



반도체/장비

이재윤



02 3770 5727
jaeyun.lee@yuantakorea.com

RA 임지혁
02 3770 5635
jihyeok.lim@yuantakorea.com

종목	투자의견	목표주가 (원)
삼성전자	BUY (M)	76,000 (M)
SK 하이닉스	BUY (M)	103,000 (M)
LG 전자	HOLD (M)	96,000 (M)
삼성전기	Strong Buy (U)	270,000 (U)
SK 머티리얼즈	BUY (M)	220,000 (M)
한미반도체	BUY (M)	16,000 (M)
심텍	BUY (M)	21,600 (M)
이수페타시스	BUY (M)	10,400 (M)

Contents

1. Summary
2. IT 전방산업 수요의 전환점
 - 1) 업체들의 Capex 규모 보다 Data Center 구축 계획에 Focus
 - 2) 자동차의 전장화 - 전기차 - 자율주행차
 - 3) AI(인공지능, Artificial Intelligence)
 - 4) 실감형 미디어 시대: AR/VR
 - 5) 5G 통신
 - 6) DRAM Version Up Cycle
 - 7) 스마트폰 시장에 대한 유안타증권 생각

IT 수요의 상승반전 시그널: Speed & Safety

메모리반도체 수요 상승 시그널

메모리반도체 업종의 주가 상승이 2년간 지속됐다. 과거 상승 Cycle과 비교하면 지나치게 길다. 그렇기 때문에 메모리반도체 수요에 대한 막연한 우려가 업종 주가 흐름을 지배하고 있는 것으로 판단된다. 특히 글로벌 서버 수요에 대한 우려는 전방업체들의 2019년 Capex 규모 둔화 전망에 기인한다. 하지만 당사리서치센터는 전방 업체들의 Capex 컨센서스 보다는 작년과 올해 이 업체들이 발표한 Data Center 구축 계획 규모에 초점을 맞춰 들여다 볼 필요가 있다고 판단한다.

결론적으로 과거 DRAM Cycle과 비교해보면 수요 상승 Cycle은 이제 막 시작되고 있는 것으로 분석되기 때문에 현 주가 수준에서는 적극적인 매수 대응을 권고한다. 고성능 DRAM에 대한 수요가 증가하고 있다는 점이 이러한 수요상승 Cycle을 방증한다. 전방산업이 5G통신, AI(Artificial Intelligence), DL(Deep Learning) 등으로 확산되면서 속도와 안정성 (Speed & Safety)에 대한 요구 조건을 상향시키고 있기 때문이다. 초고가 시장에서는 HBM(High Bandwidth Memory)이 빠른 속도로 침투할 것이며, 고가 시장에서는 GDDR6가 GDDR5를 대체할 전망이다.

MLCC 등 수동부품의 고용량화와 소요원수 증가

IT기기의 높은 속도 및 안정성 요구조건에 부합하기 위해서는 수동부품(MLCC, Resistor 등)의 고용량화와 소요원수 증가가 필수적이다. 더욱이 MLCC의 경우에는 급성장하고 있는 전장/산업용 제품 비중이 45%에 달하기 때문에 수요 성장이 더욱 가속화될 것이다. 즉, 공급증가 속도가 제한적인 MLCC와 Resistor의 가격 상승 모멘텀은 내년에도 지속될 전망이다.

Top-Picks: 삼성전자, SK하이닉스, 삼성전기, SK머티리얼즈, 한미반도체, 심텍, 이수페타시스

당사 리서치센터는 IT 대형주 Top-Picks로 삼성전자(005930), SK하이닉스(000660), 삼성전기(009150)를, 중소형주 Top-Picks로는 SK머티리얼즈(036490), 한미반도체(042700), 심텍(222800), 이수페타시스(007660)를 제시한다.

▶ **삼성전자(005930), SK하이닉스(000660), 삼성전기(009150)**에 대한 적극적인 매수 전략을 권고한다. 특히, 삼성전기(009150)에 대한 목표주가를 27만원으로 상향하고 투자자의견도 Strong Buy로 상향한다. IT 수요 상승 Cycle은 이제 막 초기 단계로 분석, 최근 주가 조정은 과도하다고 판단하기 때문이다. 메모리반도체와 MLCC는 모두 공급 증가 속도가 제한적인데다가 IT 수요 상승 Cycle에서 빼놓을 없는 투자처라는 점을 다시 한번 강조한다.

▶ **SK머티리얼즈(036490)**은 반도체 업황이 'Supply Driven'에서 'Demand Driven'으로 전환되면서 관련 부품/소재 업종에 강한 모멘텀 기회가 열릴 것이다. 동사는 지금까지 투자해온 사업들이 2019년부터 본격적인 회수기를 맞이할 것으로 전망된다. 투자자의견 'BUY', 목표주가 22만원을 유지한다.

▶ **심텍(222800)**은 DRAM Version Up Cycle의 최대 수혜업체다. 반도체 기판의 ASP가 상승하기 때문이다. 기존 기판 대비 판가가 2~3배 상승하는 것으로 추산된다. 특히, 이번 ASP 상승 Cycle은 6~7년만에 오는 것이라는 점에 주목해야 한다. 더불어 부진한 스마트폰 시장에서는 AI Boosting칩 수요가 발생하면서 반도체 기판 수요를 촉발하고 있다는 점도 긍정적이다. 동사에 대한 목표주가 21,600원을 유지하고 적극적인 매수전략을 권고한다.

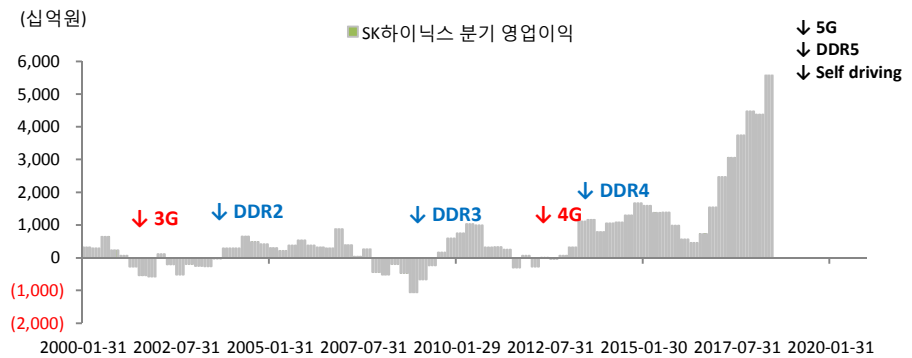
▶ **한미반도체(042700)**는 HBM 확산에 따른 수혜주다. 비메모리 중심에서 메모리 시장에도 진입하게 됐다는 점과, TC-bonder 판가가 기존 주력 장비 대비 단가가 4배 이상 비싸다는 점에 주목해야 한다. 투자자의견 'BUY', 목표주가 16,000원을 유지한다.

▶ **이수페타시스(007660)**는 5G 통신 시장 개화에 따른 수혜주다. 동사의 사업영역이 유선망 중심에서 무선망으로 확대되고 있다. 5G통신적용에 따른 MLB(Multi Layer Board) 고사양화로 동사의 시장 진입 기회가 열렸기 때문이다. 투자자의견 'BUY', 목표주가 10,400원을 유지한다.

1. Summary

IT 수요 상승 Cycle 은 이제 초입기인데 반해 일부 핵심부품들은 공급이슈로 인해 짧게는 1년 길게는 2년 이상 호황을 누리고 있기 때문에 Cycle 정점 논란이 커지고 있는 상태다.

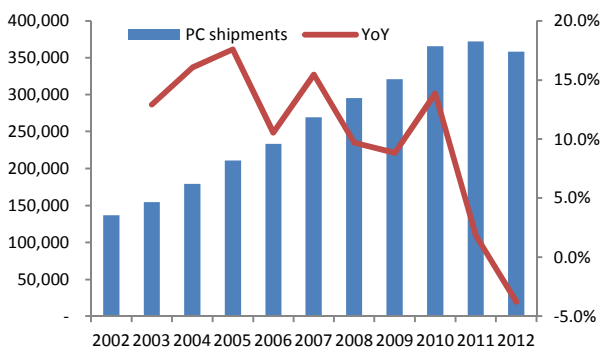
IT 전방산업 기술 변화와 SK 하이닉스 영업이익



자료: 유안타증권 리서치센터

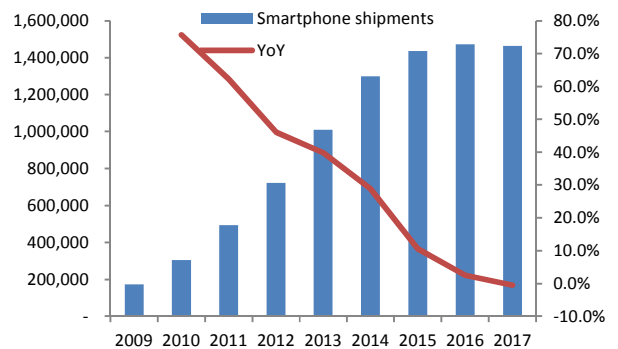
대표적인 예가 IT 핵심 부품인 DRAM 과 MLCC 다. 둘 다 IT 기기에서는 빼놓을 수 없는 핵심 부품이기에 IT 전방산업의 수요 Cycle 과 함께 움직인다. 2000년~2010년까지의 IT 수요는 PC 가 견인했다면 그 이후는 스마트폰과 같은 Mobile Device 가 Mainstream 으로 자리를 잡았다.

PC Era



자료: 유안타증권 리서치센터

Smartphone Era



자료: 유안타증권 리서치센터

하지만, 2016년부터는 스마트폰 성장률이 둔화되면서 IT 전방산업에서 딱히 Mainstream 이라고 할만한 아이템이 부재한 상태다. 그럼에도 불구하고 DRAM 과 MLCC 산업이 호황기를 맞이한 것은 온전히 산업 구조조정에 따른 공급 이슈로 해석할 수 있다.

이제 AI(인공지능), 5G 및 Server 시장, 자동차 전장화 등으로 IT 전방산업 수요가 전환되고 있는 초기 단계라 판단하고 내년부터 본격화될 수요 상승 Cycle 에 대비해야 할 것이다.

최근 GDDR6, HBM(High Bandwidth Memory)와 같은 고사양 DRAM 수요가 본격화됐고, 2019년에는 DDR5 초도양산이 본격화된다는 점이 이러한 수요 상승 Cycle 전망에 대한 근거다. 특히 미래 IT 산업의 근간이 될 수 있는 대규모 Data center 구축이 2016년부터 시작됐고 역전히 클라우드 서비스 업체들의 대규모 Capex 가 이어지고 있다는 점에도 주목해야 할 것이다. 더불어 통신사들도 5G 통신 시장 개화에 대비해 단계적 Capex 집행에 돌입했다. 이러한 투자유직입은 AI 서비스, AR/VR 게이밍 관련 IT 수요로 선순환을 이끌 것이다.

요컨대, 지난 1~2년간의 DRAM, MLCC 호황은 온전히 ‘Supply Driven’ 이었고 이제는 ‘Demand Driven’ 으로 이어지면서 Cycle 정점에 대한 우려는 불식될 것이다. 삼성전자, SK 하이닉스, 삼성전기를 중심으로 IT 산업에 대한 적극적인 비중확대를 권고한다.

Application 별 DRAM 수요 전망

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
DRAM Total	1,913	2,783	3,625	4,640	5,975	7,072	9,552	11,633	14,007	17,054	21,215
		45%	30%	28%	29%	18%	35%	22%	20%	22%	24%
PC	1,195	1,477	1,595	1,608	1,833	1,835	1,847	1,822	1,963	2,079	2,242
YoY		24%	8%	1%	14%	0%	1%	-1%	8%	6%	8%
% of Total	62%	53%	44%	35%	31%	26%	19%	16%	14%	12%	11%
Server	231	423	635	856	1,080	1,539	2,327	3,244	4,276	5,782	8,013
YoY		83%	50%	35%	26%	42%	51%	39%	32%	35%	39%
% of Total	12%	15%	18%	18%	18%	22%	24%	28%	31%	34%	38%
Mobile	219	421	801	1,437	2,107	2,659	3,998	4,944	5,819	6,491	7,711
YoY		92%	90%	79%	47%	26%	50%	24%	18%	12%	19%
% of Total	11%	15%	22%	31%	35%	38%	42%	42%	42%	38%	36%
Graphic	98	148	211	305	442	461	589	654	757	1,022	1,175
YoY		51%	43%	44%	45%	4%	28%	11%	16%	35%	15%
% of Total	5%	5%	6%	7%	7%	7%	6%	6%	5%	6%	6%
Consumer	170	314	382	435	513	578	791	970	1,192	1,430	1,573
YoY		84%	22%	14%	18%	13%	37%	23%	23%	20%	10%
% of Total	9%	11%	11%	9%	9%	8%	8%	8%	9%	8%	7%
Auto	10	14	18	23	60	71	96	116	140	250	500
YoY		45%	30%	28%	158%	18%	35%	22%	20%	78%	100%
% of Total	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%
PC shipment	365,766	372,380	358,351	323,920	317,215	285,340	269,429	265,106	259,576	256,980	251,841
YoY		2%	-4%	-10%	-2%	-10%	-6%	-2%	-2%	-1%	-2%
GB/BoX	3.3	4.0	4.5	5.0	5.8	6.4	6.9	6.9	7.6	8.1	8.9
YoY		21%	12%	11%	16%	11%	7%	0%	10%	7%	10%
Server Shipment	11,007	10,650	11,640	12,749	14,650	15,660	16,193	16,791	17,364	18,059	18,961
YoY		-3%	9%	10%	15%	7%	3%	4%	3%	4%	5%
GB/BoX	21.0	39.7	54.6	67.2	73.7	98.3	143.7	193.2	246.3	320.2	422.6
YoY		89%	37%	23%	10%	33%	46%	34%	27%	30%	32%
Smartphone Shipment	304,704	494,354	722,405	1,009,643	1,300,419	1,437,414	1,473,458	1,465,241	1,454,794	1,411,150	1,397,039
YoY		62%	46%	40%	29%	11%	3%	-1%	-1%	-3%	-1%
GB/BoX	0.7	0.9	1.1	1.4	1.6	1.8	2.7	3.4	4.0	4.6	5.5
YoY		18%	30%	28%	14%	14%	47%	24%	19%	15%	20%

