

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

2019년 03월 18일 | 키움증권 리서치센터



산업분석 | 반도체/디스플레이 Overweight(Maintain)

# 반도체/OLED 산업 전망

## Reflexivity - 번외편

2월 11일 반도체 산업 전망: Reflexivity - 본편

2월 27일 디스플레이 산업 전망: OLED 기초 설명서

I 반도체/디스플레이

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

I IRA

김소원 02-3787-4736  
sowonkim@kiwoom.com

키움증권



**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/디스플레이 Overweight(Maintain)

## I. 산업 전망 업데이트 ..... 4

1. 반도체, 디스플레이 장비 투자 재개
2. NAND 산업 전망 업데이트
3. DRAM 산업 전망 업데이트
4. OLED 산업 전망 업데이트
5. 투자 전략

## II. 기업 분석 ..... 10

### 실적 업데이트

- |                   |                  |
|-------------------|------------------|
| 1. 삼성전자(005930)   | Buy, TP 52,000원  |
| 2. SK하이닉스(000660) | Buy, TP 85,000원  |
| 3. 한솔케미칼(014680)  | Buy, TP 110,000원 |

# I. 산업 전망 업데이트

1. 반도체, 디스플레이 장비 투자 재개
2. NAND 산업 전망 업데이트
3. DRAM 산업 전망 업데이트
4. OLED 산업 전망 업데이트
5. 투자 전략



## 1. 반도체, 디스플레이 장비 투자 재개

반도체/디스플레이

### ◎ 삼성전자 비메모리 투자 확대

- DDI: Flexible OLED와 OLED TV 시장 확대에 따른 수요 증가. 신규 장비 투자
- CIS: 트리플 카메라 채택 증가에 따른 증설 진행. DRAM → CIS 전환 투자
- Foundry: EUV 신규 공장 완공 후, 2H19 공장 가동 예정. 신규 장비 투자

### ◎ 삼성전자, SK하이닉스 3D NAND 투자 확대

- 기존 공장의 Capacity Loss 보완 및 수요 대응 목적  
2Q19 장비 발주 재개 후, 3Q20까지 양사 총 15조원의 장비 CapEx 지출 예상
- 기존 장비의 전환(48/64단 → 92/96단)에 따른 Capacity Loss -30% 발생  
이를 보완하기 위한 신규 장비 투자 진행될 전망
- 삼성전자는 X2, SK하이닉스는 M15 공장에서 신규 투자 진행

반도체/디스플레이 신규 공장 완공 예상 시점: 완공되기 시작하는 공장들 [반도체 7개, OLED 1개]

	2019E	2020E	2021E
반도체	<p>삼성전자 화성(18L ph1)</p> <p>삼성전자 중국 시안(X2)</p> <p>SK하이닉스 청주(M15)</p> <p>SK하이닉스 중국 우시(C2)</p>	<p>삼성전자 평택(P2 ph1)</p> <p>삼성전자 화성(18L ph2)</p> <p>SK하이닉스 이천(M16 ph1)</p> <p>도시바 요카이치(Y7)</p>	<p>삼성전자 평택(P2 ph2)</p> <p>SK하이닉스 이천(M16 ph2)</p>
디스플레이			<p>삼성디스플레이 탕정(A5)</p>

자료: 키움증권 리서치센터

## 2. NAND 산업 전망 업데이트

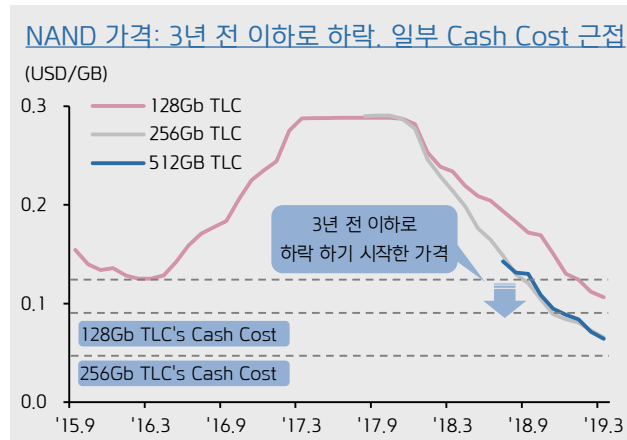
반도체/디스플레이

### ◎ 충분히 하락한 NAND 가격, 2Q19 수요 개선세 진입

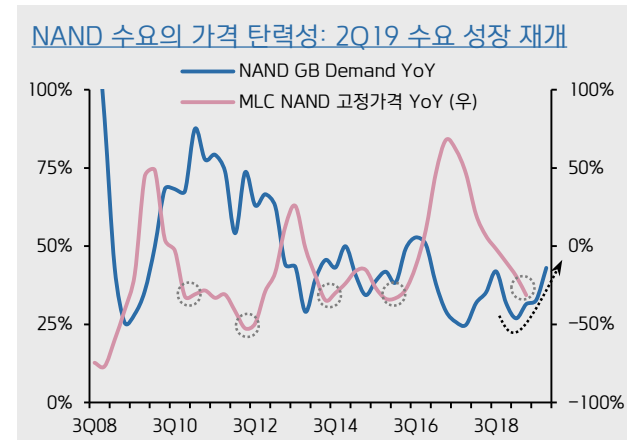
- NAND 고정가격 6개 분기 연속 하락. 특히 고용량 제품의 가격 하락 폭이 크게 나타났음
- 3D NAND 가격은 이미 3년 전 이하 수준으로 하락. 일부 제품은 Cash Cost에 근접
- 2Q19부터 수요의 가격 탄력적 효과 발생될 전망
- 수요 증가 요인은 스마트폰(64GB → 128GB)과 SSD(256GB → 512GB) 주력 제품의 용량 변경

### ◎ NAND 치킨 게임 가능성 매우 낮음

- 근거 1: 업체간 기술 격차가 크지 않음. 제품 원가 격차가 현재와 비슷할 것임을 의미
- 근거 2: 치킨 게임 발생 시 도시바가 위협될 수 있으나, 삼성전자와 도시바의 OPm 차이는 +3%p(4Q18 기준)에 불과함
- 근거 3: 기존 공장의 Capacity Loss(공정 전환에 따른 감소분)와 신규 공장의 장비 투자를 감안해도 올해 전세계 NAND Wafer Input Capacity는 5%YoY 감소. 해당 Capacity로는 치킨게임 불가
- 근거 4: Sumco, SK실트론, Siltronic 등이 공급하는 12인치 Wafer 시장은 이미 공급과잉에 진입 했음



