

K I W O O M S E C U R I T I E S

2019년 02월 11일 | 키움증권 리서치 센터



산업분석 | 반도체 Overweight(Maintain)

# 반도체 산업 전망

## Reflexivity

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

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

키움증권





ONLINE NO.1 KIWOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

**재귀성(Reflexivity)**은 원인(Cause)과 효과(Effect) 사이의 순환적 관계를 뜻한다. Fundamentals에 기반한 투자자들은 보통 주식의 가격 변화가 산업의 Fundamentals을 변화시키는 핵심 요인이라고 생각하지 않는다. 그러나 주가(Price)의 상승(하락)은 산업 참여자들의 인식(Perception)을 변화시키고, 이러한 인식의 변화는 산업 Fundamentals을 개선(악화)시키며, 이는 다시 주가(Price)의 상승(하락)을 이끌게 된다. 이러한 과정은 특정 변곡점에 이르기까지 양성 되먹임 고리(Positive Feedback Loop)를 생성하게 된다. **경제 실체와 금융 시장은 서로 영향을 미치고 있다.**

- 조지 소로스

작년 한 해를 돌이켜 보면 금융 시장에서 시작된 반도체 업황의 고점 논란이 산업 참여자들의 인식을 변화 시켰고, 연말부터의 급격한 가격 하락과 수요 감소로 이어졌다. 시간이 흐른 현 시점에서도 우리가 이를 '고점 논란'이라고 일컫는 이유는 작금의 업황 둔화가 당시 논란의 핵심 주제였던 '공급 업체간 과잉 경쟁'이 아닌, 고점이 발생될지도 모른다는 수요처들의 인식과 태세의 변화로부터 만들어졌기 때문이다. 최근 들어 공급 업체들은 공급 축소를 천명하며 이러한 시장 상황에 적극 대응하기 시작했다. 금융 시장은 또 이에 반응하며 업황의 바닥을 논하고 있다. 당사는 현재의 수요 감소 폭이 산업의 실질 수요로부터 왜곡되어 있고 공급 감소율도 예상치를 뛰어 넘고 있기 때문에, 보다 짧은 시간을 거치며 수요처들의 인식 변화와 업황의 변곡점이 나타날 것으로 판단하고 있다. 시간이 지날수록, 감소해버린 공급량에 대한 수요처들의 우려가 증폭되기 시작할 것이다.

-키움증권 반도체 박유악

### The Boom-Bust Model



자료: The New Paradigm for Financial Market(George Soros), 키움증권 리서치센터

# I Contents 반도체 Overweight(Maintain)

## I. Investment Summary ..... 5

1. 반도체 경기 지표 점검
2. NAND 산업 전망
3. DRAM 산업 전망
4. 투자 전략

## II. NAND 산업 전망 ..... 11

1. NAND 수급 전망
2. NAND 공급 전망
3. NAND 수요 전망
4. NAND Key Data

## III. DRAM 산업 전망 ..... 21

1. DRAM 수급 전망
2. 서버 DRAM 수요 전망
3. 모바일, PC DRAM 수요 전망
4. 투자 전략
5. DRAM Key Data

## IV. 기업 분석 ..... 31

- |                    |                        |
|--------------------|------------------------|
| 1. 삼성전자(005930)    | Buy, TP 52,000원        |
| 2. SK하이닉스(000660)  | Buy, TP 85,000원        |
| 3. SK머티리얼즈(036490) | Buy, TP 200,000원       |
| 4. 한솔케미칼(014680)   | Buy, TP 110,000원       |
| 5. 솔브레인(036830)    | Outperform, TP 62,000원 |

### ■ Top Picks

삼성전자, SK하이닉스  
SK머티리얼즈, 한솔케미칼

### ■ 관심 종목

반도체: 하나머티리얼즈, 원익QnC, 티씨케이, 유니테스트, 테스나  
디스플레이: 에스에프에이, 원익IPS, 덕산네오룩스, 야스

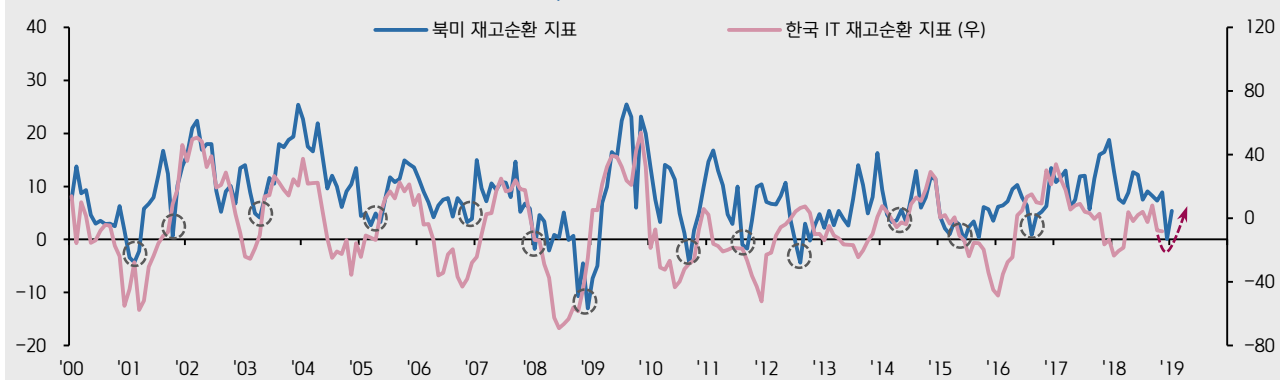
# I. Investment Summary

1. 반도체 경기 지표 점검
2. NAND 산업 전망
3. DRAM 산업 전망
4. 투자 전략



- ◎ 반도체 수요 선행하는 북미 재고순환 지표 반등
  - 반도체 수요 선행하는 '북미 재고순환 지표'가 Cycle 저점에서 반등
  - 고객사의 구매 심리 개선 가능성 증대
- 반도체 업종의 영업환경 우호적: '원유가격 급락' + '높은 원/달러 환율'
- ◎ 1Q19 저점, 반도체 수요 개선 가능성 증대
  - '북미 재고순환 지표'는 '한국 IT H/W 재고순환 지표'를 선행
  - 실물 지표인 '한국 반도체 수출 데이터 등'의 상승 전환 기대
- 실물 지표의 상승 전환이 반도체 업종 주가의 추가 상승 견인

북미 재고순환 및 한국 IT H/W 재고순환 지표: 1Q19 턴어라운드 기대



자료: Bloomberg, 통계청, 키움증권 리서치센터

## 2. NAND 산업 전망

반도체/디스플레이

### ◎ NAND 업황 턴어라운드 먼저

- 산업 총 CapEx 급감: 2019년 192억 달러(-24%YoY)
- 산업 내 Wafer Input Capacity 2019년 -5%YoY: 2009년 이후 최대치 감소

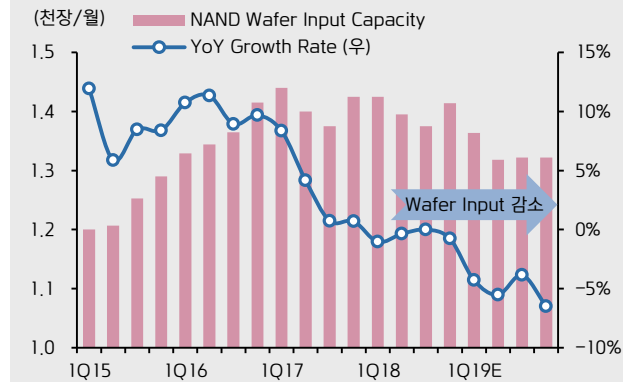
### ◎ 가격 급락 지속 시, 일부 공급 업체 감산 불가피

- TLC 제품 가격은 3년 전 수준 이하로 하락 시작
- 일부 제품의 경우 이미 Cash Cost에 근접

### ◎ 2Q19 NAND 수요 성장 재개

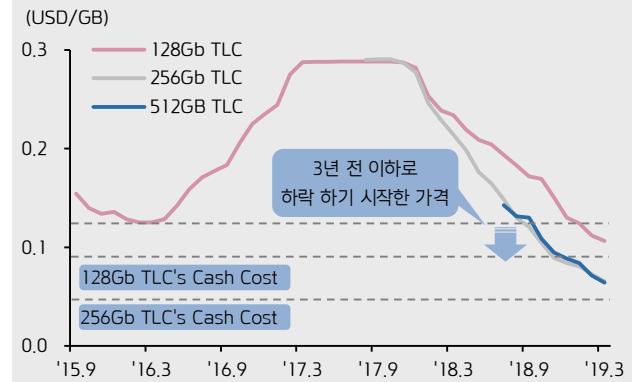
- NAND 수요는 여전히 가격 탄력적. 2Q19 NAND 수요 Bit Growth +13%QoQ 예상
- NAND는 유통 재고 감소 후 2H19 중 공급 부족 국면에 재진입 할 것으로 판단
- 2020년 NVDIMM과 Cloud Streaming Game 신규 수요 본격화, Tight한 수급 상황 지속

NAND Wafer Cut: 2009년 이후 최대치 감소



자료: 키움증권 리서치센터

NAND 가격: 3년 전 이하로 하락. 일부 Cash Cost 근접



자료: DRAmEXchange, 키움증권 리서치센터

### 3. DRAM 산업 전망

반도체/디스플레이

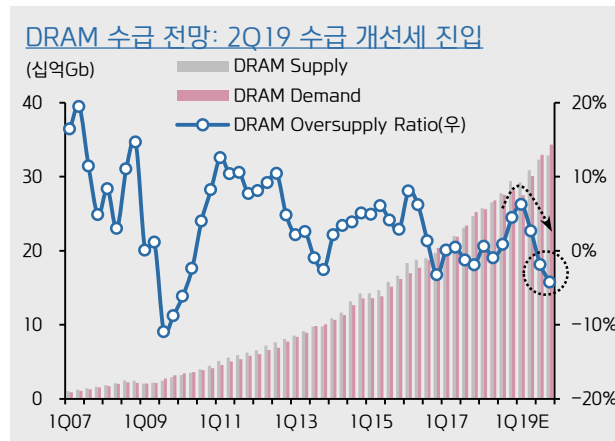
#### ◎ NAND가 이끄는 DRAM의 수요 개선

- 빅데이터, 머신러닝 등을 위한 서버 하드웨어는 CPU, GPU, DRAM, NAND 등으로 구성
- NAND 수요 증가가 고객사의 DRAM 구매율 증가로 이어질 것

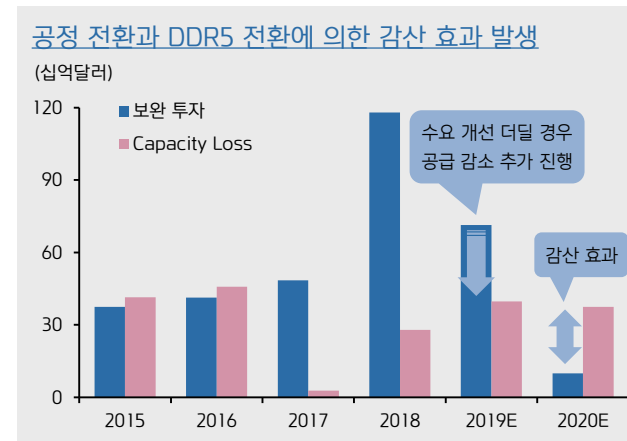
- 서버 DRAM: 2Q19 Cascade Lake(보완 이슈 해결), 2020년 Ice Lake(10nm 기반) 출시에 따른 수요 회복
- PC DRAM: CPU 공급 부족 해소, PC-OEM 업체들의 부품 구매 수요 회복
- 모바일 DRAM: 신규 스마트폰 출시에 따른 계절적 수요 증가

#### ◎ 공격적인 CapEx 감축, DDR5 전환에 따른 감산 효과도 발생

- Wafer Input Capacity: 2017년 +4% → 2018년 +8% → 2019년 +1~3% → 2020년 -3%YoY
- 2020년 DDR5 도입, 추가적인 감산 효과 발생
- 2020년 수요 성장률이 한자릿수만 아니면, DRAM 수급은 개선됨



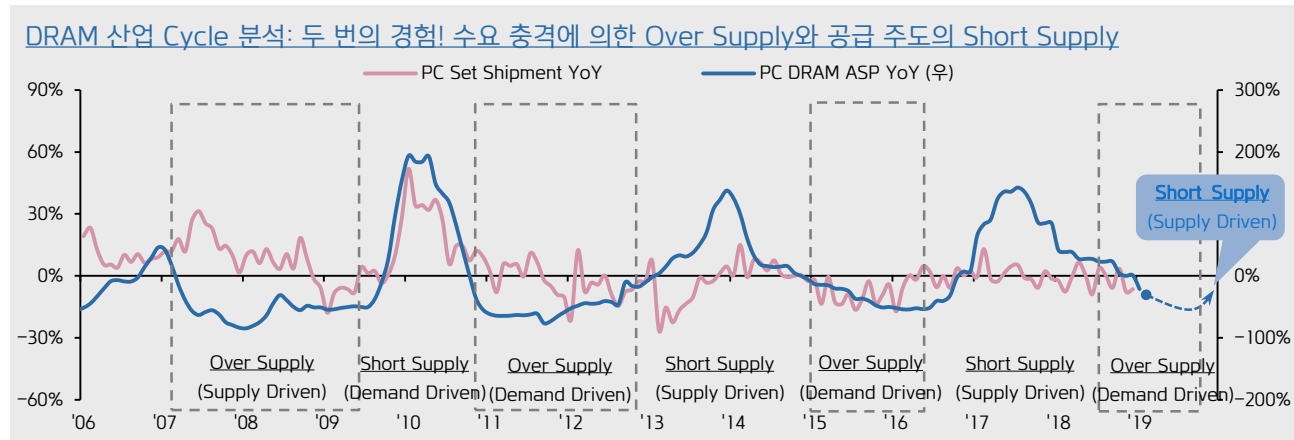
자료: 키움증권 리서치센터



자료: 키움증권 리서치센터



- ◎ NAND에서 DRAM으로 이어지는 업황 개선, 경험에 의한 주가의 빠른 반등 예상
  - NAND에 이은 DRAM의 업황 개선이 향후 반도체 업종 주가의 추가 상승을 견인할 것으로 판단
  - 과점 이후 두 번의 Over Supply(Demand Driven)와 Short Supply(Supply Driven) 경험  
이번 Cycle 역시 Over Supply(Demand Driven) → Short Supply(Supply Driven)로 이어질 전망
  - 주가는 단기 급등에 따른 피로감으로 인해 기간 조정 나타날 가능성 존재  
다만 2Q19 예상되는 NAND의 업황 개선이 주가의 하방을 견고하게 해줄 것으로 예상하며,  
과점 이후 두 번의 Cycle을 경험한 만큼 향후 주가는 업황보다 더욱 빠르게 움직일 것으로 판단함
- ◎ 업종 Top Picks 및 관심 종목
  - Top Picks: 삼성전자, SK하이닉스, SK머티리얼즈, 한솔케미칼
  - 관심 종목(반도체): 하나머티리얼즈, 원익QnC, 티씨케이, 유니테스트, 테스나
  - 관심 종목(디스플레이): 에스에프에이, 원익IPS, 덕산네오룩스, 야스



자료: DRAmEXchange, ADATA, 키움증권 리서치센터

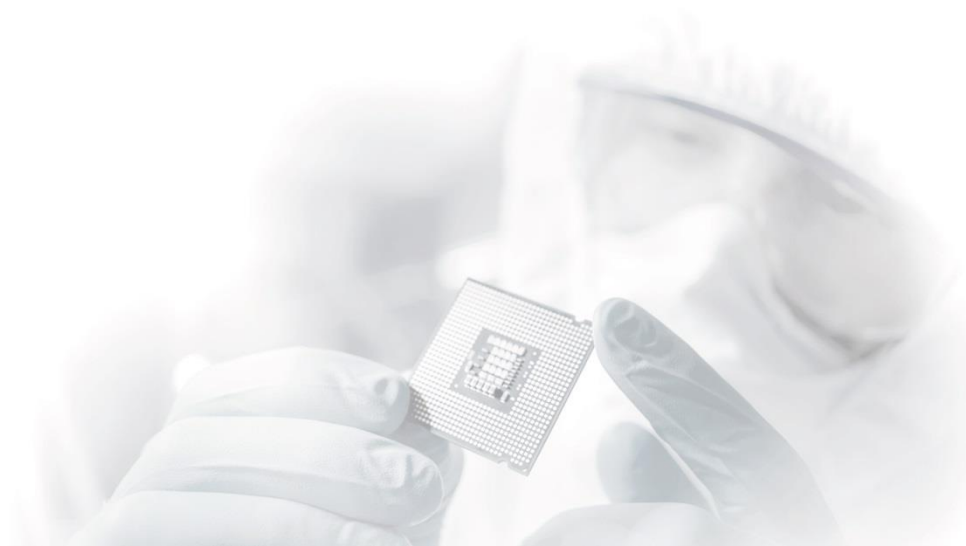


ONLINE NO.1 KIWOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

## II. NAND 산업 전망

1. NAND 수급 전망
2. NAND 공급 전망
3. NAND 수요 전망
4. NAND Key Data



## 1. NAND 수급 전망

반도체/디스플레이

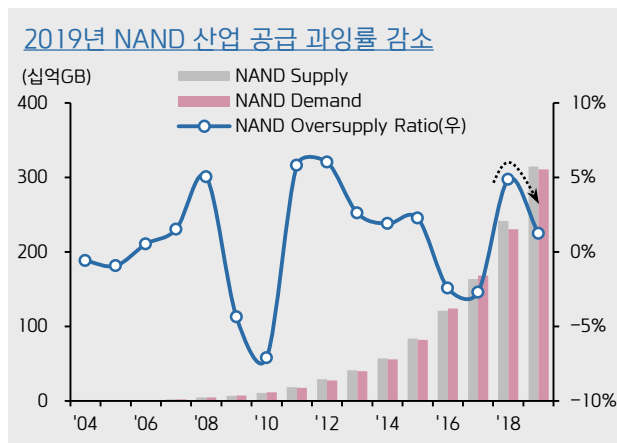
### ◎ 1Q19 큰 폭의 공급 과잉 후 수급 개선 본격화

- 1Q19 수요 비수기 속 공급자 보유재고 증가세 지속
- 2Q19 수요 증가(+13%QoQ)로 재고 감소 본격화
- 2H19 Capacity 감축에 따른 공급 부족 예상

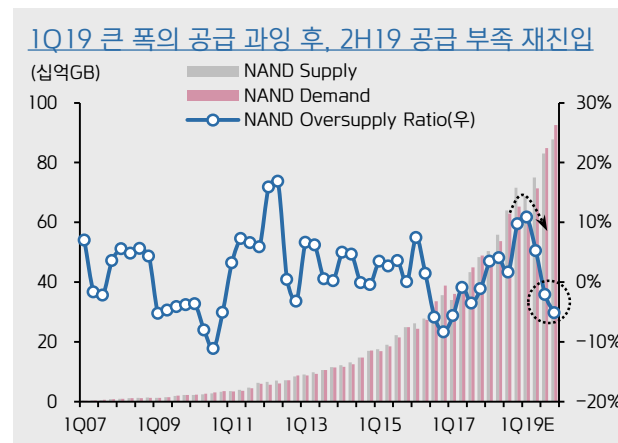
### ◎ 2Q19 유통재고 감소, 2H19 공급자 재고 감소

- 2019년 연간 수요 +35%YoY > 출하 +34%YoY > 생산 +30%YoY
- 2Q19 유통 재고 감소, 2H19 공급자 보유 재고 감소
- 2H19 고정가격 가격 상승 전환 가능성 높음

- NAND 공급업체 평균 보유 재고 추정
- 1Q18 2주 → 4Q18 9주 → 1Q19E 12주 → 4Q19E 4주



자료: 키움증권 리서치센터



자료: 키움증권 리서치센터

## 2. NAND 공급 전망

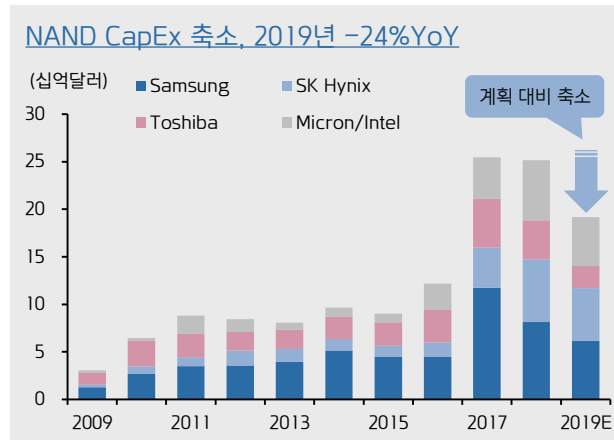
반도체/디스플레이

### ◎ 공격적인 Capacity 감축

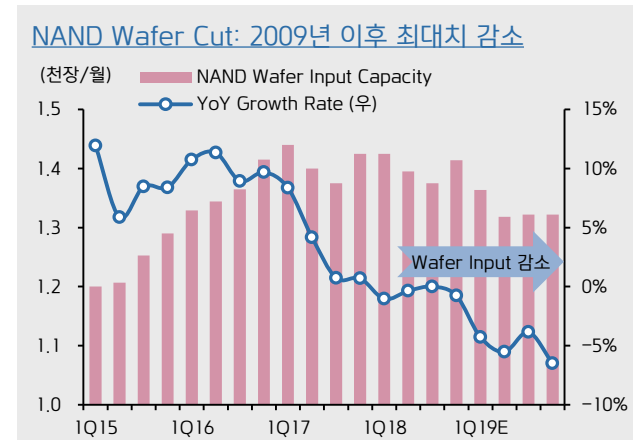
- 업계 내 재고 급증, 공급 업체의 Wafer Input Capacity 감소로 적극 대응  
 삼성전자: 2019년 NAND CapEx 61억 달러(2017년 고점 대비 -48% 급감). Wafer Input -7%YoY  
 SK하이닉스: 2019년 NAND CapEx 56억 달러(2018년 고점 대비 -16% 감소). Wafer Input -7%YoY  
 도시바: 2019년 NAND CapEx 23억 달러(2017년 고점 대비 -55% 급감). Wafer Input -9%YoY  
 마이크론: 2019년 NAND CapEx 51억 달러(2018년 고점 대비 -18% 감소) Wafer Input +8%YoY
- 마이크론 Wafer Input Capacity 4Q18 255K/월 → 4Q19 255 K/월  
 중국 공장 +20K/월 vs. 미국/싱가포르 공장 -20K/월

### ◎ 2009년 이후 역대 최대치의 Wafer Input 감소

- 2019년 글로벌 NAND Wafer Input Capacity -5%YoY
- 2009년 Wafer Input Capacity -12%YoY  
 당시 2년 연속 영업적자를 겪던 SK하이닉스의 대규모 Shut Down이 있었음



자료: 키움증권 리서치센터



자료: 키움증권 리서치센터

### 3. NAND 수요 전망

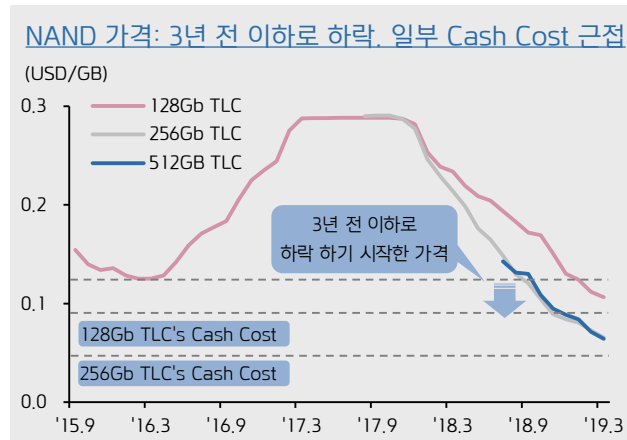
반도체/디스플레이

#### ◎ 충분히 하락한 NAND 가격

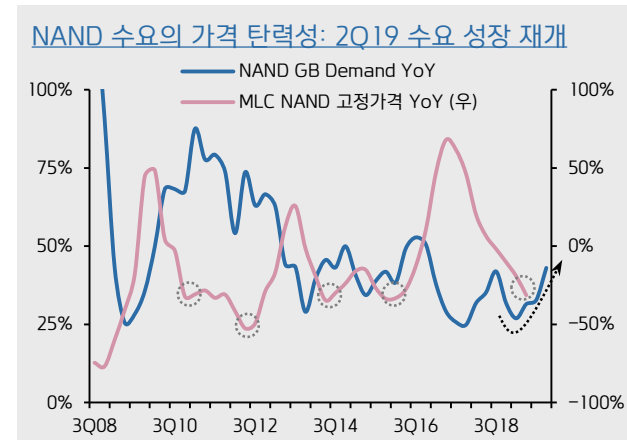
- NAND 고정가격 6개 분기 연속 하락. 특히 고용량 제품의 가격 하락 폭이 크게 나타남
- 1Q19부터는 3년 전 가격 이하로 떨어지기 시작
- 일부 공급 업체의 128Gb TLC 제품 가격은 이미 Cash Cost에 근접
- 가격의 추가 하락을 제한할 것

#### ◎ 2Q19 NAND 수요 성장 재개

- NAND는 수요의 가격 탄력적 특성을 보유
- NAND 고정가격의 YoY 증감률은 과거 수요 회복을 기록했던 사이클 저점에 근접
- 2Q19를 기점으로 수요 회복 나타날 것으로 판단
- 가격 하락폭이 가장 컸던 고용량 제품(256Gb, 512Gb)의 시장 침투 지속될 전망