자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

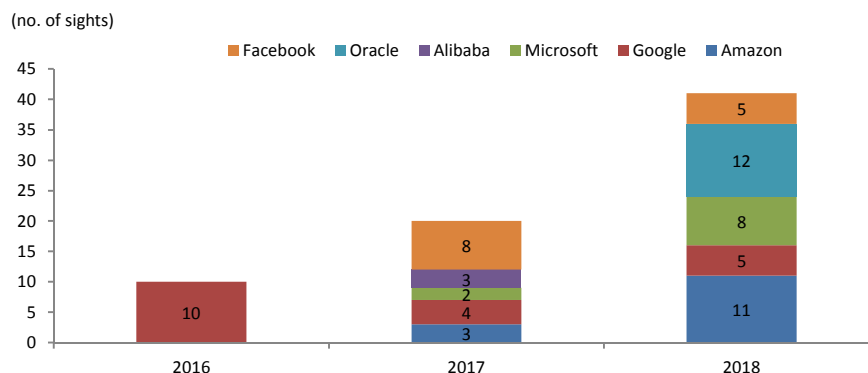
2. IT 전방산업 수요의 전환점

1) 업체들의 Capex 규모 보다 Data Center 구축 계획에 Focus

최근 시장에서 제기되고 있는 우려와는 달리 클라우드 서비스업체들의 Data Center 구축은 더욱 가속화될 전망이다. 글로벌 Public Cloud 시장의 절반 이상을 점유하고 있는 Major 업체들은 후발업체들을 견제하기 위해 경쟁적으로 Capex를 늘려야 하기 때문이다.

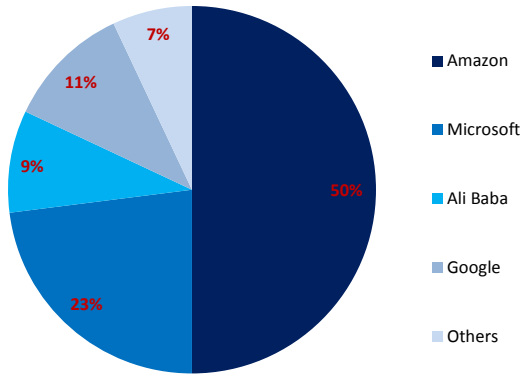
하지만, 주요 업체들의 2019년 Capex 성장률은 다소 둔화되는 것으로 전망되고 있다. 이는 2017년~2018년 신규 Sight 착공 건수가 많았기 때문으로 해석되고, 대부분 신규 Data center 가동이 2019년부터 점진적으로 이뤄진다는 점을 감안하면 순수 Server 수요 증가는 2019년 더욱 가속화될 것이다.

주요 업체들의 Data center 구축 계획 현황 _ 구축 발표 후 Set Up 까지 1~2년 소요



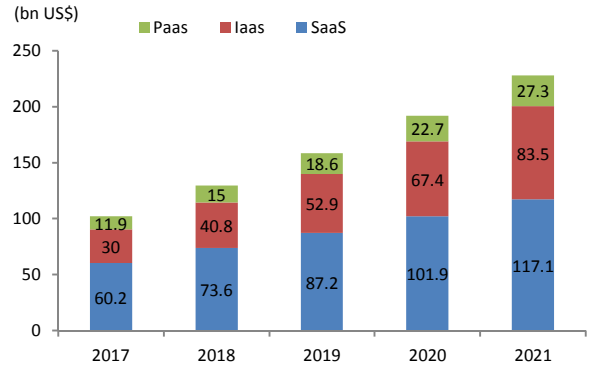
자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

2019년 글로벌 Public Cloud 점유율



자료: 유안타증권 리서치센터

Public Cloud 시장 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

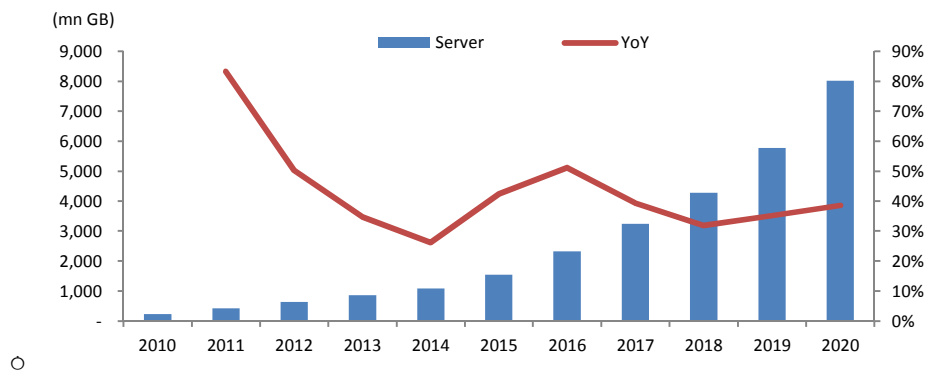
2017년~2018년 주요 업체들의 새로운 Data Center sight 건설 발표는 다음과 같이 요약된다.

- ▶ 2017년 하반기 Amazon은 중동 Bahrain에 Data Center 3개 Sight를 추가하겠다고 발표했다. 이는 2019년 상반기부터 본격적으로 가동될 예정이다. 2018년 들어서는 미국 Northern Virginia지역에 대규모 Data Center 증축(11개 Sight)을 시작했고, 아시아에서는 Alibaba와 경쟁을 위해 인도네시아에 10년간 10억불을 투자하겠다고도 밝혔다.
- ▶ 2017년 상반기 Google은 2019년까지 기존 17개에서 26개까지 Data Center를 확장할 계획을 밝혔다.
- ▶ 2017년 상반기 Microsoft는 South Africa Cape Town과 Johannesburg에 Data Center 건설을 발표했다. 2018년 들어서는 총 8개에 달하는 신규 Sight (Norway 2개, 중동 2개, 호주, 뉴질랜드, 독일, 스위스) 확장 계획도 밝혔다.
- ▶ 2018년 Oracle은 선두업체들을 따라잡기 위해 12개의 새로운 Data Center 건설을 발표했다. 미국과 캐나다에 각각 2개 Sight, 인도, 네덜란드, 사우디아라비아, 일본, 싱가포르, 한국, 스위스에 각각 1개 Sight를 건설할 계획이다.

▶ 2017년 상반기 Alibaba는 Malaysia에 첫 대규모 Public cloud platform을 건설하겠다고 발표한 데 이어, 인도와 인도네시아에서도 Data Center 구축 계획을 밝혔다.

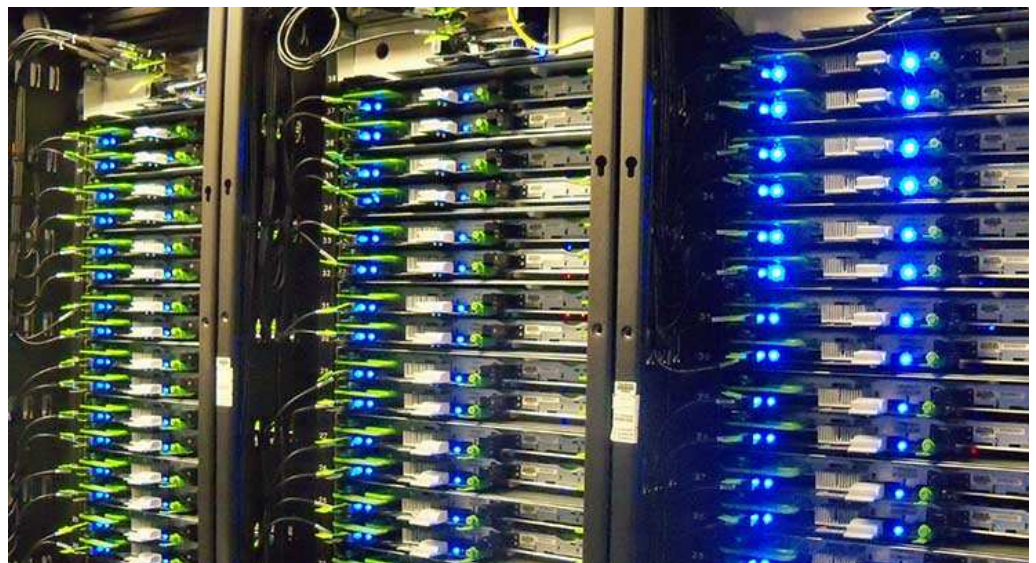
▶ Facebook은 2017년에 미국 및 유럽에 8개의 신규 Data Center 건설을 발표한 데 이어, 2018년에는 싱가포르에도 대규모 Data Center 구축을 발표했다. Facebook의 월 사용자가 지속적으로 늘고 있는 데다가 360도 영상 및 사진 그리고 AR/VR 서비스까지 제공하기 위해서는 공격적인 Data Center 확장이 불가피하다고 판단하기 때문이다.

글로벌 Server DRAM 수요 전망



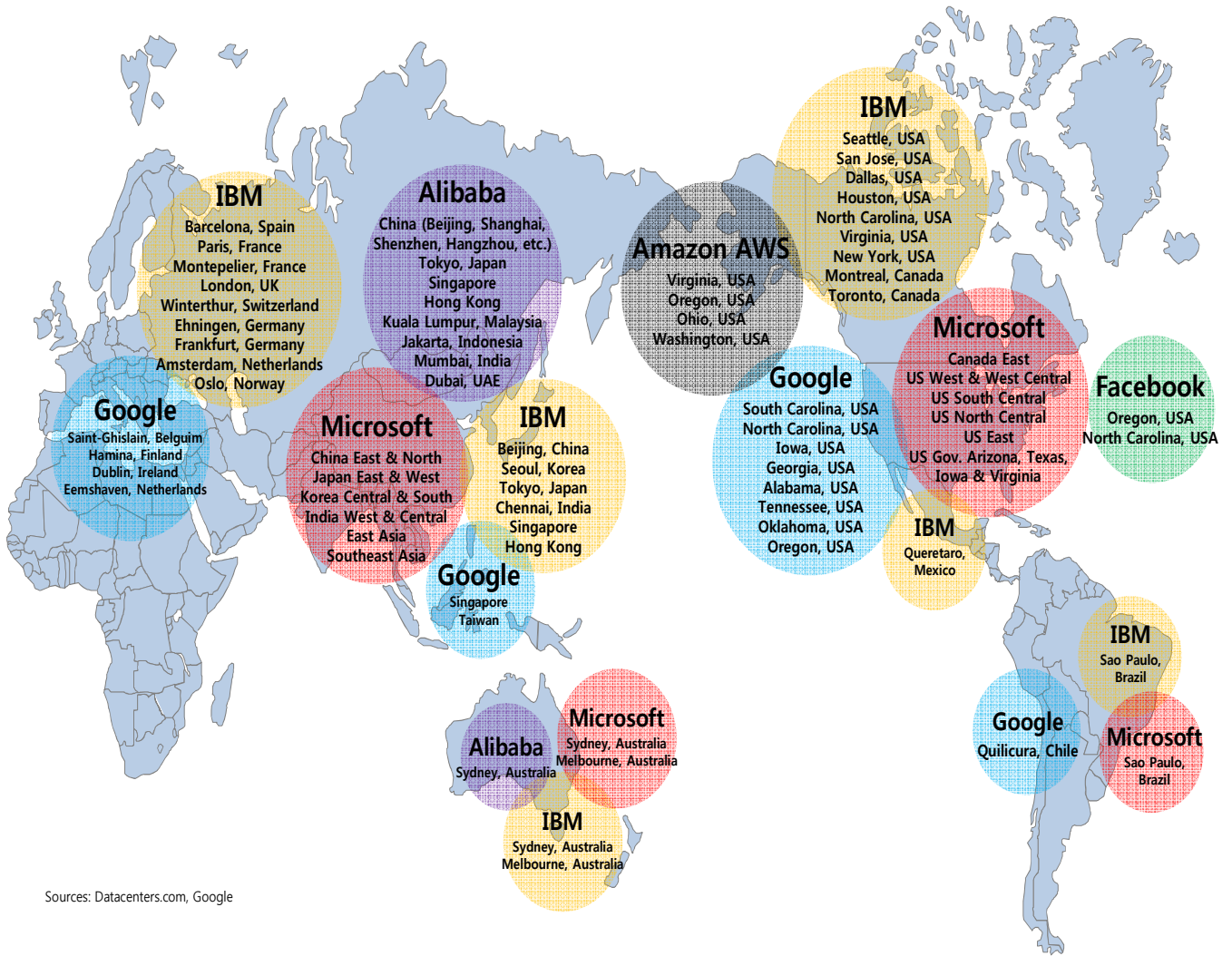
자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