자료: DRAmEXchange, 키움증권 리서치센터



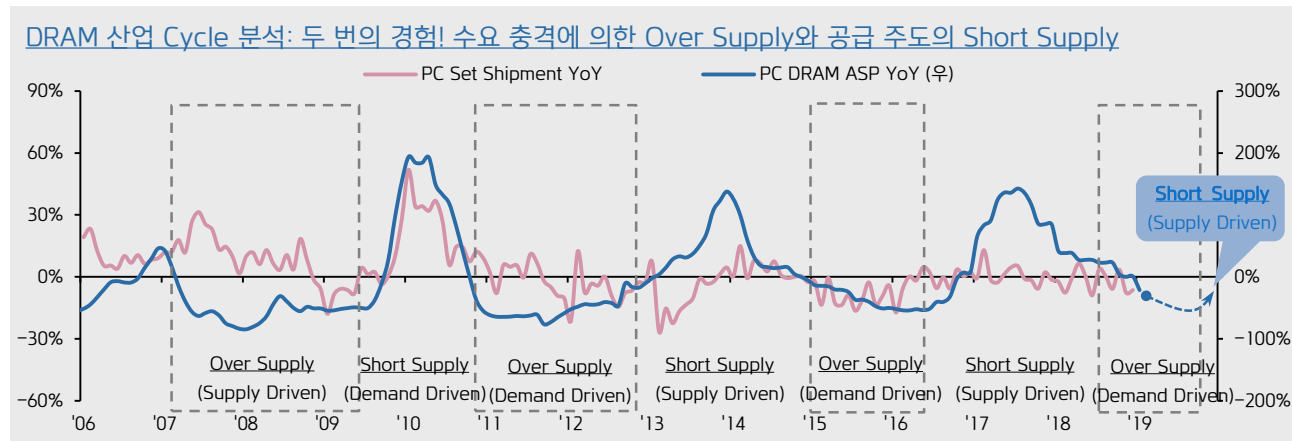
자료: DRAmEXchange, 키움증권 리서치센터

#### ◎ DRAM 업황 개선 시그널 목격

- 3Q19 대만 Server ODM 업체들의 출하량 증가 재개  
당사 채널 체크에 따르면, 3Q19 Server ODM 출하 증가율 예상치는 +14~16%QoQ 수준
- ODM들의 DRAM 재고와 제품 생산 기간 감안하면, Server DRAM 출하량은 2Q19 중/후반부터 반등할 것으로 판단됨

#### ◎ 주가는 업황 보다 빠르게 반응할 것으로 판단

- DRAM 산업은 엘피다 파산 이후 공급과잉과 공급부족을 이끄는 Key Factor가 정 반대로 바뀜
- 과점 이후 두 번의 공급과잉은 모두 수요 충격 때문에 발생했으며, 두 번의 공급부족은 모두 공급 축소로 인해 발생됨
- 세 번째 사이클인 이번에도 공급과잉은 수요 충격으로 인해 발생  
연초부터 공급 업체들의 CapEx Cut이 진행되며, 향후 공급부족 재진입 가능성을 높이고 있음
- 과점 이후 두 번의 Cycle을 경험했던 만큼, 향후 주가는 DRAM의 가격 반등보다 더욱 빠르게 움직일 것으로 판단함



자료: DRAmExchange, ADATA, 키움증권 리서치센터

## 4. OLED 산업 전망 업데이트

반도체/디스플레이

### ◎ 삼성전자 QD-OLED TV 시장 진출

- 기존 LCD 장비 매각/폐기 처분하고, 해당 공간에 QD-OLED TV 신규 장비 증설 예상
- 2019년을 시작으로 향후 3년간 투자 규모 확대될 전망
- 신규 공장인 A5는 2Q19 착공 후 2021년 하반기 완공 예정  
6세대 OLED 장비 투자가 가능해지는 시점까지 아직 오랜 시간이 남아있음

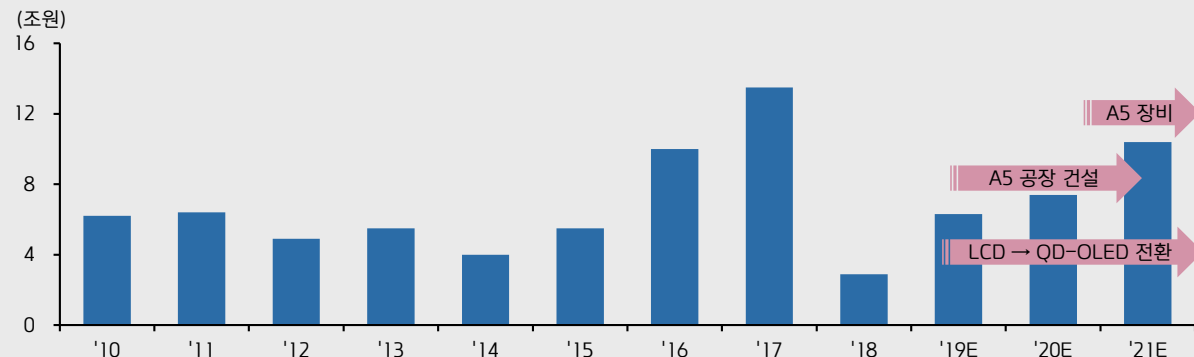
### ◎ 삼성전자 Flexible OLED, 노트북과 테블릿 PC 시장 진출 기대

- OLED의 노트북/테블릿PC 시장 진출로, 기존 6세대 공장의 가동률 상승 기대
- Flexible OLED는 LCD 대비 무게가 작기 때문에, 노트북 경량화에 최적화되어 있음

### ◎ LG디스플레이, WOLED TV 투자 확대 기대

- 2H19 광저우 공장 장비 투자. 2020년 10.5G WOLED 신규 투자 및 LCD → WOLED의 전환 투자 기대

삼성디스플레이 CapEx 추이 및 전망: OLED TV 장비 투자와 A5 공장 건설에 따른 투자 증가



자료: 키움증권 리서치센터

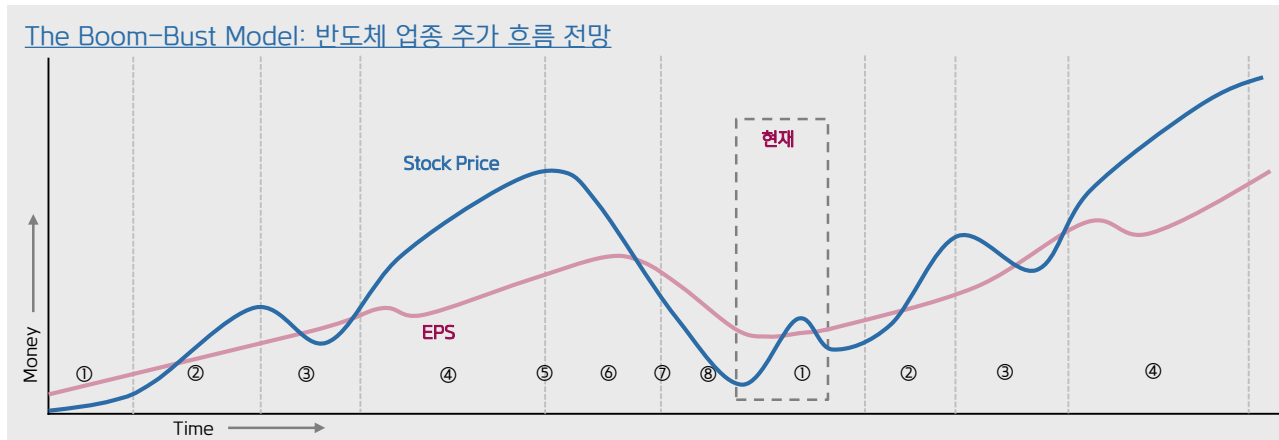


### ◎ 반도체 산업 및 주가 전망

- 단기적인 실적 하향 조정 국면, 삼성전자, SK하이닉스 위주의 주가 기간 조정 예상
- 조정의 시기를 거치면, 시장의 관심은 NAND와 DRAM의 업황 개선 속도에 맞춰질 것으로 판단
- 당사는 2Q19 NAND를 중심으로 한 수요 개선, 3Q19 서버 DRAM의 수요 개선을 예상하고 있음
- 3D NAND, 비메모리, QD-OLED TV의 장비 투자와 맞물리며, 관련 Supply-Chain 주가의 추가 상승 이끌 것으로 판단

### ◎ 업종 Top Picks 및 관심종목

- 대형주: 삼성전자, SK하이닉스
- 소재: SK머티리얼즈, 원익머트리얼즈, 덕산네오룩스, 한솔케미칼
- 장비: 에스에프에이, 원익IPS, 야스, 유니셀



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

## II. 기업분석

### 실적 업데이트

- |                   |                  |
|-------------------|------------------|
| 1. 삼성전자(005930)   | Buy, TP 52,000원  |
| 2. SK하이닉스(000660) | Buy, TP 85,000원  |
| 3. 한솔케미칼(014680)  | Buy, TP 110,000원 |



