

KI WO 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



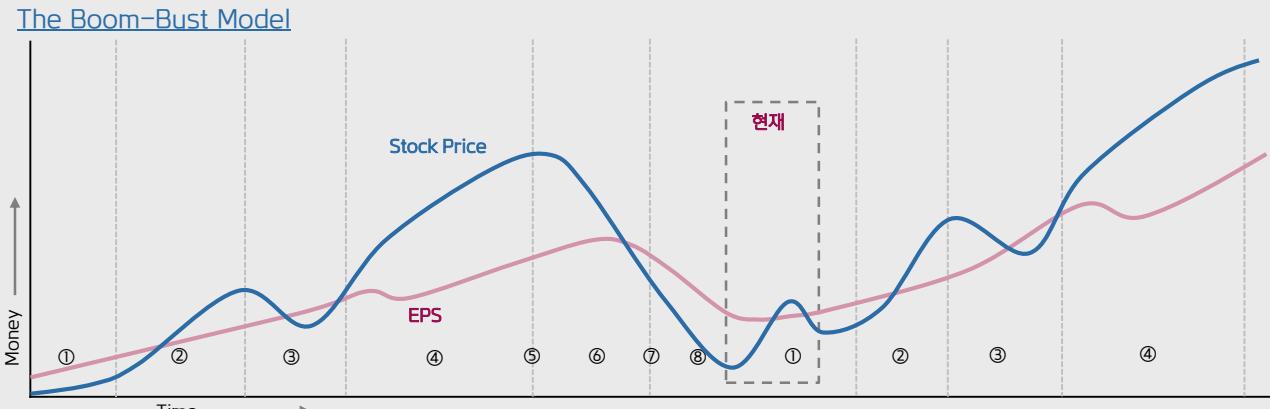
ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

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 돌아보면 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 '공급업체 간 과잉 경쟁'이 아닌, 고점이 발생될지도 모른다는 수요처들의 인식과 태세의 변화로부터 만들어졌기 때문이다. 최근 들어 공급업체들은 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**



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

# | 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, 애스

# 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



## 2. NAND 산업 전망

반도체/디스플레이

### ◎ NAND 업황 턴어라운드 먼저

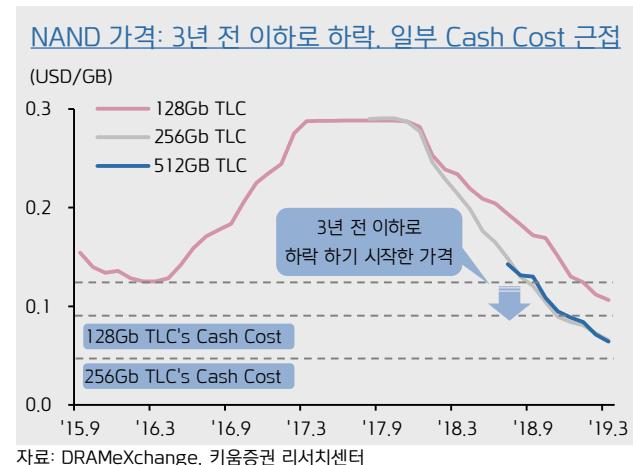
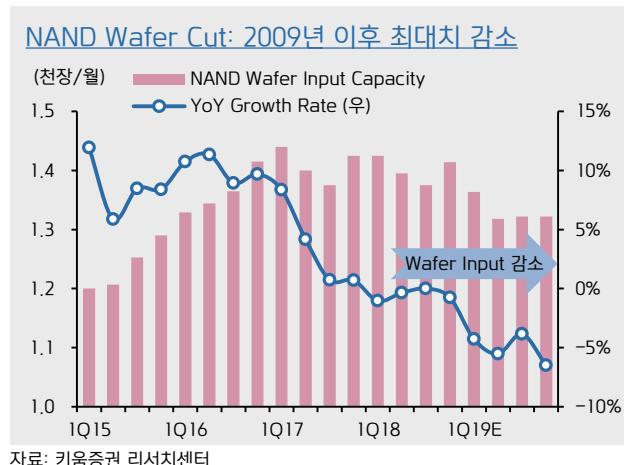
- 산업 총 CapEx 급감: 2019년 192억 달러(-24%YoY)
- 산업 내 Wafer Input Capacity 2019년 -5%YoY: 2009년 이후 최대치 감소

### ◎ 가격 급락 지속 시, 일부 공급업체 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



### 3. DRAM 산업 전망

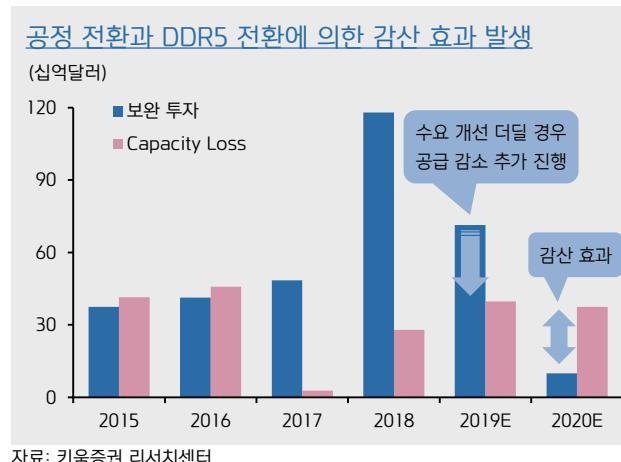
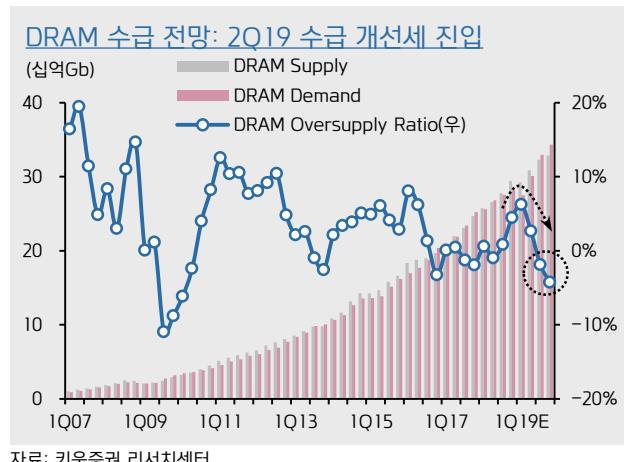
반도체/디스플레이