Facebook Datacenter in North Carolina



자료: 유안타증권 리서치센터

주요 업체들의 Data Center



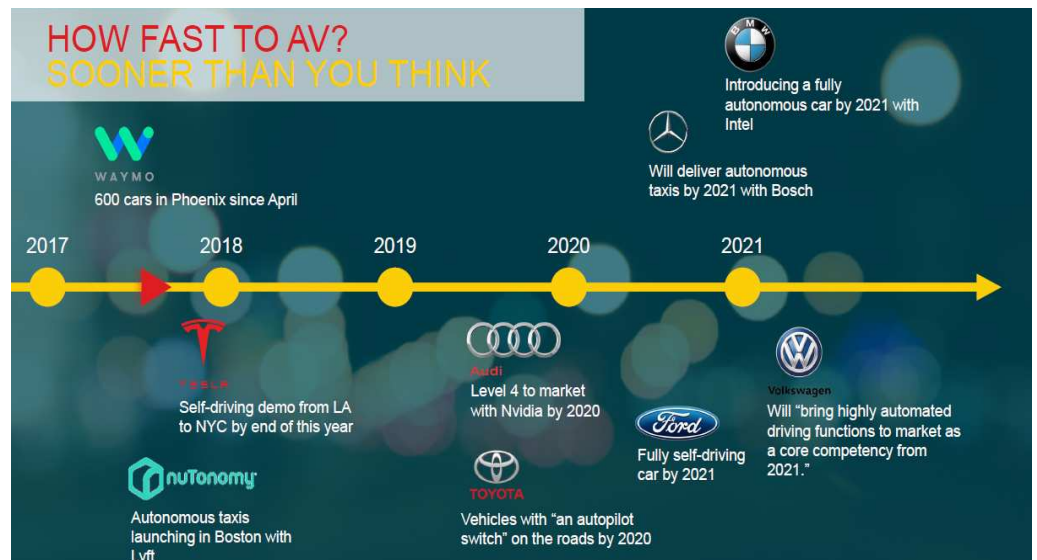
Sources: Datacenters.com, Google

자료: 유안타증권 리서치센터

2) 자동차의 전장화 – 전기차 – 자율주행차

내연기관 자동차에 ADAS 기능 탑재 확산이 가속화되면서 IT부품 수요증가를 견인하고 있다. 대표적인 예가 MLCC, Resistor와 같은 수동소자다. 기존 내연기관 자동차에는 해당 MLCC 소요원수가 최대 3,000개 수준으로 파악되는 데 반해 ADAS 기능이 탑재된 차량에는 10,000~12,000개까지 증가하고 있다. 더욱이 전기차의 MLCC 탑재량은 15,000개 이상으로 확대된다. MLCC 시장에서 자동차 전장시장이 차지하는 비중이 30%를 넘어서는 것으로 추산되기 때문에 시장 성장에 큰 역할을 하고 있다.

자율주행차 출시 일정

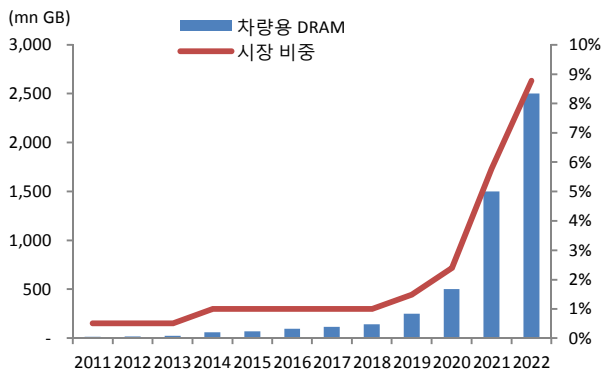


자료: 유안타증권 리서치센터

메모리반도체의 경우에는 자율주행차 개화가 기폭제가 될 전망이다. 아직은 메모리 반도체 시장에서 자동차 전방시장이 차지하는 비중이 1%수준에 불과하기 때문에 아직은 시장 성장을 견인하기에는 역부족이라 판단하기 때문이다.

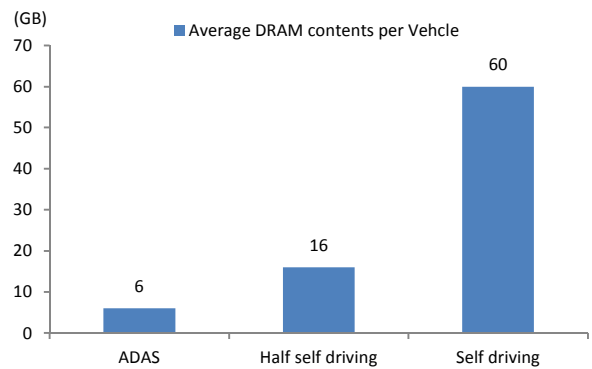
하지만 자율주행차는 통신기능이 강조되고 더욱 더 많은 편의 기능이 추가될 수 있기 때문에 메모리 수요 증가에 걸 수 있는 기대는 생각보다 커질 것이다. 현재 자동차 대당 DRAM 평균 탑재량은 2GB도 못 미치는 상황이지만 스마트카에는 4GB이상, 자율주행차에는 50GB 이상으로 용량확대가 가속화될 전망이다. 자율주행 구현을 위해서는 고사양 CPU와 GPU 탑재가 필수적인 요소기 때문이다. 2022년에는 DRAM 시장에서 자동차 전방산업이 차지하는 비중은 8%를 상회할 것으로 기대된다.

차량용 DRAM 시장 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

DRAM Contents / Vehicle

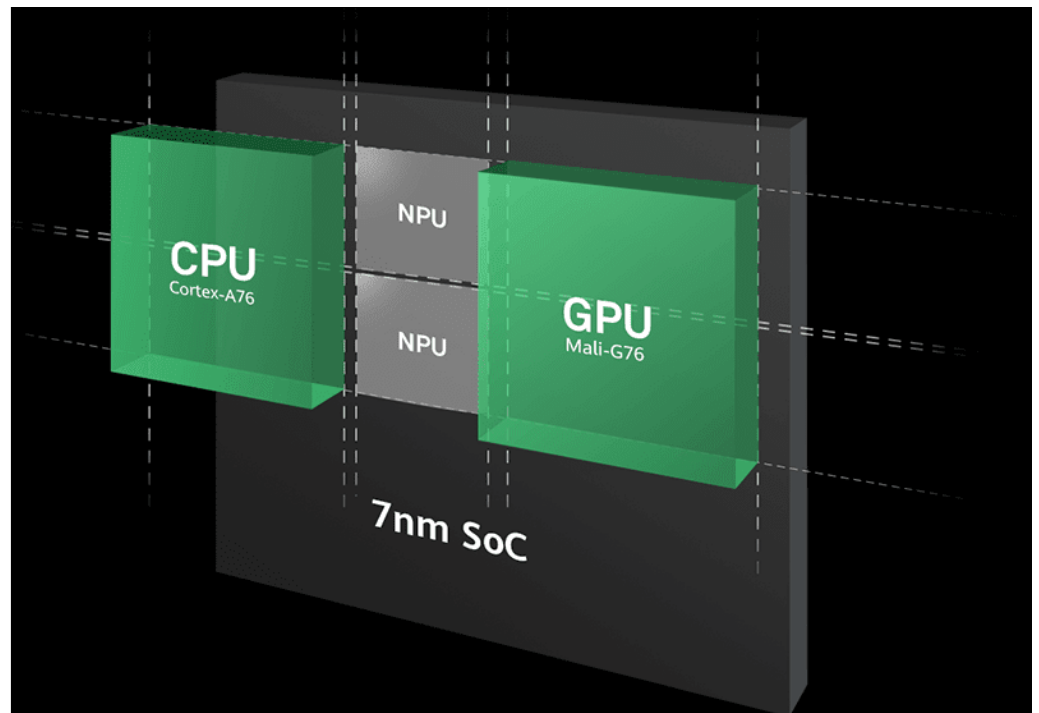


자료: 유안타증권 리서치센터

3) AI (인공지능, Artificial Intelligence)

AI(인공지능, Artificial Intelligent) 서비스의 질적 개선이 가속화될 전망이다. Apple Siri, Amazon Alexa, Google Assistant, Samsung Bixby, Microsoft Cortana 등 여러 업체들이 AI 서비스를 내놓고 있지만 아직까지는 언어지원문제나 정확도에서 미숙한 점이 많다. 이에 하드웨어업체들은 단말기 사양 업그레이드를 준비하고 있다. 예를 들면, 스마트폰 업체들은 NPU(Neural Processing Units) 탑재를 통해 원활한 AI 서비스를 가능하도록 구상하고 있다. 더불어 AI 스피커의 경우에는 DRAM/NAND 탑재 용량이 각각 최대 1GB/4GB 내외에 불과하고 AP도 아직 저 사양(평균적으로 1.2GHz Dual core)으로 탑재되고 있다. 이는 8년 전 스마트폰 메인스트림 스펙과 유사한 수준으로 양질의 서비스를 위해 업그레이드가 요구되고 있다.





스마트폰 Dual NPU 탑재



자료: 하이실리콘, 유안타증권 리서치센터

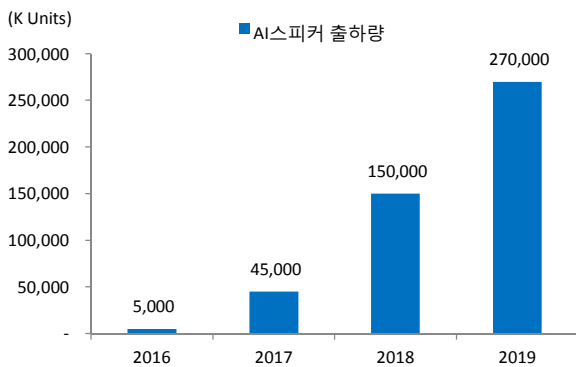
시장 조사기관에 따르면 글로벌 AI스피커 시장은 지난 해 약 4,500만대 규모로 추산되며 올해는 1.5억대까지 늘어날 전망이다. 시장확대와 함께 AP, 메모리 반도체와 같은 핵심 부품의 사양 업그레이드도 수반될 것이다.

AI 스피커

	Google Home	Amazon Alexa	Mi A1	HomePod
Company	Google	Amazon	Xiaomi	Apple
Product				
Release	2016.11	2014.11	2017.9	2018.2
DRAM	512MB	256MB	256MB	1GB
NAND	256MB	4GB	256MB	16GB
Mic	2개	8개	6개	6개
AP	Marvell Dual Core ARM (Cortex-A7)	TI DM3725CUS100 (Cortex A8)	Armlogic Quad-core ARM® (Cortex™-A53)	A8

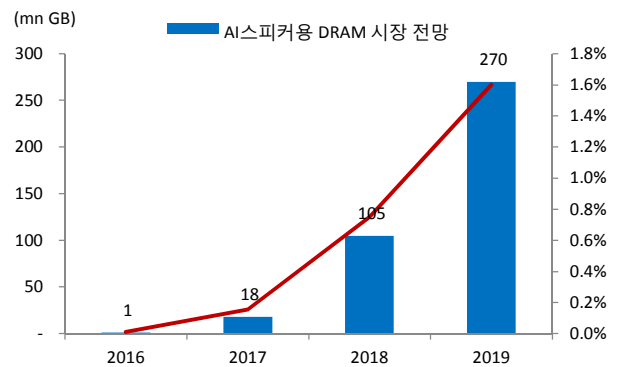
자료: 유안타증권 리서치센터

AI 스피커 시장 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

AI 스피커용 DRAM 시장 전망



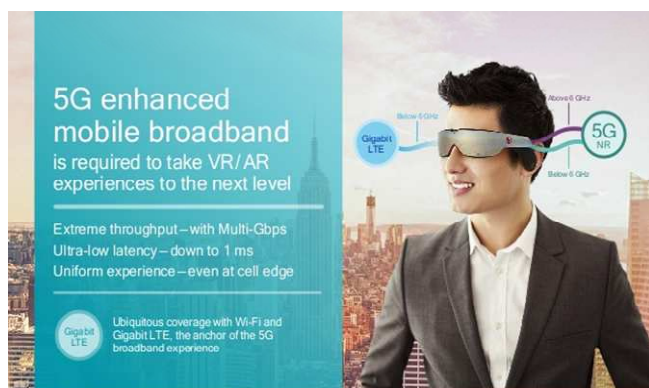
자료: 유안타증권 리서치센터

4) 실감형 미디어 시대: AR/VR

AR/VR 게이밍 시장 확산도 IT 산업에 중추적인 역할을 할 전망이다. 기본적으로 소비자들의 피로도를 낮추기 위해서는 디스플레이 해상도가 높아져야 하고 그래픽 처리 속도도 빨라야 하기 때문이다. 따라서 고용량 영상의 실시간 소비를 가능하게 하는 5G 통신 시장 개화에도 영향을 미칠 것이다.

시장 조사기관에 따르면 2017년 AR/VR기기 시장은 1,600만대를 기록한 것으로 파악되고 2018년/2019년에는 각각 2,700만대/4,100만대로 고성장세를 이어갈 것으로 전망되고 있다.