자료: DRAmEXchange, 키움증권 리서치센터



자료: DRAmEXchange, 키움증권 리서치센터

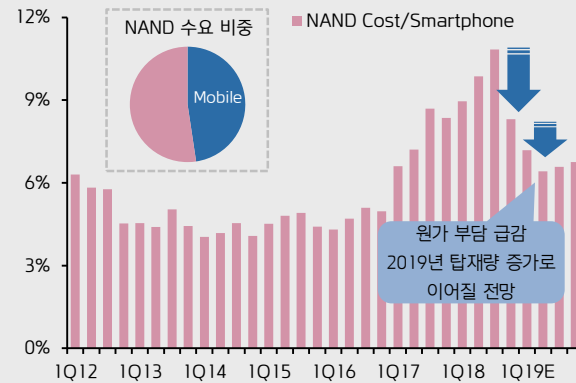
### 3. NAND 수요 전망

반도체/디스플레이

#### ◎ 스마트폰 NAND 탑재량 증가 재개

- 2019년 NAND 산업 총 수요 내 Mobile 제품 비중 48%
- NAND 가격 급락 → 스마트폰 내 NAND 원가 비중 급감 [3Q18 11% → 2Q19 6%]
- 스마트폰 내 NAND 원가 비중 3년 전 수준으로 하락
- NAND 128Gb vs. 256Gb TLC 제품 가격 차이 +20%
- 스마트폰 내 NAND 탑재량 증가로 이어질 전망  
카메라 성능 향상. NAND의 탑재량 증가 필요
- 스마트폰 내 NAND 평균 탑재량: 2018년 83GB → 2019년 108GB

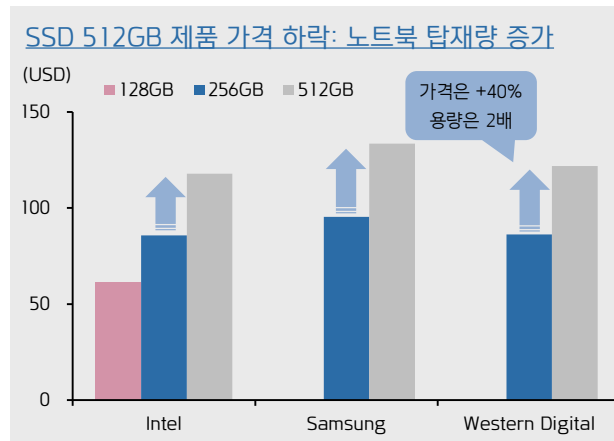
4Q18 원가 비중 급락: 신규 스마트폰 내 탑재량 증가



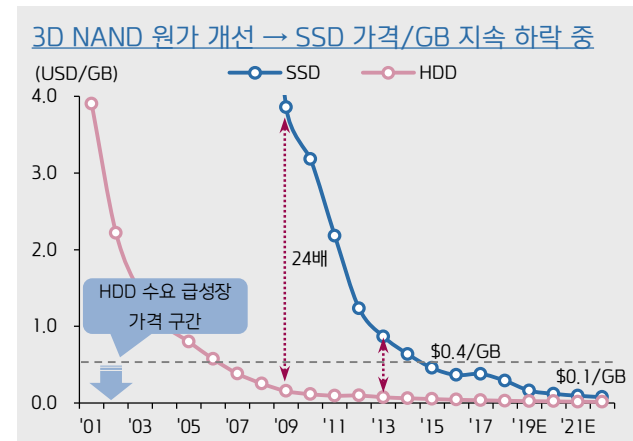
### 3. NAND 수요 전망

반도체/디스플레이

- ◎ 노트북, 256GB → 512GB
  - 고용량 제품 중심의 6개 분기 가격 하락
  - SSD 용량 당 가격은 512GB가 가장 매력적
  - 인텔 128GB \$62 vs. 256GB \$84 vs. 512GB \$116
- ◎ SSD 가격 급락, 96L 제품 원가 개선에 따른 시장 침투 본격화
  - 고객사 체감 가격 수준 이하로 하락하며, HDD 대체율 높아질 전망
- 1H19 64L와 96L 제품간 Cost/bit의 Cross over 발생
- 고용량의 96L 시장 침투 본격화되며, 시장 수요 증가 이끌 전망



자료: DRAmExchange, 키움증권 리서치센터



자료: Gartner, 키움증권 리서치센터



### 3. NAND 수요 전망

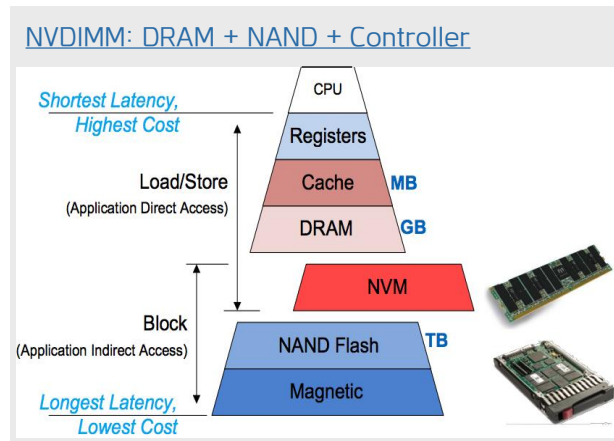
반도체/디스플레이

#### ◎ NAND 신규 수요 ①: DDR5와 함께하는 NVDIMM

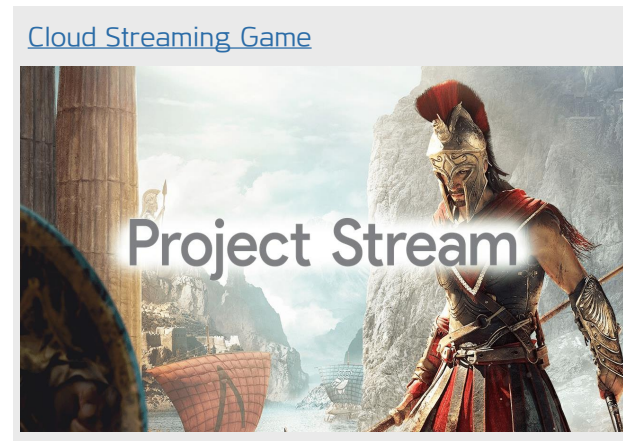
- 데이터센터의 DIMM 소켓에 NAND를 탑재. MPU가 DRAM과 NAND에 동시 접속하여 Data 기록하는 방식
- 현재의 DIMM 대비 저장 용량이 증가하고 Cost/bit은 감소
- 삼성전자 2015년 Netlist(미국)에 2,300만 달러 투자. NVDIMM-P 규격 표준화와 개발에 집중
- 2020년 시장 침투 시작될 전망

#### ◎ NAND 신규 수요 ②: 5G와 함께하는 Cloud Streaming Game

- 2020년 마이크로소프트의 xCloud와 구글의 Project Stream 상용화
- PC, Xbox 기반의 고사양 Game을 Cloud에 저장. Streaming 기술을 통해 스마트폰에서 구현
- 구글이 출시 예정인 '어세신 크리드 오디세이'는 총 46GB의 Storage와 8GB의 DRAM 필요
- 마이크로소프트는 Xbox 게임 3,000개를 추가작업 없이 스마트폰 등에서 구현 가능하도록 서비스할 계획
- 총 138TB, 2018년 NAND 총 수요 230TB의 +60%에 해당하는 신규 수요 창출



자료: SNIA, 키움증권 리서치센터



자료: Google, 키움증권 리서치센터

## 4. NAND Key Data

반도체/디스플레이

◎ NAND Supply/Demand Forecast (단위: 백만GB, 백만장/월)

|                         | 1Q18          | 2Q18          | 3Q18          | 4Q18          | 1Q19E         | 2Q19E         | 3Q19E         | 4Q19E         | 2017           | 2018           | 2019E          |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Oversupply Ratio</b> | <b>3%</b>     | <b>4%</b>     | <b>2%</b>     | <b>10%</b>    | <b>11%</b>    | <b>5%</b>     | <b>-2%</b>    | <b>-5%</b>    | <b>-3%</b>     | <b>5%</b>      | <b>1%</b>      |
| NAND Supply             | 50,337        | 55,827        | 63,930        | 71,623        | 68,756        | 75,046        | 83,078        | 87,730        | 163,388        | 241,717        | 314,609        |
| Wafer Input             | 1.43          | 1.40          | 1.38          | 1.41          | 1.36          | 1.32          | 1.32          | 1.32          | 1.41           | 1.40           | 1.33           |
| NAND Demand             | 48,658        | 53,659        | 62,895        | 65,294        | 62,029        | 71,334        | 84,887        | 92,527        | 167,944        | 230,507        | 310,778        |
| <b>NAND Supply</b>      | <b>50,337</b> | <b>55,827</b> | <b>63,930</b> | <b>71,623</b> | <b>68,756</b> | <b>75,046</b> | <b>83,078</b> | <b>87,730</b> | <b>163,388</b> | <b>241,717</b> | <b>314,609</b> |
| Samsung                 | 18,624        | 21,604        | 26,141        | 23,788        | 22,599        | 27,570        | 34,463        | 37,565        | 66,994         | 90,157         | 122,196        |
| SK Hynix                | 6,033         | 7,209         | 8,543         | 9,397         | 7,800         | 9,438         | 12,080        | 13,409        | 22,943         | 31,182         | 42,727         |
| Toshiba/SanDisk         | 15,055        | 16,109        | 17,720        | 18,606        | 19,164        | 20,889        | 23,604        | 24,785        | 51,461         | 67,490         | 88,442         |
| Micron/Intel            | 6,069         | 6,076         | 8,202         | 9,186         | 8,543         | 9,141         | 10,330        | 11,466        | 20,053         | 29,533         | 39,480         |
| <b>NAND Demand</b>      | <b>48,658</b> | <b>53,659</b> | <b>62,895</b> | <b>65,294</b> | <b>62,029</b> | <b>71,334</b> | <b>84,887</b> | <b>92,527</b> | <b>167,944</b> | <b>230,507</b> | <b>310,778</b> |
| SSD                     | 19,629        | 21,997        | 26,009        | 25,138        | 27,737        | 35,452        | 43,429        | 40,926        | 66,850         | 92,774         | 147,544        |
| Note PC                 | 431           | 354           | 387           | 513           | 456           | 483           | 584           | 613           | 1,123          | 1,685          | 2,136          |
| Smartphone              | 24,696        | 26,941        | 32,031        | 34,353        | 29,245        | 30,587        | 35,626        | 44,456        | 84,722         | 118,021        | 139,914        |
| Tablet PC               | 1,490         | 1,656         | 2,163         | 2,429         | 1,727         | 1,851         | 2,000         | 2,529         | 5,938          | 7,738          | 8,107          |
| LCD/OLED TV             | 425           | 426           | 514           | 650           | 546           | 563           | 705           | 887           | 1,576          | 2,015          | 2,702          |
| Digital Camera          | 173           | 181           | 193           | 221           | 190           | 195           | 204           | 268           | 702            | 767            | 857            |
| USB                     | 1,163         | 1,254         | 1,395         | 1,501         | 1,450         | 1,668         | 1,856         | 2,079         | 4,058          | 5,312          | 7,052          |
| PMP                     | 113           | 118           | 137           | 145           | 158           | 167           | 195           | 219           | 472            | 514            | 739            |
| <b>B/G(%QoQ/%YoY)</b>   |               |               |               |               |               |               |               |               |                |                |                |
| <b>NAND Supply</b>      | <b>4%</b>     | <b>11%</b>    | <b>15%</b>    | <b>12%</b>    | <b>-4%</b>    | <b>9%</b>     | <b>11%</b>    | <b>6%</b>     | <b>35%</b>     | <b>48%</b>     | <b>30%</b>     |
| Samsung                 | -5%           | 16%           | 21%           | -9%           | -5%           | 22%           | 25%           | 9%            | 27%            | 35%            | 36%            |
| SK Hynix                | -10%          | 19%           | 19%           | 10%           | -17%          | 21%           | 28%           | 11%           | 17%            | 36%            | 37%            |
| Toshiba/SanDisk         | 4%            | 7%            | 10%           | 5%            | 3%            | 9%            | 13%           | 5%            | 30%            | 31%            | 31%            |
| Micron/Intel            | 11%           | 0%            | 35%           | 12%           | -7%           | 7%            | 13%           | 11%           | 49%            | 47%            | 34%            |
| <b>NAND Demand</b>      | <b>0%</b>     | <b>10%</b>    | <b>17%</b>    | <b>4%</b>     | <b>-5%</b>    | <b>15%</b>    | <b>19%</b>    | <b>9%</b>     | <b>35%</b>     | <b>37%</b>     | <b>35%</b>     |
| SSD                     | 12%           | 12%           | 18%           | -3%           | 10%           | 28%           | 22%           | -6%           | 49%            | 39%            | 59%            |
| Note PC                 | 23%           | -18%          | 9%            | 33%           | -11%          | 6%            | 21%           | 5%            | 276%           | 50%            | 27%            |
| Smartphone              | -6%           | 9%            | 19%           | 7%            | -15%          | 5%            | 16%           | 25%           | 31%            | 39%            | 19%            |
| Tablet PC               | -21%          | 11%           | 31%           | 12%           | -29%          | 7%            | 8%            | 26%           | 31%            | 30%            | 5%             |
| LCD/OLED TV             | -21%          | 0%            | 21%           | 26%           | -16%          | 3%            | 25%           | 26%           | 22%            | 28%            | 34%            |
| Digital Camera          | -25%          | 4%            | 7%            | 15%           | -14%          | 2%            | 5%            | 31%           | 11%            | 9%             | 12%            |
| USB                     | 1%            | 8%            | 11%           | 8%            | -3%           | 15%           | 11%           | 12%           | -3%            | 31%            | 33%            |
| PMP                     | -8%           | 4%            | 16%           | 5%            | 9%            | 6%            | 17%           | 12%           | 19%            | 9%             | 44%            |

자료: 키움증권 리서치센터

## 4. NAND Key Data

반도체/디스플레이

◎ NAND Wafer Input Capacity (단위: 천장/월)

|                   | 1Q18       | 2Q18       | 3Q18       | 4Q18       | 1Q19E      | 2Q19E      | 3Q19E      | 4Q19E      | 2017       | 2018       | 2019E      |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Wafer Input Capa  | 1,425      | 1,395      | 1,375      | 1,414      | 1,364      | 1,318      | 1,322      | 1,322      | 1,410      | 1,402      | 1,332      |
| YoY Growth Rate   | -1%        | 0%         | 0%         | -1%        | -4%        | -6%        | -4%        | -7%        | 3%         | -1%        | -5%        |
| <b>Samsung</b>    | <b>450</b> | <b>440</b> | <b>420</b> | <b>420</b> | <b>405</b> | <b>395</b> | <b>401</b> | <b>407</b> | <b>433</b> | <b>433</b> | <b>402</b> |
| Fab12             | 120        | 95         | 70         | 85         | 85         | 75         | 65         | 55         | 120        | 93         | 70         |
| Fab16             | 120        | 105        | 85         | 70         | 55         | 55         | 55         | 55         | 139        | 95         | 55         |
| Fab17             | 40         | 40         | 40         | 40         | 40         | 40         | 40         | 40         | 40         | 40         | 40         |
| XiAn Fab1         | 100        | 100        | 100        | 100        | 100        | 100        | 100        | 100        | 118        | 100        | 100        |
| XiAn Fab2         |            |            |            |            |            |            | 16         | 32         |            |            | 12         |
| P1                | 70         | 100        | 125        | 125        | 125        | 125        | 125        | 125        | 16         | 105        | 125        |
| <b>SK Hynix</b>   | <b>255</b> | <b>235</b> | <b>230</b> | <b>254</b> | <b>234</b> | <b>218</b> | <b>221</b> | <b>230</b> | <b>230</b> | <b>244</b> | <b>226</b> |
| M11               | 120        | 120        | 120        | 100        | 80         | 70         | 60         | 60         | 130        | 115        | 68         |
| M12               | 90         | 70         | 40         | 75         | 75         | 60         | 55         | 55         | 88         | 69         | 61         |
| M14               | 45         | 45         | 70         | 70         | 70         | 70         | 70         | 70         | 13         | 58         | 70         |
| M15               |            |            |            | 9          | 9          | 18         | 36         | 45         |            | 2          | 27         |
| <b>Micron</b>     | <b>225</b> | <b>225</b> | <b>245</b> | <b>255</b> | <b>260</b> | <b>255</b> | <b>260</b> | <b>255</b> | <b>253</b> | <b>238</b> | <b>258</b> |
| Dominion Fab6     | 40         | 40         | 40         | 40         | 40         | 40         | 40         | 40         | 40         | 40         | 40         |
| TECH              | 40         | 35         | 35         | 35         | 35         | 35         | 35         | 35         | 54         | 36         | 35         |
| IMFT              | 100        | 100        | 100        | 100        | 100        | 90         | 85         | 80         | 88         | 100        | 89         |
| DaLian            | 45         | 50         | 70         | 80         | 85         | 90         | 100        | 100        | 31         | 61         | 94         |
| <b>Toshiba</b>    | <b>490</b> | <b>490</b> | <b>475</b> | <b>480</b> | <b>460</b> | <b>445</b> | <b>435</b> | <b>425</b> | <b>490</b> | <b>484</b> | <b>441</b> |
| Y-Cube 2          | 140        | 140        | 140        | 140        | 135        | 125        | 125        | 125        | 84         | 140        | 129        |
| Y-Cube 3          | 120        | 110        | 100        | 100        | 100        | 90         | 90         | 90         | 131        | 108        | 93         |
| Y-Cube 4          | 210        | 210        | 190        | 180        | 165        | 155        | 140        | 120        | 210        | 198        | 145        |
| Y-Cube 5          | 20         | 30         | 45         | 60         | 60         | 60         | 60         | 60         | 65         | 39         | 60         |
| Y-Cube 6          |            |            |            |            |            | 10         | 20         | 30         |            |            | 15         |
| <b>% of Total</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>Samsung</b>    | <b>32%</b> | <b>32%</b> | <b>31%</b> | <b>30%</b> | <b>30%</b> | <b>30%</b> | <b>30%</b> | <b>31%</b> | <b>31%</b> | <b>31%</b> | <b>30%</b> |
| Fab12             | 8%         | 7%         | 5%         | 6%         | 6%         | 6%         | 5%         | 4%         | 9%         | 7%         | 5%         |
| Fab16             | 8%         | 8%         | 6%         | 5%         | 4%         | 4%         | 4%         | 4%         | 10%        | 7%         | 4%         |
| Fab17             | 3%         | 3%         | 3%         | 3%         | 3%         | 3%         | 3%         | 3%         | 3%         | 3%         | 3%         |
| XiAn Fab1         | 7%         | 7%         | 7%         | 7%         | 7%         | 8%         | 8%         | 8%         | 8%         | 7%         | 8%         |
| XiAn Fab2         |            |            |            |            |            |            | 1%         | 2%         |            |            | 1%         |
| P1                | 5%         | 7%         | 9%         | 9%         | 9%         | 9%         | 9%         | 9%         | 1%         | 7%         | 9%         |
| <b>SK Hynix</b>   | <b>18%</b> | <b>17%</b> | <b>17%</b> | <b>18%</b> | <b>17%</b> | <b>17%</b> | <b>17%</b> | <b>17%</b> | <b>16%</b> | <b>17%</b> | <b>17%</b> |
| M11               | 8%         | 9%         | 9%         | 7%         | 6%         | 5%         | 5%         | 5%         | 9%         | 8%         | 5%         |
| M12               | 6%         | 5%         | 3%         | 5%         | 5%         | 5%         | 4%         | 4%         | 6%         | 5%         | 5%         |
| M14               | 3%         | 3%         | 5%         | 5%         | 5%         | 5%         | 5%         | 5%         | 1%         | 4%         | 5%         |
| M15               |            |            | 1%         | 1%         | 1%         | 1%         | 3%         | 3%         |            | 0%         | 2%         |
| <b>Micron</b>     | <b>16%</b> | <b>16%</b> | <b>18%</b> | <b>18%</b> | <b>19%</b> | <b>19%</b> | <b>20%</b> | <b>19%</b> | <b>18%</b> | <b>17%</b> | <b>19%</b> |
| Dominion Fab6     | 3%         | 3%         | 3%         | 3%         | 3%         | 3%         | 3%         | 3%         | 3%         | 3%         | 3%         |
| TECH              | 3%         | 3%         | 3%         | 2%         | 3%         | 3%         | 3%         | 3%         | 4%         | 3%         | 3%         |
| IMFT              | 7%         | 7%         | 7%         | 7%         | 7%         | 7%         | 6%         | 6%         | 6%         | 7%         | 7%         |
| DaLian            | 3%         | 4%         | 5%         | 6%         | 6%         | 7%         | 8%         | 8%         | 2%         | 4%         | 7%         |
| <b>Toshiba</b>    | <b>34%</b> | <b>35%</b> | <b>35%</b> | <b>34%</b> | <b>34%</b> | <b>34%</b> | <b>33%</b> | <b>32%</b> | <b>35%</b> | <b>34%</b> | <b>33%</b> |
| Y-Cube 2          | 10%        | 10%        | 10%        | 10%        | 10%        | 10%        | 9%         | 9%         | 6%         | 10%        | 10%        |
| Y-Cube 3          | 8%         | 8%         | 7%         | 7%         | 7%         | 7%         | 7%         | 7%         | 9%         | 8%         | 7%         |
| Y-Cube 4          | 15%        | 15%        | 14%        | 13%        | 12%        | 12%        | 11%        | 9%         | 15%        | 14%        | 11%        |
| Y-Cube 5          | 1%         | 2%         | 3%         | 4%         | 4%         | 5%         | 5%         | 5%         | 5%         | 3%         | 5%         |
| Y-Cube 6          |            |            |            |            |            | 1%         | 2%         | 2%         |            |            | 1%         |

자료: 키움증권 리서치센터



ONLINE NO.1 KIWOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

# III. DRAM 산업 전망

1. DRAM 수급 전망
2. 서버 DRAM 수요 전망
3. 모바일, PC DRAM 수요 전망
4. 투자 전략
5. DRAM Key Data



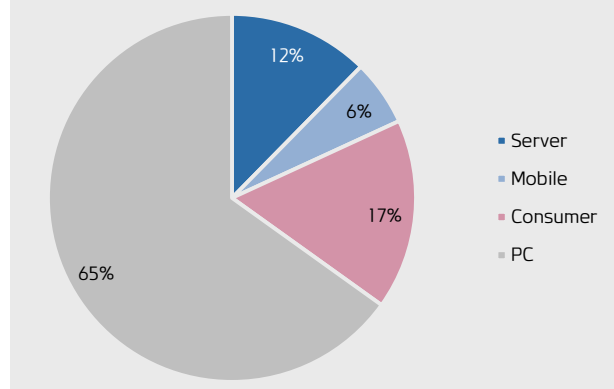
### ◎ 서버 DRAM 수요 비중 급증. Pros and Cons

- PC, 모바일, 컨슈머 DRAM과 달리 서버 DRAM은 고객사의 CapEx 계획에 따른 수요 급변동 발생
- 당사는 서버 DRAM이 현 DRAM 산업 성장의 Key Driver이지만, 또한 Major Risk라고 언급해 왔음
- 매크로 리스트 발생 또는 리스크 해소 시의 수요 급변 가능성 때문
- PC, 모바일, 컨슈머 DRAM: 선형적 수요 감소와 선형적 수요 증가
- 서버 DRAM: 리스크 발생 시 수요 급락, 리스크 해소 후 수요 급등

### ◎ 미·중 무역분쟁으로 인해 드러난 리스크 → 더욱 보수적인 공급 전략 → 산업 변동성 축소

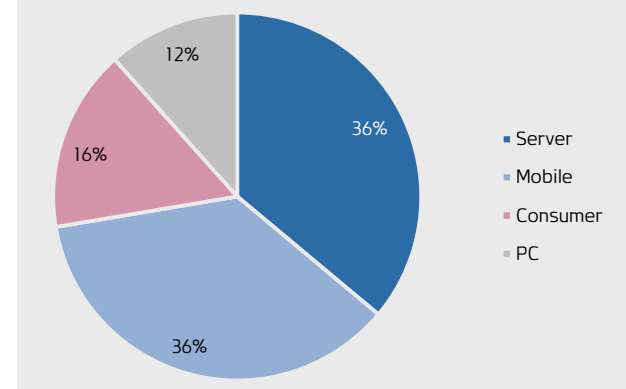
- 미·중 간의 무역분쟁은 지난 하반기 서버 DRAM의 수요 급감과 가격 급락으로 이어졌음
- 이제 공급 업체들은 현재의 경험을 바탕으로, 향후 더욱 보수적인 공급 전략을 취할 것
- 이는 DRAM의 산업 변동성 축소를 의미. 주주환원 확대, M&A 등에 의한 추가 재평가 구간 진입

2008년 DRAM 수요 분석



자료: DRAmExchange, 키움증권 리서치센터

2019년 DRAM 수요 분석



자료: DRAmExchange, 키움증권 리서치센터

# 1. DRAM 수급 전망

반도체/디스플레이

## ◎ 2Q19 수급 개선세 진입

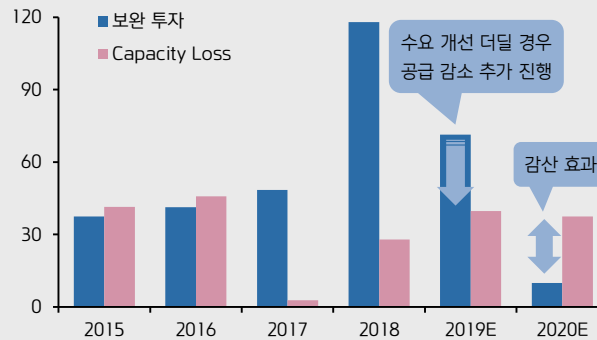
- Wafer Input Capacity 추이 및 전망  
2017년 +4%YoY: '미세공정 전환 + Capacity 보완투자 + Capacity 증가'  
2018년 +8%YoY: '미세공정 전환 + Capacity 보완투자 + Capacity 증가'  
2019년 +1~3%YoY: '미세공정 전환 + Capacity 보완투자 + Capacity 증가(미정)'  
수요 개선 더딜 경우 Capacity 증가 계획 취소. 2019년 Wafer Input Capacity +1%YoY로 하락

## ◎ 2020년 DRAM 감산 효과 발생. 공급 부족 예상

- 2020년 공급 전망  
1) Wafer Input Capacity -3%YoY 감산 효과 발생: 수요 개선 지연될 경우 보완투자 안 한다는 업체 전략 반영  
2) DDR5 양산 본격화. Wafer Input의 보완 투자 계획대로 진행해도, 공급 감소 효과는 발생
- 2020년은 수요 성장률이 한 자릿수만 아니면, DRAM 수급은 무조건 개선됨