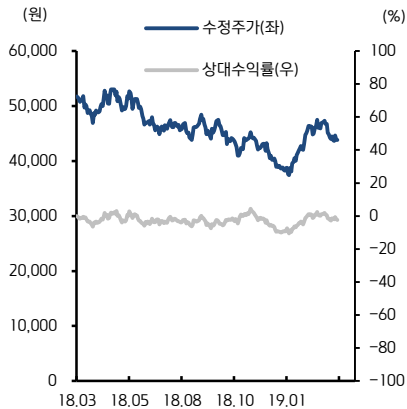
## 삼성전자(005930): 실적 하향 조정의 마무리 국면

BUY (Maintain)

주가(3/15): 44,200원

목표주가: 52,000원

KOSPI(3/15)	2,176.11pt		
시가총액	2,638,644억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	53,000원	37,450원	
최고/최저가 대비	-17.26%	17.09%	
상대수익률	절대	상대	
	1M	-7.7%	-4.7%
	6M	-4.4%	2.9%
	12M	-15.3%	-2.3%
발행주식수	6,792,669천주		
일평균거래량(3M)	12,629천주		
외국인 지분율	61.10%		
배당수익률(18.E)	3.66%		
BPS(18.E)	35,590원		



### ◎ 풍부한 현금. 반도체 업체 인수 기대감 증가

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

### ◎ IM 사업부 수익성 개선 예상

- 1H19 메모리 반도체, 2H19 기타 부품들을 중심으로 한 원가 개선 예상
- 2019년 IM 부문의 실적 전망치 소폭 상향 조정

### ◎ 투자의견 'BUY' 유지, 목표주가 52,000원 유지

- 상반기 메모리 반도체 수익성 부진을 IM 부문의 수익성 개선이 일부 상쇄
- 높은 시장의 컨센서스가 하향 조정된 후, 본격적인 주가 상승 나타날 것으로 판단함

투자지표	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액(십억원)	201,867	239,575	243,771	215,603	228,705
영업이익(십억원)	29,241	53,645	58,887	32,845	46,218
EBITDA(십억원)	49,954	75,762	85,561	60,127	72,854
세전이익(십억원)	30,714	56,196	61,160	34,829	48,249
순이익(십억원)	22,726	42,187	44,345	25,390	35,173
지배주주지분순이익(십억원)	22,416	41,345	43,891	24,994	34,471
EPS(원)	3,161	5,992	6,541	3,725	5,137
증감율(%YoY)	25.7	89.6	9.2	-43.1	37.9
PER(배)	11.4	8.5	6.7	11.8	8.5
PBR(배)	1.6	1.8	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	4.3	4.1	3.3	4.4	3.5
영업이익률(%)	14.5	22.4	24.2	15.2	20.2
ROE(%)	12.2	20.7	19.1	9.9	12.7
순부채비율(%)	-37.8	-30.0	-33.9	-39.8	-42.0

# 삼성전자(005930): 실적 하향 조정의 마무리 국면

반도체/디스플레이

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	60,564	58,483	65,460	59,265	51,734	51,486	55,097	57,286	239,575	243,771	215,603
%YoY	20%	-4%	5%	-10%	-15%	-12%	-16%	-3%	19%	2%	-12%
Semiconductor	20,783	21,992	24,768	18,753	14,933	14,683	16,944	18,392	74,256	86,296	64,952
Memory	17,331	18,501	21,050	15,499	11,171	10,944	13,047	15,022	60,293	72,381	50,183
DRAM	11,079	12,043	14,257	10,647	7,712	7,181	8,444	9,595	36,827	48,026	32,932
NAND	6,252	6,458	6,793	4,852	3,459	3,762	4,603	5,427	23,466	24,355	17,251
S.LSI/Foundry	3,072	3,167	3,529	2,905	3,352	3,392	3,702	3,015	12,601	12,673	13,461
Display Panel	7,537	5,666	10,088	9,173	7,354	6,522	8,176	8,601	34,465	32,464	30,653
LCD	2,022	1,735	2,089	1,996	1,564	1,512	1,611	1,616	10,416	7,841	6,303
OLED	4,482	4,087	7,242	6,548	5,331	4,515	6,060	6,397	21,923	22,358	22,303
IT&Mobile	28,450	23,995	24,913	23,323	24,712	23,132	23,958	23,139	106,668	100,681	94,940
무선사업부	27,661	22,670	23,993	22,192	23,859	22,443	22,764	21,943	103,705	96,516	91,008
네트워크/기타	789	1,325	920	1,131	853	689	1,194	1,196	2,963	4,165	3,932
Consumer Electronics	9,742	10,401	10,179	11,791	9,816	10,294	9,796	10,804	45,109	42,113	40,710
VD	5,840	5,942	5,981	7,540	5,682	5,611	5,560	6,560	27,527	25,303	23,413
영업이익	15,642	14,869	17,575	10,801	7,936	6,919	8,729	9,261	53,645	58,887	32,845
%YoY	58%	6%	21%	-29%	-49%	-53%	-50%	-14%	83%	10%	-44%
Semiconductor	11,550	11,606	13,650	7,770	4,614	3,896	5,124	5,891	35,204	44,576	19,525
Memory	11,065	11,345	13,072	7,553	4,162	3,478	4,563	5,639	33,525	43,035	17,842
DRAM	7,689	8,310	10,048	6,272	3,878	3,405	4,206	4,967	22,328	32,319	16,456
NAND	3,376	3,035	3,024	1,281	284	73	357	672	11,197	10,716	1,386
S.LSI/Foundry	347	317	476	138	308	345	520	178	1,198	1,278	1,351
Display Panel	408	136	1,101	973	-274	-73	833	1,059	5,433	2,500	1,545
LCD	107	-57	31	-15	-217	-139	-55	21	1,374	66	-390
OLED	301	193	1,070	988	-57	66	888	1,038	4,024	2,552	1,935
IT&Mobile	3,770	2,669	2,221	1,510	3,341	2,631	2,307	1,818	11,827	10,170	10,098
Consumer Electronics	275	513	559	678	431	602	569	574	1,653	2,025	2,177
영업이익률	26%	25%	27%	18%	15%	13%	16%	16%	22%	24%	15%
Semiconductor	56%	53%	55%	41%	31%	27%	30%	32%	47%	52%	30%
Memory	64%	61%	62%	49%	37%	32%	35%	38%	56%	59%	36%
DRAM	69%	69%	70%	59%	50%	47%	50%	52%	61%	67%	50%
NAND	54%	47%	45%	26%	8%	2%	8%	12%	48%	44%	8%
S.LSI/Foundry	11%	10%	13%	5%	9%	10%	14%	6%	10%	10%	10%
Display Panel	5%	2%	11%	11%	-4%	-1%	10%	12%	16%	8%	5%
LCD	5%	-3%	1%	-1%	-14%	-9%	-3%	1%	13%	1%	-6%
OLED	7%	5%	15%	15%	-1%	1%	15%	16%	18%	11%	9%
IT&Mobile	13%	11%	9%	6%	14%	11%	10%	8%	11%	10%	11%
Consumer Electronics	3%	5%	5%	6%	4%	6%	6%	5%	4%	5%	5%
KRW/USD	1,070	1,082	1,121	1,128	1,123	1,125	1,120	1,115	1,130	1,100	1,120