5G 통신으로 개선될 수 있는 AR/VR



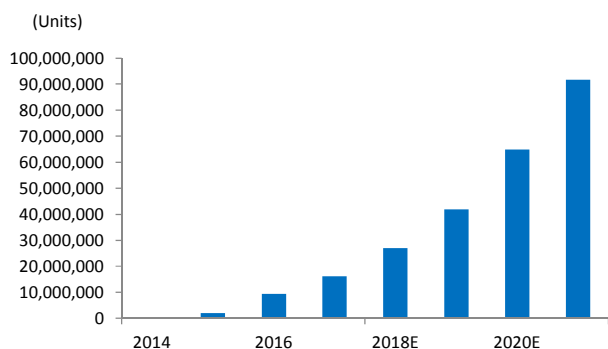
자료: 유안타증권 리서치센터

AR 게임



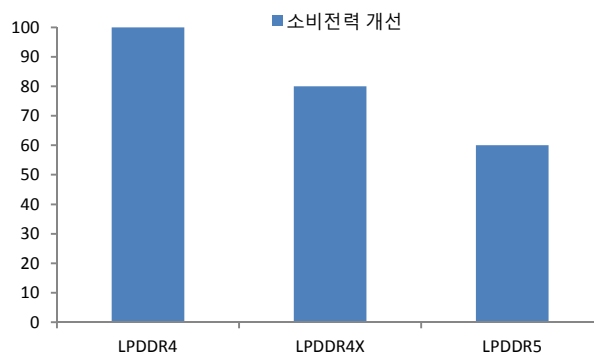
자료: 유안타증권 리서치센터

AR/VR 기기 시장 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

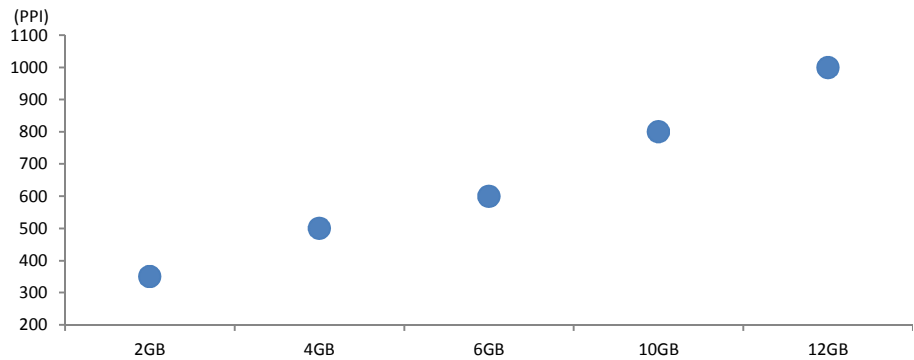
DRAM Version Upgrade 시 소비전력 20%씩 개선



자료: 유안타증권 리서치센터

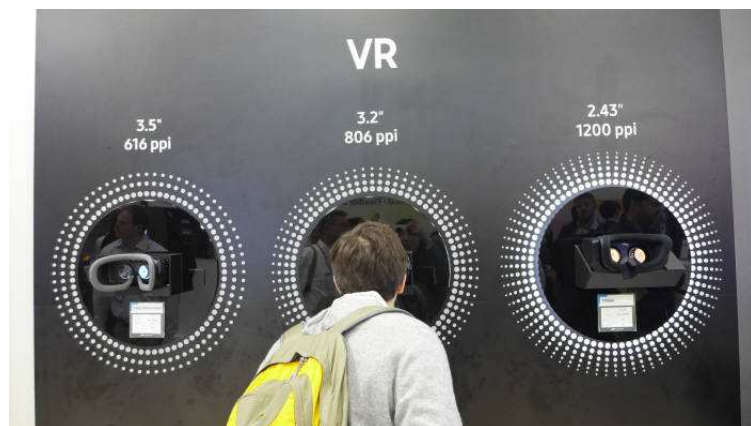
VR/AR이 견인하는 디스플레이 고해상도화를 뒷받침하기 위해 DRAM의 고용량화도 수반되어야 한다. 현재 Flagship 스마트폰의 해상도는 평균적으로 500~550 PPI(Pixel Per Inch) 수준인데 이를 구동하기 위해서는 4~6GB에 달하는 DRAM이 필요하다. 안정적인 VR 환경을 위해서 디스플레이 해상도는 1,000 PPI까지 올라갈 것으로 전망되고 이를 위한 DRAM Contents는 12GB에 달한다. 늘 그렇듯 단말기 업그레이드 시 소비전력이 이슈다. 배터리 용량을 늘리는 데에도 한계가 있기 때문에 DRAM의 Version Up 또한 절실하다. 2019년 하반기 양산 예정인 DDR5의 소비전력이 DDR4 대비 20% 이상 절감되기 때문이다.

디스플레이 해상도와 DRAM 용량



자료: 유안타증권 리서치센터

VR Display 해상도



자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

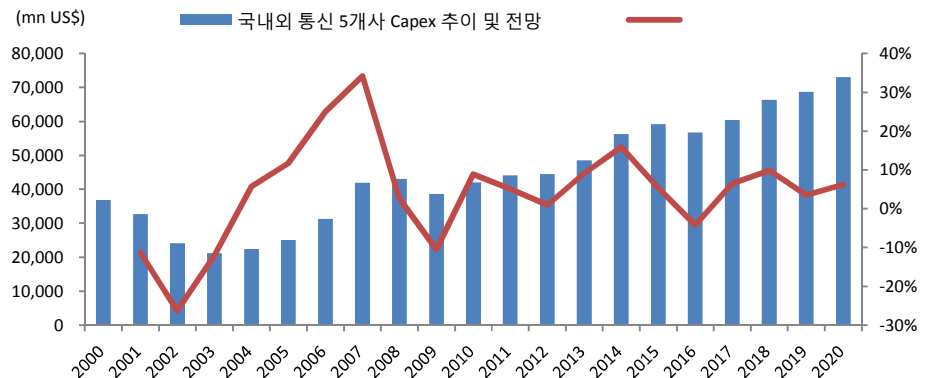
5) 5G 통신

글로벌 통신사들이 5G 통신 시장 개화에 대비하고 있다.

투자 방식은 4G 통신망을 기본으로 두고 여기에 5G 통신망을 연결해 일부 지역만 서비스하는 구조다. 데이터 수요가 많은 도심부터 부분적으로 통신망을 구축하는 개념이다. 3~4년 동안 5G 관련 투자가 이어질 전망이다.

올해 안에 5G 상업화 시험에 들어가는 주요 통신사는 Verizon, AT&T, Sprint, China Mobile, Telefonica 등이다. Vodafone과 NTT Docomo, 그리고 Airtel Bharti는 19년 내 추진을 계획한다. 전 세계에서 중국, 특히 China Mobile이 가장 적극적이다. 18년 2분기부터 중국 17개 도시에서 Large-scale 5G 시험에 들어간다. 중국 정부가 지정한 2020년부터 5G 전국 상업화 목표를 달성하기 위한 촉박한 일정이다. 북미에서는 Sprint가 가장 공격적이다. 18년 4월부터 미국 내 6개 도시에서 Massive MIMO 서비스를 시작하고 19년 상반기 내 소프트웨어 업그레이드를 통해 5G로 넘어간다는 계획이다.

국내외 통신 5개사 Capex 추이 및 전망



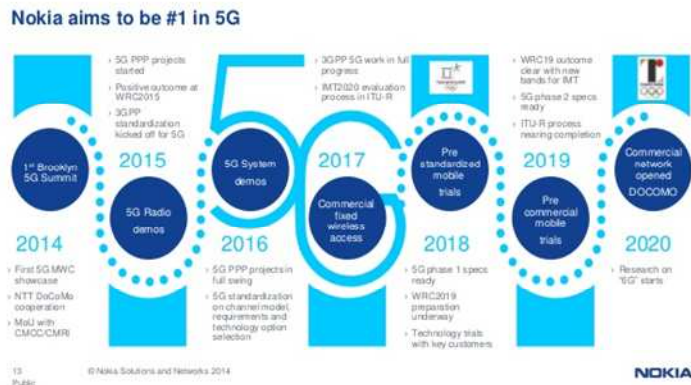
자료: Ericsson, 유안타증권 리서치센터

Ericsson 5G 사업진행 현황



자료: Ericsson, 유안타증권 리서치센터

Nokia 5G 사업진행 현황



자료: Nokia, 유안타증권 리서치센터

- ▶ 올해 연간 AT&T의 설비투자 규모는 250억불로 지난해 210억불대비 15% 증가할 전망이다.
- ▶ T-mobile은 Nokia와 4조원에 달하는 5G 통신 장비 계약을 발표했다,
- ▶ Sprint는 Macro cell을 20% 확대, 4만개의 Small cell solution을 도입할 계획을 갖고 있다.
- ▶ Verizon의 올해 연간 Capex는 176억불로 재차 확대될 전망이다.
- ▶ 더불어 삼성전자 네트워크사업부는 5G통신 시장 개화를 기회 삼아 점유율을 20% 이상으로 끌어 올릴 계획을 갖고 있다. 참고로 삼성전자는 4G 통신장비 시장 기준 점유율이 10% 미만인 것으로 파악된다.

6) DRAM Version Up Cycle

IT산업에서 속도개선만큼 중요한 것이 소비전력이다.

DRAM의 Version이 올라가는 것은 속도뿐만 아니라 소비전력도 개선된다는 장점이 있기 때문이다. 올해 들어, Graphic DRAM은 GDDR5에서 GDDR6로 Upgrade 되기 시작했다. Server용 DRAM은 내년 말부터 DDR5로 Upgrade될 것이다. 2020년부터는 PC/Mobile에서도 DDR5 공급이 시작될 전망이다.

통신의 변화, 전망산업 서비스의 질적 변화, 디스플레이해상도 변화 등을 뒷받침하기 위해서는 DRAM의 용량 증가도 필수적이지만 소비전력 절감을 위한 Version Upgrade도 중요하기 때문이다. 최근 초고가 시장에서는 HBM(High Bandwidth Memory)에 대한 수요도 늘어나고 있다. HBM은 TSV라는 고부가 공정이 추가되면서 판가는 몇 배 비싸지만 일반 GDDR이나 DDR보다 성능 개선 폭이 비용증가 이상이라고 판단하는 고객사들이 늘고 있기 때문이다. 심지어 BoM Cost 상승에 민감한 모바일 영역에서도 HBM 채용이 검토되고 있는 상태다. HBM 원가에서 큰 부분을 차지하고 있는 Silicon Interposer가 Organic Interposer(반도체기판)으로 대체된다면 모바일과 같은 Mass Market에서의 침투가 빨라질 전망이다.

DDR 시리즈별 스펙 비교

	DDR	DDR2	DDR3	DDR4	DDR5-Estimate
Launch	2000	2004	2007	2014	2019
Data Rates	200Mb/s ~ 400Mb/s	400Mb/s~800Mb/s	800Mb/s ~1600Mb/s	1.6Gb/s ~ 3.2Gb/s	3.2Gb/s ~ 6.4Gb/s
Die Density	64Mb to 1Gb	128Mb to 4Gb	512Mb to 8Gb	2Gb to 16Gb	8Gb to 32Gb
Package Type	TSOP	BGA	BGA	BGA	BGA
Burst Length	BL2/4/8	BL4/8	BL4/8	BL4/8	BC8/BL16/BL32
Voltage	2.5V	1.8V	1.5V	1.2V	1.1V

자료: 유안타증권 리서치센터

GDDR 시리즈별 스펙 비교

	GDDR	GDDR2	GDDR3	GDDR4	GDDR5X	GDDR6
Launch	-	2004	2007	2007	2016	2018
Max Frequency	200MHz	500MHz	900MHz	1.4GHz	1.5GHz	1.5GHz
Data Rates	-	-	-	-	~12 Gbps	~18 Gbps
Die Density	-	-	-	-	8Gb (JEDEC ~16Gb)	8Gb/16Gb (JEDEC ~32Gb)
Configuration	4M x 32	4M x 32	8M x 32	16M x 32	-	-
Prefetch	2n	4n	4n	8n	16n	16n
Package	144 Ball FBGA	144 Ball FBGA	144 Ball FBGA	136 Ball FBGA	190 Ball FBGA	180 Ball FBGA
Interface	SSTL-2	SSTL-18	POD-18	POD-15	POD-135	-
Bank	4	4	4	8	16	16
Voltage	2.5V	2.5V	1.8V	1.8V	1.8V	1.35V

자료: 유안타증권 리서치센터

HBM(High Bandwidth Memory) 탑재 GPU 원가 구조 비교

	GDDR5 탑재	HBM 2세대 탑재	HBM 2세대(8 Hi) 탑재
GPU	80	80	80
4 Stack TSV Cost * 2Pkg		32	
8 Stack TSV Cost * 1Pkg			20
Silicon Interposer		25	27
Subs & Pkg. Cost	20	30	30
GDDR5 (8GB)	64	64	64
Other PCB	15	5	5
Total Cost	179	236	226

자료: 유안타증권 리서치센터

Graphic DRAM 성능 비교

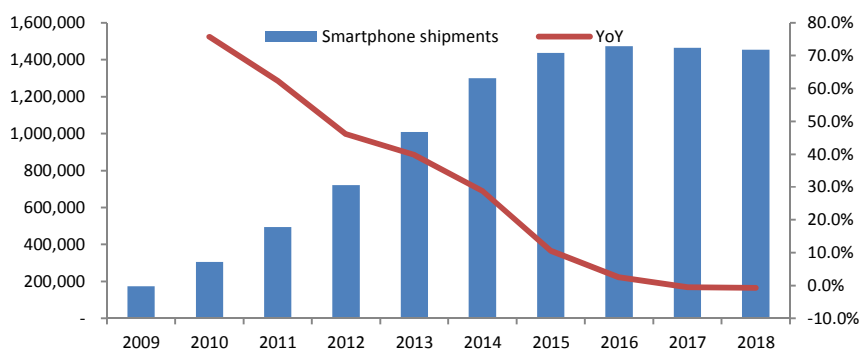
	GDDR5	HBM	HBM2	HBM3
Bandwidth	28 GB/s	128 GB/s	256GB/s	512GB/s
I/O	32	1024	1024	
Density per DRAM Die	8Gb	2Gb	8Gb	8Gb이상
Speed per pin	1Gbps	1Gbps	2Gbps	4Gbps
Stack		4 Stack	Up to 8 Stack	Up to 16 Stack
Power Consumption	30~35W	13~16W	12~15W	12~15W
Mass Production	2013	2015	2017	2020

자료: Nokia, 유안타증권 리서치센터

7) 스마트폰 시장에 대한 유안타증권 생각

2017년부터 글로벌 스마트폰 수요가 역성장 국면에 진입했다.