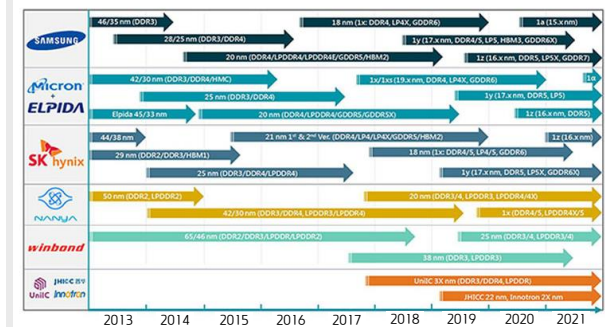
수요 충격 발생 시, Capacity 감소 추가 진행

(십억달러)



자료: 키움증권 리서치센터

2020년 DDR5 양산 본격화, 공급 감소 효과 발생



자료: Tech Insights, 키움증권 리서치센터

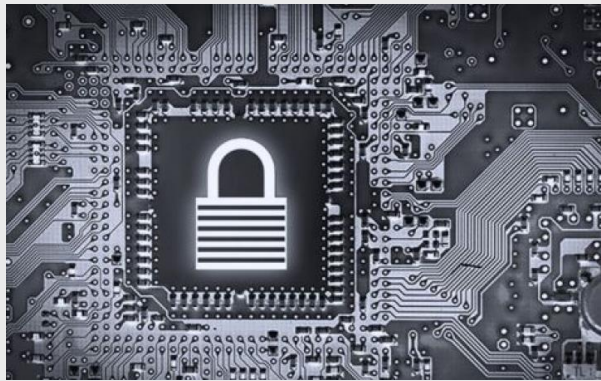
## 2. 서버 DRAM 수요 전망

반도체/디스플레이

### ◎ 다가오는 신규 CPU 플랫폼 사이클

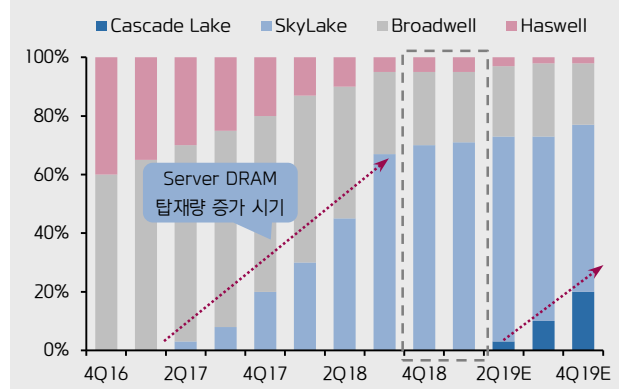
- 4Q18 ~1Q19 신규 CPU 플랫폼 출시 직전의 대기 수요 발생
- 일시적 수요 약세 불가피할 것으로 예상했으나, 문제는 수요 감소의 폭이 당사 예상 대비 더욱 극심했음
- 이는 앞서 언급한 서버 DRAM의 수요 리스크 때문이며, 리스크 해소와 함께 큰 폭의 수요 증가로 나타날 전망
- 2Q19 신규 CPU 플랫폼 (Intel Cascade Lake, AMD Rome) 양산 본격화
- 서버 DRAM 수요 성장 재개, 2H19 큰 폭의 수요 증가 예상
- 서버 DRAM 탑재량 증가율: 1H19 +16%YoY → 2H19 +27%YoY
- Cascade Lake는 기존 제품 대비 성능 +20% 향상. 문제가 됐던 Specter와 Meltdown 이슈도 해결
- 2020년 10nm 기반의 Ice Lake 출시 → 서버 DRAM 수요 증가세 지속

Cascade Lake: Specter, Meltdown 이슈 해결



자료: 키움증권 리서치센터

2Q19 신규 CPU 플랫폼 판매 본격화



자료: Intel, 키움증권 리서치센터



## 2. 서버 DRAM 수요 전망

반도체/디스플레이

### ◎ 중국 게임 판호 발급 재개, 텐센트의 서버 DRAM 구매 확대 예상

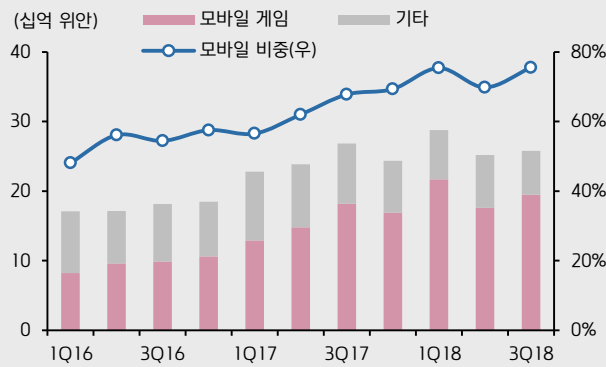
- 2018년 3월, 중국 게임 판호 발급 부서 개편하며 신규 판호 발급 전면 중단  
중국 게임 업체들은 판호 발급 외에 정부의 강력한 규제를 받아옴
- 2018년 12월 21일 판호 심사 재개 공식화. 12월 29일 내자 판호 발급 재개
- 2019년 1월 24일(4차 판호 발급) 텐센트 2종과 넷이즈 1종의 게임 판호 발급 재개
- 게임 규제로 인해 실적 악화를 겪던 텐센트의 서버 투자 재개될 전망

### ◎ 신규 CPU 출시와 3D NAND가 이끄는 서버 DRAM의 수요 회복

- 빅 데이터, 머신러닝 등을 위한 서버 하드웨어는 CPU, GPU, DRAM, NAND 등으로 구성
- CPU와 NAND의 수요 증가는 자연스레 서버 DRAM의 수요 회복으로 이어짐

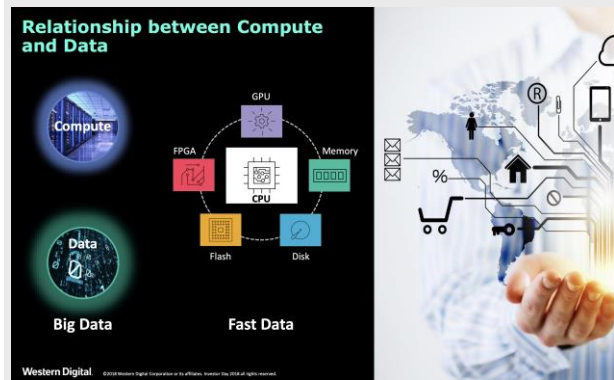
- 1Q19 저점으로, 서버 DRAM의 수요 개선 나타날 전망

텐센트 게임 매출액 및 모바일 비중 추이



자료: Tencent, 키움증권 리서치센터

CPU와 NAND가 이끄는 서버 DRAM의 수요 회복 예상



자료: Western Digital, 키움증권 리서치센터

### 3. 모바일, PC DRAM 수요 전망

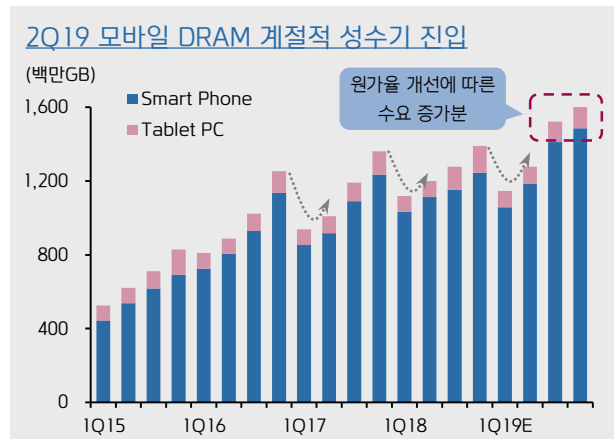
반도체/디스플레이

#### ◎ 모바일 DRAM 계절적 성수기 진입

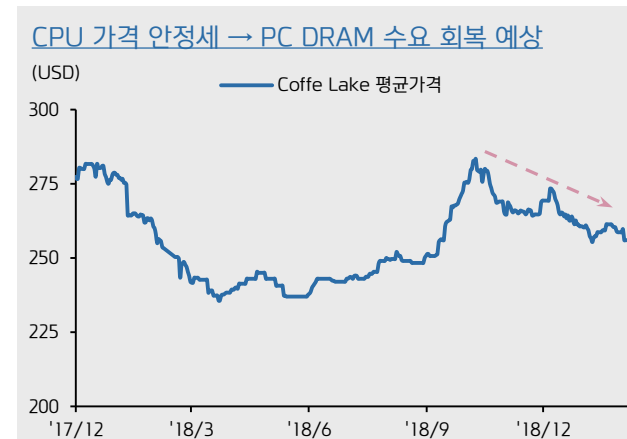
- 모바일 DRAM 수요의 계절성 뚜렷
- 스마트폰 시장 성장 둔화, 중국 스마트폰 업체의 수요 비중 증가 영향
- 2Q19 중국 스마트폰 신제품 출시 → 모바일 DRAM 수요 증가 및 재고 감소
- 일부 고가 제품은 10GB ~12GB DRAM 탑재 예정 [4Q18 스마트폰 내 DRAM 평균 탑재량 3.4GB]

#### ◎ PC DRAM 수요 회복, CPU 공급 부족 해결 효과

- 2H18 인텔 CPU 공급 부족 발생 → PC Set 수요 둔화로 이어짐
- CPU 공급 부족 원인[12인치 Wafer 공급 부족, CPU 생산 공정차질] 해소
- 2Q19 PC DRAM 수요 회복 → 서버 DRAM 유통재고 감소



자료: DRAmEXchange, SA, 키움증권 리서치센터



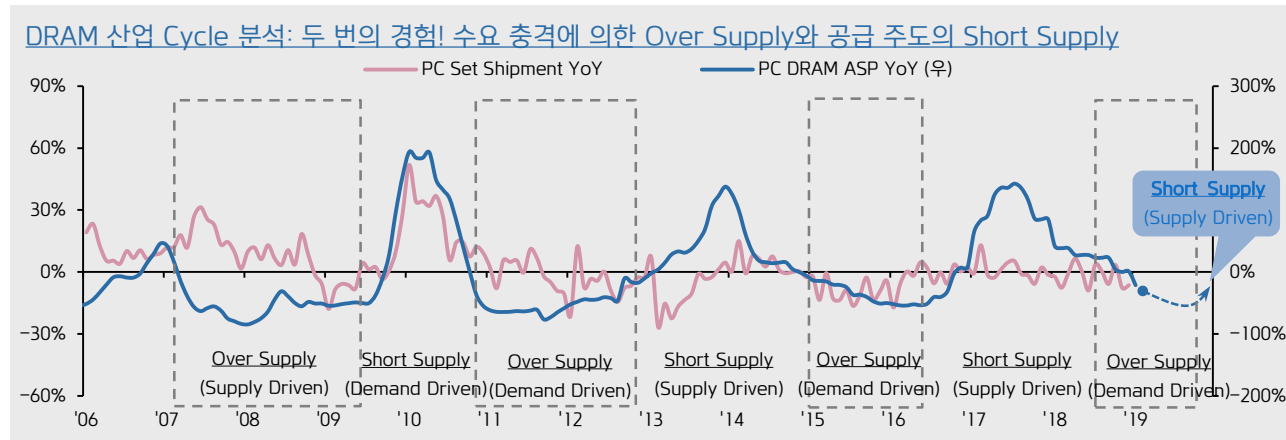
자료: PCPartPicker, 키움증권 리서치센터

◎ 경험에 의한 주가의 빠른 반등

- DRAM 산업은 '공급 과점화와 수요처 다변화' 영향으로 과거 대비 'Over Supply 기간이 확연히 단축' 되고 있음
- 과점 이후 두 번의 Over Supply(Demand Driven)와 Short Supply(Supply Driven) 경험  
이번 Cycle 역시 Over Supply(Demand Driven) → Short Supply(Supply Driven)로 이어질 전망  
1Q19 수요 저점 → 2Q19 유통재고 감소 → 2H19 공급 부족 재진입 → 2020년 공급 부족 지속
- 주가는 단기 급등에 따른 피로감으로 인해 기간 조정 나타날 가능성 존재, 비중 확대 기회로 활용하는 전략 추천  
과점 이후 두 번의 Cycle을 경험한 만큼, 향후 주가는 업황보다 더욱 빠르게 움직일 것으로 판단함

◎ 업종 Top Picks 및 관심 종목

- Top Picks: 삼성전자, SK하이닉스, SK머티리얼즈, 한솔케미칼
- 관심 종목(반도체): 하나머티리얼즈, 원익QnC, 티씨케이, 유니테스트, 테스나
- 관심 종목(디스플레이): 에스에프에이, 원익IPS, 덕산네오룩스, 야스



자료: DRAMeXchange, ADATA, 키움증권 리서치센터

## 5. DRAM Key Data

반도체/디스플레이

◎ DRAM Supply/Demand Forecast (단위: 백만Gb, 백만장/월)

|                         | 1Q18          | 2Q18          | 3Q18          | 4Q18          | 1Q19E         | 2Q19E         | 3Q19E         | 4Q19E         | 2017          | 2018           | 2019E          |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>Oversupply Ratio</b> | <b>0.6%</b>   | <b>-1.0%</b>  | <b>0.8%</b>   | <b>4.5%</b>   | <b>6.2%</b>   | <b>2.6%</b>   | <b>-1.9%</b>  | <b>-4.3%</b>  | <b>-0.7%</b>  | <b>1.3%</b>    | <b>0.3%</b>    |
| DRAM Supply             | 25,721        | 26,539        | 27,768        | 29,383        | 29,210        | 30,868        | 32,298        | 32,859        | 90,686        | 109,410        | 125,235        |
| Wafer Input Capa        | 1,17          | 1,20          | 1,24          | 1,26          | 1,25          | 1,25          | 1,24          | 1,25          | 1,13          | 1,22           | 1,25           |
| DRAM Demand             | 25,579        | 26,802        | 27,537        | 28,126        | 27,501        | 30,073        | 32,923        | 34,329        | 91,368        | 108,043        | 124,826        |
| <b>DRAM Supply</b>      | <b>25,721</b> | <b>26,539</b> | <b>27,768</b> | <b>29,383</b> | <b>29,210</b> | <b>30,868</b> | <b>32,298</b> | <b>32,859</b> | <b>90,686</b> | <b>109,410</b> | <b>125,235</b> |
| Samsung                 | 10,312        | 10,878        | 12,401        | 10,169        | 9,661         | 11,303        | 14,355        | 16,077        | 38,956        | 43,761         | 51,395         |
| SK Hynix                | 6,910         | 7,982         | 8,381         | 8,188         | 6,960         | 8,282         | 10,187        | 11,104        | 26,390        | 31,461         | 36,534         |
| Micron Group            | 6,994         | 7,001         | 7,491         | 7,498         | 7,123         | 7,836         | 8,071         | 8,636         | 24,722        | 28,984         | 31,666         |
| Nanya                   | 730           | 883           | 963           | 761           | 776           | 830           | 938           | 957           | 2,409         | 3,337          | 3,502          |
| Powerchip               | 311           | 236           | 229           | 245           | 238           | 250           | 252           | 270           | 1,353         | 1,021          | 1,010          |
| Winbond                 | 97            | 101           | 128           | 132           | 142           | 139           | 142           | 146           | 353           | 458            | 569            |
| <b>DRAM Demand</b>      | <b>25,579</b> | <b>26,802</b> | <b>27,537</b> | <b>28,126</b> | <b>27,501</b> | <b>30,073</b> | <b>32,923</b> | <b>34,329</b> | <b>91,368</b> | <b>108,043</b> | <b>124,826</b> |
| Server                  | 7,060         | 8,542         | 9,548         | 9,643         | 8,362         | 10,247        | 12,162        | 13,210        | 25,474        | 34,794         | 43,980         |
| Desktop PC              | 1,039         | 1,085         | 1,107         | 1,157         | 1,066         | 1,087         | 1,139         | 1,245         | 4,097         | 4,389          | 4,536          |
| Note PC                 | 1,538         | 1,587         | 1,848         | 1,914         | 1,635         | 1,676         | 1,953         | 2,033         | 6,323         | 6,886          | 7,297          |
| Mobile Phone            | 8,179         | 8,809         | 9,148         | 9,882         | 8,418         | 9,419         | 11,198        | 11,788        | 32,217        | 36,018         | 40,823         |
| Tablet PC               | 661           | 686           | 979           | 1,131         | 698           | 739           | 877           | 1,076         | 3,162         | 3,456          | 3,389          |
| LCD/OLED TV             | 940           | 937           | 1,108         | 1,428         | 1,054         | 1,083         | 1,209         | 1,526         | 3,591         | 4,413          | 4,873          |
| Memory Module           | 532           | 556           | 567           | 593           | 546           | 557           | 583           | 637           | 2,097         | 2,247          | 2,323          |
| Graphic Card            | 249           | 299           | 369           | 363           | 310           | 334           | 379           | 356           | 1,010         | 1,280          | 1,379          |
| <b>B/G(%QoQ/%YoY)</b>   |               |               |               |               |               |               |               |               |               |                |                |
| <b>DRAM Supply</b>      | <b>4%</b>     | <b>3%</b>     | <b>5%</b>     | <b>6%</b>     | <b>-1%</b>    | <b>6%</b>     | <b>5%</b>     | <b>2%</b>     | <b>20%</b>    | <b>21%</b>     | <b>14%</b>     |
| Samsung                 | -1%           | 5%            | 14%           | -18%          | -5%           | 17%           | 27%           | 12%           | 15%           | 12%            | 17%            |
| SK Hynix                | -5%           | 16%           | 5%            | -2%           | -15%          | 19%           | 23%           | 9%            | 25%           | 19%            | 16%            |
| Micron Group            | 4%            | 0%            | 7%            | 0%            | -5%           | 10%           | 3%            | 7%            | 39%           | 17%            | 9%             |
| Nanya                   | 8%            | 21%           | 9%            | -21%          | 2%            | 7%            | 13%           | 2%            | -4%           | 39%            | 5%             |
| Powerchip               | -1%           | -24%          | -3%           | 7%            | -3%           | 5%            | 1%            | 7%            | 15%           | -25%           | -1%            |
| Winbond                 | 5%            | 4%            | 26%           | 3%            | 8%            | -2%           | 2%            | 3%            | 7%            | 30%            | 24%            |
| <b>DRAM Demand</b>      | <b>2%</b>     | <b>5%</b>     | <b>3%</b>     | <b>2%</b>     | <b>-2%</b>    | <b>9%</b>     | <b>9%</b>     | <b>4%</b>     | <b>24%</b>    | <b>18%</b>     | <b>16%</b>     |
| Server                  | -7%           | 21%           | 12%           | 1%            | -13%          | 23%           | 19%           | 9%            | 47%           | 37%            | 26%            |
| Desktop PC              | -7%           | 4%            | 2%            | 5%            | -8%           | 2%            | 5%            | 9%            | -1%           | 7%             | 3%             |
| Note PC                 | -14%          | 3%            | 16%           | 4%            | -15%          | 3%            | 17%           | 4%            | 8%            | 9%             | 6%             |
| Mobile Phone            | -16%          | 8%            | 4%            | 8%            | -15%          | 12%           | 19%           | 5%            | 13%           | 12%            | 13%            |
| Tablet PC               | -33%          | 4%            | 43%           | 16%           | -38%          | 6%            | 19%           | 23%           | 7%            | 9%             | -2%            |
| LCD/OLED TV             | -22%          | 0%            | 18%           | 29%           | -26%          | 3%            | 12%           | 26%           | 16%           | 23%            | 10%            |
| Memory Module           | -7%           | 4%            | 2%            | 5%            | -8%           | 2%            | 5%            | 9%            | -3%           | 7%             | 3%             |
| Graphic Card            | -6%           | 20%           | 23%           | -2%           | -15%          | 8%            | 14%           | -6%           | 33%           | 27%            | 8%             |

자료: 키움증권 리서치센터

## 5. DRAM Key Data

반도체/디스플레이

◎ DRAM Demand Forecast (단위: 백만Gb, 백만개)

|                       | 1Q18         | 2Q18         | 3Q18         | 4Q18         | 1Q19E        | 2Q19E        | 3Q19E        | 4Q19E        | 2017          | 2018          | 2019E         |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>DRAM Demand</b>    | <b>3,197</b> | <b>3,350</b> | <b>3,442</b> | <b>3,516</b> | <b>3,438</b> | <b>3,759</b> | <b>4,115</b> | <b>4,291</b> | <b>11,421</b> | <b>13,505</b> | <b>15,603</b> |
| Server                | 883          | 1,068        | 1,194        | 1,205        | 1,045        | 1,281        | 1,520        | 1,651        | 3,184         | 4,349         | 5,498         |
| Desktop PC            | 130          | 136          | 138          | 145          | 133          | 136          | 142          | 156          | 512           | 549           | 567           |
| Note PC               | 192          | 198          | 231          | 239          | 204          | 210          | 244          | 254          | 790           | 861           | 912           |
| Mobile Phone          | 1,022        | 1,101        | 1,143        | 1,235        | 1,052        | 1,177        | 1,400        | 1,473        | 4,027         | 4,502         | 5,103         |
| Tablet PC             | 83           | 86           | 122          | 141          | 87           | 92           | 110          | 135          | 395           | 432           | 424           |
| LCD/OLED TV           | 117          | 117          | 139          | 179          | 132          | 135          | 151          | 191          | 449           | 552           | 609           |
| Graphic Card          | 31           | 37           | 46           | 45           | 39           | 42           | 47           | 45           | 126           | 160           | 172           |
| <b>%YoY</b>           | <b>22%</b>   | <b>22%</b>   | <b>18%</b>   | <b>12%</b>   | <b>8%</b>    | <b>12%</b>   | <b>20%</b>   | <b>22%</b>   | <b>24%</b>    | <b>18%</b>    | <b>16%</b>    |
| Server                | 41%          | 41%          | 40%          | 27%          | 18%          | 20%          | 27%          | 37%          | 47%           | 37%           | 26%           |
| Desktop PC            | 6%           | 10%          | 9%           | 4%           | 3%           | 0%           | 3%           | 8%           | -1%           | 7%            | 3%            |
| Note PC               | 6%           | 11%          | 10%          | 8%           | 6%           | 6%           | 6%           | 8%           | 8%            | 9%            | 6%            |
| Mobile Phone          | 22%          | 22%          | 7%           | 2%           | 3%           | 7%           | 22%          | 19%          | 13%           | 12%           | 13%           |
| Tablet PC             | -1%          | -4%          | 25%          | 14%          | 6%           | 8%           | -10%         | -5%          | 7%            | 9%            | -2%           |
| LCD/OLED TV           | 30%          | 29%          | 19%          | 18%          | 12%          | 16%          | 9%           | 7%           | 16%           | 23%           | 10%           |
| Graphic Card          | 13%          | 22%          | 32%          | 37%          | 24%          | 11%          | 3%           | -2%          | 33%           | 27%           | 8%            |
| <b>DRAM GB/System</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |               |               |               |
| Server                | 233          | 251          | 269          | 271          | 273          | 291          | 330          | 357          | 194           | 257           | 315           |
| Desktop PC            | 5.5          | 5.6          | 5.7          | 5.7          | 5.9          | 6.0          | 6.2          | 6.3          | 5.1           | 5.6           | 6.1           |
| Note PC               | 5.3          | 5.4          | 5.6          | 5.6          | 5.7          | 5.8          | 6.0          | 6.1          | 5.0           | 5.5           | 5.9           |
| Mobile Phone          | 2.5          | 2.7          | 2.8          | 3.0          | 3.1          | 3.3          | 3.7          | 3.8          | 2.3           | 2.8           | 3.5           |
| Tablet PC             | 2.7          | 2.7          | 2.8          | 3.0          | 2.8          | 2.9          | 3.1          | 3.2          | 2.5           | 2.8           | 3.0           |
| LCD/OLED TV           | 2.4          | 2.5          | 2.6          | 2.7          | 2.8          | 2.9          | 2.9          | 2.9          | 2.1           | 2.6           | 2.9           |
| Graphic               | 2.4          | 2.6          | 2.7          | 2.8          | 2.9          | 2.9          | 2.9          | 3.0          | 2.2           | 2.6           | 2.9           |
| <b>%YoY</b>           |              |              |              |              |              |              |              |              |               |               |               |
| Server                | 38%          | 36%          | 34%          | 25%          | 17%          | 16%          | 22%          | 32%          | 42%           | 32%           | 22%           |
| Desktop PC            | 9%           | 10%          | 10%          | 10%          | 7%           | 6%           | 10%          | 10%          | 4%            | 10%           | 8%            |
| Note PC               | 8%           | 9%           | 10%          | 8%           | 9%           | 6%           | 6%           | 9%           | 9%            | 9%            | 7%            |
| Mobile Phone          | 29%          | 29%          | 18%          | 13%          | 21%          | 22%          | 33%          | 28%          | 17%           | 21%           | 26%           |
| Tablet PC             | 13%          | 11%          | 12%          | 16%          | 6%           | 10%          | 9%           | 6%           | 14%           | 14%           | 7%            |
| LCD/OLED TV           | 20%          | 20%          | 20%          | 21%          | 16%          | 16%          | 9%           | 8%           | 20%           | 20%           | 12%           |
| Graphic               | 20%          | 21%          | 21%          | 22%          | 21%          | 14%          | 9%           | 5%           | 20%           | 21%           | 11%           |
| <b>Set Demand</b>     |              |              |              |              |              |              |              |              |               |               |               |
| Server                | 3.9          | 4.3          | 4.5          | 4.6          | 3.9          | 4.5          | 4.7          | 4.7          | 16.8          | 17.3          | 17.9          |
| Desktop PC            | 24           | 25           | 25           | 26           | 23           | 23           | 23           | 25           | 102           | 100           | 95            |
| Note PC               | 37           | 37           | 42           | 44           | 36           | 37           | 42           | 43           | 160           | 161           | 159           |
| Mobile Phone          | 413          | 415          | 422          | 422          | 352          | 364          | 389          | 393          | 1,809         | 1,672         | 1,499         |
| Tablet PC             | 32           | 33           | 45           | 49           | 32           | 32           | 37           | 44           | 164           | 158           | 144           |
| LCD/OLED TV           | 51           | 48           | 54           | 67           | 49           | 48           | 54           | 66           | 215           | 220           | 218           |
| Graphic               | 13           | 15           | 18           | 17           | 13           | 15           | 17           | 15           | 59            | 62            | 60            |
| <b>%YoY</b>           |              |              |              |              |              |              |              |              |               |               |               |
| Server                | 2%           | 4%           | 4%           | 2%           | 1%           | 4%           | 4%           | 4%           | 4%            | 3%            | 3%            |
| Desktop PC            | -3%          | 0%           | -1%          | -6%          | -4%          | -5%          | -6%          | -2%          | -5%           | -3%           | -4%           |
| Note PC               | -1%          | 2%           | 1%           | -1%          | -2%          | -1%          | -1%          | -2%          | -1%           | 0%            | -1%           |
| Mobile Phone          | -5%          | -5%          | -10%         | -10%         | -15%         | -12%         | -8%          | -7%          | -4%           | -8%           | -10%          |
| Tablet PC             | -12%         | -14%         | 11%          | -2%          | 0%           | -2%          | -18%         | -10%         | -6%           | -4%           | -9%           |
| LCD/OLED TV           | 8%           | 7%           | -1%          | -2%          | -3%          | 0%           | 0%           | -1%          | -3%           | 2%            | -1%           |
| Graphic               | -6%          | 2%           | 9%           | 13%          | 3%           | -3%          | -5%          | -7%          | 10%           | 4%            | -3%           |