#### ◎ NAND가 이끄는 DRAM의 수요 개선

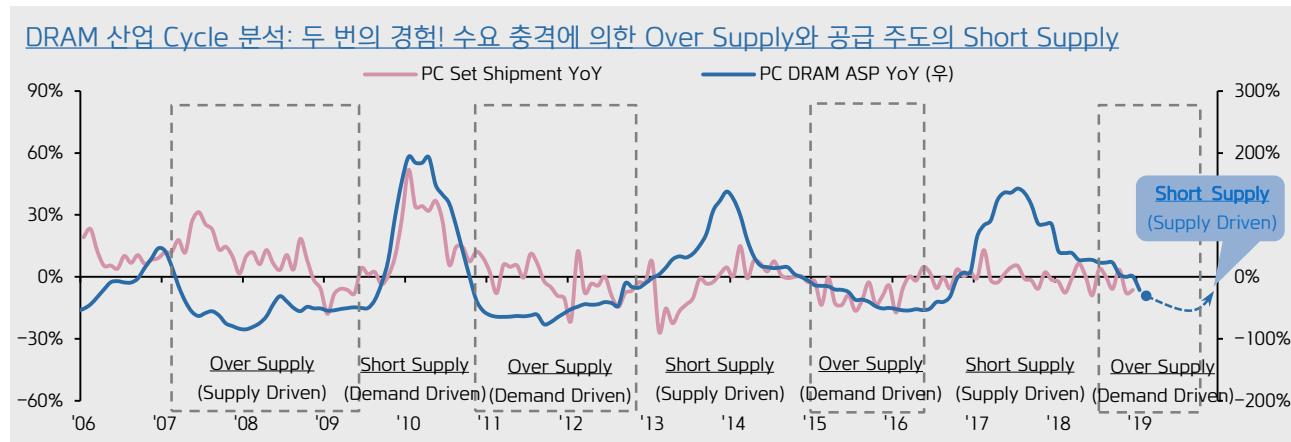
- 빅데이터, 머신러닝 등을 위한 서버 하드웨어는 CPU, GPU, DRAM, NAND 등으로 구성
- NAND 수요 증가가 고객사의 DRAM 구매를 증가로 이어질 것
- 서버 DRAM: 2Q19 Cascade Lake(보완 이슈 해결), 2020년 Ice Lake(10nm 기반) 출시에 따른 수요 회복
- PC DRAM: CPU 공급 부족 해소, PC-OEM 업체들의 부품 구매 수요 회복
- 모바일 DRAM: 신규 스마트폰 출시에 따른 계절적 수요 증가

#### ◎ 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



- ◎ 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, SK마티리얼즈, 한솔케미칼
  - 관심 종목(반도체): 하나마티리얼즈, 원익QnC, 티씨케이, 유니테스트, 테스나
  - 관심 종목(디스플레이): 에스에프에이, 원익IPS, 덕산네오룩스, 애스



자료: DRAMeXchange, ADATA, 키움증권 리서치센터



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다.

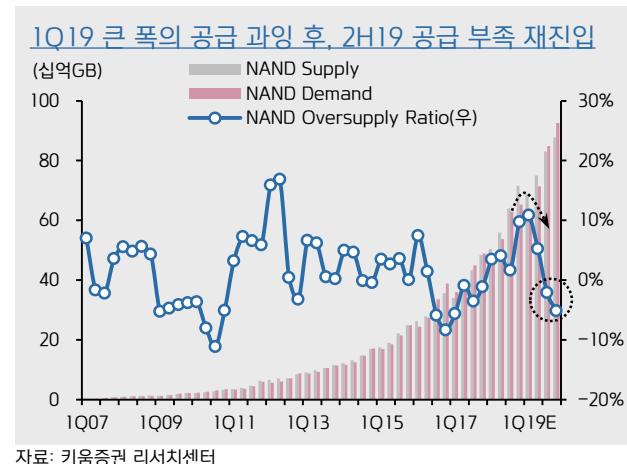
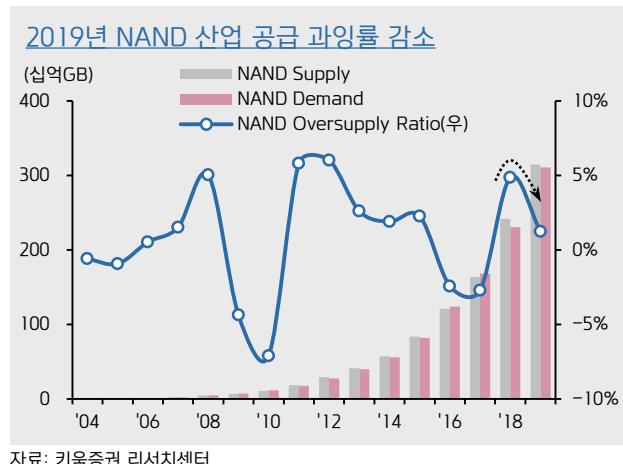
## II. NAND 산업 전망

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



## 2. NAND 공급 전망

반도체/디스플레이

### ◎ 공격적인 Capacity 감축

- 업계 내 재고 급증, 공급업체의 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

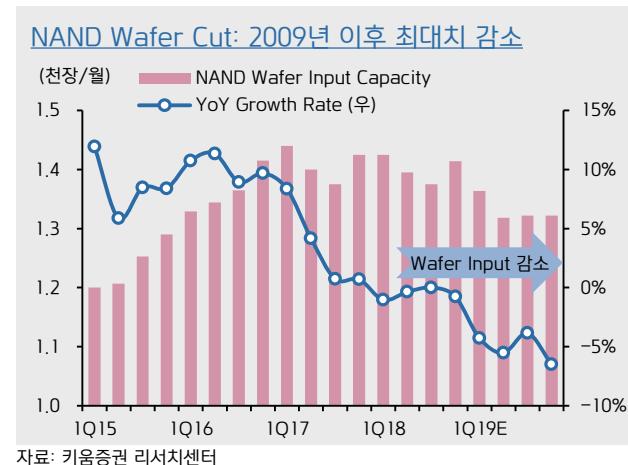
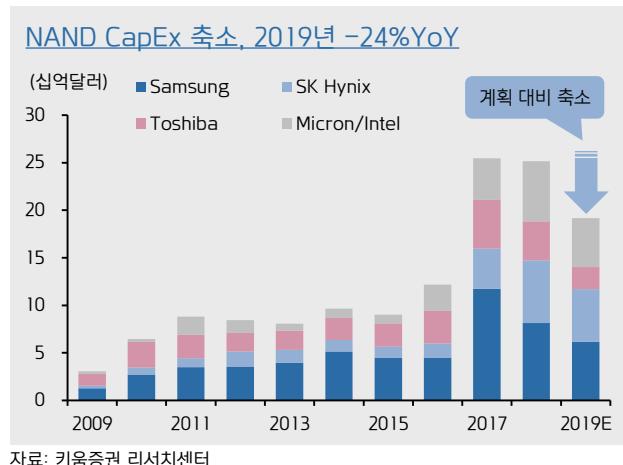
중국 공장 +20K/월 vs. 미국/싱가포르 공장 -20K/월