스마트폰 출하량 추이 및 전망

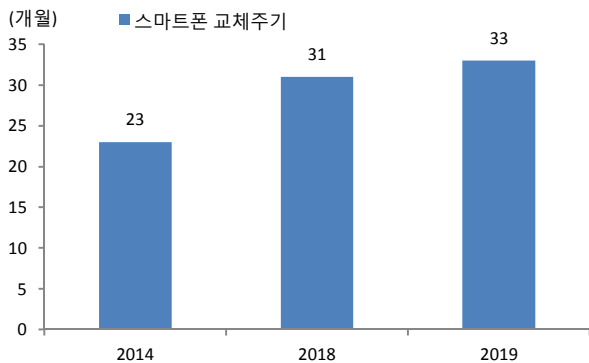


자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

교체주기 증가가 주요 원인이다. 2014년만해도 스마트폰 평균 교체주기는 2년이 채 안됐는데 2016년부터 2년이상으로 늘었고, 2018년 들어서는 2년7개월로 늘어났다. 국내 소비자들의 36%가 통신사 약정 만료가 스마트폰 교체 이유라고 밝혔고, 28.9%가 기기 고장이라 답변하고 있다.

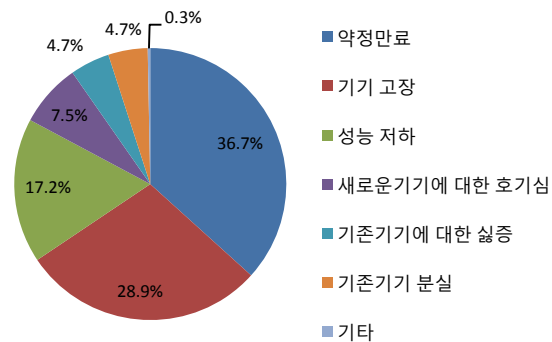
통신사 약정 기간은 대부분 2~3년이다. 스마트폰 단말기의 핵심 부품들의 내구성도 3~4년 수준으로 조사된다. 대부분의 부품은 3년이 지나면 성능이 급격하게 저하된다.

스마트폰 교체주기



자료: 베이스트리트, 유안타증권 리서치센터

스마트폰 교체 사유



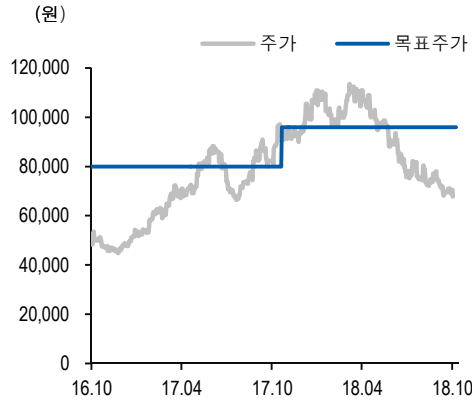
자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

결론적으로 스마트폰 교체주기가 3년 이상으로 늘어났다고 보기에는 무리가 있다고 판단되기 때문에 지금까지 나타난 성장률 둔화 속도가 앞으로도 이어지진 않을 것이다. 오히려 단말기 업체들의 Form Factor 변화(AR/VR 구현, Foldable Display) 시도에 따라 교체주기가 다시 짧아질 수 있는 가능성에 대해 고민해야 할 시점이다. 더불어 단말기 업체들의 Form Factor 변화 시도를 위해서는 늘 메모리반도체 용량 확대가 수반되어야 한다는 점에도 주목해야 할 것이다.

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재윤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상 Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

LG 전자 (066570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-10	HOLD	96,000	1년		
2017-10-27	HOLD	96,000	1년		
2017-02-23	1년 경과 이후		1년	-3.96	21.50
2016-02-23	BUY	80,000	1년	-21.00	21.50

자료: 유안타증권

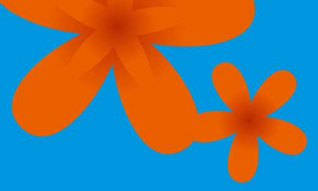
주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재윤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



삼성전자 (005930)

반도체/장비

이지훈



02 3770 5727
jaeyun.lee@yuantakorea.com

RA 임지혁
02 3770 5635
jihyeok.lim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	76,000원 (M)
현재주가 (10/8)	44,950원
상승여력	69%

시가총액	3,210,341억원
총발행주식수	7,322,953,700주
60일 평균 거래대금	4,442억원
60일 평균 거래량	9,657,155주
52주 고	57,220원
52주 저	43,850원
외인지분율	52.46%
주요주주	삼성물산 외 12 인 19.77%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.1	0.1	(12.3)
상대	1.3	1.0	(6.9)
절대(달러환산)	(0.8)	(1.4)	(11.4)

글로벌 IT 수요 상승 Cycle의 중심

3Q18 영업이익 17.5조원으로 당사 추정치 부합

지난 3분기 매출액과 영업이익은 각각 65조원(YoY 5%, QoQ 11%), 17.5조원(YoY 24%, QoQ 18%, OPM 27%)으로 시장 우려대비 양호한 실적을 기록했다. 여전히 반도체사업부 실적이 전사 이익 성장을 견인하고 있다. 고가 TV 시장 점유율 회복에 따라 동사 CE사업부의 영업이익이 7,000억원을 상회한 것으로 추산된다는 점이 특징적이다.

사업부별 영업이익 추정치는 다음과 같다.

반도체 13.7조원(QoQ 18%, OPM 52%), 디스플레이 8,700억원(QoQ 982%, OPM 10%), IM사업부 2.1조원(QoQ -21%, OPM 10%), CE사업부 7,400억원(QoQ -25%, OPM 4%)

4Q18년 영업이익 17.7조원 기록할 전망

4분기 실적도 시장 우려대비 양호할 전망이다. 매출액과 영업이익은 각각 70조원(YoY 6%, QoQ 8%), 17.7조원(YoY 16%, QoQ 1%, OPM 25%)을 기록할 전망이다. 반도체사업부와 IM사업부의 QoQ 실적 감소보다 디스플레이와 VD(TV 등)사업부의 계절적 성수기 효과에 따른 실적 성장이 더욱 클 것으로 추정되기 때문이다.

2019년 영업이익 69.7조원으로 사상최대 실적 갱신할 전망

2019년 연간 매출액과 영업이익은 각각 257조원(YoY 1%), 69.7조원(YoY 6%, OPM 27%)을 기록하며 사상최대 실적을 갱신할 전망이다.

- 1) 시장의 우려와는 달리 Server에 대한 수요는 이제 막 성장 초입단계라 판단하고, 2) Mobile DRAM도 AR/VR 구현을 위해서는 생각보다 강한 Contents growth가 발생할 수 있는 잠재력은 아직 남아 있는 상태다.
- 3) 5G 통신 시장 개화는 동사 비메모리반도체사업과 IM사업부 모두 수혜가 예상된다. IM사업부의 통신장비 사업은 5G를 점유율 상승 기회로 활용할 것이며, 비메모리반도체사업은 통신장비에 탑재되는 RF Chip을 내재화하면서 경쟁력 개선에 도움이 될 전망이다.

글로벌 IT 수요 상승 Cycle에서 동사의 반도체, 디스플레이, IM(통신장비)사업부에 수혜가 집중될 것으로 예상되는데 반해 동사 주가는 19년 예상 실적 기준 PER 5.7배에 불과하다. IT 산업 수요 Cycle에 대한 오해로 극심한 저평가 국면에 있다.

동사에 대한 투자의견 'BUY'와 목표주가 76,000원을 유지한다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	650,002	4.8	11.1	651,697	-0.3
영업이익	174,953	20.4	17.7	171,701	1.9
세전계속사업이익	180,855	21.3	17.4	177,529	1.9
지배순이익	130,684	18.4	19.0	128,843	1.4
영업이익률 (%)	26.9	+3.5 %pt	+1.5 %pt	26.3	+0.6 %pt
지배순이익률 (%)	20.1	+2.3 %pt	+1.3 %pt	19.8	+0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

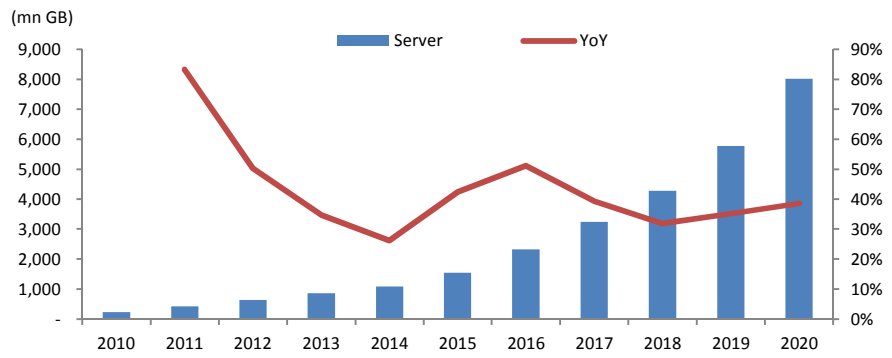
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	2,018,667	2,395,754	2,543,597	2,574,272
영업이익	292,407	536,450	656,702	696,965
지배순이익	224,157	413,446	487,980	524,866
PER	469.1	381.0	6.0	5.5
PBR	54.1	76.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	3.3	3.8	2.7	2.1
ROE	12.5	21.0	21.4	19.0

자료: 유안타증권

글로벌 IT 수요 상승 Cycle 본격화

▶ Data Center: Data Center에 대한 우려는 Amazon, Facebook, Microsoft 등과 같은 클라우드 서비스 업체들의 2019년 Capex 성장률 컨센서스가 둔화되는 것으로 나타나고 있는데 기인한다. 하지만 2017년에서 2018년 사이 업체들의 신규 Data Center 건설 계획이 급증했고 이는 2019~2020년 Server 수요에 반영될 것으로 추정된다.

글로벌 Server DRAM 수요 전망



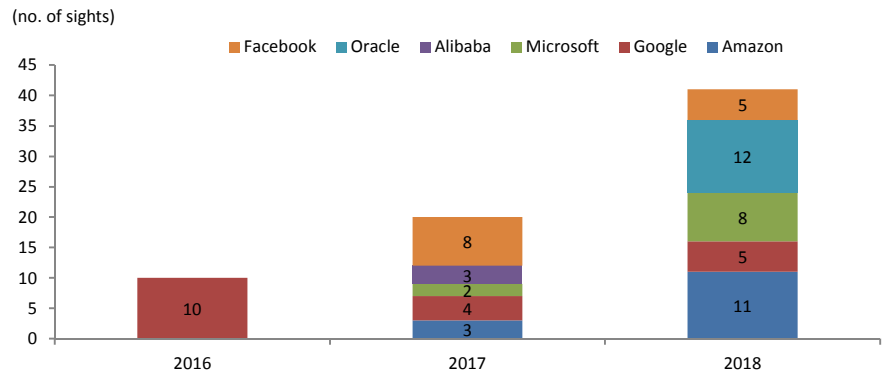
자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

▶ Smartphone: 스마트폰 시장은 여전히 걱정스럽다. 산업이 역성장 국면에 진입했기 때문이다. 다행스러운 점은 교체주기가 3년 이상으로 늘어나기 힘들기 때문에 당분간 출하량 변동성이 크지 않을 것으로 예상된다는 점이다. 스마트폰 업체들은 이러한 고정 수요층을 확보하기 위해 AR/VR 구현을 염두에 둔 사양 업그레이드를 경쟁적으로 추진하고 있다. 잘 알려진대로 AR/VR 구현을 위해서는 디스플레이 해상도가 개선되어야 하고 이를 뒷받침하기 위해서는 DRAM 용량도 커져야 한다. 2019년 Apple의 Mainstream은 기존 3GB에서 4~5GB로 DRAM용량이 확대될 전망이다. Android진영의 Mainstream은 기존 4~5GB에서 6GB로 DRAM용량이 상향될 것이다. 즉, 글로벌 스마트폰 출하량이 3~5% 역성장한다해도 Mobile DRAM 시장은 두자리수 이상 성장을 이어갈 수 있는 환경이다.