# 삼성전자(005930): 실적 하향 조정의 마무리 국면

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	9,864	11,048	14,031	15,854	38,956	43,761	50,797
%QoQ/%YoY	-1%	5%	14%	-18%	-3%	12%	27%	13%	15%	12%	16%
ASP/1Gb [USD]	1.0	1.0	1.0	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5	0.8	1.0	0.6
%QoQ/%YoY	6%	2%	0%	-9%	-25%	-17%	-7%	1%	48%	19%	-42%
Cost/1Gb [USD]	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
%QoQ/%YoY	-10%	3%	-5%	26%	-9%	-12%	-11%	-3%	-3%	-1%	-11%
영업이익/1Gb [USD]	0.7	0.7	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.5	0.7	0.3
영업이익률	69%	69%	70%	59%	50%	47%	50%	52%	61%	67%	50%
<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%	-11%	-2%	3%	23%	-21%	-49%
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%	-4%	-5%	-8%	-2%	-14%	-15%	-15%
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%	8%	2%	8%	12%	48%	44%	8%
<b>LCD</b>											
출하면적 ['000m²]	7,636	7,310	8,002	7,790	6,557	6,471	6,779	6,636	29,942	30,738	26,443
%QoQ/%YoY	-5%	-4%	9%	-3%	-16%	-1%	5%	-2%	-6%	3%	-14%
ASP/m² [USD]	247	219	233	227	212	208	212	218	307	232	213
%QoQ/%YoY	-8%	-11%	6%	-2%	-6%	-2%	2%	3%	1%	-25%	-8%
<b>OLED</b>											
출하면적 ['000m²]	802	829	1,037	893	777	738	930	1,060	3,295	3,561	3,504
%QoQ/%YoY	-25%	3%	25%	-14%	-13%	-5%	26%	14%	11%	8%	-2%
ASP/m² [USD]	5,218	4,557	6,232	6,503	6,113	5,440	5,821	5,414	5,904	5,681	5,682
%QoQ/%YoY	-23%	-13%	37%	4%	-6%	-11%	7%	-7%	27%	-4%	0%
<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%

## 재무제표

반도체/디스플레이

포괄손익계산서 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	201,867	239,575	243,771	215,603	228,705
매출원가	120,278	129,291	132,394	132,798	133,290
매출총이익	81,589	110,285	111,378	82,804	95,415
판매비와일반관리비	52,348	56,640	52,292	49,460	49,197
영업이익(보고)	29,241	53,645	58,887	32,845	46,218
영업이익(핵심)	29,241	53,645	58,887	32,845	46,218
영업외손익	1,473	2,551	2,274	1,984	2,031
이자수익	1,504	1,614	1,859	1,856	1,886
배당금수익	240	129	130	130	132
외환이익	9,052	7,279	7,880	6,874	7,291
이자비용	588	655	667	590	626
외환손실	9,232	7,269	7,782	6,819	7,218
관계기업지분법손익	20	201	384	224	237
투자및기타자산처분손익	2,120	192	299	283	300
금융상품평가및기타금융이익	-58	-210	172	-83	-88
기타	-1,586	1,270	-1	109	116
법인세차감전이익	30,714	56,196	61,160	34,829	48,249
법인세비용	7,988	14,009	16,816	9,440	13,077
유효법인세율 (%)	26%	25%	27%	27%	27%
당기순이익	22,726	42,187	44,345	25,390	35,173
지배주주지분순이익(역원)	22,416	41,345	43,891	24,994	34,471
EBITDA	49,954	75,762	85,561	60,127	72,854
연평균순이익(Cash Earnings)	43,439	64,304	70,820	52,172	61,809
수정당기순이익	21,200	42,200	44,003	25,244	35,018
증감율(% YoY)					
매출액	0.6	18.7	1.8	-11.6	6.1
영업이익(보고)	10.7	83.5	9.8	-44.2	40.7
영업이익(핵심)	10.7	83.5	10.1	-43.6	38.6
EBITDA	5.5	51.7	12.9	-29.7	21.2
지배주주지분 당기순이익	19.9	84.4	6.2	-43.1	37.9
EPS	25.7	89.6	9.2	-43.1	37.9
수정순이익	13.2	99.1	4.3	-42.6	38.7

현금흐름표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업활동현금흐름	47,386	62,162	61,867	58,632	59,571
당기순이익	22,726	42,187	44,345	25,390	35,173
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	-55	-73
자산처분손익	-2,120	-192	-299	-283	-300
지분법손익	-20	-201	-384	-224	-237
영업활동자산부채 증감	-1,181	-10,621	-8,084	7,097	-1,570
기타	7,088	8,881	-89	-76	-57
투자활동현금흐름	-29,659	-49,385	-32,690	-27,074	-34,433
투자자산의 처분	-4,144	1,616	-654	115	-1,014
유형자산의 처분	271	308	495	573	576
유형자산의 취득	-24,143	-42,792	-29,417	-28,313	-32,715
무형자산의 처분	-1,041	-983	-1,573	-895	-1,095
기타	-602	-7,534	-1,542	1,447	-1,884
재무활동현금흐름	-8,670	-12,561	-8,713	-11,556	-10,384
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	-1,771	626
현금및현금성자산의순증가	9,475	-1,566	20,463	20,002	14,754
기초현금및현금성자산	22,637	32,111	30,545	51,008	71,010
기말현금및현금성자산	32,111	30,545	51,008	71,010	85,764
Gross Cash Flow	48,567	72,783	69,951	51,535	61,141
Op Free Cash Flow	15,984	7,993	30,242	28,978	24,948

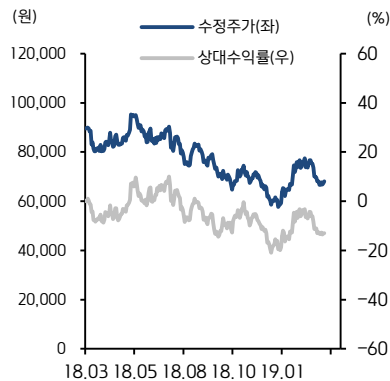
재무상태표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	141,430	146,982	176,634	184,242	203,131
현금및현금성자산	32,111	30,545	51,008	71,010	85,764
유동금융자산	56,071	52,639	53,165	54,069	54,610
매출채권및유동채권	32,742	37,394	42,030	37,173	39,432
재고자산	18,354	24,983	28,985	20,710	21,969
기타유동금융자산	2,151	1,421	1,446	1,279	1,357
비유동자산	120,745	154,770	161,611	160,955	169,196
장기매출채권및기타비유동채권	3,875	5,555	5,896	5,215	5,532
투자자산	13,199	15,487	16,128	15,464	16,305
유형자산	91,473	111,666	115,417	117,718	124,500
무형자산	5,344	14,760	15,029	14,581	14,398
기타비유동자산	6,854	7,301	9,141	7,977	8,462
자산총계	262,174	301,752	338,245	345,197	372,327
유동부채	54,704	67,175	71,168	64,238	65,678
매입채무및기타유동채무	32,582	39,023	38,152	32,970	34,447
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	12,724	13,497
비유동부채	14,507	20,086	17,917	16,054	16,761
장기매입채무및비유동채무	3,317	2,044	1,714	1,516	1,608
사채및장기차입금	1,303	2,768	936	1,042	1,030
기타비유동부채	9,887	15,274	15,268	13,497	14,123
부채총계	69,211	87,261	89,085	80,292	82,438
자본금	898	898	840	840	840
주식발행초과금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	193,086	215,811	250,410	266,044	290,615
기타자본	-11,963	-13,899	-13,899	-13,899	-13,899
지배주주지분자본총계	186,424	207,213	241,754	257,389	281,960
비지배주주지분자본총계	6,539	2,728	7,406	7,515	7,928
자본총계	192,963	214,491	249,160	264,904	289,889
순차입금	-72,900	-64,370	-84,448	-105,493	-121,610
총차입금	15,282	18,814	19,726	19,586	18,764