### ◎ 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



### 3. NAND 수요 전망

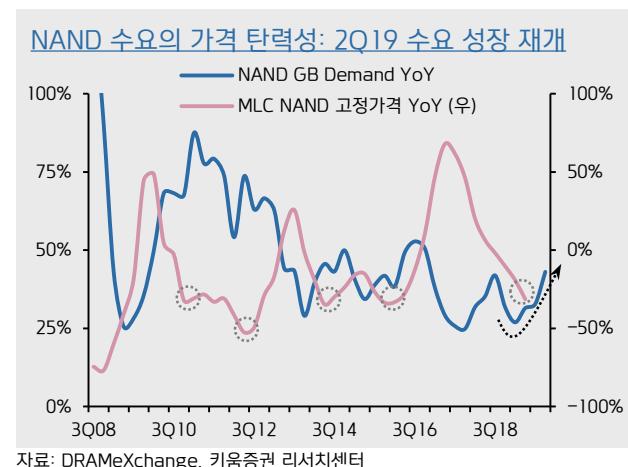
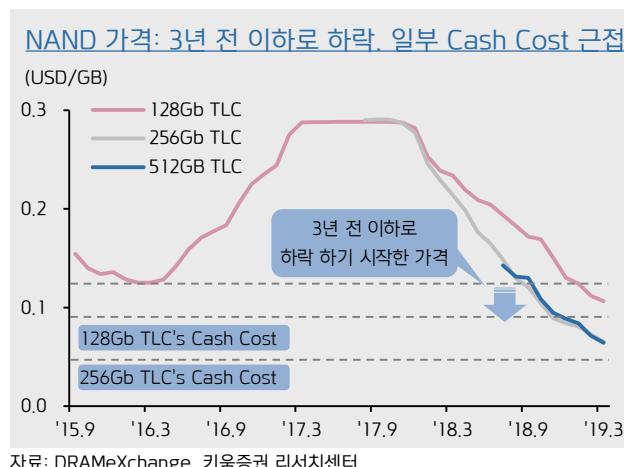
반도체/디스플레이

#### ◎ 충분히 하락한 NAND 가격

- NAND 고정가격 6개 분기 연속 하락. 특히 고용량 제품의 가격 하락 폭이 크게 나타났음
- 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 싸이클 저점에 근접
- 2Q19를 기점으로 수요 회복 나타날 것으로 판단
- 가격 하락폭이 가장 커던 고용량 제품(256Gb, 512Gb)의 시장 침투 지속될 전망

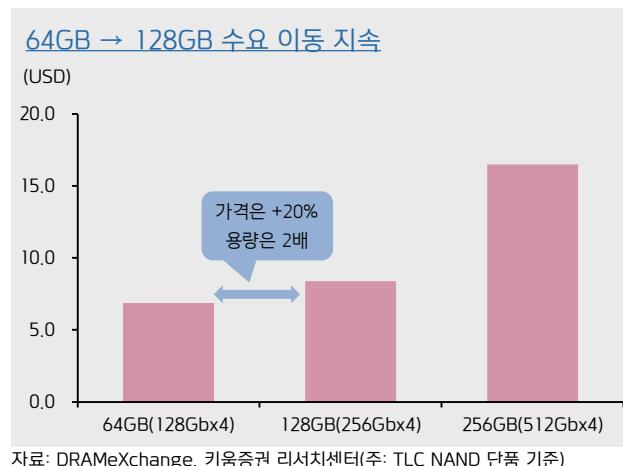
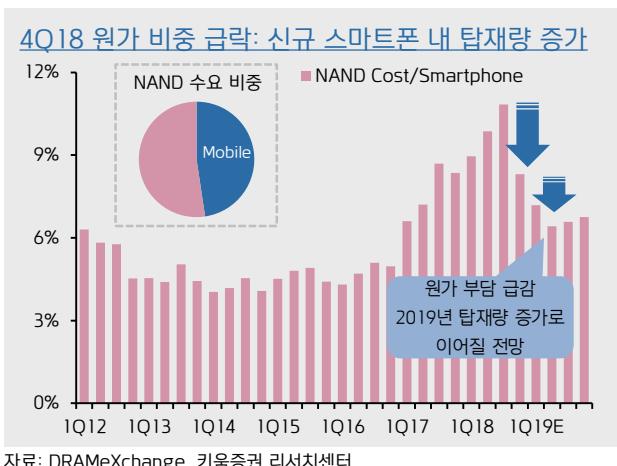


### 3. NAND 수요 전망

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



### 3. NAND 수요 전망

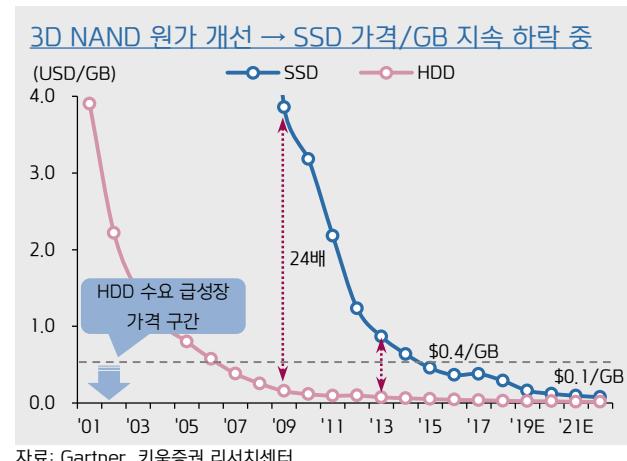
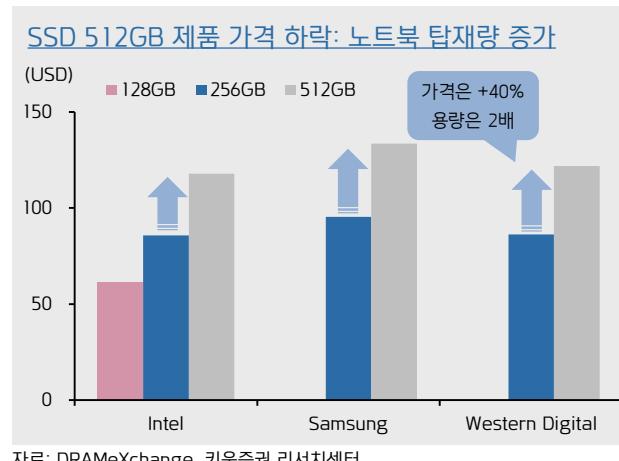
반도체/디스플레이

#### ◎ 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



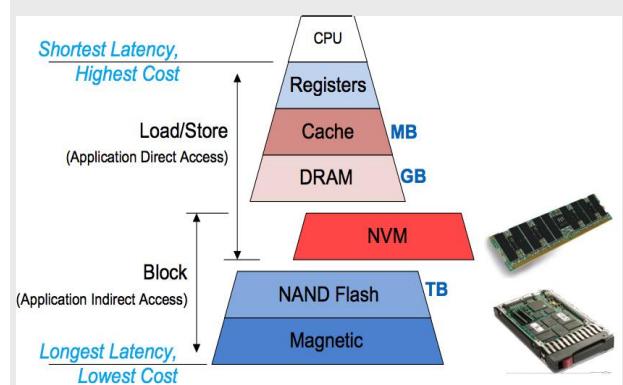
#### ◎ NAND 신규 수요 ①: DDR5와 함께하는 NVDIMM

- 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

NVDIMM: DRAM + NAND + Controller



자료: SNIA, 키움증권 리서치센터

Cloud Streaming Game



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
<b>Wafer Input Capa</b>	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											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
Dilijan	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	130	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%
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%	3%	3%	0%	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%
Dilijan	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 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