▶ DRAM Version Up Cycle: 과거 IT 수요 상승 Cycle을 들여다 보면 DRAM Version Up 및 통신기술 전환이 수반된다. 이번에도 마찬가지일 것이다. Graphic DRAM은 지난 2분기부터 GDDR6가 채용되기 시작했고, Server DRAM은 내년 하반기부터 초도양산이 시작될 예정이다. HBM이라는 초고가 반도체에 대한 수요도 발생하기 시작했다.

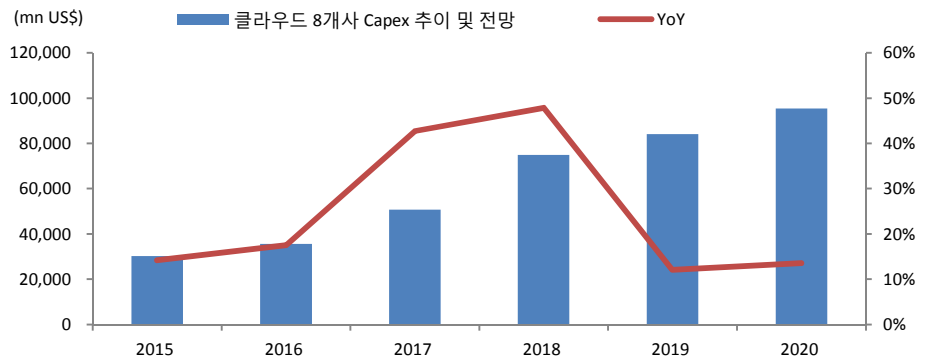
4차산업혁명이라는 큰 틀에서 전망산업이 고속, 저전력 반도체를 필요로 하고 있기 때문이다.

주요 업체들의 Data center 구축 계획 현황 _ 구축 발표 후 Set Up 까지 1~2년 소요



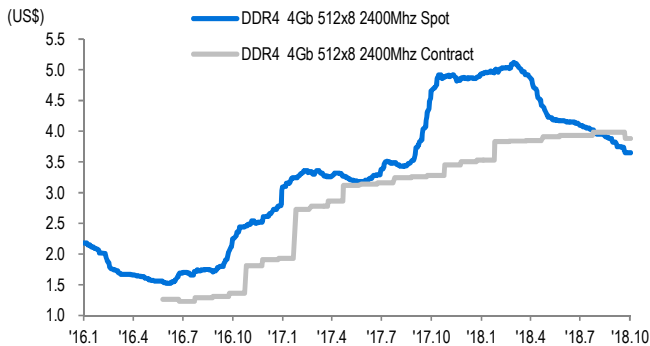
자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

미국 및 중국 클라우드 8개사 Capex 추이 및 전망



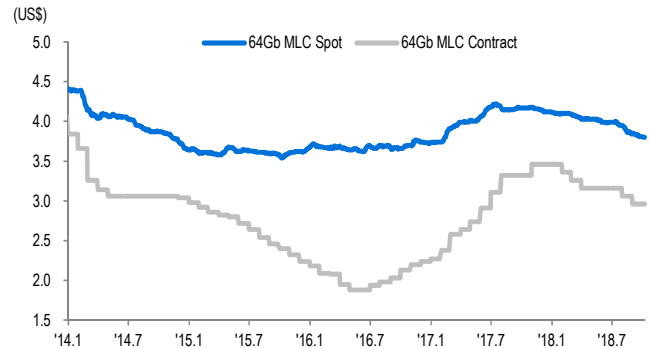
자료: Bloomberg Consensus, 유안타증권 리서치센터

DRAM 가격 추이



자료: Inspectrum, 유안타증권 리서치센터

NAND 가격 추이



자료: Inspectrum, 유안타증권 리서치센터

Application 별 DRAM 수요 전망

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
DRAM Total	1,913	2,783	3,625	4,640	5,975	7,072	9,552	11,633	14,007	17,054	21,215
		45%	30%	28%	29%	18%	35%	22%	20%	22%	24%
PC	1,195	1,477	1,595	1,608	1,833	1,835	1,847	1,822	1,963	2,079	2,242
YoY		24%	8%	1%	14%	0%	1%	-1%	8%	6%	8%
% of Total	62%	53%	44%	35%	31%	26%	19%	16%	14%	12%	11%
Server	231	423	635	856	1,080	1,539	2,327	3,244	4,276	5,782	8,013
YoY		83%	50%	35%	26%	42%	51%	39%	32%	35%	39%
% of Total	12%	15%	18%	18%	18%	22%	24%	28%	31%	34%	38%
Mobile	219	421	801	1,437	2,107	2,659	3,998	4,944	5,819	6,491	7,711
YoY		92%	90%	79%	47%	26%	50%	24%	18%	12%	19%
% of Total	11%	15%	22%	31%	35%	38%	42%	42%	42%	38%	36%
Graphic	98	148	211	305	442	461	589	654	757	1,022	1,175
YoY		51%	43%	44%	45%	4%	28%	11%	16%	35%	15%
% of Total	5%	5%	6%	7%	7%	7%	6%	6%	5%	6%	6%
Consumer	170	314	382	435	513	578	791	970	1,192	1,430	1,573
YoY		84%	22%	14%	18%	13%	37%	23%	23%	20%	10%
% of Total	9%	11%	11%	9%	9%	8%	8%	8%	9%	8%	7%
Auto	10	14	18	23	60	71	96	116	140	250	500
YoY		45%	30%	28%	158%	18%	35%	22%	20%	78%	100%
% of Total	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%
PC shipment	365,766	372,380	358,351	323,920	317,215	285,340	269,429	265,106	259,576	256,980	251,841
YoY		2%	-4%	-10%	-2%	-10%	-6%	-2%	-2%	-1%	-2%
GB/BoX	3.3	4.0	4.5	5.0	5.8	6.4	6.9	6.9	7.6	8.1	8.9
YoY		21%	12%	11%	16%	11%	7%	0%	10%	7%	10%
Server Shipment	11,007	10,650	11,640	12,749	14,650	15,660	16,193	16,791	17,364	18,059	18,961
YoY		-3%	9%	10%	15%	7%	3%	4%	3%	4%	5%
GB/BoX	21.0	39.7	54.6	67.2	73.7	98.3	143.7	193.2	246.3	320.2	422.6
YoY		89%	37%	23%	10%	33%	46%	34%	27%	30%	32%
Smartphone Shipment	304,704	494,354	722,405	1,009,643	1,300,419	1,437,414	1,473,458	1,465,241	1,454,794	1,411,150	1,397,039
YoY		62%	46%	40%	29%	11%	3%	-1%	-1%	-3%	-1%
GB/BoX	0.7	0.9	1.1	1.4	1.6	1.8	2.7	3.4	4.0	4.6	5.5
YoY		18%	30%	28%	14%	14%	47%	24%	19%	15%	20%

자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

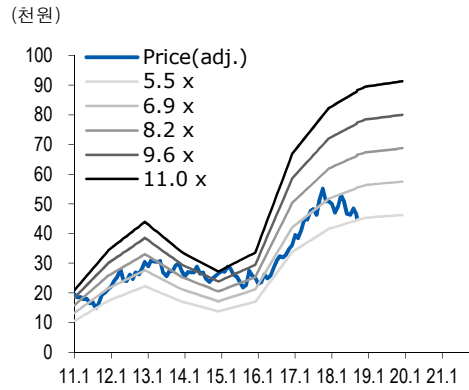
삼성전자 사업부별 분기 실적 전망

(단위: 조원)

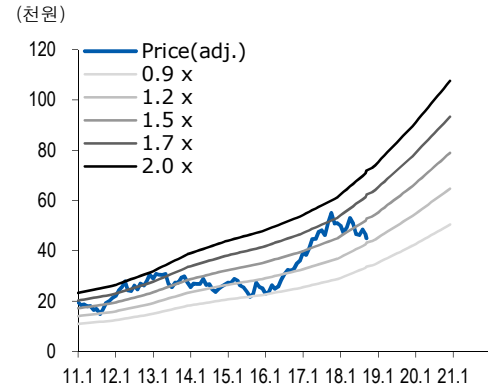
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	50.6	61.0	62.1	66.0	60.6	58.5	65.0	70.3	61.8	61.2	64.8	69.6	239.6	254.4	257.4
IM	23.5	30.0	27.7	25.5	28.4	24.0	21.0	23.1	26.8	24.2	21.6	22.4	106.7	96.6	95.0
Semi.	15.7	17.6	19.9	21.1	20.8	22.0	26.2	26.2	23.3	23.9	26.2	26.5	74.3	95.2	99.9
SD	7.3	7.7	8.3	11.2	7.5	5.7	8.5	12.4	7.2	6.3	9.4	12.2	34.5	34.1	35.1
CE	10.3	10.9	11.1	12.7	9.7	10.4	11.0	11.7	9.1	10.3	10.9	11.6	45.1	42.8	42.0
Harman	-	2.2	2.1	2.3	1.9	2.1	2.7	2.9	2.0	2.5	2.7	2.9	6.6	9.6	10.1
매출액 Growth (YoY)	2%	20%	30%	24%	20%	-4%	5%	7%	2%	5%	0%	-1%	19%	6%	1%
IM	-15%	13%	23%	8%	21%	-20%	-24%	-9%	-6%	1%	3%	-3%	6%	-9%	-2%
Semi.	40%	46%	51%	42%	33%	25%	32%	24%	12%	9%	0%	1%	45%	28%	5%
SD	21%	20%	17%	50%	3%	-26%	3%	11%	-4%	11%	10%	-1%	28%	-1%	3%
CE	-3%	-5%	-1%	-7%	-6%	-5%	-1%	-8%	-6%	-1%	-1%	-1%	-4%	-5%	-2%
영업이익	9.9	13.8	14.1	15.3	15.6	14.9	17.5	17.7	16.1	16.5	18.4	18.7	53.2	65.7	69.7
IM	2.1	3.8	3.3	2.4	3.8	2.7	2.1	2.0	2.3	2.5	2.4	2.3	11.6	10.5	9.5
Semi.	6.3	8.0	10.0	10.9	11.5	11.6	13.7	13.5	13.1	13.3	13.4	13.5	35.2	50.4	53.3
SD	1.3	1.7	0.6	1.5	0.4	0.1	0.9	1.4	0.3	0.1	1.9	2.3	5.1	2.8	4.6
CE	0.4	0.3	0.4	0.5	0.3	0.5	0.7	0.7	0.2	0.5	0.5	0.5	1.7	2.2	1.6
영업이익 Growth (YoY)	48%	70%	172%	66%	58%	7%	24%	16%	3%	11%	5%	6%	82%	24%	6%
IM	-47%	-12%	3186%	-4%	82%	-30%	-36%	-19%	-39%	-5%	14%	16%	7%	-9%	-10%
Semi.	143%	204%	195%	120%	83%	45%	38%	24%	14%	14%	-2%	0%	159%	43%	6%
SD	-	1121%	-42%	18%	-68%	-95%	47%	-7%	-22%	87%	115%	62%	134%	-46%	66%
CE	-25%	-69%	-43%	60%	-27%	58%	68%	35%	-21%	-7%	-34%	-33%	-37%	34%	-26%
Total OPM	20%	23%	23%	23%	26%	25%	27%	25%	26%	27%	28%	27%	22%	26%	27%
IM	9%	13%	12%	9%	13%	11%	10%	8%	9%	10%	11%	10%	11%	11%	10%
Semi.	40%	46%	50%	52%	56%	53%	52%	52%	56%	56%	51%	51%	47%	53%	53%
SD	18%	22%	7%	14%	5%	1%	10%	12%	4%	2%	20%	19%	15%	8%	13%
CE	4%	3%	4%	4%	3%	5%	7%	6%	2%	5%	4%	4%	4%	5%	4%
이익기여도															
IM	21%	28%	23%	16%	24%	18%	12%	11%	14%	15%	13%	12%	22%	16%	14%
Semi.	64%	58%	70%	71%	74%	78%	78%	77%	82%	80%	73%	72%	66%	77%	76%
SD	13%	12%	4%	10%	3%	1%	5%	8%	2%	1%	10%	12%	10%	4%	7%
CE	4%	2%	3%	3%	2%	3%	4%	4%	1%	3%	3%	2%	3%	3%	2%

자료: 유안타증권 리서치센터

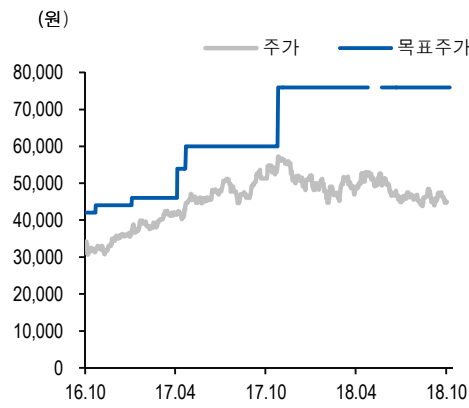
P/E band chart



P/B band chart



삼성전자 (005930) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-10	BUY	76,000	1년		
2018-05-30	BUY	76,000	1년		
2018-05-02	액면분할	-	-	-	-
2017-11-01	BUY	76,000	1년	-33.43	-24.92
2017-04-28	BUY	60,000	1년	-19.02	-8.20
2017-04-11	BUY	54,000	1년	-22.54	-18.81
2017-01-09	BUY	46,000	1년	-13.74	-7.48
2016-10-28	BUY	44,000	1년	-22.32	-17.09
2016-10-18	BUY	42,000	1년	-23.95	-22.62
2016-08-31	BUY	37,400	1년	-14.81	-8.77

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.1
Buy(매수)	85.8
Hold(중립)	12.5
Sell(비중 축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-07

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재윤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

SK하이닉스 (000660)

반도체/장비

이재윤



02 3770 5727
jaeyun.lee@yuantakorea.com

RA 임지혁
02 3770 5635
jihyeok.lim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	103,000원 (M)
현재주가 (10/8)	71,200원
상승여력	45%

시가총액	518,338억원
총발행주식수	728,002,365주
60일 평균 거래대금	2,996억원
60일 평균 거래량	3,780,312주
52주 고	95,300원
52주 저	70,000원
외인지분율	48.35%
주요주주	SK 텔레콤 외 3 인 20.07%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.2)	(16.5)	(14.1)
상대	(5.0)	(15.8)	(8.8)
절대(달려환산)	(7.0)	(17.8)	(13.2)

강한 주가 반등에 대비할 시점

3Q18 영업이익 6.2조원으로 추정치에 부합할 전망

3분기 매출액과 영업이익은 각각 11.6조원(YoY 43%, QoQ 12%), 6.2조원(YoY 66%, QoQ 11%, OPM 54%)으로 추정치에 부합할 전망이다. 예상대로 3분기까지는 DRAM ASP 상승이 이어졌기 때문이다. 동사의 3분기 DRAM/NAND B/G는 각각 +6%/+35%로, ASP는 각각 +3%/-10%수준으로 추정한다.