자료: 키움증권 리서치센터

## 5. DRAM Key Data

반도체/디스플레이

### ◎ DRAM Wafer Input Capacity (단위: 천장/월)

|                     | 1Q18       | 2Q18       | 3Q18       | 4Q18       | 1Q19E      | 2Q19E      | 3Q19E      | 4Q19E      | 2017       | 2018       | 2019E      |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Wafer Input Capa    | 1,170      | 1,195      | 1,243      | 1,256      | 1,252      | 1,254      | 1,237      | 1,247      | 1,126      | 1,216      | 1,248      |
| %YoY                | 7%         | 9%         | 9%         | 7%         | 7%         | 5%         | 0%         | -1%        | 4%         | 8%         | 3%         |
| <b>Samsung</b>      | <b>375</b> | <b>394</b> | <b>432</b> | <b>445</b> | <b>446</b> | <b>446</b> | <b>436</b> | <b>436</b> | <b>363</b> | <b>411</b> | <b>441</b> |
| Fab11               | 25         | 20         | 15         | 10         |            |            |            |            | 39         | 18         |            |
| Fab13               | 100        | 100        | 100        | 100        | 100        | 100        | 95         | 95         | 100        | 100        | 98         |
| Fab15               | 170        | 170        | 170        | 165        | 165        | 165        | 165        | 165        | 170        | 169        | 165        |
| Fab16               |            | 15         | 40         | 40         | 40         | 40         | 40         | 40         |            | 24         | 40         |
| Fab17               | 80         | 80         | 80         | 80         | 80         | 80         | 75         | 75         | 54         | 80         | 78         |
| P1                  |            | 9          | 27         | 50         | 61         | 61         | 61         | 61         |            | 21         | 61         |
| <b>SK Hynix</b>     | <b>310</b> | <b>320</b> | <b>330</b> | <b>330</b> | <b>325</b> | <b>325</b> | <b>325</b> | <b>325</b> | <b>290</b> | <b>323</b> | <b>325</b> |
| M10                 | 80         | 80         | 80         | 80         | 75         | 70         | 70         | 70         | 85         | 80         | 71         |
| Wuxi (C2)           | 140        | 140        | 140        | 140        | 140        | 135        | 130        | 130        | 136        | 140        | 134        |
| Wuxi (C3)           |            |            |            |            |            | 10         | 20         | 20         |            |            | 13         |
| M14                 | 90         | 100        | 110        | 110        | 110        | 110        | 105        | 105        | 69         | 103        | 108        |
| <b>Micron Group</b> | <b>350</b> | <b>345</b> | <b>345</b> | <b>345</b> | <b>345</b> | <b>345</b> | <b>335</b> | <b>345</b> | <b>338</b> | <b>346</b> | <b>343</b> |
| Dominion Fab6       | 25         | 25         | 25         | 25         | 25         | 25         | 25         | 25         | 25         | 25         | 25         |
| MTT(Inotera)        | 130        | 125        | 125        | 125        | 125        | 125        | 115        | 115        | 121        | 126        | 120        |
| Fab15(Elpida)       | 105        | 105        | 105        | 105        | 105        | 105        | 105        | 115        | 100        | 105        | 108        |
| MMT(Rexchip)        | 90         | 90         | 90         | 90         | 90         | 90         | 90         | 90         | 93         | 90         | 90         |
| <b>Nanya</b>        | <b>65</b>  | <b>68</b>  | <b>68</b>  | <b>68</b>  | <b>68</b>  | <b>70</b>  | <b>73</b>  | <b>73</b>  | <b>59</b>  | <b>67</b>  | <b>71</b>  |
| <b>Powerchip</b>    | <b>45</b>  | <b>43</b>  | <b>42</b>  | <b>42</b>  | <b>42</b>  | <b>42</b>  | <b>42</b>  | <b>42</b>  | <b>52</b>  | <b>43</b>  | <b>42</b>  |
| <b>Winbond</b>      | <b>25</b>  | <b>25</b>  | <b>26</b>  | <b>26</b>  | <b>26</b>  | <b>26</b>  | <b>26</b>  | <b>26</b>  | <b>25</b>  | <b>26</b>  | <b>26</b>  |
| <b>% of Total</b>   |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>Samsung</b>      | <b>32%</b> | <b>33%</b> | <b>35%</b> | <b>35%</b> | <b>36%</b> | <b>36%</b> | <b>35%</b> | <b>35%</b> | <b>32%</b> | <b>34%</b> | <b>35%</b> |
| Fab11               | 2%         | 2%         | 1%         | 1%         |            |            |            |            | 3%         | 1%         |            |
| Fab13               | 9%         | 8%         | 8%         | 8%         | 8%         | 8%         | 8%         | 8%         | 9%         | 8%         | 8%         |
| Fab15               | 15%        | 14%        | 14%        | 13%        | 13%        | 13%        | 13%        | 13%        | 15%        | 14%        | 13%        |
| Fab16               |            | 1%         | 3%         | 3%         | 3%         | 3%         | 3%         | 3%         |            | 2%         | 3%         |
| Fab17               | 7%         | 7%         | 6%         | 6%         | 6%         | 6%         | 6%         | 6%         | 5%         | 7%         | 6%         |
| P1                  |            | 1%         | 2%         | 4%         | 5%         | 5%         | 5%         | 5%         |            | 2%         | 5%         |
| <b>SK Hynix</b>     | <b>26%</b> | <b>27%</b> | <b>27%</b> | <b>26%</b> | <b>26%</b> | <b>26%</b> | <b>26%</b> | <b>26%</b> | <b>26%</b> | <b>27%</b> | <b>26%</b> |
| M10                 | 7%         | 7%         | 6%         | 6%         | 6%         | 6%         | 6%         | 6%         | 8%         | 7%         | 6%         |
| Wuxi (C2)           | 12%        | 12%        | 11%        | 11%        | 11%        | 11%        | 11%        | 10%        | 12%        | 12%        | 11%        |
| Wuxi (C3)           |            |            |            |            |            | 1%         | 2%         | 2%         |            |            | 1%         |
| M14                 | 8%         | 8%         | 9%         | 9%         | 9%         | 9%         | 8%         | 8%         | 6%         | 8%         | 9%         |
| <b>Micron Group</b> | <b>30%</b> | <b>29%</b> | <b>28%</b> | <b>27%</b> | <b>28%</b> | <b>28%</b> | <b>27%</b> | <b>28%</b> | <b>30%</b> | <b>28%</b> | <b>27%</b> |
| Dominion Fab2       | 2%         | 2%         | 2%         | 2%         | 2%         | 2%         | 2%         | 2%         | 2%         | 2%         | 2%         |
| Fab11(Inotera)      | 11%        | 10%        | 10%        | 10%        | 10%        | 10%        | 9%         | 9%         | 11%        | 10%        | 10%        |
| Fab15(Elpida)       | 9%         | 9%         | 8%         | 8%         | 8%         | 8%         | 8%         | 9%         | 9%         | 9%         | 9%         |
| Fab16(Rexchip)      | 8%         | 8%         | 7%         | 7%         | 7%         | 7%         | 7%         | 7%         | 8%         | 7%         | 7%         |
| <b>Nanya</b>        | <b>6%</b>  | <b>6%</b>  | <b>5%</b>  | <b>5%</b>  | <b>5%</b>  | <b>6%</b>  | <b>6%</b>  | <b>6%</b>  | <b>5%</b>  | <b>6%</b>  | <b>6%</b>  |
| <b>Powerchip</b>    | <b>4%</b>  | <b>4%</b>  | <b>3%</b>  | <b>3%</b>  | <b>3%</b>  | <b>3%</b>  | <b>3%</b>  | <b>3%</b>  | <b>5%</b>  | <b>4%</b>  | <b>3%</b>  |
| <b>Winbond</b>      | <b>2%</b>  | <b>2%</b>  | <b>2%</b>  | <b>2%</b>  | <b>2%</b>  | <b>2%</b>  | <b>2%</b>  | <b>2%</b>  | <b>2%</b>  | <b>2%</b>  | <b>2%</b>  |

자료: 키움증권 리서치센터

## IV. 기업분석

### 키움증권 커버리지

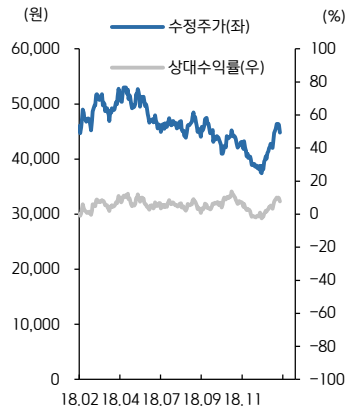
- |                    |                        |
|--------------------|------------------------|
| 1. 삼성전자(005930)    | Buy, TP 52,000원        |
| 2. SK하이닉스(000660)  | Buy, TP 85,000원        |
| 3. SK머티리얼즈(036490) | Buy, TP 200,000원       |
| 4. 한솔케미칼(014680)   | Buy, TP 110,000원       |
| 5. 솔브레인(036830)    | Outperform, TP 62,000원 |



주가(2/8): 44,800원

목표주가: 52,000원(상향)

|             |             |         |
|-------------|-------------|---------|
| KOSPI(2/8)  | 2,177.05pt  |         |
| 시가총액        | 2,674,463억원 |         |
| 52주 주가동향    | 최고가         | 최저가     |
|             | 53,000원     | 37,450원 |
| 최고/최저가 대비   | -15.47%     | 19.63%  |
| 상대수익률       | 절대          | 상대      |
|             | 1M          | 17.6%   |
|             | 6M          | -4.3%   |
|             | 12M         | -2.6%   |
| 발행주식수       | 6,792,669천주 |         |
| 일평균거래량(3M)  | 12,153천주    |         |
| 외국인 지분율     | 61.09%      |         |
| 배당수익률(18.E) | 3.66%       |         |
| BPS(18.E)   | 35,590원     |         |



## ◎ 메모리 반도체 업황 턴어라운드, 2020년 공급 부족 재진입

- 1Q19 저점, 메모리 반도체 수요 회복 예상
- 공급 업체의 CapEx Cut으로 인해, 업황 개선 속도는 과거보다 빠르게 나타날 것

## ◎ 풍부한 현금. 반도체 업체 인수 기대감 증가

- 삼성전자 현금 및 현금성 자산은 2019년 74조원 → 2020년 90조원으로 지속 증가
- 최근 언론 보도에 따르면 NXP/Xilinx/Infineon 등에 대한 인수 검토 중
- 해당 업체 인수 시 기존 Foundry 사업과의 시너지 효과 발생. 주가 상승 Trigger로써 작용

## ◎ 투자 의견 'BUY' 유지, 목표주가 52,000원으로 상향

- NAND 수요 및 가격 전망치 변경 반영하여 목표주가 상향 조정
- 최근 급등에 대한 피로감으로 인해 주가의 단기 조정이 나타날 수 있지만, 그 폭은 크지 않을 것
- 해당 시기를 삼성전자에 대한 매수 기회로 활용할 것을 추천함

| 투자지표           | 2016    | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원)       | 201,867 | 239,575 | 243,771 | 221,358 | 238,402 |
| 영업이익(십억원)      | 29,241  | 53,645  | 58,887  | 38,507  | 52,483  |
| EBITDA(십억원)    | 49,954  | 75,762  | 85,561  | 65,788  | 79,119  |
| 세전이익(십억원)      | 30,714  | 56,196  | 61,160  | 40,557  | 54,520  |
| 순이익(십억원)       | 22,726  | 42,187  | 44,345  | 29,565  | 39,744  |
| 지배주주지분순이익(십억원) | 22,416  | 41,345  | 43,891  | 29,103  | 38,950  |
| EPS(원)         | 3,161   | 5,992   | 6,541   | 4,337   | 5,805   |
| 증감율(%YoY)      | 25.7    | 89.6    | 9.2     | -33.7   | 33.8    |
| PER(배)         | 11.4    | 8.5     | 6.8     | 10.3    | 7.7     |
| PBR(배)         | 1.6     | 1.8     | 1.3     | 1.2     | 1.0     |
| EV/EBITDA(배)   | 4.3     | 4.1     | 3.3     | 4.0     | 3.1     |
| 영업이익률(%)       | 14.5    | 22.4    | 24.2    | 17.4    | 22.0    |
| ROE(%)         | 12.2    | 20.7    | 19.1    | 11.4    | 14.0    |
| 순부채비율(%)       | -37.8   | -30.0   | -33.9   | -40.5   | -42.3   |



# 삼성전자(005930): 반도체 턴어라운드 기대 속 쌓여가는 현금

반도체/디스플레이

| (단위: 십억원)            | 1Q18   | 2Q18   | 3Q18   | 4Q18   | 1Q19E  | 2Q19E  | 3Q19E  | 4Q19E  | 2017    | 2018    | 2019E   |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 매출액                  | 60,564 | 58,483 | 65,460 | 59,265 | 52,923 | 53,017 | 56,755 | 58,662 | 239,575 | 243,771 | 221,358 |
| %YoY                 | 20%    | -4%    | 5%     | -10%   | -13%   | -9%    | -13%   | -1%    | 19%     | 2%      | -9%     |
| Semiconductor        | 20,783 | 21,992 | 24,768 | 18,753 | 15,220 | 15,453 | 18,296 | 20,136 | 74,256  | 86,296  | 69,106  |
| Memory               | 17,331 | 18,501 | 21,050 | 15,499 | 11,467 | 11,714 | 14,400 | 16,766 | 60,293  | 72,381  | 54,348  |
| DRAM                 | 11,079 | 12,043 | 14,257 | 10,647 | 8,018  | 8,121  | 10,062 | 11,750 | 36,827  | 48,026  | 37,951  |
| NAND                 | 6,252  | 6,458  | 6,793  | 4,852  | 3,450  | 3,593  | 4,338  | 5,016  | 23,466  | 24,355  | 16,396  |
| S.LSI/Foundry        | 3,072  | 3,167  | 3,529  | 2,905  | 3,343  | 3,392  | 3,702  | 3,015  | 12,601  | 12,673  | 13,452  |
| Display Panel        | 7,537  | 5,666  | 10,088 | 9,173  | 8,465  | 7,377  | 8,595  | 8,321  | 34,465  | 32,464  | 32,757  |
| LCD                  | 2,127  | 1,876  | 2,182  | 1,775  | 1,777  | 1,464  | 1,628  | 1,586  | 10,416  | 7,960   | 6,456   |
| OLED                 | 5,418  | 3,652  | 6,742  | 6,350  | 5,688  | 4,613  | 5,757  | 5,657  | 22,963  | 22,163  | 21,715  |
| IT&Mobile            | 28,450 | 23,995 | 24,913 | 23,323 | 24,646 | 23,132 | 23,958 | 23,139 | 106,668 | 100,681 | 94,874  |
| 무선사업부                | 27,661 | 22,670 | 23,993 | 22,192 | 23,795 | 22,443 | 22,764 | 21,943 | 103,705 | 96,516  | 90,944  |
| 네트워크/기타              | 789    | 1,325  | 920    | 1,131  | 850    | 689    | 1,194  | 1,196  | 2,963   | 4,165   | 3,930   |
| Consumer Electronics | 9,742  | 10,401 | 10,179 | 11,791 | 9,790  | 10,294 | 9,796  | 10,804 | 45,109  | 42,113  | 40,683  |
| VD                   | 5,840  | 5,942  | 5,981  | 7,540  | 5,667  | 5,611  | 5,560  | 6,560  | 27,527  | 25,303  | 23,398  |
| 영업이익                 | 15,642 | 14,869 | 17,575 | 10,801 | 8,499  | 7,918  | 10,655 | 11,434 | 53,645  | 58,887  | 38,507  |
| %YoY                 | 58%    | 6%     | 21%    | -29%   | -46%   | -47%   | -39%   | 6%     | 83%     | 10%     | -35%    |
| Semiconductor        | 11,550 | 11,606 | 13,650 | 7,770  | 5,023  | 4,801  | 6,779  | 7,953  | 35,204  | 44,576  | 24,556  |
| Memory               | 11,065 | 11,345 | 13,072 | 7,553  | 4,570  | 4,382  | 6,204  | 7,683  | 33,525  | 43,035  | 22,838  |
| DRAM                 | 7,689  | 8,310  | 10,048 | 6,272  | 4,169  | 4,217  | 5,639  | 6,784  | 22,328  | 32,319  | 20,809  |
| NAND                 | 3,376  | 3,035  | 3,024  | 1,281  | 401    | 164    | 565    | 899    | 11,197  | 10,716  | 2,029   |
| S.LSI/Foundry        | 347    | 317    | 476    | 138    | 310    | 346    | 534    | 195    | 1,198   | 1,278   | 1,385   |
| Display Panel        | 408    | 136    | 1,101  | 967    | 250    | 201    | 1,015  | 1,030  | 5,433   | 2,493   | 2,497   |
| LCD                  | 107    | -57    | 31     | -15    | -57    | -53    | 13     | 101    | 1,374   | 66      | 4       |
| OLED                 | 301    | 193    | 1,070  | 982    | 307    | 254    | 1,002  | 929    | 4,024   | 2,545   | 2,493   |
| IT&Mobile            | 3,770  | 2,669  | 2,221  | 1,510  | 3,006  | 2,405  | 2,318  | 1,840  | 11,827  | 10,170  | 9,570   |
| Consumer Electronics | 275    | 513    | 559    | 678    | 396    | 647    | 647    | 692    | 1,653   | 2,025   | 2,382   |
| 영업이익률                | 26%    | 25%    | 27%    | 18%    | 16%    | 15%    | 19%    | 19%    | 22%     | 24%     | 17%     |
| Semiconductor        | 56%    | 53%    | 55%    | 41%    | 33%    | 31%    | 37%    | 39%    | 47%     | 52%     | 36%     |
| Memory               | 64%    | 61%    | 62%    | 49%    | 40%    | 37%    | 43%    | 46%    | 56%     | 59%     | 42%     |
| DRAM                 | 69%    | 69%    | 70%    | 59%    | 52%    | 52%    | 56%    | 58%    | 61%     | 67%     | 55%     |
| NAND                 | 54%    | 47%    | 45%    | 26%    | 12%    | 5%     | 13%    | 18%    | 48%     | 44%     | 12%     |
| S.LSI/Foundry        | 11%    | 10%    | 13%    | 5%     | 9%     | 10%    | 14%    | 6%     | 10%     | 10%     | 10%     |
| Display Panel        | 5%     | 2%     | 11%    | 11%    | 3%     | 3%     | 12%    | 12%    | 16%     | 8%      | 8%      |
| LCD                  | 5%     | -3%    | 1%     | -1%    | -3%    | -4%    | 1%     | 6%     | 13%     | 1%      | 0%      |
| OLED                 | 6%     | 5%     | 16%    | 15%    | 5%     | 6%     | 17%    | 16%    | 18%     | 11%     | 11%     |
| IT&Mobile            | 13%    | 11%    | 9%     | 6%     | 12%    | 10%    | 10%    | 8%     | 11%     | 10%     | 10%     |
| Consumer Electronics | 3%     | 5%     | 5%     | 6%     | 4%     | 6%     | 7%     | 6%     | 4%      | 5%      | 6%      |
| KRW/USD              | 1,070  | 1,082  | 1,121  | 1,128  | 1,120  | 1,125  | 1,120  | 1,115  | 1,130   | 1,100   | 1,120   |

# 삼성전자(005930): 반도체 턴어라운드 기대 속 쌓여가는 현금

반도체/디스플레이

|                            | 1Q18   | 2Q18   | 3Q18   | 4Q18   | 1Q19E  | 2Q19E  | 3Q19E  | 4Q19E  | 2017   | 2018   | 2019E   |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| <b>DRAM</b>                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |
| 출하량 [백만개, 1Gb Eq]          | 10,312 | 10,878 | 12,401 | 10,169 | 9,762  | 11,061 | 14,047 | 16,154 | 38,956 | 43,761 | 51,024  |
| %QoQ/%YoY                  | -1%    | 5%     | 14%    | -18%   | -4%    | 13%    | 27%    | 15%    | 15%    | 12%    | 17%     |
| ASP/1Gb [USD]              | 1.0    | 1.0    | 1.0    | 0.9    | 0.7    | 0.7    | 0.6    | 0.7    | 0.8    | 1.0    | 0.7     |
| %QoQ/%YoY                  | 6%     | 2%     | 0%     | -9%    | -21%   | -11%   | -2%    | 2%     | 48%    | 19%    | -33%    |
| Cost/1Gb [USD]             | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.4    | 0.4    | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.3     |
| %QoQ/%YoY                  | -10%   | 3%     | -5%    | 26%    | -8%    | -11%   | -10%   | -2%    | -3%    | -1%    | -8%     |
| 영업이익/1Gb [USD]             | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.5    | 0.4    | 0.3    | 0.4    | 0.4    | 0.5    | 0.7    | 0.4     |
| 영업이익률                      | 69%    | 69%    | 70%    | 59%    | 52%    | 52%    | 56%    | 58%    | 61%    | 67%    | 55%     |
| <b>NAND</b>                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |
| 출하량[백만개, 1Gb Eq]           | 18,188 | 21,098 | 25,528 | 23,230 | 21,604 | 26,357 | 32,947 | 37,889 | 65,424 | 88,043 | 118,797 |
| %QoQ/%YoY                  | -5%    | 16%    | 21%    | -9%    | -7%    | 22%    | 25%    | 15%    | 27%    | 35%    | 35%     |
| ASP/1Gb [USD]              | 0.3    | 0.3    | 0.2    | 0.2    | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.3    | 0.3    | 0.1     |
| %QoQ/%YoY                  | -2%    | -12%   | -16%   | -22%   | -23%   | -15%   | -3%    | 1%     | 23%    | -21%   | -51%    |
| Cost/1Gb [USD]             | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.2    | 0.1    | 0.1     |
| %QoQ/%YoY                  | -5%    | 1%     | -12%   | 3%     | -8%    | -8%    | -12%   | -5%    | -14%   | -15%   | -23%    |
| 영업이익/1Gb [USD]             | 0.2    | 0.1    | 0.1    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.2    | 0.1    | 0.0     |
| 영업이익률                      | 54%    | 47%    | 45%    | 26%    | 12%    | 5%     | 13%    | 18%    | 48%    | 44%    | 12%     |
| <b>LCD</b>                 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |
| 출하면적 ['000m <sup>2</sup> ] | 7,829  | 7,050  | 7,991  | 6,885  | 7,287  | 6,386  | 7,231  | 7,097  | 31,066 | 29,755 | 28,000  |
| %QoQ/%YoY                  | -7%    | -10%   | 13%    | -14%   | 6%     | -12%   | 13%    | -2%    | -4%    | -4%    | -6%     |
| ASP/m <sup>2</sup> [USD]   | 254    | 246    | 244    | 229    | 218    | 204    | 201    | 200    | 296    | 243    | 206     |
| %QoQ/%YoY                  | -1%    | -3%    | -1%    | -6%    | -5%    | -6%    | -1%    | 0%     | -2%    | -18%   | -15%    |
| <b>OLED</b>                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |
| 출하면적 ['000m <sup>2</sup> ] | 931    | 786    | 892    | 803    | 747    | 709    | 816    | 857    | 3,295  | 3,412  | 3,128   |
| %QoQ/%YoY                  | -12%   | -16%   | 14%    | -10%   | -7%    | -5%    | 15%    | 5%     | 11%    | 4%     | -8%     |
| ASP/m <sup>2</sup> [USD]   | 5,436  | 4,294  | 6,742  | 7,012  | 6,802  | 5,781  | 6,302  | 5,923  | 6,190  | 5,885  | 6,199   |
| %QoQ/%YoY                  | -29%   | -21%   | 57%    | 4%     | -3%    | -15%   | 9%     | -6%    | 33%    | -5%    | 5%      |
| <b>Smartphone</b>          |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |
| 출하량 [백만개]                  | 78     | 72     | 72     | 69     | 67     | 68     | 70     | 71     | 318    | 291    | 276     |
| %QoQ/%YoY                  | 5%     | -9%    | 1%     | -4%    | -3%    | 1%     | 3%     | 1%     | 3%     | -8%    | -5%     |
| ASP/Unit [USD]             | 280    | 248    | 246    | 225    | 274    | 248    | 242    | 222    | 243    | 251    | 246     |
| %QoQ/%YoY                  | 10%    | -12%   | -1%    | -8%    | 22%    | -10%   | -2%    | -8%    | 5%     | 3%     | -2%     |
| <b>TV Set</b>              |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |
| 출하량 [백만개]                  | 10     | 9      | 10     | 13     | 10     | 9      | 9      | 12     | 48     | 43     | 42      |
| %QoQ/%YoY                  | -29%   | -6%    | 5%     | 38%    | -25%   | -9%    | 3%     | 33%    | 0%     | -9%    | -3%     |
| ASP/Unit [USD]             | 563    | 603    | 557    | 505    | 511    | 553    | 535    | 476    | 519    | 566    | 552     |
| %QoQ/%YoY                  | 1%     | 7%     | -8%    | -9%    | 1%     | 8%     | -3%    | -11%   | -5%    | 9%     | -2%     |