## III. DRAM 산업 전망

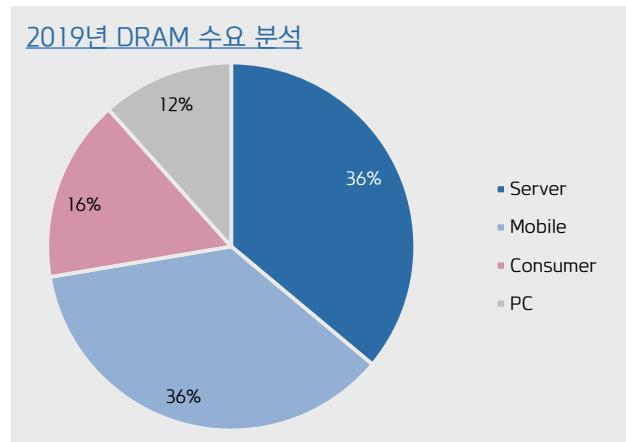
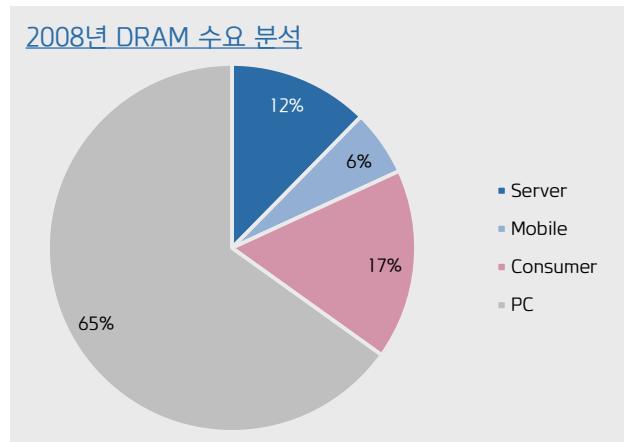
1. DRAM 수급 전망
2. 서버 DRAM 수요 전망
3. 모바일, PC DRAM 수요 전망
4. 투자 전략
5. DRAM Key Data

◎ 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 주가 재평가 구간 진입



# 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

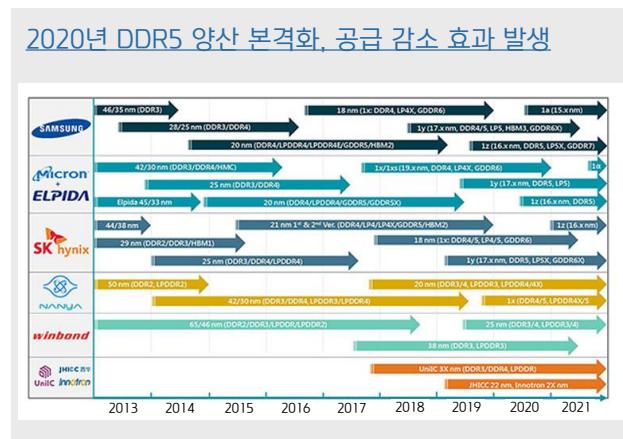
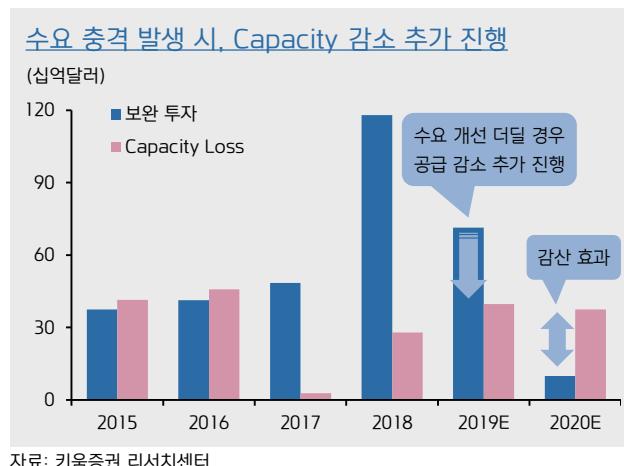
## ◎ 2020년 DRAM 감산 효과 발생. 공급 부족 예상

- 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



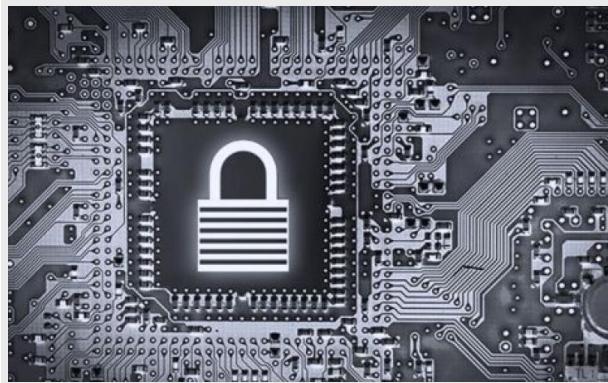
## 2. 서버 DRAM 수요 전망

반도체/디스플레이

### ◎ 다가오는 신규 CPU 플랫폼 싸이클

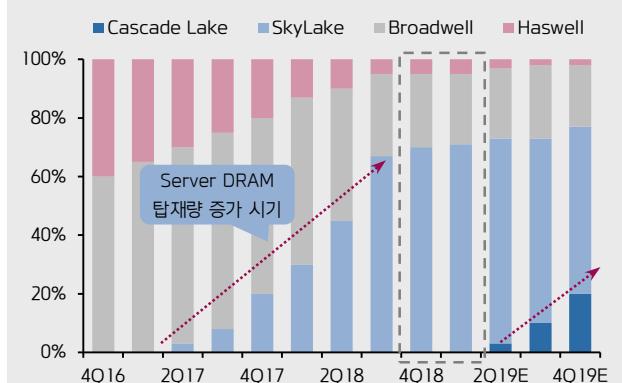
- 4Q18 ~1Q19 신규 CPU 플랫폼 출시 직전의 대기 수요 발생
- 일시적 수요 약세 불가피할 것으로 예상했으나, 문제는 수요 감소의 폭이 당시 예상 대비 더욱 극심했음
- 이는 앞서 언급한 서버 DRAM의 수요 리스크 때문이며, 리스크 해소와 함께 큰 폭의 수요 증가로 나타날 전망
- 2Q19 신규 CPU 플랫폼 (Intel Cascade Lake, AMD Rome) 양산 본격화
- 서버 DRAM 수요 성장 재개, 2H19 큰 폭의 수요 증가 예상
- 서버 DRAM 탑재량 증가율: 1H19 +16%YoY → 2H19 +27%YoY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