투자지표 (단위: 원, %, %)					
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	3,161	5,992	6,541	3,725	5,137
BPS	23,131	28,126	35,590	37,892	41,509
주당EBITDA	6,095	9,934	11,743	8,852	10,725
CFPS	5,301	8,432	9,720	7,681	9,099
DPS	570	850	1,416	1,420	1,500
주가배수(배)					
PER	11.4	8.5	6.7	11.8	8.5
PBR	1.6	1.8	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	4.3	4.1	3.3	4.4	3.5
PCFR	6.8	6.0	4.5	5.7	4.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	14.5	22.4	24.2	15.2	20.2
영업이익률(핵심)	14.5	22.4	24.2	15.5	20.2
EBITDA margin	24.7	31.6	35.1	27.9	31.9
순이익률	11.3	17.6	18.2	11.8	15.4
자기자본이익률(ROE)	12.2	20.7	19.1	9.9	12.7
총자산이익률(ROIC)	20.1	32.8	30.0	16.6	22.8
안정성(%)					
부채비율	35.9	40.7	35.8	30.3	28.4
순차입금비율	-37.8	-30.0	-33.9	-39.8	-42.0
이자보상배율(배)	49.7	81.9	88.3	55.7	73.9
활동성(배)					
매출채권회전율	6.1	6.8	6.1	5.4	6.0
재고자산회전율	10.9	11.1	9.0	8.7	10.7
매입채무회전율	6.6	6.7	6.3	6.1	6.8

주가(3/15): 68,100원

목표주가: 85,000원

KOSPI(3/15)	2,176.11pt		
시가총액	495,770억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	95,300원	57,700원	
최고/최저가대비	-28.54%	18.02%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-7.7%	-6.9%
	6M	-12.4%	-6.6%
	12M	-24.0%	-12.9%
발행주식수	728,002천주		
일평균거래량(3M)	3,517천주		
외국인 지분율	50.17%		
배당수익률(18.E)	1.96%		
BPS(18.E)	66,817원		



### ◎ 충분히 하락한 3D NAND 가격. 수요 반등 이후, 하반기 가격 반등 기대

- 3D NAND 가격 급락으로, 일부 제품의 고정가격은 이미 Cash Cost 근접하기 시작
- 2Q19 -10%QoQ 수준의 가격 변동률 지나면, 공급업체들의 가격 저항이 강하게 나타날 것으로 판단
- 수요 역시 빠르게 개선될 것으로 보여, NAND 가격은 하반기 들어 상승전환 할 가능성 높음

### ◎ DRAM의 수요 개선 시그널 목격

- 3Q19 대만 Server ODM 업체들의 출하량 증가(+14~16%QoQ) 기대
- Server DRAM 출하량도 2Q19 중/후반부터 반등할 전망

### ◎ 투자의견 'BUY', 목표주가 85,000원 유지

- 시장 컨센서스의 하향 조정과 이에 따른 주가의 기간 조정 진행 중
- 조정의 시기를 거치면, 시장의 관심은 NAND와 DRAM의 업황 개선 속도에 맞춰질 것으로 판단

투자지표	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액(십억원)	17,198	30,109	40,445	27,887	36,914
영업이익(십억원)	3,277	13,721	20,843	6,427	13,415
EBITDA(십억원)	7,733	18,748	27,211	14,196	21,308
세전이익(십억원)	3,216	13,440	21,341	6,749	13,593
순이익(십억원)	2,960	10,642	15,540	4,927	9,923
지배주주지분순이익(십억원)	2,954	10,642	15,534	4,915	9,900
EPS(원)	4,184	15,073	22,710	7,186	14,474
증감율(%YoY)	-31.7	260.3	46.0	-68.4	101.4
PER(배)	10.7	5.1	2.7	9.4	4.6
PBR(배)	1.4	1.6	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	4.2	2.7	1.9	3.5	2.4
영업이익률(%)	19.1	45.6	51.5	23.0	36.3
ROE(%)	13.0	36.8	37.7	9.7	17.4
순부채비율(%)	0.8	-13.0	-5.7	-10.6	-8.6

# SK하이닉스(000660): 동틀 녘

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	6,796	7,951	9,780	11,443	26,390	31,461	35,971
QoQ/YoY	-5%	16%	5%	-2%	-17%	17%	23%	17%	25%	19%	14%
ASP/Gb [USD]	0.93	0.97	0.97	0.87	0.65	0.54	0.50	0.51	0.78	0.94	0.54
QoQ/YoY	9%	4%	1%	-11%	-25%	-17%	-7%	1%	52%	21%	-42%
Cost/Gb [USD]	0.37	0.36	0.33	0.37	0.39	0.36	0.32	0.30	0.36	0.36	0.33
QoQ/YoY	5%	-2%	-9%	13%	5%	-9%	-11%	-7%	-5%	1%	-7%
Operating Profits/Gb [USD]	0.56	0.60	0.64	0.49	0.26	0.18	0.19	0.21	0.42	0.58	0.21
OPm/Gb	61%	63%	66%	57%	40%	34%	37%	42%	54%	62%	38%
<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	0.12	0.11	0.12	0.26	0.22	0.12
QoQ/YoY	-1%	-9%	-10%	-21%	-23%	-11%	-2%	3%	34%	-16%	-45%
Cost/GB [USD]	0.22	0.20	0.17	0.17	0.19	0.16	0.14	0.14	0.21	0.19	0.15
QoQ/YoY	6%	-11%	-15%	4%	8%	-13%	-15%	-2%	8%	-10%	-18%
Operating Profits/GB [USD]	0.04	0.04	0.05	-0.01	-0.06	-0.05	-0.03	-0.02	0.05	0.03	-0.03
OPm/Gb	16%	18%	22%	-3%	-45%	-41%	-22%	-16%	20%	14%	-29%
<b>매출액</b>	<b>8,720</b>	<b>10,371</b>	<b>11,417</b>	<b>9,938</b>	<b>6,166</b>	<b>6,173</b>	<b>7,225</b>	<b>8,322</b>	<b>30,109</b>	<b>40,445</b>	<b>27,887</b>
QoQ/YoY Growth	-3%	19%	10%	-13%	-38%	0%	17%	15%	75%	34%	-31%
DRAM	6,916	8,332	9,135	8,013	4,966	4,831	5,502	6,473	23,066	32,396	21,772
NAND	1,700	1,867	2,056	1,798	1,117	1,205	1,521	1,731	6,696	7,422	5,573
매출원가	3,383	3,762	3,872	4,164	3,797	4,042	4,547	4,879	12,702	15,181	17,265
매출원가율	39%	36%	34%	42%	62%	65%	63%	59%	42%	38%	62%
매출총이익	5,336	6,608	7,545	5,773	2,369	2,131	2,679	3,443	17,408	25,263	10,622
판매비와관리비	969	1,034	1,073	1,344	1,011	1,032	1,051	1,101	3,686	4,420	4,195
영업이익	<b>4,367</b>	<b>5,574</b>	<b>6,472</b>	<b>4,430</b>	<b>1,358</b>	<b>1,099</b>	<b>1,628</b>	<b>2,341</b>	<b>13,721</b>	<b>20,843</b>	<b>6,427</b>
QoQ/YoY Growth	-2%	28%	16%	-32%	-69%	-19%	48%	44%	319%	52%	-69%
DRAM	4,185	5,208	6,029	4,552	1,977	1,640	2,034	2,707	12,485	19,975	8,358
NAND	272	336	452	-56	-498	-493	-340	-278	1,333	1,004	-1,610
영업이익률	<b>50%</b>	<b>54%</b>	<b>57%</b>	<b>45%</b>	<b>22%</b>	<b>18%</b>	<b>23%</b>	<b>28%</b>	<b>46%</b>	<b>52%</b>	<b>23%</b>
DRAM	61%	63%	66%	57%	40%	34%	37%	42%	54%	62%	38%
NAND	16%	18%	22%	-3%	-45%	-41%	-22%	-16%	20%	14%	-29%
법인세차감 전손익	4,291	5,903	6,435	4,712	1,321	1,281	1,692	2,455	13,440	21,341	6,749
법인세비용	1,169	1,575	1,743	1,314	357	346	457	663	2,797	5,801	1,822
당기순이익	<b>3,121</b>	<b>4,329</b>	<b>4,692</b>	<b>3,398</b>	<b>964</b>	<b>935</b>	<b>1,235</b>	<b>1,792</b>	<b>10,642</b>	<b>15,540</b>	<b>4,927</b>
당기순이익률	36%	42%	41%	34%	16%	15%	17%	22%	35%	38%	18%
KRW/USD	1,072	1,080	1,121	1,128	1,123	1,125	1,120	1,115	1,128	1,101	1,120