삼성전자 6개월 목표주가 52,000원 제시

|                                       | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|---------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Sales [십억원]                           | 243,771 | 221,358 | 238,402 | 251,037 | 241,247 | 249,691 |
| Growth                                | 1.8%    | -9.2%   | 7.7%    | 5.3%    | -3.9%   | 3.5%    |
| EPS [원]                               | 6,541   | 4,337   | 5,805   | 6,612   | 5,904   | 6,465   |
| Growth                                | 9.2%    | -33.7%  | 33.8%   | 13.9%   | -10.7%  | 9.5%    |
| BPS [원]                               | 35,590  | 38,497  | 42,774  | 48,086  | 52,690  | 57,855  |
| Growth                                | 26.5%   | 8.2%    | 11.1%   | 12.4%   | 9.6%    | 9.8%    |
| ROCE(Return On Common Equity)         | 19.1%   | 11.4%   | 14.0%   | 13.8%   | 11.2%   | 11.2%   |
| COE(Cost of Equity)                   | 9.1%    | 9.1%    | 9.1%    | 9.1%    | 9.1%    | 9.1%    |
| Residual Earnings(ROCE-COE)           | 10.0%   | 2.3%    | 4.9%    | 4.7%    | 2.1%    | 2.1%    |
| PV of Residual Earnings               |         | 791     | 1,681   | 1,635   | 757     | 750     |
| Equity Beta                           | 1.2     |         |         |         |         |         |
| Risk Free Rate                        | 2.0%    |         |         |         |         |         |
| Market Risk Premium                   | 6.0%    |         |         |         |         |         |
| Terminal Growth                       | 3.0%    |         |         |         |         |         |
| Cost of Equity                        | 9.1%    |         |         |         |         |         |
| Continuing Value                      | 12,702  |         |         |         |         |         |
| Beginning Common Shareholders' Equity | 35,590  |         |         |         |         |         |
| PV of RE for the Forecasting Period   | 5,613   |         |         |         |         |         |
| PV of Continuing Value                | 8,225   |         |         |         |         |         |
| Intrinsic Value per Share - 6M TP     | 51,624  |         |         |         |         |         |

주: Equity Beta는 1H16의 5년 월간 Beta 평균, Risk Free Rate은 10년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 시가총액 2조원 이상 6% 적용  
 자료: 키움증권 리서치센터

## 재무제표

반도체/디스플레이

| 포괄손익계산서              | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|----------------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 12월 결산, IFRS 연결      | 2016      | 2017    | 2018P   | 2019E   | 2020E   |
| 매출액                  | 201,867   | 239,575 | 243,771 | 221,358 | 238,402 |
| 매출원가                 | 120,278   | 129,291 | 132,394 | 131,834 | 133,416 |
| 매출총이익                | 81,589    | 110,285 | 111,378 | 89,524  | 104,986 |
| 판매비와일반관리비            | 52,348    | 56,640  | 52,292  | 50,518  | 52,504  |
| 영업이익(보고)             | 29,241    | 53,645  | 58,887  | 38,507  | 52,483  |
| 영업이익(핵심)             | 29,241    | 53,645  | 58,887  | 38,507  | 52,483  |
| 영업외손익                | 1,473     | 2,551   | 2,274   | 2,050   | 2,037   |
| 이자수익                 | 1,504     | 1,614   | 1,859   | 1,862   | 1,897   |
| 배당금수익                | 240       | 129     | 130     | 131     | 133     |
| 외환이익                 | 9,052     | 7,279   | 7,880   | 7,123   | 7,671   |
| 이자비용                 | 588       | 655     | 667     | 606     | 652     |
| 외환손실                 | 9,232     | 7,269   | 7,782   | 7,001   | 7,594   |
| 관계기업지분법손익            | 20        | 201     | 384     | 224     | 241     |
| 투자및기타자산처분손익          | 2,120     | 192     | 299     | 283     | 305     |
| 금융상품평가및기타금융이익        | -58       | -210    | 172     | -83     | -90     |
| 기타                   | -1,586    | 1,270   | -1      | 118     | 127     |
| 법인세차감전이익             | 30,714    | 56,196  | 61,160  | 40,557  | 54,520  |
| 법인세비용                | 7,988     | 14,009  | 16,816  | 10,992  | 14,776  |
| 유효법인세율 (%)           | 26%       | 25%     | 27%     | 27%     | 27%     |
| 당기순이익                | 22,726    | 42,187  | 44,345  | 29,565  | 39,744  |
| 지배주주지분순이익(역원)        | 22,416    | 41,345  | 43,891  | 29,103  | 38,950  |
| EBITDA               | 49,954    | 75,762  | 85,561  | 65,788  | 79,119  |
| 영업순이익(Cash Earnings) | 43,439    | 64,304  | 70,820  | 56,347  | 66,380  |
| 수정당기순이익              | 21,200    | 42,200  | 44,003  | 29,419  | 39,587  |
| 증감율(% YoY)           |           |         |         |         |         |
| 매출액                  | 0.6       | 18.7    | 1.8     | -9.2    | 7.7     |
| 영업이익(보고)             | 10.7      | 83.5    | 9.8     | -34.6   | 36.3    |
| 영업이익(핵심)             | 10.7      | 83.5    | 10.1    | -34.0   | 34.6    |
| EBITDA               | 5.5       | 51.7    | 12.9    | -23.1   | 20.3    |
| 지배주주지분 당기순이익         | 19.9      | 84.4    | 6.2     | -33.7   | 33.8    |
| EPS                  | 25.7      | 89.6    | 9.2     | -33.7   | 33.8    |
| 수정순이익                | 13.2      | 99.1    | 4.3     | -33.1   | 34.6    |

| 현금흐름표             | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|-------------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 12월 결산, IFRS 연결   | 2016      | 2017    | 2018P   | 2019E   | 2020E   |
| 영업활동현금흐름          | 47,386    | 62,162  | 61,867  | 62,129  | 63,780  |
| 당기순이익             | 22,726    | 42,187  | 44,345  | 29,565  | 39,744  |
| 감가상각비             | 19,313    | 20,594  | 25,171  | 25,439  | 25,358  |
| 무형자산상각비           | 1,400     | 1,524   | 1,304   | 1,343   | 1,279   |
| 외환손익              | 180       | -9      | -97     | -122    | -77     |
| 자산처분손익            | -2,120    | -192    | -299    | -283    | -305    |
| 지분법손익             | -20       | -201    | -384    | -224    | -241    |
| 영업활동자산부채 증감       | -1,181    | -10,621 | -8,084  | 6,419   | -1,923  |
| 기타                | 7,088     | 8,881   | -89     | -9      | -54     |
| 투자활동현금흐름          | -29,659   | -49,385 | -32,690 | -27,494 | -37,717 |
| 투자자산의 처분          | -4,144    | 1,616   | -654    | -94     | -1,157  |
| 유형자산의 처분          | 271       | 308     | 495     | 573     | 576     |
| 유형자산의 취득          | -24,143   | -42,792 | -29,417 | -28,313 | -35,715 |
| 무형자산의 처분          | -1,041    | -983    | -1,573  | -895    | -1,095  |
| 기타                | -602      | -7,534  | -1,542  | 1,234   | -326    |
| 재무활동현금흐름          | -8,670    | -12,561 | -8,713  | -11,208 | -10,153 |
| 단기차입금의 증가         | 1,351     | 2,731   | 2,730   | -235    | -777    |
| 장기차입금의 증가         | 789       | -142    | -1,818  | 95      | -45     |
| 자본의 증가            | 0         | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 배당금지급             | -3,115    | -6,804  | -9,619  | -9,645  | -10,189 |
| 기타                | -7,695    | -8,345  | -6      | -1,423  | 858     |
| 현금및현금성자산의순증가      | 9,475     | -1,566  | 20,463  | 23,426  | 15,911  |
| 기초현금및현금성자산        | 22,637    | 32,111  | 30,545  | 51,008  | 74,435  |
| 기말현금및현금성자산        | 32,111    | 30,545  | 51,008  | 74,435  | 90,346  |
| Gross Cash Flow   | 48,567    | 72,783  | 69,951  | 55,710  | 65,703  |
| Op Free Cash Flow | 15,984    | 7,993   | 30,242  | 32,428  | 26,162  |

| 재무상태표           | (단위: 십억원) |         |         |          |          |
|-----------------|-----------|---------|---------|----------|----------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016      | 2017    | 2018P   | 2019E    | 2020E    |
| 유동자산            | 141,430   | 146,982 | 176,634 | 189,245  | 210,374  |
| 현금및현금성자산        | 32,111    | 30,545  | 51,008  | 74,435   | 90,346   |
| 유동금융자산          | 56,071    | 52,639  | 53,165  | 54,069   | 54,610   |
| 매출채권및유동채권       | 32,742    | 37,394  | 42,030  | 38,165   | 41,104   |
| 재고자산            | 18,354    | 24,983  | 28,985  | 21,263   | 22,900   |
| 기타유동비금융자산       | 2,151     | 1,421   | 1,446   | 1,313    | 1,414    |
| 비유동자산           | 120,745   | 154,770 | 161,611 | 161,515  | 173,144  |
| 장기매출채권및기타비유동채권  | 3,875     | 5,555   | 5,896   | 5,354    | 5,766    |
| 투자자산            | 13,199    | 15,487  | 16,128  | 15,672   | 16,659   |
| 유형자산            | 91,473    | 111,666 | 115,417 | 117,718  | 127,500  |
| 무형자산            | 5,344     | 14,760  | 15,029  | 14,581   | 14,398   |
| 기타비유동자산         | 6,854     | 7,301   | 9,141   | 8,190    | 8,821    |
| 자산총계            | 262,174   | 301,752 | 338,245 | 350,761  | 383,518  |
| 유동부채            | 54,704    | 67,175  | 71,168  | 65,238   | 67,474   |
| 매입채무및기타유동채무     | 32,582    | 39,023  | 38,152  | 33,850   | 35,907   |
| 단기차입금           | 12,747    | 15,768  | 18,498  | 18,263   | 17,486   |
| 유동성장기차입금        | 1,233     | 279     | 293     | 282      | 249      |
| 기타유동부채          | 8,142     | 12,106  | 14,225  | 12,844   | 13,833   |
| 비유동부채           | 14,507    | 20,086  | 17,917  | 16,443   | 17,409   |
| 장기매입채무및기타유동채무   | 3,317     | 2,044   | 1,714   | 1,556    | 1,676    |
| 사채및장기차입금        | 1,303     | 2,768   | 936     | 1,042    | 1,030    |
| 기타비유동부채         | 9,887     | 15,274  | 15,268  | 13,845   | 14,703   |
| 부채총계            | 69,211    | 87,261  | 89,085  | 81,681   | 84,883   |
| 자본금             | 898       | 898     | 840     | 840      | 840      |
| 주식발행초과금         | 4,404     | 4,404   | 4,404   | 4,404    | 4,404    |
| 이익잉여금           | 193,086   | 215,811 | 250,410 | 270,154  | 299,203  |
| 기타자본            | -11,963   | -13,899 | -13,899 | -13,899  | -13,899  |
| 지배주주지분자본총계      | 186,424   | 207,213 | 241,754 | 261,499  | 290,548  |
| 비지배주주지분자본총계     | 6,539     | 7,278   | 7,406   | 7,580    | 8,087    |
| 자본총계            | 192,963   | 214,491 | 249,160 | 269,080  | 298,635  |
| 순차입금            | -72,900   | -64,370 | -84,448 | -108,918 | -126,192 |
| 총차입금            | 15,282    | 18,814  | 19,726  | 19,586   | 18,764   |

| 투자지표            | (단위: 원, %, %) |        |        |        |        |
|-----------------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016          | 2017   | 2018P  | 2019E  | 2020E  |
| 주당지표(원)         |               |        |        |        |        |
| EPS             | 3,161         | 5,992  | 6,541  | 4,337  | 5,805  |
| BPS             | 23,131        | 28,126 | 35,590 | 38,497 | 42,774 |
| 주당EBITDA        | 6,095         | 9,934  | 11,743 | 9,685  | 11,648 |
| CFPS            | 5,301         | 8,432  | 9,720  | 8,295  | 9,772  |
| DPS             | 570           | 850    | 1,416  | 1,420  | 1,500  |
| 주가배수(배)         |               |        |        |        |        |
| PER             | 11.4          | 8.5    | 6.8    | 10.3   | 7.7    |
| PBR             | 1.6           | 1.8    | 1.3    | 1.2    | 1.0    |
| EV/EBITDA       | 4.3           | 4.1    | 3.3    | 4.0    | 3.1    |
| PCFR            | 6.8           | 6.0    | 4.6    | 5.4    | 4.6    |
| 수익성(%)          |               |        |        |        |        |
| 영업이익률(보고)       | 14.5          | 22.4   | 24.2   | 17.4   | 22.0   |
| 영업이익률(핵심)       | 14.5          | 22.4   | 24.2   | 17.6   | 22.0   |
| EBITDA margin   | 24.7          | 31.6   | 35.1   | 29.7   | 33.2   |
| 순이익률            | 11.3          | 17.6   | 18.2   | 13.4   | 16.7   |
| 자기자본이익률(ROE)    | 12.2          | 20.7   | 19.1   | 11.4   | 14.0   |
| 투자자본이익률(ROIC)   | 20.1          | 32.8   | 30.0   | 19.4   | 25.5   |
| 안정성(%)          |               |        |        |        |        |
| 부채비율            | 35.9          | 40.7   | 35.8   | 30.4   | 28.4   |
| 순차입금비율          | -37.8         | -30.0  | -33.9  | -40.5  | -42.3  |
| 이자보상배율(배)       | 49.7          | 81.9   | 88.3   | 63.6   | 80.5   |
| 활동성(배)          |               |        |        |        |        |
| 매출채권회전율         | 6.1           | 6.8    | 6.1    | 5.5    | 6.0    |
| 재고자산회전율         | 10.9          | 11.1   | 9.0    | 8.8    | 10.8   |
| 매입채무회전율         | 6.6           | 6.7    | 6.3    | 6.1    | 6.8    |

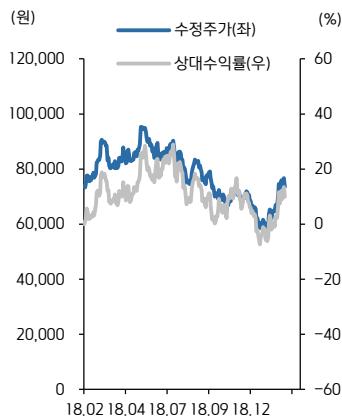
# SK하이닉스(000660): NAND가 먼저, DRAM이 뒤를 따른다

BUY (Maintain)

주가(2/8): 73,500원

목표주가: 85,000원

|             |           |            |
|-------------|-----------|------------|
| KOSPI(2/8)  |           | 2,177.05pt |
| 시가총액        |           | 535,082억원  |
| <hr/>       |           |            |
| 52주 주가동향    | 최고가       | 최저가        |
|             | 95,300원   | 57,700원    |
| 최고/최저가대비    | -22.88%   | 27.38%     |
| <hr/>       |           |            |
| 주가수익률       | 절대        | 상대         |
|             | 1M        | 24.2%      |
|             | 6M        | -7.9%      |
|             | 12M       | -0.5%      |
| <hr/>       |           |            |
| 발행주식수       | 728,002천주 |            |
| 일평균거래량(3M)  | 3,353천주   |            |
| 외국인 지분율     | 50.36%    |            |
| 배당수익률(18.E) | 1.96%     |            |
| <hr/>       |           |            |
| BPS(18.E)   | 66,829원   |            |



## ◎ NAND로 부터 시작되는 반도체 수요 회복

- 3년 전으로 하락한 가격, 128Gb TLC 제품은 Cash Cost 근접하여 추가 하락 제한적
- 가격 하락폭이 가장 컸던 고용량 제품(256Gb, 512Gb) 위주의 수요 회복 기대
- 공격적인 CapEx 감축, 올해 산업 Wafer Input Capacity(-5%YoY)는 2009년 이후 최대치 감소
- 2H19 NAND 가격 상승 전환 가능성 높음

## ◎ 급격한 CapEx Cut과 DDR5 공정 전환, DRAM 감산 효과 발생

- NAND 수요 증가가 고객사의 DRAM 구매율 증가로 이어질 것
- 2Q19 DRAM 수급 개선세 진입, 2020년 공급 부족 예상
- 2020년 -3%의 Wafer Input Capacity 감산 효과 발생(보완 투자 최소화 및 DDR5 공정 전환 효과) 수요 성장률이 한자릿수만 아니면, DRAM 수급은 무조건 개선됨

## ◎ 투자의견 'BUY', 목표주가 85,000원 유지

| 투자지표           | 2016   | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원)       | 17,198 | 30,109 | 40,445 | 30,606 | 37,645 |
| 영업이익(십억원)      | 3,277  | 13,721 | 20,843 | 10,735 | 17,323 |
| EBITDA(십억원)    | 7,733  | 18,748 | 27,211 | 18,134 | 24,623 |
| 세전이익(십억원)      | 3,216  | 13,440 | 21,341 | 11,128 | 17,651 |
| 순이익(십억원)       | 2,960  | 10,642 | 15,540 | 8,124  | 12,885 |
| 지배주주지분순이익(십억원) | 2,954  | 10,642 | 15,542 | 8,126  | 12,889 |
| EPS(원)         | 4,184  | 15,073 | 22,723 | 11,880 | 18,844 |
| 증감율(%YoY)      | -31.7  | 260.3  | 46.1   | -47.7  | 58.6   |
| PER(배)         | 10.7   | 5.1    | 2.7    | 6.2    | 3.9    |
| PBR(배)         | 1.4    | 1.6    | 0.9    | 1.0    | 0.8    |
| EV/EBITDA(배)   | 4.2    | 2.7    | 1.9    | 2.6    | 1.9    |
| 영업이익률(%)       | 19.1   | 45.6   | 51.5   | 35.1   | 46.0   |
| ROE(%)         | 13.0   | 36.8   | 37.7   | 15.6   | 20.9   |
| 순부채비율(%)       | 0.8    | -13.0  | -5.7   | -13.8  | -14.7  |

# SK하이닉스(000660): NAND가 먼저, DRAM이 뒤를 따른다

반도체/디스플레이

| (단위: 십억원)                  | 1Q18  | 2Q18  | 3Q18  | 4Q18  | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E  | 4Q19E  | 2017   | 2018   | 2019E  |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>DRAM</b>                |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |        |
| 출하량 [백만 Gb]                | 6,910 | 7,982 | 8,381 | 8,188 | 6,960 | 8,004 | 10,005 | 11,105 | 26,390 | 31,461 | 36,074 |
| QoQ/YoY                    | -5%   | 16%   | 5%    | -2%   | -15%  | 15%   | 25%    | 11%    | 25%    | 19%    | 15%    |
| ASP/Gb [USD]               | 0.93  | 0.97  | 0.97  | 0.87  | 0.68  | 0.60  | 0.59   | 0.60   | 0.78   | 0.94   | 0.61   |
| QoQ/YoY                    | 9%    | 4%    | 1%    | -11%  | -22%  | -11%  | -2%    | 2%     | 52%    | 21%    | -34%   |
| Cost/Gb [USD]              | 0.37  | 0.36  | 0.33  | 0.37  | 0.37  | 0.33  | 0.30   | 0.28   | 0.36   | 0.36   | 0.31   |
| QoQ/YoY                    | 5%    | -2%   | -9%   | 13%   | -2%   | -10%  | -11%   | -5%    | -5%    | 1%     | -12%   |
| Operating Profits/Gb [USD] | 0.56  | 0.60  | 0.64  | 0.49  | 0.31  | 0.27  | 0.29   | 0.32   | 0.42   | 0.58   | 0.30   |
| OPm/Gb                     | 61%   | 63%   | 66%   | 57%   | 46%   | 45%   | 50%    | 53%    | 54%    | 62%    | 49%    |
| <b>NAND</b>                |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |        |
| 출하량 [백만 1GB]               | 6,033 | 7,209 | 8,543 | 9,397 | 7,612 | 9,210 | 11,881 | 13,188 | 22,943 | 31,182 | 41,892 |
| QoQ/YoY                    | -10%  | 19%   | 19%   | 10%   | -19%  | 21%   | 29%    | 11%    | 17%    | 36%    | 34%    |
| ASP/GB [USD]               | 0.26  | 0.24  | 0.21  | 0.17  | 0.13  | 0.11  | 0.11   | 0.11   | 0.26   | 0.22   | 0.11   |
| QoQ/YoY                    | -1%   | -9%   | -10%  | -21%  | -23%  | -15%  | -3%    | 1%     | 34%    | -16%   | -48%   |
| Cost/GB [USD]              | 0.22  | 0.20  | 0.17  | 0.17  | 0.18  | 0.15  | 0.12   | 0.12   | 0.21   | 0.19   | 0.14   |
| QoQ/YoY                    | 6%    | -11%  | -15%  | 4%    | 2%    | -16%  | -17%   | -4%    | 8%     | -10%   | -26%   |
| Operating Profits/GB [USD] | 0.04  | 0.04  | 0.05  | -0.01 | -0.05 | -0.04 | -0.02  | -0.01  | 0.05   | 0.03   | -0.03  |
| OPm/Gb                     | 16%   | 18%   | 22%   | -3%   | -36%  | -35%  | -15%   | -9%    | 20%    | 14%    | -22%   |
| <b>매출액</b>                 |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |        |
| QoQ/YoY Growth             | -3%   | 19%   | 10%   | -13%  | -35%  | 4%    | 23%    | 11%    | 75%    | 34%    | -24%   |
| DRAM                       | 6,916 | 8,332 | 9,135 | 8,013 | 5,275 | 5,423 | 6,614  | 7,455  | 23,066 | 32,396 | 24,767 |
| NAND                       | 1,700 | 1,867 | 2,056 | 1,798 | 1,114 | 1,150 | 1,433  | 1,600  | 6,696  | 7,422  | 5,297  |
| 매출원가                       | 3,383 | 3,762 | 3,872 | 4,164 | 3,590 | 3,714 | 4,142  | 4,337  | 12,702 | 15,181 | 15,784 |
| 매출원가율                      | 39%   | 36%   | 34%   | 42%   | 55%   | 55%   | 50%    | 47%    | 42%    | 38%    | 52%    |
| 매출총이익                      | 5,336 | 6,608 | 7,545 | 5,773 | 2,882 | 2,997 | 4,107  | 4,836  | 17,408 | 25,263 | 14,822 |
| 판매비와관리비                    | 969   | 1,034 | 1,073 | 1,344 | 952   | 987   | 1,056  | 1,092  | 3,686  | 4,420  | 4,087  |
| 영업이익                       | 4,367 | 5,574 | 6,472 | 4,430 | 1,930 | 2,009 | 3,051  | 3,744  | 13,721 | 20,843 | 10,735 |
| QoQ/YoY Growth             | -2%   | 28%   | 16%   | -32%  | -56%  | 4%    | 52%    | 23%    | 319%   | 52%    | -48%   |
| DRAM                       | 4,185 | 5,208 | 6,029 | 4,552 | 2,401 | 2,426 | 3,287  | 3,954  | 12,485 | 19,975 | 12,068 |
| NAND                       | 272   | 336   | 452   | -56   | -402  | -404  | -220   | -152   | 1,333  | 1,004  | -1,179 |
| 영업이익률                      | 50%   | 54%   | 57%   | 45%   | 30%   | 30%   | 37%    | 41%    | 46%    | 52%    | 35%    |
| DRAM                       | 61%   | 63%   | 66%   | 57%   | 46%   | 45%   | 50%    | 53%    | 54%    | 62%    | 49%    |
| NAND                       | 16%   | 18%   | 22%   | -3%   | -36%  | -35%  | -15%   | -9%    | 20%    | 14%    | -22%   |
| 법인세차감 전손익                  | 4,291 | 5,903 | 6,435 | 4,712 | 1,878 | 2,194 | 3,177  | 3,879  | 13,440 | 21,341 | 11,128 |
| 법인세비용                      | 1,169 | 1,575 | 1,743 | 1,314 | 507   | 592   | 858    | 1,047  | 2,797  | 5,801  | 3,005  |
| 당기순이익                      | 3,121 | 4,329 | 4,692 | 3,398 | 1,371 | 1,602 | 2,319  | 2,832  | 10,642 | 15,540 | 8,124  |
| 당기순이익률                     | 36%   | 42%   | 41%   | 34%   | 21%   | 24%   | 28%    | 31%    | 35%    | 38%    | 27%    |
| KRW/USD                    | 1,072 | 1,080 | 1,121 | 1,128 | 1,120 | 1,125 | 1,120  | 1,115  | 1,128  | 1,101  | 1,120  |