Cascade Lake: Spector, Meltdown 이슈 해결



자료: 키움증권 리서치센터

2Q19 신규 CPU 플랫폼 판매 본격화

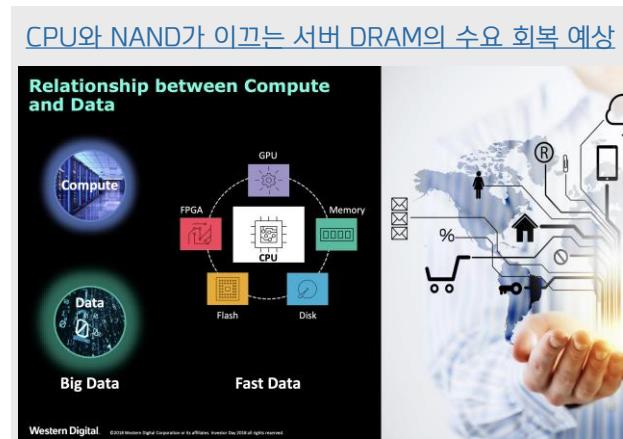
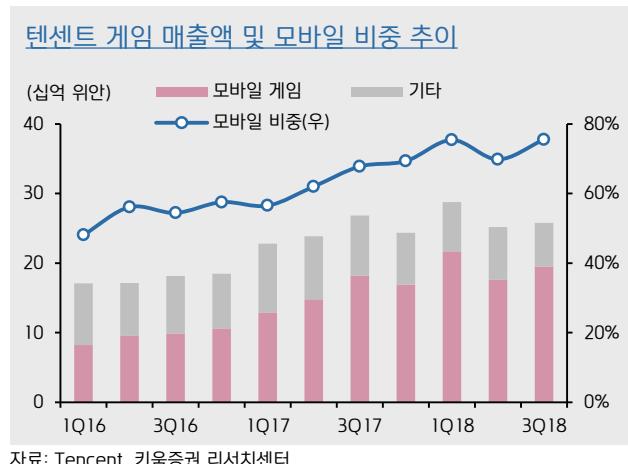


자료: Intel, 키움증권 리서치센터

## 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



### 3. 모바일, PC DRAM 수요 전망

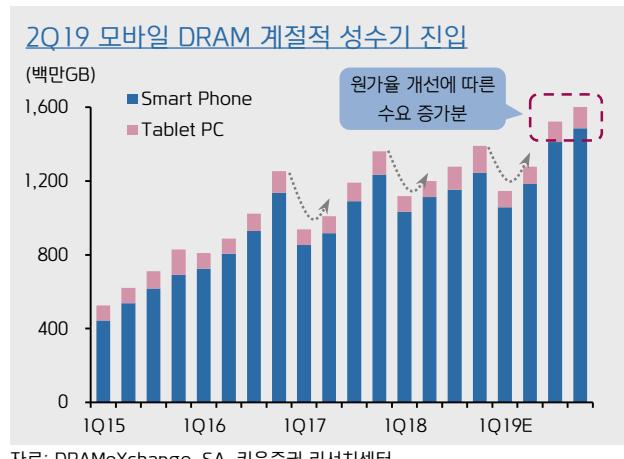
반도체/디스플레이

#### ◎ 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

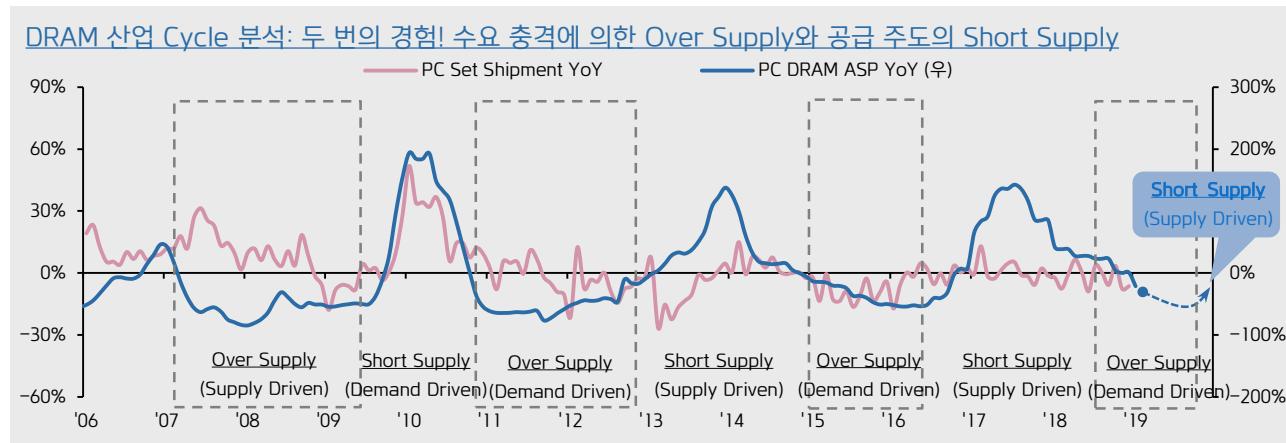


### ◎ 경험에 의한 주가의 빠른 반등

- DRAM 산업은 '공급 과정화와 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, SK마티리얼즈, 한솔케미칼
- 관심 종목(반도체): 하나마티리얼즈, 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%	9%	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	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	25	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
<b>Wafer Input Capa</b>	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	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(Notera)	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%	11%	10%	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(Notera)	11%	10%	10%	10%	10%	10%	9%	9%	11%	10%	10%
Fab15(Elpida)	9%	9%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	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>5%</b>	<b>4%</b>						
<b>Winbond</b>	<b>2%</b>										

자료: 키움증권 리서치센터

# IV. 기업분석

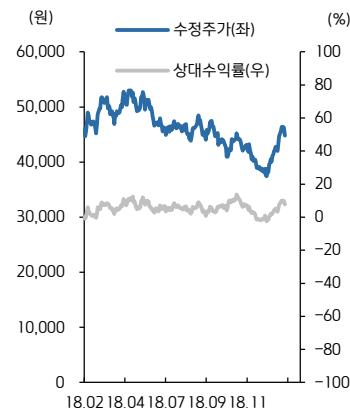
## 키움증권 커버리지

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

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

BUY (Maintain)

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% 7.7%
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 텐어라운드, 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 90조원로 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

