maintain)	250,000원	6/1월	-27.03	-16.52		
									2018-01-15	BUY(Maintain)	220,000원	6/1월	-23.82	-20.91		
									2018-02-07	BUY(Maintain)	220,000원	6/1월	-24.20	-20.91		
									2018-02-13	BUY(Maintain)	220,000원	6/1월	-24.20	-20.91		
									2018-02-14	BUY(Maintain)	220,000원	6/1월	-26.38	-19.05		
									2018-04-24	BUY(Maintain)	220,000원	6/1월	-26.74	-19.05		
									2018-05-29	BUY(Maintain)	220,000원	6/1월	-25.41	-18.32		
									2018-07-10	BUY(Maintain)	220,000원	6/1월	-25.21	-17.73		
									2018-08-28	BUY(Maintain)	220,000원	6/1월	-17.20	-11.91		
									2018-10-17	BUY(Maintain)	250,000원	6/1월	-29.75	-22.60		
									2018-11-26	BUY(Maintain)	230,000원	6/1월	-33.54	-27.48		
									2019-01-07	BUY(Maintain)	200,000원	6/1월				

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%