## 재무제표

## 반도체/디스플레이

| 포괄손익계산서 (단위: 십억원)    |        |        |        |        |        |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결      | 2016   | 2017   | 2018P  | 2019E  | 2020E  |
| 매출액                  | 17,198 | 30,109 | 40,445 | 30,606 | 37,645 |
| 매출원가                 | 10,787 | 12,702 | 15,181 | 15,784 | 16,099 |
| 매출총이익                | 6,411  | 17,408 | 25,263 | 14,822 | 21,546 |
| 판매비와일반관리비            | 3,134  | 3,686  | 4,420  | 4,087  | 4,223  |
| 영업이익(보고)             | 3,277  | 13,721 | 20,843 | 10,735 | 17,323 |
| 영업이익(핵심)             | 3,277  | 13,721 | 20,843 | 10,735 | 17,323 |
| 영업외손익                | -60    | -282   | 498    | 393    | 328    |
| 이자수익                 | 34     | 54     | 75     | 67     | 74     |
| 배당금수익                | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 외환이익                 | 763    | 893    | 1,296  | 755    | 928    |
| 이자비용                 | 120    | 124    | 166    | 126    | 138    |
| 외환손실                 | 725    | 1,125  | 893    | 428    | 527    |
| 관계기업지분법손익            | 23     | 12     | 16     | 12     | 13     |
| 투자및기타자산처분손익          | 22     | 72     | -26    | 5      | 5      |
| 금융상품평가및기타금융이익        | 1      | 1      | 0      | 0      | 0      |
| 기타                   | -58    | -66    | 196    | 109    | -27    |
| 법인세차감전이익             | 3,216  | 13,440 | 21,341 | 11,128 | 17,651 |
| 법인세비용                | 256    | 2,797  | 5,801  | 3,005  | 4,766  |
| 유효법인세율 (%)           | 8.0%   | 21%    | 27%    | 27%    | 27%    |
| 당기순이익                | 2,960  | 10,642 | 15,540 | 8,124  | 12,885 |
| 지배주주지분순이익(역원)        | 2,954  | 10,642 | 15,542 | 8,126  | 12,889 |
| EBITDA               | 7,733  | 18,748 | 27,211 | 18,134 | 24,623 |
| 연금순이익(Cash Earnings) | 7,417  | 15,668 | 21,907 | 15,523 | 20,185 |
| 수정당기순이익              | 2,939  | 10,584 | 15,559 | 8,120  | 12,882 |
| 증감율(%, YoY)          |        |        |        |        |        |
| 매출액                  | -8.5   | 75.1   | 34.3   | -24.3  | 23.0   |
| 영업이익(보고)             | -38.6  | 318.7  | 51.9   | -48.5  | 61.4   |
| 영업이익(핵심)             | -38.6  | 318.7  | 51.9   | -48.5  | 61.4   |
| EBITDA               | -16.8  | 142.4  | 45.1   | -33.4  | 35.8   |
| 지배주주지분 당기순이익         | -31.7  | 260.3  | 46.1   | -47.7  | 58.6   |
| EPS                  | -31.7  | 260.3  | 46.1   | -47.7  | 58.6   |
| 수정순이익                | -31.6  | 260.1  | 47.0   | -47.8  | 58.6   |

| 현금흐름표 (단위: 십억원)   |        |         |         |         |         |
|-------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 12월 결산, IFRS 연결   | 2016   | 2017    | 2018P   | 2019E   | 2020E   |
| 영업활동현금흐름          | 5,549  | 14,691  | 20,666  | 18,136  | 19,932  |
| 당기순이익             | 2,960  | 10,642  | 15,540  | 8,124   | 12,885  |
| 감가상각비             | 4,134  | 4,619   | 5,840   | 6,938   | 6,695   |
| 무형자산상각비           | 323    | 407     | 528     | 461     | 605     |
| 외환손익              | -38    | 232     | -403    | -326    | -401    |
| 자산처분손익            | -22    | -72     | 26      | -5      | -5      |
| 지분법손익             | -23    | -12     | -16     | -12     | -13     |
| 영업활동자산부채 증감       | -1,459 | -3,190  | -1,158  | 2,727   | -139    |
| 기타                | -326   | 2,065   | 310     | 230     | 304     |
| 투자활동현금흐름          | -6,230 | -11,919 | -19,722 | -12,360 | -16,699 |
| 투자자산의 처분          | 91     | -2,256  | -2,518  | 799     | -743    |
| 유형자산의 처분          | 162    | 245     | 108     | 111     | 112     |
| 유형자산의 취득          | -5,956 | -9,128  | -15,931 | -12,130 | -14,937 |
| 무형자산의 처분          | -529   | -782    | -1,321  | -1,047  | -1,047  |
| 기타                | 1      | 2       | -151    | 181     | -84     |
| 재무활동현금흐름          | 117    | -352    | 71      | -1,117  | -1,021  |
| 단기차입금의 증가         | 0      | 0       | 5       | -48     | 34      |
| 장기차입금의 증가         | 470    | 72      | 752     | -20     | -45     |
| 자본의 증가            | 0      | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 배당금지급             | -353   | -424    | -706    | -1,026  | -1,026  |
| 기타                | 0      | 0       | 20      | -23     | 16      |
| 현금및현금성자산의순증가      | -562   | 2,336   | 1,014   | 4,659   | 2,213   |
| 기초현금및현금성자산        | 1,176  | 614     | 2,950   | 3,964   | 8,623   |
| 기말현금및현금성자산        | 614    | 2,950   | 3,964   | 8,623   | 10,836  |
| Gross Cash Flow   | 7,008  | 17,881  | 21,824  | 15,410  | 20,070  |
| Op Free Cash Flow | -472   | 2,791   | 3,225   | 4,511   | 3,823   |

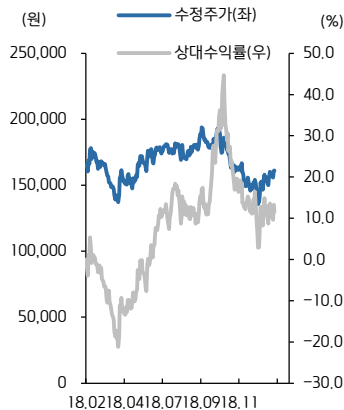
| 재무상태표 (단위: 십억원) |        |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016   | 2017   | 2018P  | 2019E  | 2020E  |
| 유동자산            | 9,839  | 17,310 | 18,596 | 20,120 | 24,235 |
| 현금및현금성자산        | 614    | 2,950  | 3,964  | 8,623  | 10,836 |
| 유동금융자산          | 3,525  | 5,608  | 3,757  | 3,945  | 3,984  |
| 매출채권및유동채권       | 3,664  | 6,109  | 7,354  | 5,101  | 6,274  |
| 재고자산            | 2,026  | 2,640  | 3,517  | 2,448  | 3,137  |
| 기타유동비금융자산       | 10     | 3      | 4      | 3      | 4      |
| 비유동자산           | 22,377 | 28,108 | 43,316 | 48,035 | 57,441 |
| 장기매출채권및기타비유동채권  | 602    | 768    | 688    | 520    | 452    |
| 투자자산            | 288    | 430    | 4,800  | 3,811  | 4,512  |
| 유형자산            | 18,777 | 24,063 | 34,154 | 39,345 | 47,587 |
| 무형자산            | 1,916  | 2,247  | 2,951  | 3,811  | 4,253  |
| 기타비유동자산         | 794    | 600    | 725    | 548    | 637    |
| 자산총계            | 32,216 | 45,418 | 61,912 | 68,156 | 81,676 |
| 유동부채            | 4,161  | 8,116  | 9,490  | 8,624  | 10,278 |
| 매입채무및기타유동채무     | 3,036  | 4,867  | 4,941  | 3,982  | 4,835  |
| 단기차입금           | 0      | 193    | 198    | 150    | 184    |
| 유동성장기차입금        | 705    | 581    | 1,078  | 1,018  | 985    |
| 기타유동부채          | 420    | 2,475  | 3,274  | 3,475  | 4,274  |
| 비유동부채           | 4,032  | 3,481  | 3,767  | 3,779  | 3,786  |
| 장기매입채무및기타유동채무   | 27     | 8      | 19     | 15     | 18     |
| 사채및장기차입금        | 3,631  | 3,397  | 3,652  | 3,692  | 3,680  |
| 기타비유동부채         | 373    | 76     | 95     | 72     | 88     |
| 부채총계            | 8,192  | 11,598 | 13,257 | 12,404 | 14,064 |
| 자본금             | 3,658  | 3,658  | 3,658  | 3,658  | 3,658  |
| 주식발행초과금         | 3,626  | 3,626  | 3,626  | 3,626  | 3,626  |
| 이익잉여금           | 17,067 | 27,287 | 42,124 | 49,224 | 61,087 |
| 기타자본            | -333   | -755   | -755   | -755   | -755   |
| 지배주주지분자본총계      | 24,017 | 33,815 | 48,652 | 55,752 | 67,615 |
| 비지배주주지분자본총계     | 7      | 6      | 3      | 0      | -4     |
| 자본총계            | 24,024 | 33,821 | 48,655 | 55,752 | 67,611 |
| 순차입금            | 197    | -4,386 | -2,793 | -7,708 | -9,970 |
| 총차입금            | 4,336  | 4,171  | 4,928  | 4,860  | 4,850  |

| 투자지표 (단위: 원, 백, %) |        |        |        |        |        |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결    | 2016   | 2017   | 2018P  | 2019E  | 2020E  |
| 주당자료(원)            |        |        |        |        |        |
| EPS                | 4,184  | 15,073 | 22,723 | 11,880 | 18,844 |
| BPS                | 32,990 | 46,449 | 66,829 | 76,582 | 92,878 |
| 주당EBITDA           | 10,622 | 25,752 | 37,378 | 24,909 | 33,822 |
| CFPS               | 10,188 | 21,523 | 30,092 | 21,322 | 27,727 |
| DPS                | 600    | 1,000  | 1,500  | 1,500  | 2,000  |
| 주가배수(배)            |        |        |        |        |        |
| PER                | 10.7   | 5.1    | 2.7    | 6.2    | 3.9    |
| PBR                | 1.4    | 1.6    | 0.9    | 1.0    | 0.8    |
| EV/EBITDA          | 4.2    | 2.7    | 1.9    | 2.6    | 1.9    |
| PCFR               | 4.4    | 3.6    | 2.0    | 3.4    | 2.7    |
| 수익성(%)             |        |        |        |        |        |
| 영업이익률(보고)          | 19.1   | 45.6   | 51.5   | 35.1   | 46.0   |
| 영업이익률(핵심)          | 19.1   | 45.6   | 51.5   | 35.1   | 46.0   |
| EBITDA margin      | 45.0   | 62.3   | 67.3   | 59.3   | 65.4   |
| 순이익률               | 17.2   | 35.3   | 38.4   | 26.5   | 34.2   |
| 자기자본이익률(ROE)       | 13.0   | 36.8   | 37.7   | 15.6   | 20.9   |
| 투자자본이익률(ROIC)      | 14.2   | 43.0   | 45.0   | 18.9   | 26.6   |
| 안정성(%)             |        |        |        |        |        |
| 부채비율               | 34.1   | 34.3   | 27.2   | 22.2   | 20.8   |
| 순차입금비율             | 0.8    | -13.0  | -5.7   | -13.8  | -14.7  |
| 이자보상배율(배)          | 27.3   | 110.7  | 125.2  | 85.2   | 125.6  |
| 활동성(배)             |        |        |        |        |        |
| 매출채권회전율            | 5.1    | 6.2    | 6.0    | 4.9    | 6.6    |
| 재고자산회전율            | 8.7    | 12.9   | 13.1   | 10.3   | 13.5   |
| 매입채무회전율            | 5.5    | 7.6    | 8.2    | 6.9    | 8.5    |

주가(2/8): 158,600원

목표주가: 200,000원

|             |          |          |       |
|-------------|----------|----------|-------|
| KOSDAQ(2/8) |          | 728.74pt |       |
| 시가총액        | 16,729억원 |          |       |
| 52주 주가동향    | 최고가      | 최저가      |       |
|             | 193,800원 | 135,600원 |       |
| 최고/최저가대비    | -16.82%  | 18.88%   |       |
| 주가수익률       | 절대       | 상대       |       |
|             | 1M       | 17.3%    | 8.3%  |
|             | 6M       | -4.7%    | 2.6%  |
|             | 12M      | -2.1%    | 11.5% |
| 발행주식수       | 10,548천주 |          |       |
| 일평균거래량(3M)  | 39천주     |          |       |
| 외국인 지분율     | 12.95%   |          |       |
| 배당수익률(18.E) | 2.08%    |          |       |
| BPS(18.E)   | 44,188원  |          |       |



## ◎ NAND로 부터 시작되는 반도체 수요 회복

- NAND 3년 전 가격으로 하락, 128Gb TLC 제품은 Cash Cost 근접하여 추가 하락 제한적
- 가격 하락폭이 가장 컸던 고용량 제품(256Gb, 512Gb) 위주의 수요 회복 기대
- NAND 수요 회복은 고객사의 DRAM 구매율 증가로 이어지며, 전반적인 반도체 업황 개선 이끌 것
- 반도체 업황 개선에 삼성전자의 QD-OLED TV 모멘텀 추가. 동사 실적과 주가의 동반 강세 예상

## ◎ 2019년 영업이익 2,362억원(+29%YoY), 사상 최대치 전망

- 특수가스: 고객사 3D NAND, LCD, OLED 가동율 상승에 따른 출하량 증가세 지속
- SK에어가스: 반도체용 산업가스 출하량 증가. 매출액 2,008억원(+66%YoY) 전망
- SK트리켄: DRAM 1xnm 공정 내 점유율 확대 지속. 매출액 986억원(+66%YoY) 전망
- SK쇼와덴코: CH3F 외 C4F6 신규 출하 본격화. 매출액 202억원(+79%YoY) 전망

## ◎ 반도체 업황 턴어라운드와 함께한 주가 강세 예상

| 투자지표          | 2016   | 2017   | 2018P  | 2019E  | 2020E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원)       | 4,614  | 5,123  | 6,873  | 8,577  | 10,404 |
| 영업이익(억원)      | 1,541  | 1,477  | 1,829  | 2,362  | 2,960  |
| EBITDA(억원)    | 2,215  | 2,228  | 2,723  | 3,421  | 4,094  |
| 세전이익(억원)      | 1,403  | 1,345  | 1,593  | 2,224  | 2,820  |
| 순이익(억원)       | 1,105  | 1,041  | 1,240  | 1,713  | 2,143  |
| 지배주주지분순이익(억원) | 1,086  | 1,019  | 1,140  | 1,565  | 2,098  |
| EPS(원)        | 10,299 | 10,124 | 12,015 | 16,497 | 22,115 |
| 증감율(%YoY)     | 64.3   | -6.2   | 11.9   | 37.3   | 34.1   |
| PER(배)        | 17.4   | 17.8   | 13.4   | 9.8    | 7.3    |
| PBR(배)        | 4.5    | 4.9    | 3.6    | 2.9    | 2.2    |
| EV/EBITDA(배)  | 9.8    | 11.0   | 10.1   | 8.1    | 6.3    |
| 영업이익률(%)      | 33.4   | 28.8   | 26.6   | 27.5   | 28.4   |
| ROE(%)        | 27.2   | 24.6   | 27.4   | 30.3   | 29.7   |
| 순부채비율(%)      | 58.5   | 125.5  | 136.0  | 109.4  | 80.5   |



# SK머티리얼즈(036490): 전방 수요 회복 속 신규 사업 확대

반도체/디스플레이

| (단위: 십억원)     | 1Q18  | 2Q18  | 3Q18  | 4Q18P | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2017  | 2018P | 2019E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액           | 142.3 | 157.5 | 186.0 | 201.5 | 196.7 | 207.9 | 220.9 | 232.4 | 512.3 | 687.2 | 857.7 |
| %YoY Growth   | 22%   | 27%   | 41%   | 44%   | 38%   | 32%   | 19%   | 15%   | 11%   | 34%   | 25%   |
| NF3           | 85.8  | 90.1  | 97.5  | 100.8 | 96.3  | 99.7  | 101.2 | 102.3 | 317.7 | 374.2 | 399.5 |
| SiH4/Si2H6    | 12.0  | 11.7  | 11.6  | 13.4  | 12.0  | 12.5  | 11.7  | 13.0  | 43.9  | 48.7  | 49.1  |
| WF6           | 15.1  | 17.6  | 19.7  | 20.3  | 19.8  | 21.7  | 23.7  | 24.3  | 53.8  | 72.7  | 89.5  |
| SK에어가스        | 24.1  | 26.4  | 31.9  | 38.5  | 41.2  | 44.1  | 53.3  | 62.2  | 94.9  | 121.0 | 200.8 |
| SK트리캠, SK쇼와덴코 | 5.2   | 11.6  | 25.4  | 28.5  | 27.4  | 29.9  | 31.0  | 30.5  | 2.1   | 70.7  | 118.8 |
| 매출원가          | 93.2  | 98.6  | 116.2 | 124.6 | 125.0 | 131.1 | 140.0 | 146.8 | 314.7 | 432.6 | 542.9 |
| 매출원가율         | 65%   | 63%   | 62%   | 62%   | 64%   | 63%   | 63%   | 63%   | 61%   | 63%   | 63%   |
| 매출총이익         | 49.1  | 58.9  | 69.8  | 76.9  | 71.6  | 76.8  | 80.9  | 85.6  | 197.6 | 254.7 | 314.8 |
| 매출총이익률        | 35%   | 37%   | 38%   | 38%   | 36%   | 37%   | 37%   | 37%   | 39%   | 37%   | 37%   |
| 판매비와관리비       | 15.3  | 18.2  | 18.5  | 19.8  | 18.0  | 19.0  | 20.2  | 21.3  | 50.0  | 71.8  | 78.6  |
| 영업이익          | 33.8  | 40.8  | 51.2  | 57.1  | 53.6  | 57.7  | 60.6  | 64.3  | 147.7 | 182.9 | 236.2 |
| %YoY Growth   | 2%    | 8%    | 28%   | 56%   | 59%   | 42%   | 18%   | 13%   | -4%   | 24%   | 29%   |
| 영업이익률         | 24%   | 26%   | 28%   | 28%   | 27%   | 28%   | 27%   | 28%   | 29%   | 27%   | 28%   |
| 법인세차감 전손익     | 31.3  | 36.1  | 43.9  | 48.0  | 50.4  | 54.9  | 56.3  | 60.8  | 134.5 | 159.3 | 222.4 |
| 법인세비용         | 8.5   | 9.9   | 5.3   | 11.6  | 11.6  | 12.6  | 13.0  | 14.0  | 30.5  | 35.4  | 51.2  |
| 당기순이익         | 22.8  | 26.2  | 38.6  | 36.4  | 38.8  | 42.3  | 43.4  | 46.8  | 104.1 | 124.0 | 171.3 |
| 당기순이익률        | 16%   | 17%   | 21%   | 18%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 18%   | 20%   |
| KRW/USD       | 1,072 | 1,082 | 1,120 | 1,129 | 1,120 | 1,125 | 1,120 | 1,115 | 1,130 | 1,102 | 1,120 |

## 재무제표

## 반도체/디스플레이

| 포괄손익계산서              | (단위: 억원) |       |       |       |        |
|----------------------|----------|-------|-------|-------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결      | 2016     | 2017  | 2018P | 2019E | 2020E  |
| 매출액                  | 4,614    | 5,123 | 6,873 | 8,577 | 10,404 |
| 매출원가                 | 2,687    | 3,147 | 4,325 | 5,429 | 6,520  |
| 매출총이익                | 1,927    | 1,976 | 2,547 | 3,148 | 3,885  |
| 판매비와일반관리비            | 387      | 499   | 718   | 786   | 925    |
| 영업이익(보고)             | 1,541    | 1,477 | 1,829 | 2,362 | 2,960  |
| 영업이익(핵심)             | 1,541    | 1,477 | 1,829 | 2,362 | 2,960  |
| 영업외손익                | -137     | -131  | -236  | -138  | -140   |
| 이자수익                 | 19       | 5     | 18    | 22    | 27     |
| 배당금수익                | 0        | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 외환이익                 | 99       | 133   | 129   | 163   | 179    |
| 이자비용                 | 100      | 129   | 122   | 116   | 130    |
| 외환손실                 | 121      | 113   | 109   | 136   | 127    |
| 관계기업지분법손익            | -50      | -1    | -1    | -1    | 0      |
| 투자및기타자산차분손익          | -13      | -8    | 0     | -8    | -8     |
| 금융상품평가및기타금융이익        | 70       | -6    | -2    | -2    | -2     |
| 기타                   | -42      | -13   | -149  | -60   | -80    |
| 법인세차감전이익             | 1,403    | 1,345 | 1,593 | 2,224 | 2,820  |
| 법인세비용                | 299      | 305   | 354   | 512   | 677    |
| 유효법인세율 (%)           | 21%      | 23%   | 22%   | 23%   | 24%    |
| 당기순이익                | 1,105    | 1,041 | 1,240 | 1,713 | 2,143  |
| 지배주주지분순이익(억원)        | 1,086    | 1,019 | 1,140 | 1,565 | 2,098  |
| EBITDA               | 2,215    | 2,228 | 2,723 | 3,421 | 4,094  |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 1,779    | 1,792 | 2,134 | 2,771 | 3,277  |
| 수정당기순이익              | 1,059    | 1,051 | 1,241 | 1,720 | 2,151  |
| 증감율(% YoY)           |          |       |       |       |        |
| 매출액                  | 36.5     | 11.0  | 34.2  | 24.8  | 21.3   |
| 영업이익(보고)             | 36.6     | -4.2  | 23.9  | 29.1  | 25.3   |
| 영업이익(핵심)             | 36.6     | -4.2  | 23.9  | 29.1  | 25.3   |
| EBITDA               | 31.5     | 0.6   | 22.2  | 25.6  | 19.7   |
| 지배주주지분 당기순이익         | 64.3     | -6.2  | 11.9  | 37.3  | 34.1   |
| EPS                  | 64.3     | -6.2  | 11.9  | 37.3  | 34.1   |
| 수정순이익                | 45.9     | -0.8  | 18.1  | 38.6  | 25.0   |

| 현금흐름표             | (단위: 억원) |        |        |        |        |
|-------------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결   | 2016     | 2017   | 2018P  | 2019E  | 2020E  |
| 영업활동현금흐름          | 1,654    | 1,488  | 2,019  | 2,773  | 3,227  |
| 당기순이익             | 1,105    | 1,041  | 1,240  | 1,713  | 2,143  |
| 감가상각비             | 667      | 741    | 876    | 1,028  | 1,100  |
| 무형자산상각비           | 8        | 10     | 18     | 30     | 34     |
| 외환손익              | 22       | -20    | -21    | -27    | -52    |
| 자산차분손익            | 13       | 8      | 0      | 8      | 8      |
| 지분법손익             | 50       | 1      | 1      | 1      | 0      |
| 영업활동자산부채 증감       | -254     | -337   | -214   | 0      | -50    |
| 기타                | 45       | 44     | 119    | 18     | 45     |
| 투자활동현금흐름          | -2,076   | -2,707 | -3,325 | -2,588 | -2,479 |
| 투자자산의 처분          | -797     | -122   | -27    | -9     | -10    |
| 유형자산의 처분          | 8        | 1      | 7      | 7      | 8      |
| 유형자산의 취득          | -1,254   | -2,607 | -3,201 | -2,495 | -2,383 |
| 무형자산의 처분          | -40      | 4      | -65    | -45    | -45    |
| 기타                | 8        | 17     | -39    | -46    | -49    |
| 재무활동현금흐름          | 604      | 818    | 1,909  | 1,291  | 106    |
| 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   | -356   | -370   |
| 기타                | 21       | -903   | 34     | 7      | 16     |
| 현금및현금성자산의순증가      | 188      | -416   | 602    | 1,476  | 855    |
| 기초현금및현금성자산        | 414      | 603    | 187    | 789    | 2,265  |
| 기말현금및현금성자산        | 603      | 187    | 789    | 2,265  | 3,120  |
| Gross Cash Flow   | 1,908    | 1,825  | 2,233  | 2,772  | 3,278  |
| Op Free Cash Flow | 339      | -1,047 | -1,163 | 314    | 906    |

| 재무상태표           | (단위: 억원) |        |        |        |        |
|-----------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016     | 2017   | 2018P  | 2019E  | 2020E  |
| 유동자산            | 2,173    | 2,018  | 2,984  | 4,818  | 6,045  |
| 현금및현금성자산        | 603      | 187    | 789    | 2,265  | 3,120  |
| 유동금융자산          | 13       | 2      | 3      | 4      | 4      |
| 매출채권및유동채권       | 810      | 966    | 1,091  | 1,175  | 1,254  |
| 재고자산            | 743      | 862    | 1,101  | 1,374  | 1,667  |
| 기타유동비금융자산       | 4        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 비유동자산           | 6,858    | 9,162  | 11,499 | 13,033 | 14,382 |
| 장기매출채권및기타비유동채권  | 16       | 18     | 24     | 30     | 36     |
| 투자자산            | 7        | 115    | 34     | 43     | 52     |
| 유형자산            | 6,615    | 8,851  | 11,176 | 12,643 | 13,926 |
| 무형자산            | 69       | 66     | 113    | 127    | 138    |
| 기타비유동자산         | 150      | 114    | 152    | 190    | 231    |
| 자산총계            | 9,031    | 11,180 | 14,483 | 17,851 | 20,427 |
| 유동부채            | 2,836    | 3,365  | 4,021  | 4,598  | 5,074  |
| 매입채무및기타유동채무     | 976      | 1,424  | 1,495  | 1,751  | 1,964  |
| 단기차입금           | 513      | 1,488  | 1,758  | 1,888  | 1,938  |
| 유동성장기차입금        | 1,159    | 305    | 605    | 755    | 925    |
| 기타유동부채          | 188      | 148    | 163    | 203    | 247    |
| 비유동부채           | 1,824    | 3,733  | 5,497  | 6,930  | 7,258  |
| 장기매입채무및비유동채무    | 295      | 199    | 268    | 335    | 406    |
| 사채및장기차입금        | 1,501    | 3,519  | 5,179  | 6,539  | 6,779  |
| 기타비유동부채         | 28       | 15     | 49     | 56     | 72     |
| 부채총계            | 4,660    | 7,099  | 9,518  | 11,529 | 12,332 |
| 자본금             | 53       | 53     | 53     | 53     | 53     |
| 주식발행초과금         | 609      | 609    | 609    | 609    | 609    |
| 이익잉여금           | 3,826    | 4,461  | 5,265  | 6,496  | 8,250  |
| 기타자본            | -274     | -1,266 | -1,266 | -1,266 | -1,266 |
| 지배주주지분자본총계      | 4,213    | 3,857  | 4,661  | 5,892  | 7,645  |
| 비지배주주지분자본총계     | 158      | 224    | 304    | 430    | 450    |
| 자본총계            | 4,371    | 4,081  | 4,965  | 6,322  | 8,095  |
| 순차입금            | 2,558    | 5,124  | 6,751  | 6,914  | 6,518  |
| 총차입금            | 3,174    | 5,313  | 7,543  | 9,183  | 9,643  |

| 투자지표            | (단위: 원, 백, %) |        |        |        |        |
|-----------------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016          | 2017   | 2018P  | 2019E  | 2020E  |
| 주당자료(원)         |               |        |        |        |        |
| EPS             | 10,299        | 10,124 | 12,015 | 16,497 | 22,115 |
| BPS             | 39,945        | 36,567 | 44,188 | 55,861 | 72,485 |
| 주당EBITDA        | 21,003        | 21,124 | 25,817 | 32,434 | 38,817 |
| CFPS            | 16,868        | 16,990 | 20,228 | 26,275 | 31,071 |
| DPS             | 3,550         | 3,550  | 3,750  | 3,900  | 4,200  |
| 주가배수(배)         |               |        |        |        |        |
| PER             | 17.4          | 17.8   | 13.4   | 9.8    | 7.3    |
| PBR             | 4.5           | 4.9    | 3.6    | 2.9    | 2.2    |
| EV/EBITDA       | 9.8           | 11.0   | 10.1   | 8.1    | 6.3    |
| PCFR            | 10.6          | 10.6   | 8.0    | 6.1    | 5.2    |
| 수익성(%)          |               |        |        |        |        |
| 영업이익률(보고)       | 33.4          | 28.8   | 26.6   | 27.5   | 28.4   |
| 영업이익률(핵심)       | 33.4          | 28.8   | 26.6   | 27.5   | 28.4   |
| EBITDA margin   | 48.0          | 43.5   | 39.6   | 39.9   | 39.4   |
| 순이익률            | 23.9          | 20.3   | 18.0   | 20.0   | 20.6   |
| 자기자본이익률(ROE)    | 27.2          | 24.6   | 27.4   | 30.3   | 29.7   |
| 투자자본이익률(ROIC)   | 20.3          | 14.5   | 13.8   | 14.6   | 16.4   |
| 안정성(%)          |               |        |        |        |        |
| 부채비율            | 106.6         | 173.9  | 191.7  | 182.3  | 152.3  |
| 순차입금비율          | 58.5          | 125.5  | 136.0  | 109.4  | 80.5   |
| 이자보상배율(배)       | 15.4          | 11.4   | 14.9   | 20.3   | 22.8   |
| 활동성(배)          |               |        |        |        |        |
| 매출채권회전율         | 6.3           | 5.8    | 6.7    | 7.6    | 8.6    |
| 재고자산회전율         | 7.0           | 6.4    | 7.0    | 6.9    | 6.8    |
| 매입채무회전율         | 6.1           | 4.3    | 4.7    | 5.3    | 5.6    |