## ◎ 투자의견 '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 텐어라운드 기대 속 쌓여가는 현금

반도체/디스플레이

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
<b>매출액</b>	<b>60,564</b>	<b>58,483</b>	<b>65,460</b>	<b>59,265</b>	<b>52,923</b>	<b>53,017</b>	<b>56,755</b>	<b>58,662</b>	<b>239,575</b>	<b>243,771</b>	<b>221,358</b>
%YoY	20%	-4%	5%	-10%	-13%	-9%	-13%	-1%	19%	2%	-9%
<b>Semiconductor</b>	<b>20,783</b>	<b>21,992</b>	<b>24,768</b>	<b>18,753</b>	<b>15,220</b>	<b>15,453</b>	<b>18,296</b>	<b>20,136</b>	<b>74,256</b>	<b>86,296</b>	<b>69,106</b>
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
<b>Display Panel</b>	<b>7,537</b>	<b>5,666</b>	<b>10,088</b>	<b>9,173</b>	<b>8,465</b>	<b>7,377</b>	<b>8,595</b>	<b>8,321</b>	<b>34,465</b>	<b>32,464</b>	<b>32,757</b>
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
<b>IT&amp;Mobile</b>	<b>28,450</b>	<b>23,995</b>	<b>24,913</b>	<b>23,323</b>	<b>24,646</b>	<b>23,132</b>	<b>23,958</b>	<b>23,139</b>	<b>106,668</b>	<b>100,681</b>	<b>94,874</b>
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
<b>Consumer Electronics</b>	<b>9,742</b>	<b>10,401</b>	<b>10,179</b>	<b>11,791</b>	<b>9,790</b>	<b>10,294</b>	<b>9,796</b>	<b>10,804</b>	<b>45,109</b>	<b>42,113</b>	<b>40,683</b>
VD	5,840	5,942	5,981	7,540	5,667	5,611	5,560	6,560	27,527	25,303	23,398
<b>영업이익</b>	<b>15,642</b>	<b>14,869</b>	<b>17,575</b>	<b>10,801</b>	<b>8,499</b>	<b>7,918</b>	<b>10,655</b>	<b>11,434</b>	<b>53,645</b>	<b>58,887</b>	<b>38,507</b>
%YoY	58%	6%	21%	-29%	-46%	-47%	-39%	6%	83%	10%	-35%
<b>Semiconductor</b>	<b>11,550</b>	<b>11,606</b>	<b>13,650</b>	<b>7,770</b>	<b>5,023</b>	<b>4,801</b>	<b>6,779</b>	<b>7,953</b>	<b>35,204</b>	<b>44,576</b>	<b>24,556</b>
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
<b>Display Panel</b>	<b>408</b>	<b>136</b>	<b>1,101</b>	<b>967</b>	<b>250</b>	<b>201</b>	<b>1,015</b>	<b>1,030</b>	<b>5,433</b>	<b>2,493</b>	<b>2,497</b>
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
<b>IT&amp;Mobile</b>	<b>3,770</b>	<b>2,669</b>	<b>2,221</b>	<b>1,510</b>	<b>3,006</b>	<b>2,405</b>	<b>2,318</b>	<b>1,840</b>	<b>11,827</b>	<b>10,170</b>	<b>9,570</b>
<b>Consumer Electronics</b>	<b>275</b>	<b>513</b>	<b>559</b>	<b>678</b>	<b>396</b>	<b>647</b>	<b>647</b>	<b>692</b>	<b>1,653</b>	<b>2,025</b>	<b>2,382</b>
<b>영업이익률</b>	<b>26%</b>	<b>25%</b>	<b>27%</b>	<b>18%</b>	<b>16%</b>	<b>15%</b>	<b>19%</b>	<b>19%</b>	<b>22%</b>	<b>24%</b>	<b>17%</b>
<b>Semiconductor</b>	<b>56%</b>	<b>53%</b>	<b>55%</b>	<b>41%</b>	<b>33%</b>	<b>31%</b>	<b>37%</b>	<b>39%</b>	<b>47%</b>	<b>52%</b>	<b>36%</b>
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%
<b>Display Panel</b>	<b>5%</b>	<b>2%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>16%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>
LCD	5%	-3%	1%	-1%	-3%	-4%	1%	6%	13%	1%	0%
OLED	6%	5%	16%	15%	5%	6%	17%	16%	18%	11%	11%
<b>IT&amp;Mobile</b>	<b>13%</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>	<b>6%</b>	<b>12%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>8%</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>
<b>Consumer Electronics</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>
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 텐어라운드 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)				
	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
판매비/일반관리비	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
관계기법지분법손익	20	201	384	224	241
투자및기타자산분손익	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(억원)	22,416	41,345	43,891	29,103	38,950
EBITDA	49,954	75,762	85,561	65,788	79,119
현금순이익(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)				
	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
감기상각비	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
현금및현금성자산의 순증가	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)				
	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
기타단기부채	8,142	12,106	14,225	12,844	13,833
비유동부채	14,507	20,086	17,917	16,443	17,409
장기매입채무및비유동채무	3,317	2,044	1,714	1,556	1,676
사채제작장기차입금	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	214,991	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

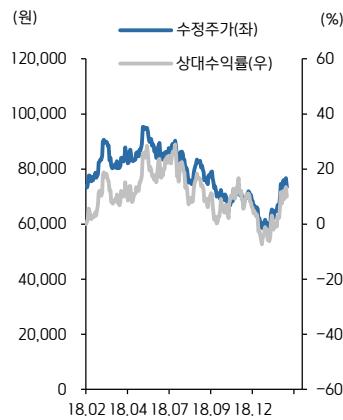
투자자료

	(단위: 원, 백, %)				
	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
PCF	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
토목자본이익률(ROIC)	20.1	32.8	30.0	19.4	25.5
안정성(%)					
부채비율	35.9	40.7	35.8	30.4	28.4
순자본금비율	-37.8	-30.0	-33.9	-40.5	-42.3
이자보상배율(배)	49.7	81.9	88.3	63.6	80.5
활동성(배)					
매출액회전율	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
52주 주가동향	최고가 최저가
	95,300원 -22.88%
최고/최저가대비	57,700원 27.38%
주가수익률	절대 상대
1M	24.2%
6M	-7.9%
12M	-0.5% 10.0%
발행주식수	728,002천주
일평균거래량(3M)	3,353천주
외국인 지분율	50.36%
배당수익률(18.E)	1.96%
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 커던 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 [백만Gb]	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[백만GB]	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>	<b>8,720</b>	<b>10,371</b>	<b>11,417</b>	<b>9,938</b>	<b>6,472</b>	<b>6,711</b>	<b>8,250</b>	<b>9,173</b>	<b>30,109</b>	<b>40,445</b>	<b>30,606</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
<b>매출원가</b>	<b>3,383</b>	<b>3,762</b>	<b>3,872</b>	<b>4,164</b>	<b>3,590</b>	<b>3,714</b>	<b>4,142</b>	<b>4,337</b>	<b>12,702</b>	<b>15,181</b>	<b>15,784</b>
매출원가율	39%	36%	34%	42%	55%	55%	50%	47%	42%	38%	52%
<b>매출총이익</b>	<b>5,336</b>	<b>6,608</b>	<b>7,545</b>	<b>5,773</b>	<b>2,882</b>	<b>2,997</b>	<b>4,107</b>	<b>4,836</b>	<b>17,408</b>	<b>25,263</b>	<b>14,822</b>
판매비와관리비	969	1,034	1,073	1,344	952	987	1,056	1,092	3,686	4,420	4,087
<b>영업이익</b>	<b>4,367</b>	<b>5,574</b>	<b>6,472</b>	<b>4,430</b>	<b>1,930</b>	<b>2,009</b>	<b>3,051</b>	<b>3,744</b>	<b>13,721</b>	<b>20,843</b>	<b>10,735</b>
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
<b>영업이익률</b>	<b>50%</b>	<b>54%</b>	<b>57%</b>	<b>45%</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>	<b>37%</b>	<b>41%</b>	<b>46%</b>	<b>52%</b>	<b>35%</b>
DRAM	61%	63%	66%	57%	46%	45%	50%	53%	54%	62%	49%
NAND	16%	18%	22%	-3%	-36%	-35%	-15%	-9%	20%	14%	-22%
<b>법인세차감전손익</b>	<b>4,291</b>	<b>5,903</b>	<b>6,435</b>	<b>4,712</b>	<b>1,878</b>	<b>2,194</b>	<b>3,177</b>	<b>3,879</b>	<b>13,440</b>	<b>21,341</b>	<b>11,128</b>
법인세비용	1,169	1,575	1,743	1,314	507	592	858	1,047	2,797	5,801	3,005
<b>당기순이익</b>	<b>3,121</b>	<b>4,329</b>	<b>4,692</b>	<b>3,398</b>	<b>1,371</b>	<b>1,602</b>	<b>2,319</b>	<b>2,832</b>	<b>10,642</b>	<b>15,540</b>	<b>8,124</b>
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)				
	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
판매비/일반관리비	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
투자및기타자산분기손익	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(억원)	2,954	10,642	15,542	8,126	12,889
EBITDA	7,733	18,748	27,211	18,134	24,623
현금순이익(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)				
	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
경기상각비	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	-1,231	-1,321	-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
현금및현금성자산의 순증가	-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)				
	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
유동차장기차입금	705	581	1,078	1,018	985
기타단기부채	420	2,475	3,274	3,475	4,274
비유동부채	4,032	3,481	3,767	3,779	3,788
장기매입채무및기타비유동채무	27	8	19	15	18
사채제작장기차입금	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
지배주주지분차본총계	24,017	33,815	48,652	55,752	67,615
비지배주주지분차본총계	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, %)				
	2016	2017	2018P	2019E	2020E
주당지급률(%)					
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
PCF	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
토기자본이익률(ROIC)	14.2	43.0	45.0	18.9	26.6
안정성(%)					
부채비율	34.1	34.3	27.2	22.2	20.8
순자금비율	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