IT 수요 상승 Cycle은 19년부터 시작

2018년 하반기 내내 동사의 Multiple은 De-Rating되고 있다. 가장 큰 이유는 2019년 DRAM 수요 성장률이 2018년 대비 둔화될 것이라는 우려가 지배적이기 때문이다. 즉 DRAM 시장이 공급과잉 국면에 진입하면서 업체들의 평가 및 영업이익이 급락할지도 모른다는 걱정이 큰 상태다. 하지만 당사리 서치센터는 이제 막 시작되는 DRAM 수요 상승 Cycle에 주목할 것을 권고한다.

▶ **Data Center**: Data Center에 대한 우려는 Amazon, Facebook, Microsoft 등과 같은 클라우드 서비스 업체들의 2019년 Capex 성장률 컨센서스가 둔화되는 것으로 나타나고 있는데 기인한다. 하지만 2017년에서 2018년 사이 업체들의 신규 Data Center 건설 계획이 급증했고 이는 2019~2020년 Server 수요에 반영될 것으로 추정된다. ▶ **Smartphone**: 스마트폰 시장은 여전히 걱정스럽다. 산업이 역성장 국면에 진입했기 때문이다. 다행스러운 점은 아직은 교체주기가 3년 이상으로 늘어나기 힘들기 때문에 당분간 출하량 변동성이 크지 않을 것으로 예상된다는 점이다. 스마트폰 업체들은 이러한 고정 수요층을 확보하기 위해 AR/VR 구현을 염두에 둔 사양 업그레이드를 경쟁적으로 추진하고 있다. 잘 알려진대로 AR/VR 구현을 위해서는 디스플레이 해상도가 개선되어야 하고 이를 뒷받침하기 위해서는 DRAM 용량도 커져야 한다. 2019년 Apple의 Mainstream은 기존 3GB에서 4~5GB로 DRAM용량이 확대될 전망이다. Android진영의 Mainstream은 기존 4~5GB에서 6GB로 DRAM용량이 상향될 것이다. 즉, 글로벌 스마트폰 출하량이 3~5% 역성장한다해도 Mobile DRAM 시장은 두 자리수 이상 성장을 이어갈 수 있는 환경이다. ▶ **DRAM Version Up Cycle**: 과거 IT 수요 상승 Cycle을 들여다 보면 DRAM Version Up 및 통신기술 전환이 수반된다. 이번에도 마찬가지일 것이다. Graphic DRAM은 지난 2분기부터 GDDR6가 채용되기 시작했고, Server DRAM은 내년 하반기부터 초도양산이 시작될 예정이다. HBM이라는 초고가 반도체에 대한 수요도 발생하기 시작했다. 4차 산업혁명이라는 큰 틀에서 전방산업이 고속, 저전력 반도체를 필요로 하고 있기 때문이다. 비수기인 내년 1분기 DRAM 가격 하락 폭은 제한적일 전망이고 동사의 연간 영업이익은 24조원(YoY 9%, OPM 50%)으로 성장할 전망이다. 동사에 대한 기존 투자 의견 'BUY'와 목표주가를 103,000원을 유지한다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	115,735	42.9	11.6	118,020	-1.9
영업이익	61,944	65.7	11.1	62,947	-1.6
세전계속사업이익	61,606	60.3	4.4	63,145	-2.4
지배순이익	46,669	52.8	7.8	46,865	-0.4
영업이익률 (%)	53.5	+7.4 %pt	-0.2 %pt	53.3	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	40.3	+2.6 %pt	-1.5 %pt	39.7	+0.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	171,980	301,094	423,887	480,688
영업이익	32,767	137,213	220,293	239,701
지배순이익	29,538	106,415	165,068	178,557
PER	8.4	4.4	3.1	2.9
PBR	1.0	1.3	1.0	0.7
EV/EBITDA	3.2	2.3	1.7	1.2
ROE	13.0	36.8	39.5	30.6

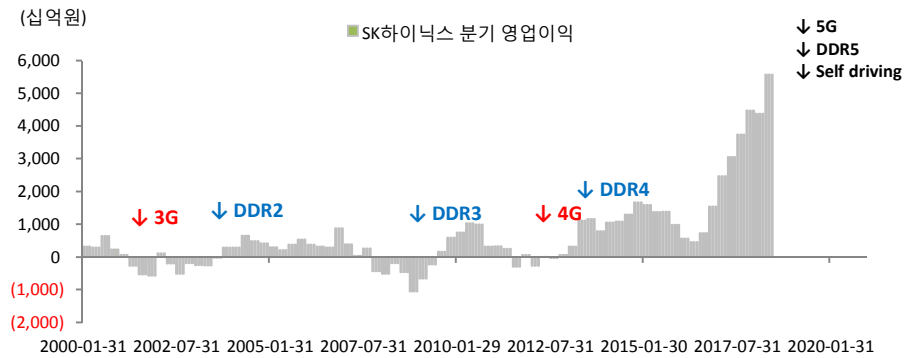
자료: 유안타증권

Application 별 DRAM 수요 전망

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
DRAM Total	1,913	2,783	3,625	4,640	5,975	7,072	9,552	11,633	14,007	17,054	21,215
		45%	30%	28%	29%	18%	35%	22%	20%	22%	24%
PC	1,195	1,477	1,595	1,608	1,833	1,835	1,847	1,822	1,963	2,079	2,242
YoY		24%	8%	1%	14%	0%	1%	-1%	8%	6%	8%
% of Total	62%	53%	44%	35%	31%	26%	19%	16%	14%	12%	11%
Server	231	423	635	856	1,080	1,539	2,327	3,244	4,276	5,782	8,013
YoY		83%	50%	35%	26%	42%	51%	39%	32%	35%	39%
% of Total	12%	15%	18%	18%	18%	22%	24%	28%	31%	34%	38%
Mobile	219	421	801	1,437	2,107	2,659	3,998	4,944	5,819	6,491	7,711
YoY		92%	90%	79%	47%	26%	50%	24%	18%	12%	19%
% of Total	11%	15%	22%	31%	35%	38%	42%	42%	42%	38%	36%
Graphic	98	148	211	305	442	461	589	654	757	1,022	1,175
YoY		51%	43%	44%	45%	4%	28%	11%	16%	35%	15%
% of Total	5%	5%	6%	7%	7%	7%	6%	6%	5%	6%	6%
Consumer	170	314	382	435	513	578	791	970	1,192	1,430	1,573
YoY		84%	22%	14%	18%	13%	37%	23%	23%	20%	10%
% of Total	9%	11%	11%	9%	9%	8%	8%	8%	9%	8%	7%
Auto	10	14	18	23	60	71	96	116	140	250	500
YoY		45%	30%	28%	158%	18%	35%	22%	20%	78%	100%
% of Total	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%
PC shipment	365,766	372,380	358,351	323,920	317,215	285,340	269,429	265,106	259,576	256,980	251,841
YoY		2%	-4%	-10%	-2%	-10%	-6%	-2%	-2%	-1%	-2%
GB/BoX	3.3	4.0	4.5	5.0	5.8	6.4	6.9	6.9	7.6	8.1	8.9
YoY		21%	12%	11%	16%	11%	7%	0%	10%	7%	10%
Server Shipment	11,007	10,650	11,640	12,749	14,650	15,660	16,193	16,791	17,364	18,059	18,961
YoY		-3%	9%	10%	15%	7%	3%	4%	3%	4%	5%
GB/BoX	21.0	39.7	54.6	67.2	73.7	98.3	143.7	193.2	246.3	320.2	422.6
YoY		89%	37%	23%	10%	33%	46%	34%	27%	30%	32%
Smartphone Shipment	304,704	494,354	722,405	1,009,643	1,300,419	1,437,414	1,473,458	1,465,241	1,454,794	1,411,150	1,397,039
YoY		62%	46%	40%	29%	11%	3%	-1%	-1%	-3%	-1%
GB/BoX	0.7	0.9	1.1	1.4	1.6	1.8	2.7	3.4	4.0	4.6	5.5
YoY		18%	30%	28%	14%	14%	47%	24%	19%	15%	20%

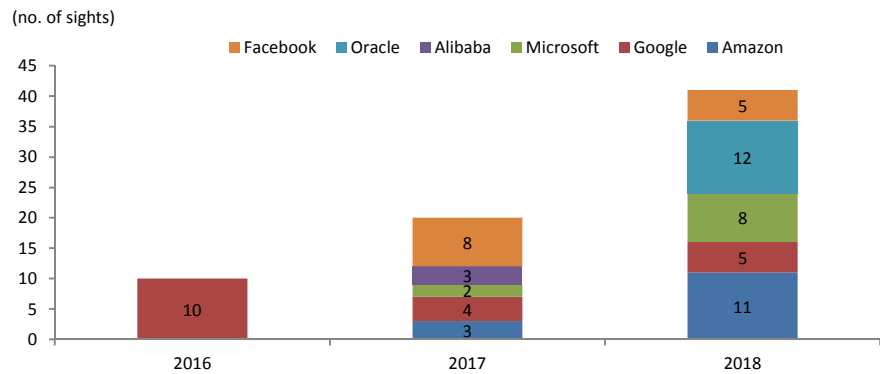
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

IT 전방산업 기술 변화와 SK 하이닉스 영업이익



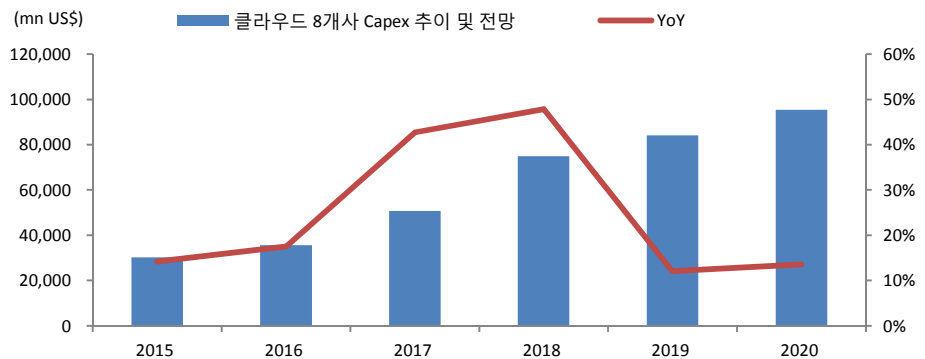
자료: 유안타증권 리서치센터

주요 업체들의 Data center 구축 계획 현황 _ 구축 발표 후 Set Up 까지 1~2년 소요



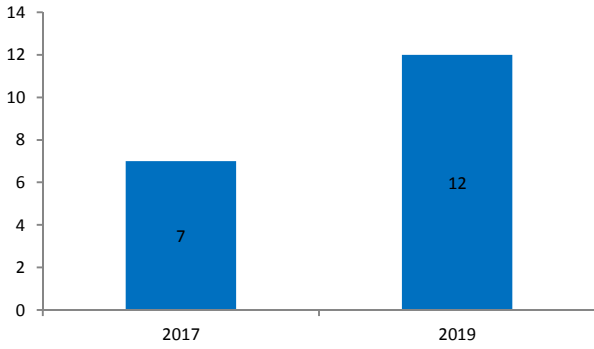
자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