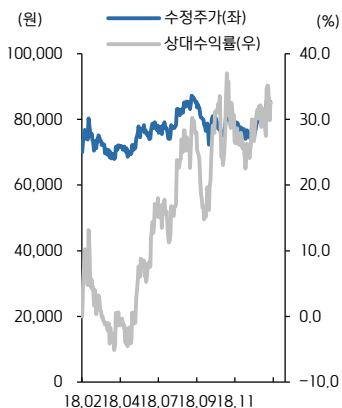
## 한솔케미칼(014680): 1H19 반도체, 2H19 OLED 모멘텀

BUY (Maintain)

주가(2/8): 83,500원

목표주가: 110,000원

|             |            |         |       |
|-------------|------------|---------|-------|
| KOSPI(2/8)  | 2,177.05pt |         |       |
| 시가총액        | 9,431억원    |         |       |
| 52주 주가동향    | 최고가        | 최저가     |       |
|             | 87,300원    | 67,900원 |       |
| 최고/최저가대비    | -2.18%     | 25.77%  |       |
| 주가수익률       | 절대         | 상대      |       |
|             | 1M         | 11.2%   | 2.8%  |
|             | 6M         | 2.6%    | 7.2%  |
|             | 12M        | 22.0%   | 32.7% |
| 발행주식수       | 11,295천주   |         |       |
| 일평균거래량(3M)  | 35천주       |         |       |
| 외국인 지분율     | 17.49%     |         |       |
| 배당수익률(18.E) | 1.52%      |         |       |
| BPS(18.E)   | 35,359원    |         |       |



### ◎ NAND로 부터 시작되는 반도체 수요 회복. QD-OLED TV 투자 모멘텀

- 1H19 안정적 실적 기록 후, 2H19 큰 폭의 성장 나타날 전망
- 반도체용 과산화수소 출하량 증가와 고객사 QLED TV 라인업 확대, QD-OLED TV 초기 양산 효과

- 2019년은 삼성전자가 기존 QLED TV를 중/저라 라인업으로 확대하고 QD-OLED TV를 선보이는 첫해
- 한솔케미칼의 QD 소재 사용량 증가로 직결. 전사 실적 성장 견인할 전망

### ◎ 2019년 영업이익 1,279억원(+21%YoY), 사상 최대치 전망

- 과산화수소: Capa 3~4만톤/년 증설. 3D NAND와 OLED 신규 공장 가동에 따른 물량 증가
- QD: 삼성전자 QLED TV 라인업 확대 수혜. 중장기적으로는 QD-OLED TV용 소재 공급 기대

### ◎ 투자의견 'BUY', 목표주가 110,000원 유지

| 투자지표          | 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 |
| 지배주주지분순이익(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  | 10.8  | 10.2  | 9.5   |
| PBR(배)        | 3.3   | 2.6   | 2.4   | 2.0   | 1.7   |
| 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   |

## 한솔케미칼(014680): 1H19 반도체, 2H19 OLED 모멘텀

반도체/디스플레이

| (단위: 십억원)   | 1Q18  | 2Q18  | 3Q18  | 4Q18E | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2017  | 2018E | 2019E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 117.4 | 145.0 | 145.0 | 135.8 | 142.7 | 151.7 | 166.0 | 158.3 | 521.6 | 543.2 | 618.8 |
| %YoY Growth | -12%  | 18%   | 7%    | 5%    | 22%   | 5%    | 14%   | 17%   | 13%   | 4%    | 14%   |
| 정밀화학        | 48.0  | 50.9  | 53.3  | 54.2  | 54.7  | 59.1  | 64.0  | 66.6  | 175.5 | 206.4 | 244.4 |
| 전자소재        | 19.9  | 29.4  | 32.6  | 25.9  | 28.4  | 32.3  | 36.6  | 32.8  | 70.9  | 107.8 | 130.1 |
| 제지/환경제품     | 23.3  | 23.4  | 24.9  | 23.4  | 26.3  | 22.9  | 27.1  | 23.9  | 96.9  | 95.0  | 100.2 |
| 기타          | 26.3  | 41.3  | 34.2  | 32.2  | 33.4  | 37.3  | 38.2  | 35.1  | 178.2 | 134.0 | 144.1 |
| 매출원가        | 83.3  | 105.2 | 100.3 | 96.6  | 102.5 | 107.0 | 117.1 | 113.2 | 379.3 | 385.2 | 439.8 |
| 매출원가율       | 71%   | 73%   | 69%   | 71%   | 72%   | 71%   | 71%   | 71%   | 73%   | 71%   | 71%   |
| 매출총이익       | 34.2  | 39.8  | 44.8  | 39.2  | 40.2  | 44.7  | 48.9  | 45.2  | 142.3 | 157.9 | 179.1 |
| 매출총이익률      | 29%   | 27%   | 31%   | 29%   | 28%   | 29%   | 29%   | 29%   | 27%   | 29%   | 29%   |
| 판매비와관리비     | 9.2   | 14.3  | 11.8  | 17.3  | 10.0  | 11.1  | 11.6  | 18.4  | 63.1  | 52.6  | 51.1  |
| 영업이익        | 25.0  | 25.5  | 33.0  | 21.9  | 30.2  | 33.7  | 37.3  | 26.8  | 79.2  | 105.4 | 127.9 |
| %YoY Growth | 6%    | 40%   | 41%   | 57%   | 21%   | 32%   | 13%   | 22%   | -4%   | 33%   | 21%   |
| 영업이익률       | 21%   | 18%   | 23%   | 16%   | 21%   | 22%   | 22%   | 17%   | 15%   | 19%   | 21%   |
| 법인세차감 전손익   | 26.8  | 25.6  | 31.5  | 33.2  | 28.8  | 32.5  | 36.4  | 26.0  | 74.7  | 117.1 | 123.8 |
| 법인세비용       | 3.0   | 10.0  | 6.9   | 9.3   | 7.2   | 8.1   | 9.1   | 6.5   | 16.6  | 29.2  | 31.0  |
| 당기순이익       | 23.8  | 15.6  | 24.6  | 23.9  | 21.6  | 24.4  | 27.3  | 19.5  | 58.1  | 87.9  | 92.9  |
| 당기순이익률      | 20%   | 11%   | 17%   | 18%   | 15%   | 16%   | 16%   | 12%   | 11%   | 16%   | 15%   |

주: 2018년 수치에는 한솔씨애플 및 그 종속기업의 매출로 인해 변경될 손익계산서의 추정치가 반영되어 있음

## 재무제표

## 반도체/디스플레이

| 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 |
| 판매비와일반관리비            | 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    |
| 관계기업지분법손익            | 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   |
| 유효법인세율(%)            | 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 |
| 연금순이익(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  |

| 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    |
| 투자활동현금흐름          | -1,474   | -336   | -1,215 | -606  | -563  |
| 투자자산의 처분          | -1,086   | -18    | 9      | -25   | -21   |
| 유형자산의 처분          | 0        | 6      | 3      | -3    | -3    |
| 유형자산의 취득          | -384     | -310   | -1,175 | -533  | -485  |
| 무형자산의 처분          | -5       | -14    | -50    | -40   | -50   |
| 기타                | 0        | 0      | -1     | -5    | -4    |
| 재무활동현금흐름          | 625      | -298   | 311    | -977  | -135  |
| 단기차입금의 증가         | -494     | -1,320 | 110    | -217  | 35    |
| 장기차입금의 증가         | 760      | 1,058  | 302    | -664  | -58   |
| 자본의 증가            | 0        | 0      | 0      | 0     | 0     |
| 배당금지급             | -101     | -121   | -111   | -122  | -133  |
| 기타                | 460      | 86     | 10     | 26    | 21    |
| 현금및현금성자산의순증가      | 205      | 231    | 419    | -315  | 720   |
| 기초현금및현금성자산        | 267      | 267    | 497    | 916   | 601   |
| 기말현금및현금성자산        | 62       | 497    | 916    | 601   | 1,321 |
| Gross Cash Flow   | 958      | 874    | 1,183  | 1,315 | 1,458 |
| Op Free Cash Flow | 524      | 629    | 50     | 767   | 953   |

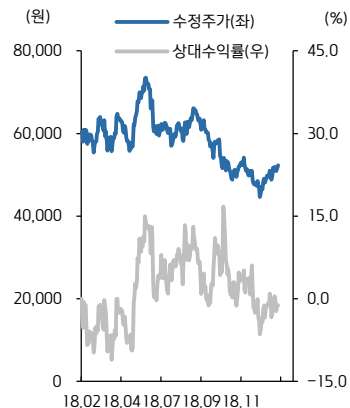
| 재무상태표           | (단위: 억원) |       |       |       |       |
|-----------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016     | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
| 유동자산            | 1,571    | 1,827 | 2,371 | 2,258 | 3,149 |
| 현금및현금성자산        | 267      | 497   | 916   | 601   | 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 |

| 투자지표            | (단위: 원, 백, %) |        |        |        |        |
|-----------------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 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  |
| 주기배수(배)         |               |        |        |        |        |
| PER             | 16.5          | 14.8   | 10.8   | 10.2   | 9.5    |
| PBR             | 3.3           | 2.6    | 2.4    | 2.0    | 1.7    |
| EV/EBITDA       | 11.1          | 9.3    | 7.1    | 5.5    | 4.8    |
| PCFER           | 11.0          | 9.0    | 7.9    | 7.1    | 6.4    |
| 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   | 20.7   | 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    |

주가(2/8): 51,000원

목표주가: 62,000원(하향)

|             |     |          |         |
|-------------|-----|----------|---------|
| KOSDAQ(2/8) |     | 728.74pt |         |
| 시가총액        |     | 8,873억원  |         |
| 52주 주가동향    |     | 최고가      | 최저가     |
|             |     | 73,500원  | 44,650원 |
| 최고/최저가대비    |     | -28.84%  | 17.13%  |
| 주가수익률       |     | 절대       | 상대      |
|             | 1M  | 10.9%    | 2.4%    |
|             | 6M  | -14.8%   | -8.3%   |
|             | 12M | -13.3%   | -1.2%   |
| 발행주식수       |     | 17,398천주 |         |
| 일평균거래량(3M)  |     | 45천주     |         |
| 외국인 지분율     |     | 29.96%   |         |
| 배당수익률(18.E) |     | 1.19%    |         |
| BPS(18.E)   |     | 42,878원  |         |



### ◎ 반도체 에천트 성장률 둔화 속 쌓여만 가는 현금

- 고객사 반도체 신규 공장 [P1, Xian2, M15, Wuxi(C3)] 장비 투자 축소, 반도체 에천트 성장률 둔화
- 2020년 경쟁사 신규 진입으로 인해 고객사 내 점유율 하락 예상
- 증가하는 현금 및 현금성자산(2018년 2,149억원 → 2019년 2,521억원)의 신규 투자처 필요
- 과거 쓰라린 경험으로 인해, 신규 투자처에 대한 시장 참여자들의 불안감도 상존

### ◎ 2019년 영업이익 1,779 억원(+6%YoY) 전망

- 반도체 에천트의 출하량 증가와 연결법인 실적 호조 효과로 사상 최대 실적은 기록할 전망
- 감가상각비 감소 효과로 수익성이 크게 개선됐던 Thin Glass 부문의 성장을 둔화는 불가피

### ◎ 목표주가는 62,000원 하향, 투자 의견 'Outperform'으로 하향 조정

- 성장률 둔화와 주가 괴리율 감안하여, 목표주가와 투자 의견을 각각 하향 조정
- 반도체 업황 턴어라운드 시, 상대적인 주가 상승 폭 제한될 것으로 판단함

| 투자지표          | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E  | 2020E  |
|---------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 매출액(억원)       | 7,225 | 7,756 | 9,577 | 10,322 | 10,642 |
| 영업이익(억원)      | 1,051 | 1,057 | 1,671 | 1,779  | 1,818  |
| EBITDA(억원)    | 1,543 | 1,566 | 2,158 | 2,297  | 2,360  |
| 세전이익(억원)      | 998   | 668   | 1,530 | 1,661  | 1,771  |
| 순이익(억원)       | 745   | 431   | 1,161 | 1,249  | 1,331  |
| 지배주주지분순이익(억원) | 748   | 412   | 1,128 | 1,217  | 1,297  |
| EPS(원)        | 4,635 | 2,532 | 6,686 | 7,210  | 7,690  |
| 증감율(%YoY)     | -7.5  | -45.4 | 162.8 | 7.8    | 6.7    |
| PER(배)        | 13.0  | 26.7  | 7.1   | 7.3    | 6.8    |
| PBR(배)        | 1.8   | 1.8   | 1.1   | 1.1    | 0.9    |
| EV/EBITDA(배)  | 6.5   | 7.2   | 4.9   | 4.4    | 3.7    |
| 영업이익률(%)      | 14.6  | 13.6  | 17.4  | 17.2   | 17.1   |
| ROE(%)        | 14.1  | 7.1   | 16.5  | 15.4   | 14.4   |
| 순부채비율(%)      | 1.5   | -15.1 | -19.9 | -23.8  | -33.7  |

# 솔브레인(036830): 쌓여만 가는 현금, 에천트 경쟁 심화

반도체/디스플레이

| (단위: 십억원)     | 1Q18  | 2Q18  | 3Q18  | 4Q18E | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2017  | 2018E | 2019E   |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 매출액           | 217.7 | 238.3 | 254.9 | 246.8 | 249.6 | 260.9 | 264.4 | 257.3 | 775.6 | 957.7 | 1,032.2 |
| %YoY          | 19%   | 29%   | 26%   | 20%   | 15%   | 10%   | 4%    | 4%    | 7%    | 23%   | 8%      |
| Semiconductor | 131.4 | 138.4 | 148.8 | 152.0 | 152.6 | 159.2 | 158.4 | 158.4 | 438.4 | 570.5 | 628.6   |
| Etchant       | 112.9 | 119.7 | 127.8 | 131.0 | 131.9 | 137.8 | 137.0 | 137.9 | 370.5 | 491.5 | 544.7   |
| Precursors    | 7.9   | 7.7   | 9.0   | 8.8   | 8.7   | 8.9   | 8.9   | 8.7   | 30.0  | 33.4  | 35.2    |
| CMP Slurry    | 10.6  | 11.0  | 11.9  | 12.2  | 12.0  | 12.6  | 12.4  | 11.8  | 38.0  | 45.7  | 48.8    |
| Display       | 67.3  | 75.3  | 79.8  | 69.6  | 73.1  | 74.3  | 76.8  | 71.3  | 271.6 | 292.0 | 295.5   |
| Thin Glass    | 37.2  | 42.7  | 46.4  | 37.0  | 43.7  | 42.5  | 45.3  | 40.2  | 142.3 | 163.2 | 171.7   |
| Chemical      | 30.1  | 32.6  | 33.4  | 32.7  | 29.5  | 31.7  | 31.5  | 31.1  | 129.3 | 128.7 | 123.8   |
| Others        | 19.1  | 24.6  | 26.4  | 25.2  | 23.8  | 27.4  | 29.3  | 27.6  | 65.6  | 95.2  | 108.1   |
| 매출원가          | 162.8 | 177.5 | 189.7 | 192.9 | 188.3 | 197.8 | 201.6 | 197.9 | 604.4 | 723.0 | 785.6   |
| 매출원가율         | 75%   | 75%   | 74%   | 78%   | 75%   | 76%   | 76%   | 77%   | 78%   | 75%   | 76%     |
| 매출총이익         | 55.0  | 60.7  | 65.2  | 53.8  | 61.3  | 63.1  | 62.9  | 59.4  | 171.2 | 234.7 | 246.6   |
| 판매비와관리비       | 17.1  | 17.5  | 18.4  | 14.7  | 17.8  | 17.3  | 17.0  | 16.7  | 65.5  | 67.7  | 68.7    |
| 영업이익          | 37.9  | 43.2  | 46.8  | 39.1  | 43.5  | 45.8  | 45.9  | 42.6  | 105.7 | 167.1 | 177.9   |
| %YoY          | 44%   | 75%   | 59%   | 55%   | 15%   | 6%    | -2%   | 9%    | 1%    | 58%   | 6%      |
| 영업이익률         | 17%   | 18%   | 18%   | 16%   | 17%   | 18%   | 17%   | 17%   | 14%   | 17%   | 17%     |
| 법인세차감전손익      | 47.3  | 36.3  | 42.2  | 27.2  | 46.8  | 40.7  | 41.9  | 36.6  | 66.8  | 153.0 | 166.1   |
| 법인세비용         | 9.6   | 12.2  | 7.8   | 7.4   | 11.6  | 10.1  | 10.4  | 9.1   | 23.7  | 36.9  | 41.2    |
| 당기순이익         | 37.7  | 24.1  | 34.4  | 19.9  | 35.2  | 30.6  | 31.5  | 27.5  | 43.1  | 116.1 | 124.8   |
| 당기순이익률        | 17%   | 10%   | 13%   | 8%    | 14%   | 12%   | 12%   | 11%   | 6%    | 12%   | 12%     |
| KRW/USD       | 1,075 | 1,080 | 1,120 | 1,128 | 1,120 | 1,125 | 1,120 | 1,115 | 1,132 | 1,101 | 1,120   |

## 솔브레인 6개월 목표주가 62,000원 제시

|  | 2018E         | 2019E         | 2020E         | 2021E         | 2022E         | 2023E         |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Sales [십억원]</b>                       | <b>958</b>    | <b>1,032</b>  | <b>1,064</b>  | <b>993</b>    | <b>1,018</b>  | <b>1,047</b>  |
| Growth                                   | 23.5%         | 7.8%          | 3.1%          | -6.7%         | 2.5%          | 2.9%          |
| <b>EPS [원]</b>                           | <b>6,686</b>  | <b>7,210</b>  | <b>7,690</b>  | <b>6,692</b>  | <b>6,913</b>  | <b>7,121</b>  |
| Growth                                   | 164.0%        | 7.8%          | 6.7%          | -13.0%        | 3.3%          | 3.0%          |
| <b>BPS [원]</b>                           | <b>42,878</b> | <b>49,103</b> | <b>55,795</b> | <b>62,387</b> | <b>69,200</b> | <b>76,221</b> |
| Growth                                   | 15.7%         | 14.5%         | 13.6%         | 11.8%         | 10.9%         | 10.1%         |
| ROCE(Return On Common Equity)            | 16.5%         | 15.4%         | 14.4%         | 10.7%         | 10.0%         | 9.3%          |
| COE(Cost of Equity)                      | 8.2%          | 8.2%          | 8.2%          | 8.2%          | 8.2%          | 8.2%          |
| Residual Earnings(ROCE-COE)              | 8.4%          | 7.3%          | 6.2%          | 2.6%          | 1.8%          | 1.2%          |
| <b>PV of Residual Earnings</b>           |               | <b>3,092</b>  | <b>2,795</b>  | <b>1,204</b>  | <b>885</b>    | <b>585</b>    |
| Equity Beta                              | 0.9           |               |               |               |               |               |
| Risk Free Rate                           | 1.8%          |               |               |               |               |               |
| Market Risk Premium                      | 7.0%          |               |               |               |               |               |
| Terminal Growth                          | 3.0%          |               |               |               |               |               |
| Cost of Equity                           | 8.2%          |               |               |               |               |               |
| Continuing Value                         | 11,707        |               |               |               |               |               |
| Beginning Common Shareholders' Equity    | 42,878        |               |               |               |               |               |
| PV of RE for the Forecasting Period      | 8,561         |               |               |               |               |               |
| PV of Continuing Value                   | 7,912         |               |               |               |               |               |
| <b>Intrinsic Value per Share - 6M TP</b> | <b>61,723</b> |               |               |               |               |               |

주: Equity Beta는 52주 주간 Beta 평균, Risk Free Rate은 3년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 시가총액 2조원 이하 7% 적용  
자료: 키움증권 리서치센터