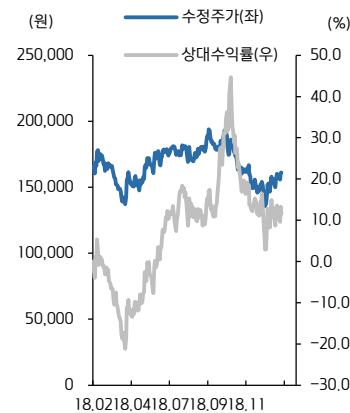
# SK머티리얼즈(036490): 전방 수요 회복 속 신규 사업 확대

BUY (Maintain)

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%
6M	-4.7%
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 커던 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 가동률 상승에 따른 출하량 증가세 지속
- SK에어가스: 반도체용 산업가스 출하량 증가. 매출액 2,008억원(+66%YoY) 전망
- SK트리켐: 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
<b>매출액</b>	<b>142.3</b>	<b>157.5</b>	<b>186.0</b>	<b>201.5</b>	<b>196.7</b>	<b>207.9</b>	<b>220.9</b>	<b>232.4</b>	<b>512.3</b>	<b>687.2</b>	<b>857.7</b>
%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
SK트리켐, SK소와덴코	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%
<b>매출총이익</b>	<b>49.1</b>	<b>58.9</b>	<b>69.8</b>	<b>76.9</b>	<b>71.6</b>	<b>76.8</b>	<b>80.9</b>	<b>85.6</b>	<b>197.6</b>	<b>254.7</b>	<b>314.8</b>
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
<b>영업이익</b>	<b>33.8</b>	<b>40.8</b>	<b>51.2</b>	<b>57.1</b>	<b>53.6</b>	<b>57.7</b>	<b>60.6</b>	<b>64.3</b>	<b>147.7</b>	<b>182.9</b>	<b>236.2</b>
%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%
법인세차감전순익	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
<b>당기순이익</b>	<b>22.8</b>	<b>26.2</b>	<b>38.6</b>	<b>36.4</b>	<b>38.8</b>	<b>42.3</b>	<b>43.4</b>	<b>46.8</b>	<b>104.1</b>	<b>124.0</b>	<b>171.3</b>
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

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
판매비/일반관리비	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
법인당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	99	133	129	163	179
이자비용	100	129	122	116	130
외환손실	121	113	109	136	127
관계기법지분법손익	-50	-1	-1	-1	0
투자및기타자산분손익	-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

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
감기상각비	667	741	876	1,028	1,100
무형자산상각비	8	10	18	30	34
외환손익	22	-20	-21	-27	-52
자산처분손익	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

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
제고자산	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
특자자산	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
기타단기부채	188	148	163	203	247
비유동부채	1,824	3,733	5,497	6,930	7,258
장기매입채무및비유동채무	295	199	268	335	406
사채제작장기차입금	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
지배주주지분차입금	4,213	3,857	4,661	5,892	7,645
비지배주주지분차입금	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

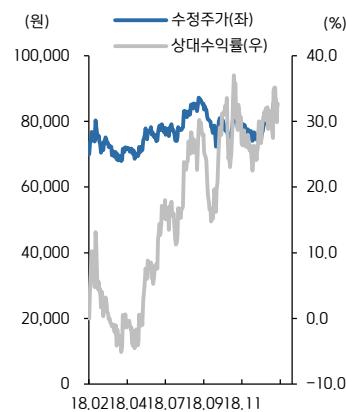
투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
주당지표(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
PCF	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
토착자본이익률(ROIC)	20.3	14.5	13.8	14.6	16.4
안정성(%)					
부채비율	106.6	173.9	191.7	182.3	152.3
순자금비율	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
제고자산회전율	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
최고/최저가대비	87,300원 -2.18% 25.77%
주가수익률	절대 상대
1M	11.2%
6M	2.6%
12M	22.0%
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
- 한솔케이칼의 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
<b>매출액</b>	<b>117.4</b>	<b>145.0</b>	<b>145.0</b>	<b>135.8</b>	<b>142.7</b>	<b>151.7</b>	<b>166.0</b>	<b>158.3</b>	<b>521.6</b>	<b>543.2</b>	<b>618.8</b>
%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%
<b>매출총이익</b>	<b>34.2</b>	<b>39.8</b>	<b>44.8</b>	<b>39.2</b>	<b>40.2</b>	<b>44.7</b>	<b>48.9</b>	<b>45.2</b>	<b>142.3</b>	<b>157.9</b>	<b>179.1</b>
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
<b>영업이익</b>	<b>25.0</b>	<b>25.5</b>	<b>33.0</b>	<b>21.9</b>	<b>30.2</b>	<b>33.7</b>	<b>37.3</b>	<b>26.8</b>	<b>79.2</b>	<b>105.4</b>	<b>127.9</b>
%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%
법인세차감전순익	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
<b>당기순이익</b>	<b>23.8</b>	<b>15.6</b>	<b>24.6</b>	<b>23.9</b>	<b>21.6</b>	<b>24.4</b>	<b>27.3</b>	<b>19.5</b>	<b>58.1</b>	<b>87.9</b>	<b>92.9</b>
당기순이익률	20%	11%	17%	18%	15%	16%	16%	12%	11%	16%	15%

주: 2018년 수치에는 한솔씨앤피 및 그 종속기업의 매각으로 인해 변경될 순익계산서의 추정치가 반영되어 있음

## 재무제표

## 반도체/디스플레이

포괄손익계산서

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
판매비/일반관리비	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
현금순이익(Cash Earnings)	859	908	1,223	1,356	1,506
수정당기순이익	541	585	882	932	1,070
증감율(%), YoY					
매출액	25.1	13.3	4.1	13.9	10.3
영업이익(보고)	67.6	-3.6	33.2	21.4	13.4
영업이익(핵심)	67.6	-3.6	33.2	21.4	13.4
EBITDA	52.9	2.6	24.9	22.1	10.8
지배주주지분 당기순이익	63.5	-2.8	61.7	5.6	7.5
EPS	63.5	-2.8	61.7	5.6	7.5
수정순이익	58.0	8.1	50.9	5.7	14.8