## 재무제표

## 반도체/디스플레이

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	17,198	30,109	40,445	27,887	36,914
매출원가	10,787	12,702	15,181	17,265	19,009
매출총이익	6,411	17,408	25,263	10,622	17,905
판매비와일반관리비	3,134	3,686	4,420	4,195	4,490
영업이익(보고)	3,277	13,721	20,843	6,427	13,415
영업이익(핵심)	3,277	13,721	20,843	6,427	13,415
영업외손익	-60	-282	498	322	179
이자수익	34	54	75	64	73
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	763	893	1,296	583	760
이자비용	120	124	166	115	101
외환손실	725	1,125	893	397	543
관계기업지분법손익	23	12	16	11	12
투자및기타자산처분손익	22	72	-26	5	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	1	0	0	0
기타	-58	-66	196	171	-27
법인세차감전이익	3,216	13,440	21,341	6,749	13,593
법인세비용	256	2,797	5,801	1,822	3,670
유효법인세율 (%)	8%	21%	27%	27%	27%
당기순이익	2,960	10,642	15,540	4,927	9,923
지배주주지분순이익(역원)	2,954	10,642	15,534	4,915	9,900
EBITDA	7,733	18,748	27,211	14,196	21,308
연금순이익(Cash Earnings)	7,417	15,668	21,907	12,696	17,816
수정당기순이익	2,939	10,584	15,559	4,923	9,920
증감율(%, YoY)					
매출액	-8.5	75.1	34.3	-31.0	32.4
영업이익(보고)	-38.6	318.7	51.9	-69.2	108.7
영업이익(핵심)	-38.6	318.7	51.9	-69.2	108.7
EBITDA	-16.8	142.4	45.1	-47.8	50.1
지배주주지분 당기순이익	-31.7	260.3	46.0	-68.4	101.4
EPS	-31.7	260.3	46.0	-68.4	101.4
수정순이익	-31.6	260.1	47.0	-68.4	101.5

현금흐름표	(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업활동현금흐름	5,549	14,691	20,666	15,667	17,623
당기순이익	2,960	10,642	15,540	4,927	9,923
감가상각비	4,134	4,619	5,840	7,309	7,288
무형자산상각비	323	407	528	461	605
외환손익	-38	232	-403	-185	-217
자산처분손익	-22	-72	26	-5	-5
지분법손익	-23	-12	-16	-11	-12
영업활동자산부채 증감	-1,459	-3,190	-1,158	3,083	-80
기타	-326	2,065	310	89	120
투자활동현금흐름	-6,230	-11,919	-19,722	-12,040	-16,933
투자자산의 처분	91	-2,256	-2,518	1,071	-941
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	-1,321	-1,047
기타	1	2	-151	230	-120
재무활동현금흐름	17	-352	71	-1,137	-1,006
단기차입금의 증가	0	0	5	-61	44
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	-29	21
현금및현금성자산의순증가	-562	2,336	1,014	2,490	-317
기초현금및현금성자산	1,176	614	2,950	3,964	6,454
기말현금및현금성자산	614	2,950	3,964	6,454	6,137
Gross Cash Flow	7,008	17,881	21,824	12,584	17,703
Op Free Cash Flow	-472	2,791	3,225	2,093	1,622

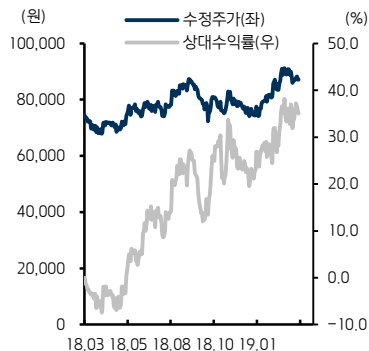
재무상태표	(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	9,839	17,310	18,596	17,281	19,354
현금및현금성자산	614	2,950	3,964	6,454	6,137
유동금융자산	3,525	5,608	3,757	3,945	3,984
매출채권및유동채권	3,664	6,109	7,354	4,648	6,152
재고자산	2,026	2,640	3,517	2,231	3,076
기타유동비금융자산	10	3	4	3	4
비유동자산	22,377	28,108	43,316	47,297	56,381
장기매출채권및기타비유동채권	602	768	688	474	443
투자자산	288	430	4,800	3,538	4,437
유형자산	18,777	24,063	34,154	38,975	46,624
무형자산	1,916	2,247	2,951	3,811	4,253
기타비유동자산	794	600	725	500	625
자산총계	32,216	45,418	61,912	64,578	75,735
유동부채	4,161	8,116	9,490	8,251	10,498
매입채무및기타유동채무	3,036	4,867	4,941	3,628	4,741
단기차입금	0	193	198	136	180
유동성장기차입금	705	581	1,078	1,018	985
기타유동부채	420	2,475	3,274	3,469	4,592
비유동부채	4,032	3,481	3,767	3,772	3,784
장기매입채무및비유동채무	27	8	19	13	18
사채및장기차입금	3,631	3,397	3,652	3,692	3,680
기타비유동부채	373	76	95	66	86
부채총계	8,192	11,598	13,257	12,023	14,282
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	42,115	46,004	54,879
기타자본	-333	-755	-755	-755	-755
지배주주지분자본총계	24,017	33,815	48,643	52,532	61,407
비지배주주지분자본총계	7	6	12	23	45
자본총계	24,024	33,821	48,655	52,555	61,452
순차입금	197	-4,386	-2,793	-5,552	-5,276
총차입금	4,336	4,171	4,928	4,847	4,846

투자지표	(단위: 원, 백, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	4,184	15,073	22,710	7,186	14,474
BPS	32,990	46,449	66,817	72,160	84,350
주당EBITDA	10,622	25,752	37,378	19,500	29,269
CFPS	10,188	21,523	30,092	17,440	24,473
DPS	600	1,000	1,500	1,500	2,000
주가배수(배)					
PER	10.7	5.1	2.7	9.5	4.7
PBR	1.4	1.6	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.2	2.7	1.9	3.5	2.4
PCFR	4.4	3.6	2.0	3.9	2.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	19.1	45.6	51.5	23.0	36.3
영업이익률(핵심)	19.1	45.6	51.5	23.0	36.3
EBITDA margin	45.0	62.3	67.3	50.9	57.7
순이익률	17.2	35.3	38.4	17.7	26.9
자기자본이익률(ROE)	13.0	36.8	37.7	9.7	17.4
투자자본이익률(ROIC)	14.2	43.0	45.0	11.4	21.1
안정성(%)					
부채비율	34.1	34.3	27.2	22.9	23.2
순차입금비율	0.8	-13.0	-5.7	-10.6	-8.6
이자보상배율(배)	27.3	110.7	125.2	56.0	132.8
활동성(배)					
매출채권회전율	5.1	6.2	6.0	4.6	6.8
재고자산회전율	8.7	12.9	13.1	9.7	13.9
매입채무회전율	5.5	7.6	8.2	6.5	8.8