## 재무제표

## 반도체/디스플레이

| 포괄손익계산서              | (단위: 억원) |       |       |        |        |
|----------------------|----------|-------|-------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결      | 2016     | 2017  | 2018E | 2019E  | 2020E  |
| 매출액                  | 7,225    | 7,756 | 9,577 | 10,322 | 10,642 |
| 매출원가                 | 5,495    | 6,044 | 7,230 | 7,856  | 8,115  |
| 매출총이익                | 1,730    | 1,712 | 2,347 | 2,466  | 2,527  |
| 판매비및일반관리비            | 679      | 655   | 677   | 687    | 709    |
| 영업이익(보고)             | 1,051    | 1,057 | 1,671 | 1,779  | 1,818  |
| 영업이익(핵심)             | 1,051    | 1,057 | 1,671 | 1,779  | 1,818  |
| 영업외손익                | -53      | -389  | -140  | -117   | -48    |
| 이자수익                 | 22       | 29    | 46    | 50     | 51     |
| 배당금수익                | 1        | 0     | 0     | 1      | 1      |
| 외환이익                 | 160      | 89    | 107   | 112    | 113    |
| 이자비용                 | 36       | 41    | 41    | 42     | 42     |
| 외환손실                 | 143      | 294   | 157   | 137    | 112    |
| 관계기업지분법손익            | -37      | -67   | -35   | -34    | -53    |
| 투자및기타자산처분손익          | -8       | -6    | -1    | -3     | -3     |
| 금융상품평가및기타금융이익        | -7       | -15   | 67    | 38     | -32    |
| 기타                   | -7       | -85   | -127  | -102   | 30     |
| 법인세차감전이익             | 998      | 668   | 1,530 | 1,661  | 1,771  |
| 법인세비용                | 253      | 237   | 369   | 413    | 440    |
| 유효법인세율 (%)           | 25.3%    | 35.5% | 24%   | 25%    | 25%    |
| 당기순이익                | 745      | 431   | 1,161 | 1,249  | 1,331  |
| 지배주주지분순이익(억원)        | 748      | 412   | 1,128 | 1,217  | 1,297  |
| EBITDA               | 1,543    | 1,566 | 2,158 | 2,297  | 2,360  |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 1,237    | 940   | 1,649 | 1,767  | 1,873  |
| 수정당기순이익              | 756      | 445   | 1,111 | 1,222  | 1,357  |
| 증감율(% YoY)           |          |       |       |        |        |
| 매출액                  | 15.1     | 7.3   | 23.5  | 7.8    | 3.1    |
| 영업이익(보고)             | 4.0      | 0.5   | 58.1  | 6.5    | 2.2    |
| 영업이익(핵심)             | 4.0      | 0.5   | 58.1  | 6.5    | 2.2    |
| EBITDA               | 7.6      | 1.5   | 37.8  | 6.4    | 2.8    |
| 지배주주지분 당기순이익         | -7.4     | -44.9 | 173.8 | 7.8    | 6.7    |
| EPS                  | -7.5     | -45.4 | 162.8 | 7.8    | 6.7    |
| 수정순이익                | -8.3     | -41.2 | 149.8 | 10.0   | 11.1   |

| 현금흐름표             | (단위: 억원) |       |        |        |       |
|-------------------|----------|-------|--------|--------|-------|
| 12월 결산, IFRS 연결   | 2016     | 2017  | 2018E  | 2019E  | 2020E |
| 영업활동현금흐름          | 1,419    | 1,127 | 1,744  | 1,817  | 1,947 |
| 당기순이익             | 998      | 668   | 1,161  | 1,249  | 1,331 |
| 감가상각비             | 477      | 494   | 472    | 503    | 527   |
| 무형자산상각비           | 14       | 15    | 15     | 15     | 15    |
| 외환손익              | -17      | 205   | 50     | 25     | -1    |
| 자산처분손익            | 8        | 6     | 1      | 3      | 3     |
| 지분법손익             | 37       | 67    | 35     | 34     | 53    |
| 영업활동자산부채 증감       | 186      | -126  | -89    | -101   | -19   |
| 기타                | -285     | -201  | 99     | 90     | 38    |
| 투자활동현금흐름          | -769     | -475  | -1,405 | -1,171 | -573  |
| 투자자산의 처분          | -42      | -108  | -776   | -198   | -29   |
| 유형자산의 처분          | 6        | 2     | 5      | 5      | 5     |
| 유형자산의 취득          | -539     | -337  | -637   | -951   | -535  |
| 무형자산의 처분          | 2        | -5    | -10    | -15    | -7    |
| 기타                | -195     | -27   | 13     | -12    | -7    |
| 재무활동현금흐름          | -154     | 177   | -293   | -274   | -240  |
| 단기차입금의 증가         | 0        | 0     | -170   | -150   | -110  |
| 장기차입금의 증가         | -74      | -281  | -2     | 5      | 3     |
| 자본의 증가            | 0        | 556   | 0      | 0      | 0     |
| 배당금지급             | -81      | -98   | -119   | -135   | -135  |
| 기타                | 0        | 0     | -2     | 6      | 3     |
| 현금및현금성자산의순증가      | 519      | 723   | 46     | 372    | 1,135 |
| 기초현금및현금성자산        | 861      | 1,380 | 2,103  | 2,149  | 2,521 |
| 기말현금및현금성자산        | 1,380    | 2,103 | 2,149  | 2,521  | 3,656 |
| Gross Cash Flow   | 1,233    | 1,253 | 1,833  | 1,918  | 1,966 |
| Op Free Cash Flow | 925      | 723   | 1,019  | 788    | 1,348 |

| 재무상태표           | (단위: 억원) |       |        |        |        |
|-----------------|----------|-------|--------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016     | 2017  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 유동자산            | 2,922    | 3,775 | 4,333  | 4,848  | 6,054  |
| 현금및현금성자산        | 1,380    | 2,103 | 2,149  | 2,521  | 3,656  |
| 유동금융자산          | 214      | 226   | 526    | 567    | 584    |
| 매출채권및유동채권       | 904      | 969   | 1,052  | 1,134  | 1,169  |
| 재고자산            | 424      | 477   | 606    | 626    | 645    |
| 기타유동비금융자산       | 0        | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 비유동자산           | 5,372    | 5,185 | 5,623  | 6,086  | 6,007  |
| 장기매출채권및기타비유동채권  | 18       | 22    | 27     | 29     | 30     |
| 투자자산            | 1,875    | 1,849 | 2,247  | 2,327  | 2,243  |
| 유형자산            | 3,278    | 3,092 | 3,147  | 3,518  | 3,526  |
| 무형자산            | 133      | 93    | 88     | 88     | 80     |
| 기타비유동자산         | 69       | 129   | 115    | 124    | 128    |
| 자산총계            | 8,294    | 8,959 | 9,956  | 10,933 | 12,061 |
| 유동부채            | 2,426    | 2,328 | 2,285  | 2,138  | 2,065  |
| 매입채무및기타유동채무     | 795      | 885   | 930    | 913    | 942    |
| 단기차입금           | 1,501    | 1,288 | 1,118  | 968    | 858    |
| 유동성장기차입금        | 8        | 2     | 3      | 4      | 5      |
| 기타유동부채          | 121      | 153   | 235    | 253    | 261    |
| 비유동부채           | 259      | 133   | 130    | 140    | 145    |
| 장기매입채무및비유동채무    | 6        | 3     | 6      | 6      | 6      |
| 사채및장기차입금        | 168      | 58    | 55     | 60     | 61     |
| 기타비유동부채         | 85       | 71    | 69     | 74     | 77     |
| 부채총계            | 2,684    | 2,461 | 2,415  | 2,278  | 2,210  |
| 자본금             | 83       | 87    | 87     | 87     | 87     |
| 주식발행초과금         | 788      | 1,339 | 1,339  | 1,339  | 1,339  |
| 이익잉여금           | 4,826    | 5,140 | 6,150  | 7,233  | 8,397  |
| 기타자본            | -113     | -116  | -116   | -116   | -116   |
| 지배주주지분자본총계      | 5,584    | 6,450 | 7,460  | 8,543  | 9,707  |
| 비지배주주지분자본총계     | 26       | 49    | 81     | 112    | 144    |
| 자본총계            | 5,610    | 6,499 | 7,541  | 8,655  | 9,851  |
| 순차입금            | 84       | -981  | -1,499 | -2,056 | -3,316 |
| 총차입금            | 1,678    | 1,348 | 1,176  | 1,031  | 924    |

| 투자지표            | (단위: 원, 백, %) |        |        |        |        |
|-----------------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016          | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| 주당지표(원)         |               |        |        |        |        |
| EPS             | 4,635         | 2,532  | 6,686  | 7,210  | 7,690  |
| BPS             | 33,711        | 37,072 | 42,878 | 49,103 | 55,795 |
| 주당EBITDA        | 9,315         | 9,376  | 12,406 | 13,200 | 13,566 |
| CFPS            | 7,467         | 5,627  | 9,477  | 10,154 | 10,765 |
| DPS             | 610           | 700    | 800    | 800    | 850    |
| 주가배수(배)         |               |        |        |        |        |
| PER             | 13.0          | 26.7   | 7.1    | 7.3    | 6.8    |
| PBR             | 1.8           | 1.8    | 1.1    | 1.1    | 0.9    |
| EV/EBITDA       | 6.5           | 7.2    | 4.9    | 4.4    | 3.7    |
| PCFR            | 8.1           | 12.0   | 5.0    | 5.2    | 4.9    |
| 수익성(%)          |               |        |        |        |        |
| 영업이익률(보고)       | 14.6          | 13.6   | 17.4   | 17.2   | 17.1   |
| 영업이익률(핵심)       | 14.6          | 13.6   | 17.4   | 17.2   | 17.1   |
| EBITDA margin   | 21.4          | 20.2   | 22.5   | 22.2   | 22.2   |
| 순이익률            | 10.3          | 5.6    | 12.1   | 12.1   | 12.5   |
| 자기자본이익률(ROE)    | 14.1          | 7.1    | 16.5   | 15.4   | 14.4   |
| 투자자본이익률(ROIC)   | 20.8          | 18.4   | 34.4   | 33.5   | 32.3   |
| 안정성(%)          |               |        |        |        |        |
| 부채비율            | 47.8          | 37.9   | 32.0   | 26.3   | 22.4   |
| 순차입금비율          | 1.5           | -15.1  | -19.9  | -23.8  | -33.7  |
| 이자보상배율(배)       | 29.4          | 25.8   | 40.3   | 42.4   | 42.8   |
| 활동성(배)          |               |        |        |        |        |
| 매출채권회전율         | 8.4           | 8.3    | 9.5    | 9.4    | 9.2    |
| 재고자산회전율         | 19.4          | 17.2   | 17.7   | 16.8   | 16.8   |
| 매입채무회전율         | 11.1          | 9.2    | 10.6   | 11.2   | 11.5   |

# 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

## ◎ Compliance Notice

- > 당사는 2월 8일 현재 상기에 언급된 종목들 중 'SK머티리얼즈'의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있으며, 그밖에 언급된 종목들의 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## ◎ 투자의견 적용기준

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

## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

반도체/디스플레이

### 투자의견 변동내역

| 종목명              | 일자         | 투자의견          | 목표주가    | 목표<br>가격<br>대상<br>시점 | 과리율(%)     |            |
|------------------|------------|---------------|---------|----------------------|------------|------------|
|                  |            |               |         |                      | 평균<br>추가대비 | 최고<br>추가대비 |
| 삼성전자<br>(005930) | 2017-02-01 | BUY(Maintain) | 44,000원 | 6개월                  | -10.52     | -10.32     |
|                  | 2017-02-06 | BUY(Maintain) | 44,000원 | 6개월                  | -9.74      | -3.27      |
|                  | 2017-03-28 | BUY(Maintain) | 48,000원 | 6개월                  | -13.26     | -12.21     |
|                  | 2017-04-07 | BUY(Maintain) | 48,000원 | 6개월                  | -13.16     | -8.67      |
|                  | 2017-04-28 | BUY(Maintain) | 52,000원 | 6개월                  | -12.58     | -9.58      |
|                  | 2017-05-24 | BUY(Maintain) | 52,000원 | 6개월                  | -12.50     | -9.58      |
|                  | 2017-06-08 | BUY(Maintain) | 52,000원 | 6개월                  | -12.46     | -9.58      |
|                  | 2017-06-15 | BUY(Maintain) | 56,000원 | 6개월                  | -15.57     | -13.75     |
|                  | 2017-07-07 | BUY(Maintain) | 56,000원 | 6개월                  | -13.24     | -8.57      |
|                  | 2017-07-27 | BUY(Maintain) | 58,000원 | 6개월                  | -18.96     | -14.14     |
|                  | 2017-09-10 | BUY(Maintain) | 62,000원 | 6개월                  | -16.78     | -11.61     |
|                  | 2017-10-13 | BUY(Maintain) | 62,000원 | 6개월                  | -14.85     | -7.71      |
|                  | 2017-11-06 | BUY(Maintain) | 70,000원 | 6개월                  | -20.52     | -18.91     |
|                  | 2017-11-29 | BUY(Maintain) | 70,000원 | 6개월                  | -20.97     | -18.91     |
|                  | 2017-12-01 | BUY(Maintain) | 76,000원 | 6개월                  | -33.39     | -31.42     |
|                  | 2018-01-15 | BUY(Maintain) | 68,000원 | 6개월                  | -26.80     | -24.68     |
|                  | 2018-01-31 | BUY(Maintain) | 68,000원 | 6개월                  | -27.46     | -24.68     |
|                  | 2018-02-07 | BUY(Maintain) | 68,000원 | 6개월                  | -28.69     | -24.68     |
|                  | 2018-02-13 | BUY(Maintain) | 68,000원 | 6개월                  | -29.37     | -24.68     |
|                  | 2018-03-07 | BUY(Maintain) | 68,000원 | 6개월                  | -28.37     | -23.85     |
|                  | 2018-04-09 | BUY(Maintain) | 68,000원 | 6개월                  | -27.03     | -22.06     |
|                  | 2018-05-29 | BUY(Maintain) | 68,000원 | 6개월                  | -27.17     | -24.56     |
|                  | 2018-06-21 | BUY(Maintain) | 68,000원 | 6개월                  | -28.79     | -24.56     |
|                  | 2018-07-06 | BUY(Maintain) | 68,000원 | 6개월                  | -30.75     | -24.56     |
|                  | 2018-08-20 | BUY(Maintain) | 68,000원 | 6개월                  | -30.93     | -24.56     |
|                  | 2018-08-28 | BUY(Maintain) | 68,000원 | 6개월                  | -31.16     | -24.56     |
|                  | 2018-09-20 | BUY(Maintain) | 68,000원 | 6개월                  | -31.25     | -24.56     |
|                  | 2018-10-08 | BUY(Maintain) | 68,000원 | 6개월                  | -32.05     | -24.56     |
|                  | 2018-11-01 | BUY(Maintain) | 62,000원 | 6개월                  | -29.59     | -27.10     |
|                  | 2018-11-26 | BUY(Maintain) | 58,000원 | 6개월                  | -26.72     | -25.60     |
|                  | 2018-12-03 | BUY(Maintain) | 58,000원 | 6개월                  | -26.65     | -25.43     |
|                  | 2018-12-05 | BUY(Maintain) | 58,000원 | 6개월                  | -28.30     | -25.43     |
|                  | 2018-12-14 | BUY(Maintain) | 56,000원 | 6개월                  | -31.19     | -30.09     |
|                  | 2019-01-09 | BUY(Maintain) | 50,000원 | 6개월                  | -19.64     | -19.00     |
|                  | 2019-01-14 | BUY(Maintain) | 48,000원 | 6개월                  | -8.02      | -3.33      |
|                  | 2019-02-11 | BUY(Maintain) | 52,000원 | 6개월                  |            |            |

| 종목명                | 일자         | 투자의견          | 목표주가     | 목표<br>가격<br>대상<br>시점 | 과리율(%)     |            |
|--------------------|------------|---------------|----------|----------------------|------------|------------|
|                    |            |               |          |                      | 평균<br>추가대비 | 최고<br>추가대비 |
| SK하이닉스<br>(000660) | 2017-02-01 | BUY(Maintain) | 68,000원  | 6개월                  | -24.22     | -20.59     |
|                    | 2017-02-06 | BUY(Maintain) | 68,000원  | 6개월                  | -24.46     | -19.71     |
|                    | 2017-02-17 | BUY(Maintain) | 68,000원  | 6개월                  | -26.54     | -19.71     |
|                    | 2017-03-29 | BUY(Maintain) | 72,000원  | 6개월                  | -29.91     | -27.22     |
|                    | 2017-04-26 | BUY(Maintain) | 72,000원  | 6개월                  | -26.65     | -20.97     |
|                    | 2017-05-24 | BUY(Maintain) | 72,000원  | 6개월                  | -25.49     | -19.58     |
|                    | 2017-06-08 | BUY(Maintain) | 72,000원  | 6개월                  | -24.49     | -15.83     |
|                    | 2017-06-19 | BUY(Maintain) | 83,000원  | 6개월                  | -19.52     | -14.94     |
|                    | 2017-07-14 | BUY(Maintain) | 95,000원  | 6개월                  | -24.96     | -23.16     |
|                    | 2017-07-25 | BUY(Maintain) | 95,000원  | 6개월                  | -28.60     | -23.16     |
|                    | 2017-09-11 | BUY(Maintain) | 95,000원  | 6개월                  | -21.34     | -6.21      |
|                    | 2017-11-06 | BUY(Maintain) | 120,000원 | 6개월                  | -31.41     | -27.67     |
|                    | 2017-12-05 | BUY(Maintain) | 120,000원 | 6개월                  | -34.09     | -27.67     |
|                    | 2018-01-15 | BUY(Maintain) | 120,000원 | 6개월                  | -34.71     | -27.67     |
|                    | 2018-01-25 | BUY(Maintain) | 120,000원 | 6개월                  | -35.27     | -27.67     |
|                    | 2018-02-07 | BUY(Maintain) | 120,000원 | 6개월                  | -35.50     | -27.67     |
|                    | 2018-02-13 | BUY(Maintain) | 120,000원 | 6개월                  | -35.44     | -27.67     |
|                    | 2018-03-08 | BUY(Maintain) | 120,000원 | 6개월                  | -34.06     | -24.42     |
|                    | 2018-04-18 | BUY(Maintain) | 120,000원 | 6개월                  | -33.89     | -24.42     |
|                    | 2018-04-24 | BUY(Maintain) | 120,000원 | 6개월                  | -33.61     | -24.42     |
|                    | 2018-05-29 | BUY(Maintain) | 135,000원 | 6개월                  | -34.87     | -29.63     |
|                    | 2018-07-19 | BUY(Maintain) | 135,000원 | 6개월                  | -34.92     | -29.63     |
|                    | 2018-07-24 | BUY(Maintain) | 135,000원 | 6개월                  | -35.07     | -29.63     |
|                    | 2018-07-26 | BUY(Maintain) | 135,000원 | 6개월                  | -36.77     | -29.63     |
|                    | 2018-08-20 | BUY(Maintain) | 135,000원 | 6개월                  | -37.10     | -29.63     |
|                    | 2018-08-28 | BUY(Maintain) | 135,000원 | 6개월                  | -39.17     | -29.63     |
|                    | 2018-10-11 | BUY(Maintain) | 111,000원 | 6개월                  | -37.05     | -34.77     |
|                    | 2018-10-26 | BUY(Maintain) | 111,000원 | 6개월                  | -36.88     | -32.88     |
|                    | 2018-11-26 | BUY(Maintain) | 111,000원 | 6개월                  | -36.82     | -32.88     |
|                    | 2018-12-03 | BUY(Maintain) | 111,000원 | 6개월                  | -36.83     | -32.88     |
|                    | 2018-12-05 | BUY(Maintain) | 111,000원 | 6개월                  | -37.63     | -32.88     |
|                    | 2018-12-17 | BUY(Maintain) | 95,000원  | 6개월                  | -36.76     | -33.05     |
|                    | 2019-01-10 | BUY(Maintain) | 87,000원  | 6개월                  | -25.11     | -24.94     |
|                    | 2019-01-14 | BUY(Maintain) | 85,000원  | 6개월                  | -24.44     | -23.65     |
|                    | 2019-01-21 | BUY(Maintain) | 85,000원  | 6개월                  | -22.94     | -17.06     |
|                    | 2019-01-25 | BUY(Maintain) | 85,000원  | 6개월                  | -16.52     | -9.76      |
|                    | 2019-02-11 | BUY(Maintain) | 85,000원  | 6개월                  |            |            |

## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

반도체/디스플레이

### 투자의견 변동내역

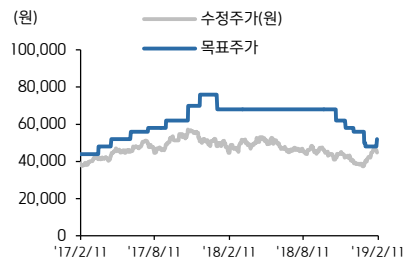
| 종목명                 | 일자         | 투자의견          | 목표주가     | 목표<br>가격<br>대상<br>시점 | 과리율(%)     |            |
|---------------------|------------|---------------|----------|----------------------|------------|------------|
|                     |            |               |          |                      | 평균<br>주가대비 | 최고<br>주가대비 |
| SK머티리얼즈<br>(036490) | 2016-11-23 | BUY(Maintain) | 190,000원 | 6개월                  | -17.97     | -1.63      |
|                     | 2017-01-04 | BUY(Maintain) | 220,000원 | 6개월                  | -17.37     | -15.00     |
|                     | 2017-01-19 | BUY(Maintain) | 220,000원 | 6개월                  | -14.87     | -9.36      |
|                     | 2017-02-08 | BUY(Maintain) | 220,000원 | 6개월                  | -19.80     | -9.36      |
|                     | 2017-04-20 | BUY(Maintain) | 220,000원 | 6개월                  | -19.70     | -9.36      |
|                     | 2017-04-27 | BUY(Maintain) | 220,000원 | 6개월                  | -19.47     | -9.36      |
|                     | 2017-05-24 | BUY(Maintain) | 220,000원 | 6개월                  | -18.65     | -8.82      |
|                     | 2017-06-08 | BUY(Maintain) | 220,000원 | 6개월                  | -17.42     | -6.82      |
|                     | 2017-07-13 | BUY(Maintain) | 250,000원 | 6개월                  | -24.46     | -22.40     |
|                     | 2017-07-28 | BUY(Maintain) | 250,000원 | 6개월                  | -26.28     | -22.40     |
|                     | 2017-09-21 | BUY(Maintain) | 250,000원 | 6개월                  | -27.25     | -22.40     |
|                     | 2017-11-06 | BUY(Maintain) | 250,000원 | 6개월                  | -27.03     | -16.52     |
|                     | 2018-01-15 | BUY(Maintain) | 220,000원 | 6개월                  | -23.82     | -20.91     |
|                     | 2018-02-07 | BUY(Maintain) | 220,000원 | 6개월                  | -24.20     | -20.91     |
|                     | 2018-02-13 | BUY(Maintain) | 220,000원 | 6개월                  | -24.20     | -20.91     |
|                     | 2018-02-14 | BUY(Maintain) | 220,000원 | 6개월                  | -26.38     | -19.05     |
|                     | 2018-04-24 | BUY(Maintain) | 220,000원 | 6개월                  | -26.74     | -19.05     |
|                     | 2018-05-29 | BUY(Maintain) | 220,000원 | 6개월                  | -25.41     | -18.32     |
|                     | 2018-07-10 | BUY(Maintain) | 220,000원 | 6개월                  | -25.21     | -17.73     |
|                     | 2018-08-28 | BUY(Maintain) | 220,000원 | 6개월                  | -17.20     | -11.91     |
|                     | 2018-10-17 | BUY(Maintain) | 250,000원 | 6개월                  | -29.75     | -22.60     |
|                     | 2018-11-26 | BUY(Maintain) | 230,000원 | 6개월                  | -33.90     | -27.48     |
|                     | 2019-01-07 | BUY(Maintain) | 200,000원 | 6개월                  | -22.50     | -19.40     |
|                     | 2019-02-11 | BUY(Maintain) | 200,000원 | 6개월                  |            |            |

| 종목명               | 일자         | 투자의견          | 목표주가     | 목표<br>가격<br>대상<br>시점 | 과리율(%)     |            |
|-------------------|------------|---------------|----------|----------------------|------------|------------|
|                   |            |               |          |                      | 평균<br>주가대비 | 최고<br>주가대비 |
| 한솔케미칼<br>(014680) | 2017-11-06 | BUY(Initiate) | 94,000원  | 6개월                  | -23.32     | -22.45     |
|                   | 2017-11-14 | BUY(Maintain) | 94,000원  | 6개월                  | -21.81     | -14.79     |
|                   | 2018-01-15 | BUY(Maintain) | 90,000원  | 6개월                  | -24.04     | -14.67     |
|                   | 2018-02-13 | BUY(Maintain) | 90,000원  | 6개월                  | -19.11     | -10.78     |
|                   | 2018-08-28 | BUY(Maintain) | 90,000원  | 6개월                  | -9.74      | -3.00      |
|                   | 2018-10-24 | BUY(Maintain) | 110,000원 | 6개월                  | -28.68     | -24.64     |
|                   | 2018-11-26 | BUY(Maintain) | 110,000원 | 6개월                  | -29.69     | -24.64     |
|                   | 2019-01-07 | BUY(Maintain) | 110,000원 | 6개월                  | -28.48     | -20.82     |
|                   | 2019-02-11 | BUY(Maintain) | 110,000원 | 6개월                  |            |            |

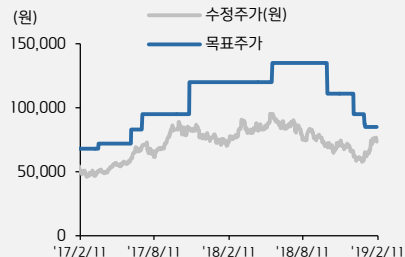
| 종목명              | 일자         | 투자의견                      | 목표주가     | 목표<br>가격<br>대상<br>시점 | 과리율(%)     |            |
|------------------|------------|---------------------------|----------|----------------------|------------|------------|
|                  |            |                           |          |                      | 평균<br>주가대비 | 최고<br>주가대비 |
| 솔브레인<br>(036830) | 2016-11-23 | BUY(Maintain)             | 85,000원  | 6개월                  | -29.30     | -21.18     |
|                  | 2017-01-04 | BUY(Maintain)             | 85,000원  | 6개월                  | -29.68     | -21.18     |
|                  | 2017-01-19 | BUY(Maintain)             | 85,000원  | 6개월                  | -30.42     | -21.18     |
|                  | 2017-04-14 | BUY(Maintain)             | 78,000원  | 6개월                  | -28.34     | -20.51     |
|                  | 2017-05-16 | BUY(Maintain)             | 78,000원  | 6개월                  | -26.49     | -14.87     |
|                  | 2017-05-24 | BUY(Maintain)             | 78,000원  | 6개월                  | -22.93     | -10.26     |
|                  | 2017-06-08 | BUY(Maintain)             | 78,000원  | 6개월                  | -15.99     | -1.41      |
|                  | 2017-11-06 | BUY(Maintain)             | 91,000원  | 6개월                  | -22.49     | -18.46     |
|                  | 2017-11-15 | BUY(Maintain)             | 91,000원  | 6개월                  | -23.75     | -15.16     |
|                  | 2017-12-13 | BUY(Maintain)             | 91,000원  | 6개월                  | -25.54     | -15.16     |
|                  | 2018-01-15 | BUY(Maintain)             | 91,000원  | 6개월                  | -26.74     | -15.16     |
|                  | 2018-02-05 | BUY(Maintain)             | 91,000원  | 6개월                  | -26.92     | -15.16     |
|                  | 2018-02-07 | BUY(Maintain)             | 91,000원  | 6개월                  | -27.40     | -15.16     |
|                  | 2018-02-13 | BUY(Maintain)             | 91,000원  | 6개월                  | -29.08     | -15.16     |
|                  | 2018-03-13 | BUY(Maintain)             | 91,000원  | 6개월                  | -30.03     | -15.16     |
|                  | 2018-04-12 | BUY(Maintain)             | 91,000원  | 6개월                  | -30.32     | -15.16     |
|                  | 2018-05-15 | BUY(Maintain)             | 91,000원  | 6개월                  | -27.18     | -23.08     |
|                  | 2018-05-29 | BUY(Maintain)             | 100,000원 | 6개월                  | -29.54     | -26.50     |
|                  | 2018-06-22 | BUY(Maintain)             | 100,000원 | 6개월                  | -36.52     | -26.50     |
|                  | 2018-08-28 | BUY(Maintain)             | 100,000원 | 6개월                  | -37.60     | -26.50     |
|                  | 2018-10-23 | BUY(Maintain)             | 82,000원  | 6개월                  | -36.96     | -33.54     |
|                  | 2018-11-26 | BUY(Maintain)             | 70,000원  | 6개월                  | -28.89     | -22.57     |
|                  | 2019-02-11 | Outperform<br>(Downgrade) | 62,000원  | 6개월                  |            |            |

목표주가 그래프 (2년)

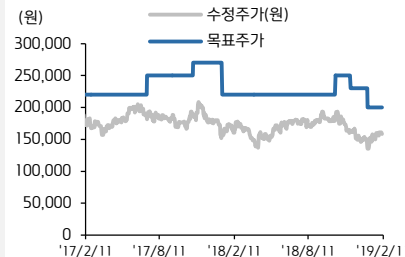
삼성전자(005930)



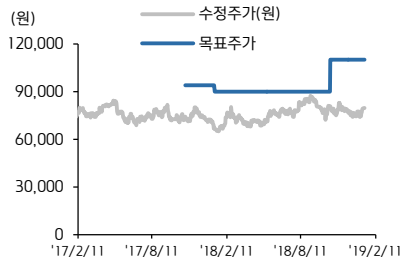
SK하이닉스(000660)



SK머티리얼즈(036490)



한솔케미칼(014680)



솔브레인(036830)