현금흐름표

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
우형자산의 처분	0	6	3	-3	-3
우형자산의 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
현금및현금성자산의 순증가	205	231	419	-315	720
기초현금및현금성자산	62	267	497	916	601
기말현금및현금성자산	267	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

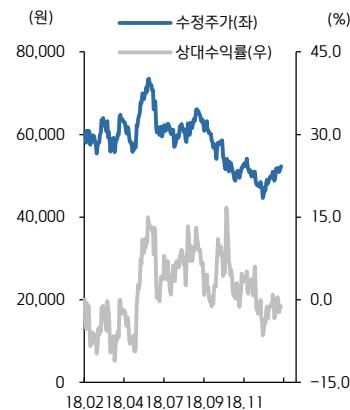
재무상태표

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
유동상장기차입금	1,141	532	533	323	213
기타단기유동부채	138	80	103	117	129
비유동부채	1,379	1,425	1,737	1,309	1,382
장기매입채무및비유동채무	7	1	2	2	3
사채제작장기차입금	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

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	5,034	4,893	7,914	8,358	8,987
BPS	24,998	28,396	35,359	42,642	50,429
주당EBITDA	9,657	9,907	12,376	15,110	16,736
CFPS	7,601	8,041	10,829	12,007	13,333
DPS	1,000	1,000	1,100	1,200	1,250
주가배수(배)					
PER	16.5	14.8	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
PCFR	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
순자본비율	65.0	42.9	35.7	20.1	5.5
이자보상배율(배)	8.4	8.3	10.8	14.7	16.6
활동성(배)					
매출액전환율	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%
6M	-14.8%
12M	-13.3%
발행주식수	17,398천주
일평균거래량(3M)	45천주
외국인 지분율	29.96%
배당수익률(18.E)	1.19%
BPS(18.E)	42,878원



### ◎ 반도체 예천트 성장을 둔화 속 쌓여만 가는 현금

- 고객사 반도체 신규 공장 [P1, Xian2, M15, Wuxi(C3)] 장비 투자 축소, 반도체 예천트 성장을 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 예천트의 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, 투자의견 'Outperform'으로 하향 조정

- 성장을 둔화와 주가 고리율 감안하여, 목표주가와 투자의견을 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, 예천트 경쟁 심화

반도체/디스플레이

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>217.7</b>	<b>238.3</b>	<b>254.9</b>	<b>246.8</b>	<b>249.6</b>	<b>260.9</b>	<b>264.4</b>	<b>257.3</b>	<b>775.6</b>	<b>957.7</b>	<b>1,032.2</b>
%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
<b>매출원가</b>	<b>162.8</b>	<b>177.5</b>	<b>189.7</b>	<b>192.9</b>	<b>188.3</b>	<b>197.8</b>	<b>201.6</b>	<b>197.9</b>	<b>604.4</b>	<b>723.0</b>	<b>785.6</b>
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
<b>영업이익</b>	<b>37.9</b>	<b>43.2</b>	<b>46.8</b>	<b>39.1</b>	<b>43.5</b>	<b>45.8</b>	<b>45.9</b>	<b>42.6</b>	<b>105.7</b>	<b>167.1</b>	<b>177.9</b>
%YoY	44%	75%	59%	55%	15%	6%	-2%	9%	1%	58%	6%
영업이익률	17%	18%	18%	16%	17%	18%	17%	17%	14%	17%	17%
법인세차감전순익	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
<b>당기순이익</b>	<b>37.7</b>	<b>24.1</b>	<b>34.4</b>	<b>19.9</b>	<b>35.2</b>	<b>30.6</b>	<b>31.5</b>	<b>27.5</b>	<b>43.1</b>	<b>116.1</b>	<b>124.8</b>
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
Sales [십억원]	958	1,032	1,064	993	1,018	1,047
Growth	23.5%	7.8%	3.1%	-6.7%	2.5%	2.9%
EPS [원]	6,686	7,210	7,690	6,692	6,913	7,121
Growth	164.0%	7.8%	6.7%	-13.0%	3.3%	3.0%
BPS [원]	42,878	49,103	55,795	62,387	69,200	76,221
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%
PV of Residual Earnings		3,092	2,795	1,204	885	585
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

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
판매비밀임당관리비	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
법인세비용	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

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
경기상각비	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 투득	-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
현금및현금성자산의 순증가	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

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
채고자산	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
기타단기유동부채	121	153	235	253	261
비유동부채	259	133	130	140	145
장기매입채무및비유동채무	6	3	6	6	6
사채제작기차입금	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
지배주주지분차입금	5,584	6,450	7,460	8,543	9,707
비지배주주지분차입금	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

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
PCF	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(ROI)	20.8	18.4	34.4	33.5	32.3
안정성(%)					
부채비율	47.8	37.9	32.0	26.3	22.4
순자본비율	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 'SK마티리얼즈'의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있으며, 그밖에 언급된 종목들의 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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	작용기준(6개월)	업종	작용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

## ◎ 투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

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

## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

반도체/디스플레이

### 투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점			과리율(%)		
				평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비
삼성전자 (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	목표가격 대상 시점			과리율(%)		
				평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비
SK하이닉스 (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

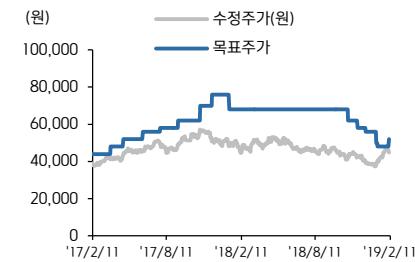
종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가대비	최고 주가대비
SK마티리얼즈  (036490)	2016-11-23	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-17.97	-1.63
	2017-01-04	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-17.37	-15.00
	2017-01-19	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-14.87	-9.36
	2017-02-08	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-19.80	-9.36
	2017-04-20	BUY(Maintain)	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	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가대비	최고 주가대비
한솔케미칼  (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	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가대비	최고 주가대비
솔브레인  (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 (Downgrade)	62,000원	6개월		

## 목표주가 그래프 (2년)

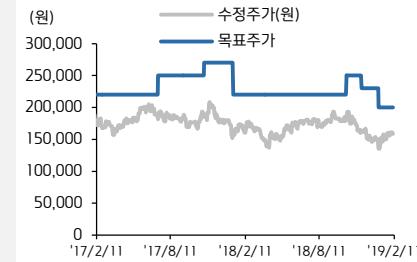
삼성전자(005930)



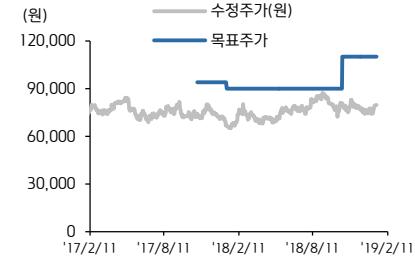
SK하이닉스(000660)



SK마티리얼즈(036490)



한솔케미칼(014680)



솔브레인(036830)