주가(3/15): 86,900원

목표주가: 110,000원

KOSPI(3/15)	2,176.11pt	
시가총액	9,816억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	91,200원	67,900원
최고/최저가대비	-4.50%	28.28%
주가수익률	절대	상대
	1M	-4.3%
	6M	3.0%
	12M	17.1%
발행주식수	11,295천주	
일평균거래량(3M)	39천주	
외국인 지분율	19.38%	
배당수익률(18.E)	1.52%	
BPS(18.E)	33,563원	



## ◎ 4Q18 연결 실적 기대치 큰 폭 하회

- 4Q18 매출액 1,498억원, 영업이익 146억원 기록하며, 당초 기대치(영업이익 219억원) 큰 폭 하회
- 한솔씨애플의 매각이 무산된 영향으로, 연결기준 영업이익 -34억원 감소
- 나머지 영업이익 감소분은 대부분이 성과급
- 따라서, 당사의 중장기 View를 바꿔야 하는 요인은 아니라고 판단됨

## ◎ 2019년 영업이익 1,115억원(+19%YoY) 로 하향 조정

- 한솔씨애플의 영업적자 반영하여, 연결기준 영업이익 전망치(1,279억원 → 1,115억원)를 하향 조정
- 올해 실적 성장의 폭이 당초 예상 대비 둔화되어, 단기적인 주가 업사이드는 다소 제한적
- 다만, QD-OLED TV와 반도체를 중심으로 한 중장기 성장세는 지속될 전망

## ◎ 투자의견 'BUY', 목표주가 110,000원 유지

투자지표	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액(억원)	4,604	5,216	5,822	6,373	7,030
영업이익(억원)	821	792	938	1,115	1,270
EBITDA(억원)	1,091	1,119	1,282	1,543	1,709
세전이익(억원)	774	747	927	1,073	1,244
순이익(억원)	589	581	671	805	933
지배주주지분순이익(억원)	558	543	675	803	872
EPS(원)	5,034	4,893	6,084	7,244	7,861
증감율(%YoY)	63.5	-2.8	24.3	19.1	8.5
PER(배)	16.5	14.8	14.3	12.0	11.1
PBR(배)	3.3	2.6	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA(배)	11.1	9.3	7.8	6.3	5.6
영업이익률(%)	17.8	15.2	16.1	17.5	18.1
ROE(%)	20.0	15.9	16.0	16.7	16.8
순부채비율(%)	65.0	42.9	42.7	28.2	14.2

## 한솔케미칼(014680): QD와 과산화 수소 수요 증가는 지속

반도체/디스플레이

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	133.1	145.3	154.0	149.8	138.0	157.7	172.4	169.2	521.6	582.2	637.3
%YoY Growth	0%	18%	14%	16%	4%	9%	12%	13%	13%	12%	9%
정밀화학	48.0	50.9	53.3	54.2	54.0	58.5	63.3	65.8	175.5	206.4	241.7
전자소재	19.9	29.4	32.6	27.9	24.3	31.5	35.7	33.0	70.9	109.8	124.5
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	41.9	41.6	43.2	44.4	35.0	47.1	47.2	47.5	178.2	171.1	176.8
매출원가	100.3	105.2	108.3	110.3	102.7	115.3	126.0	125.2	379.3	424.0	469.2
매출원가율	75%	72%	70%	74%	74%	73%	73%	74%	73%	73%	74%
매출총이익	32.9	40.2	45.7	39.5	35.4	42.4	46.4	44.0	142.3	158.2	168.2
매출총이익률	25%	28%	30%	26%	26%	27%	27%	26%	27%	27%	26%
판매비와관리비	10.9	14.6	14.0	24.9	8.6	12.6	12.9	22.5	63.1	64.4	56.7
영업이익	22.0	25.5	31.7	14.6	26.8	29.8	33.4	21.5	79.2	93.8	111.5
%YoY Growth	-6%	40%	35%	5%	22%	17%	5%	47%	-4%	19%	19%
영업이익률	17%	18%	21%	10%	19%	19%	19%	13%	15%	16%	17%
법인세차감 전손익	23.8	25.8	30.0	13.1	25.4	28.7	32.5	20.7	74.7	92.7	107.3
법인세비용	3.0	10.0	6.9	3.7	6.3	7.2	8.1	5.2	16.6	23.5	26.8
당기순이익	19.0	15.7	23.0	9.9	19.0	21.5	24.4	15.5	58.1	67.6	80.5
당기순이익률	14%	11%	15%	7%	14%	14%	14%	9%	11%	12%	13%

## 재무제표

## 반도체/디스플레이

포괄손익계산서	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	4,604	5,216	5,822	6,373	7,030
매출원가	3,216	3,793	4,240	4,692	5,165
매출총이익	1,388	1,423	1,582	1,682	1,865
판매비와일반관리비	566	631	644	567	595
영업이익(보고)	821	792	938	1,115	1,270
영업이익(핵심)	821	792	938	1,115	1,270
영업외손익	-48	-44	-11	-42	-26
이자수익	5	9	11	12	13
배당금수익	2	0	0	0	0
외환이익	37	61	71	78	86
이자비용	98	95	97	87	88
외환손실	61	58	63	69	76
관계기업지분법손익	44	55	62	68	75
투자및기타자산차분손익	63	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-5	-5	-6	-6
기타	-41	-11	10	-38	-31
법인세차감전이익	774	747	927	1,073	1,244
법인세비용	185	166	235	268	311
유효법인세율 (%)	24%	22%	25%	25%	25%
당기순이익	589	581	671	805	933
지배주주지분순이익(억원)	558	543	675	803	872
EBITDA	1,091	1,119	1,282	1,543	1,709
현금순이익(Cash Earnings)	859	908	1,015	1,233	1,372
수정당기순이익	541	585	675	809	937
증감율(% YoY)					
매출액	25.1	13.3	11.6	9.5	10.3
영업이익(보고)	67.6	-3.6	18.5	18.9	13.9
영업이익(핵심)	67.6	-3.6	18.5	18.9	13.9
EBITDA	52.9	2.6	14.6	20.3	10.8
지배주주지분 당기순이익	63.5	-2.8	24.3	19.1	8.5
EPS	63.5	-2.8	24.3	19.1	8.5
수정순이익	58.0	8.1	15.4	19.9	15.8

현금흐름표	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업활동현금흐름	976	884	1,086	1,155	1,281
당기순이익	589	581	671	805	933
감가상각비	234	291	311	393	405
무형자산상각비	35	36	33	34	35
외환손익	23	-3	-8	-9	-10
자산차분손익	-63	0	0	0	0
지분법손익	-44	-55	-62	-68	-75
영업활동자산부채 증감	18	10	114	-34	-41
기타	184	23	27	34	35
투자활동현금흐름	-1,474	-336	-1,230	-598	-564
투자자산의 처분	-1,086	-18	-4	-18	-21
유형자산의 처분	0	6	3	-3	-3
유형자산의 취득	-384	-310	-1,175	-533	-485
무형자산의 처분	0	-14	-50	-40	-50
기타	0	0	-4	-4	-4
재무활동현금흐름	625	-298	324	-984	-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	23	19	21
현금및현금성자산의순증가	205	231	179	-427	583
기초현금및현금성자산	62	267	497	676	249
기말현금및현금성자산	267	497	676	249	832
Gross Cash Flow	958	874	972	1,189	1,322
Op Free Cash Flow	524	629	-67	657	816

재무상태표	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	1,571	1,827	2,236	1,957	2,715
현금및현금성자산	267	497	676	249	832
유동금융자산	17	13	14	16	17
매출채권및유동채권	819	870	1,059	1,160	1,279
재고자산	468	446	486	532	587
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5,426	5,407	6,344	6,565	6,748
장기매출채권및기타비유동채권	92	79	88	97	107
투자자산	535	548	591	654	727
유형자산	3,984	3,993	4,857	4,997	5,077
무형자산	779	748	765	771	786
기타비유동자산	36	38	42	46	51
자산총계	6,997	7,233	8,580	8,521	9,463
유동부채	2,207	1,900	2,362	2,055	2,123
매입채무및기타유동채무	729	840	1,162	1,272	1,403
단기차입금	199	448	558	341	376
유동성장기차입금	1,141	532	533	323	213
기타유동부채	138	80	109	119	131
비유동부채	1,379	1,425	1,749	1,315	1,388
장기매입채무및비유동채무	7	1	2	2	3
사채및장기차입금	1,162	1,205	1,506	1,052	1,104
기타비유동부채	210	218	241	260	281
부채총계	3,586	3,325	4,111	3,369	3,511
자본금	565	565	565	565	565
주식발행초과금	272	272	272	272	272
이익잉여금	1,946	2,368	2,951	3,651	4,407
기타자본	41	3	3	3	3
지배주주지분자본총계	2,824	3,207	3,791	4,491	5,246
비지배주주지분자본총계	588	701	678	661	705
자본총계	3,411	3,909	4,469	5,152	5,952
순차입금	2,219	1,675	1,907	1,451	844
총차입금	2,502	2,185	2,597	1,716	1,693

투자지표	(단위: 원, 백, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	5,034	4,893	6,084	7,244	7,861
BPS	24,998	28,396	33,563	39,759	46,449
주당EBITDA	9,657	9,907	11,350	13,657	15,134
CFPS	7,601	8,041	8,987	10,912	12,150
DPS	1,000	1,000	1,100	1,200	1,250
주가배수(배)					
PER	16.5	14.8	14.3	12.0	11.1
PBR	3.3	2.6	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	11.1	9.3	7.8	6.3	5.6
PCFR	11.0	9.0	9.7	8.0	7.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	17.8	15.2	16.1	17.5	18.1
영업이익률(핵심)	17.8	15.2	16.1	17.5	18.1
EBITDA margin	23.7	21.5	22.0	24.2	24.3
순이익률	12.8	11.1	11.5	12.6	13.3
자기자본이익률(ROE)	20.0	15.9	16.0	16.7	16.8
총자산이익률(ROIC)	14.3	12.8	13.5	14.8	16.4
안정성(%)					
부채비율	105.1	85.1	92.0	65.4	59.0
순차입금비율	65.0	42.9	42.7	28.2	14.2
이자보상배율(배)	8.4	8.3	9.7	12.8	14.5
활동성(배)					
매출채권회전율	6.0	6.2	6.0	5.7	5.8
재고자산회전율	12.1	11.4	12.5	12.5	12.6
매입채무회전율	6.9	6.7	5.8	5.2	5.3

# 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

## © Compliance Notice

- > 당사는 3월 15일 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 초과이익 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 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 추가대비	최고 추가대비
삼성전자 (005930)	2017-03-28	BUY(Maintain)	48000원	6개월	-13.26	-12.21
	2017-04-07	BUY(Maintain)	48000원	6개월	-13.16	-8.67
	2017-04-28	BUY(Maintain)	52000원	6개월	-12.58	-9.58
	2017-05-24	BUY(Maintain)	52000원	6개월	-12.50	-9.58
	2017-06-08	BUY(Maintain)	52000원	6개월	-12.46	-9.58
	2017-06-15	BUY(Maintain)	56000원	6개월	-15.57	-13.75
	2017-07-07	BUY(Maintain)	56000원	6개월	-13.24	-8.57
	2017-07-27	BUY(Maintain)	58000원	6개월	-18.96	-14.14
	2017-09-10	BUY(Maintain)	62000원	6개월	-16.78	-11.61
	2017-10-13	BUY(Maintain)	62000원	6개월	-14.85	-7.71
	2017-11-06	BUY(Maintain)	70000원	6개월	-20.52	-18.91
	2017-11-29	BUY(Maintain)	70000원	6개월	-20.97	-18.91
	2017-12-01	BUY(Maintain)	76000원	6개월	-33.39	-31.42
	2018-01-15	BUY(Maintain)	68000원	6개월	-26.80	-24.68
	2018-01-31	BUY(Maintain)	68000원	6개월	-27.46	-24.68
	2018-02-07	BUY(Maintain)	68000원	6개월	-28.69	-24.68
	2018-02-13	BUY(Maintain)	68000원	6개월	-29.37	-24.68
	2018-03-07	BUY(Maintain)	68000원	6개월	-28.37	-23.85
	2018-04-09	BUY(Maintain)	68000원	6개월	-27.03	-22.06
	2018-05-29	BUY(Maintain)	68000원	6개월	-27.17	-24.56
	2018-06-21	BUY(Maintain)	68000원	6개월	-28.79	-24.56
	2018-07-06	BUY(Maintain)	68000원	6개월	-30.75	-24.56
	2018-08-20	BUY(Maintain)	68000원	6개월	-30.93	-24.56
	2018-08-28	BUY(Maintain)	68000원	6개월	-31.16	-24.56
	2018-09-20	BUY(Maintain)	68000원	6개월	-31.25	-24.56
	2018-10-08	BUY(Maintain)	68000원	6개월	-32.05	-24.56
	2018-11-01	BUY(Maintain)	62000원	6개월	-29.59	-27.10
	2018-11-26	BUY(Maintain)	58000원	6개월	-26.72	-25.60
	2018-12-03	BUY(Maintain)	58000원	6개월	-26.65	-25.43
	2018-12-05	BUY(Maintain)	58000원	6개월	-28.30	-25.43
	2018-12-14	BUY(Maintain)	56000원	6개월	-31.19	-30.09
	2019-01-09	BUY(Maintain)	50000원	6개월	-19.64	-19.00
	2019-01-14	BUY(Maintain)	48000원	6개월	-7.93	-3.33
	2019-02-11	BUY(Maintain)	52000원	6개월	-10.52	-8.65
	2019-02-27	BUY(Maintain)	52000원	6개월	-11.03	-8.65
	2019-03-04	BUY(Maintain)	52000원	6개월	-12.54	-8.65
	2019-03-18	BUY(Maintain)	52000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 추가대비	최고 추가대비
SK하이닉스 (000660)	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	-16.31	-9.76
	2019-02-11	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-14.72	-8.94
	2019-03-04	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-15.82	-8.94
	2019-03-18	BUY(Maintain)	85,000원	6개월		

## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

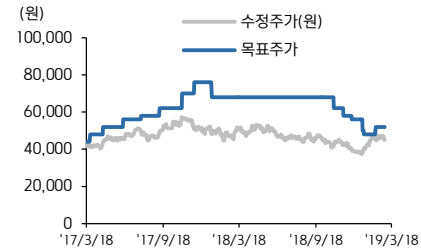
반도체/디스플레이

### 투자의견 변동내역

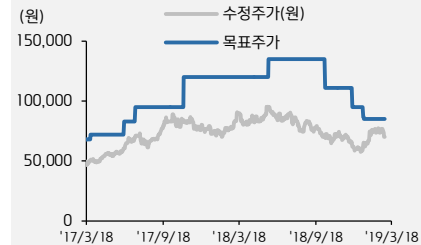
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한솔케미칼 (014680)	2017-11-06	BUY(Initiate)	94,000원	6개월	-23.32	-22.45
	2017-11-14	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-21.81	-14.79
	2018-01-15	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-24.04	-14.67
	2018-02-13	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-19.11	-10.78
	2018-08-28	BUY(Maintain)	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	-28.40	-20.82
	2019-02-11	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-27.19	-17.09
	2019-02-27	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-26.34	-17.09
	2019-03-18	BUY(Maintain)	110,000원	6개월		

### 목표주가 그래프 (2년)

#### 삼성전자(005930)



#### SK하이닉스(000660)



#### 한솔케미칼(014680)