미국 및 중국 클라우드 8개사 Capex 추이 및 전망



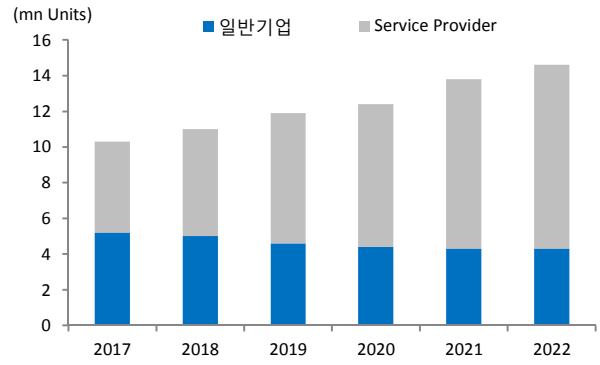
자료: Bloomberg Consensus, 유안타증권 리서치센터

Cloud Service 제공 업체 수



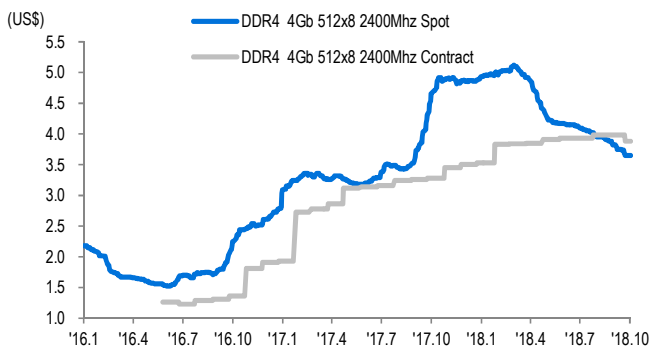
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

글로벌 Cloud 및 통신 서비스 업체 향 서버 수요



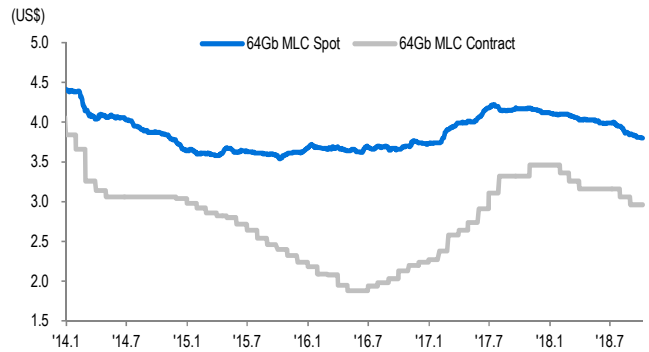
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

DRAM 가격 추이



자료: Inspectrum, 유안타증권 리서치센터

NAND 가격 추이



자료: Inspectrum, 유안타증권 리서치센터

SK 하이닉스 출하량 추이 및 전망

(단위: mn Units)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
DRAM(1Gb Eqv.)	5,492	5,629	6,586	6,784	6,444	7,443	7,890	8,206	8,123	8,692	9,387	10,326	24,491	29,983	36,529
YoY	36%	19%	27%	17%	17%	32%	20%	21%	26%	17%	19%	26%	24%	22%	22%
QoQ	-5%	3%	17%	3%	-5%	16%	6%	4%	-1%	7%	8%	10%			
NAND(8Gb Eqv.)	6,570	6,209	7,227	8,383	7,545	8,941	12,070	13,277	12,878	14,037	16,283	18,237	28,388	41,832	61,437
YoY	60%	-1%	3%	24%	15%	44%	67%	58%	71%	57%	35%	37%	18%	47%	47%
QoQ	-3%	-6%	16%	16%	-10%	19%	35%	10%	-3%	9%	16%	12%			

자료: 유안타증권 리서치센터

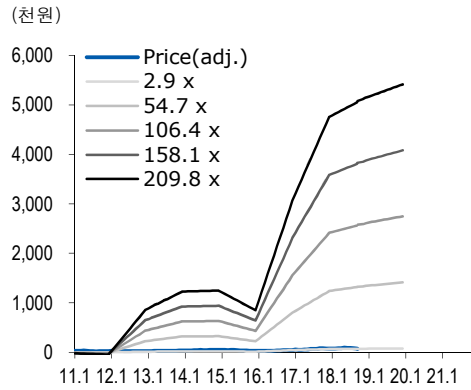
SK 하이닉스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

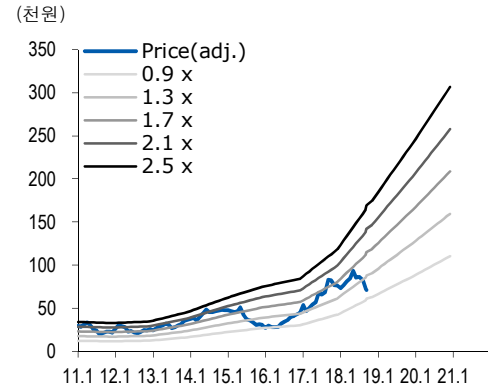
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
Sales	6,290	6,692	8,100	9,028	8,720	10,371	11,573	11,725	11,228	11,520	12,230	13,091	30,110	42,390	48,069
YoY	72%	70%	91%	69%	39%	55%	43%	30%	29%	11%	6%	14%	75%	41%	13%
QoQ	17%	6%	21%	11%	-3%	19%	12%	1%	-3%	7%	10%	11%			
DRAM	4,573	5,090	6,284	6,867	6,853	8,424	9,197	9,253	8,897	9,244	9,784	10,547	22,814	33,726	38,472
NAND	1,462	1,471	1,666	1,957	1,680	1,855	2,254	2,348	2,144	2,154	2,323	2,420	6,556	8,136	9,041
Others	255	131	150	204	187	93	123	124	187	122	123	124	740	527	556
OP	2,468	3,051	3,737	4,466	4,367	5,574	6,194	5,894	5,549	5,694	6,132	6,595	13,722	22,029	23,970
YoY	339%	574%	415%	191%	77%	83%	66%	32%	27%	2%	-1%	12%	319%	61%	9%
QoQ	61%	24%	22%	20%	-2%	28%	11%	-5%	-6%	3%	8%	8%			
DRAM	2,157	2,709	3,400	3,988	4,026	5,281	5,983	5,801	5,464	5,678	6,134	6,641	12,254	21,090	23,917
NAND	286	333	322	463	319	283	199	81	63	4	-14	-58	1,403	882	-5
Others	26	9	15	15	22	10	12	12	22	12	12	12	65	57	59
OPM	39%	46%	46%	49%	50%	54%	54%	50%	49%	49%	50%	50%	46%	52%	50%

자료: 유안타증권 리서치센터

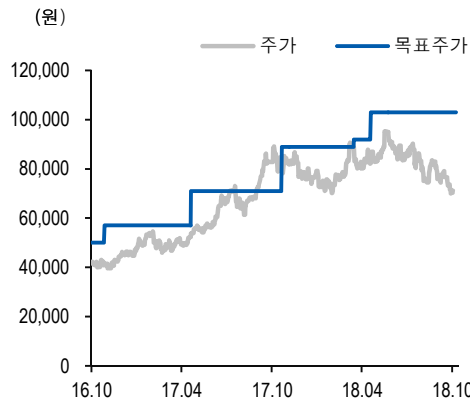
P/E band chart



P/B band chart



SK 하이닉스 (000660) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-10	BUY	103,000	1년		
2018-04-25	BUY	103,000	1년		
2018-03-22	HOLD	92,000	1년	-10.32	-
2017-10-27	HOLD	89,000	1년	-11.35	-
2017-07-25	HOLD	71,000	1년	-4.27	-
2017-04-26	BUY	71,000	1년	-13.06	2.82
2016-11-02	BUY	57,000	1년	-16.30	-4.21
2016-09-19	BUY	50,000	1년	-17.84	-14.00

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.1
Buy(매수)	85.8
Hold(중립)	12.5
Sell(비중 축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-07

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재윤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

삼성전기 (009150)

전자/부품

이지훈



02 3770 5727
jaeyun.lee@yuantakorea.com

RA 임지혁
02 3770 5635
jihyeok.lim@yuantakorea.com

투자 의견	Strong Buy (U)
목표주가	270,000원 (U)
현재주가 (10/8)	132,500원
상승여력	104%

시가총액	100,437억원
총발행주식수	77,600,680주
60일 평균 거래대금	1,312억원
60일 평균 거래량	882,652주
52주 고	163,000원
52주 저	89,000원
외인지분율	25.41%
주요주주	삼성전자 외 4인 23.99%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(15.3)	(10.8)	29.9
상대	(14.3)	(10.0)	38.0
절대(달러환산)	(16.1)	(12.1)	31.4

Quarterly earning forecasts

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	22,376	21.5	23.6	21,775	2.8
영업이익	3,657	254.5	76.8	3,294	11.0
세전계속사업이익	3,618	267.3	99.2	3,274	10.5
지배순이익	2,545	254.2	108.7	2,173	17.1
영업이익률 (%)	16.3	+10.7 %pt	+4.9 %pt	15.1	+1.2 %pt
지배순이익률 (%)	11.4	+7.5 %pt	+4.7 %pt	10.0	+1.4 %pt

자료: 유안타증권

3Q19까지 QoQ, YoY 영업이익 연속 성장

3Q18 영업이익 3,657억원으로 시장 컨센서스 상회할 전망

3분기 매출액과 영업이익은 각각 2.2조원(YoY 22%, QoQ 24%), 3,657억원(YoY 254%, QoQ 77%, OPM 16%)으로 시장 컨센서스를 대폭 상회할 전망이다. 여전히 MLCC 평가 상승 모멘텀이 시장 예상을 상회하고 있기 때문이다. 모듈사업부의 수익성이 소폭이나마 개선되고 있다는 점도 실적에 긍정적으로 작용할 것이다.

이번 4분기도 QoQ 실적 성장 전망: 4Q18 영업이익 4,100억원 전망

시장에서는 삼성전자의 부품 재고조정 이슈로 QoQ 역성장을 전망하고 있다. 하지만 당사리서치센터는 지난해 4분기와 마찬가지로 이번 4분기도 QoQ 실적 성장을 전망하고 있다. MLCC 마진 개선속도가 더욱 더 빨라지고 있기 때문이다. 삼성전자 노출도가 큰 모듈솔루션 및 기판솔루션 사업부의 실적은 전분기 대비 감소하겠지만 컴포넌트솔루션사업부(MLCC 등)의 실적은 QoQ 고성장이 지속될 전망이다. 4분기 매출액과 영업이익은 각각 2.3조원(YoY 33%, QoQ 2%), 4,100억원(YoY 284, QoQ 12%, OPM 18%)으로 추정한다.

2019년 연간 영업이익 1.7조원으로 사상최대 실적 기록할 전망

2019년 연간 매출액과 영업이익은 각각 9.6조원(YoY 15%), 1.7조원(YoY 52%, OPM 18%)을 기록하며 실적 모멘텀이 강화될 전망이다.

▶ IT 전방산업의 수요 Cycle이 본격화되면서 MLCC 업황은 상상 그 이상으로 전개될 가능성이 크다고 판단한다. 5G 통신장비, 서버, 자동차, 스마트폰 등 전 분야에 걸쳐 MLCC 수요 성장이 나타나고 있는 반면 Capa 확대 속도는 공급 업체들의 의지치를 하회하고 있기 때문이다. 특히 업체들의 Capa 확대는 대부분 자동차 전방산업을 대상으로 진행되고 있어 초소형 고용량 제품(스마트폰 전방산업)의 공급 부족이 더욱 심화될 것이다. 즉, MLCC 가격 상승 모멘텀은 초소형 고용량 제품군에 집중될 전망이다. 참고로 초소형 고용량 제품은 Murata, 삼성전기, Taiyo Yuden 등 3~4개 업체가 독과점 하고 있는 시장이다.

▶ 스마트폰 성장이 둔화되고 있는데, 카메라모듈 사업은 상대적으로 양호한 편이다. 스펙 업그레이드가 가장 활발히 진행되고 있는 부품이기 때문이다. 유의미한 실적 성장을 기대하기는 힘들겠지만 타 부품 대비 양호한 시장 환경에 만족해야 할 것이다.

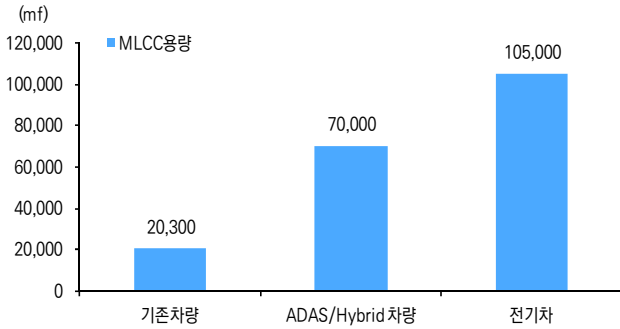
실적 전망치 상향과 함께 동사에 대한 목표주기도 **기존 22만원에서 27만원으로 상향한다**. 투자 의견도 **기존 'BUY'에서 'Strong Buy'로 상향한다**. 목표주가 27만원은 18년과 19년 평균 EPS/BPS에 PER 20X, PBR 3X를 적용해 산출했다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	60,330	68,385	83,456	96,362	
영업이익	244	3,062	11,365	17,227	
지배순이익	147	1,617	7,711	12,388	
PER	298.5	39.8	12.9	8.0	
PBR	0.9	1.5	2.0	1.6	
EV/EBITDA	8.6	9.1	6.6	4.6	
ROE	0.3	3.8	16.8	22.3	

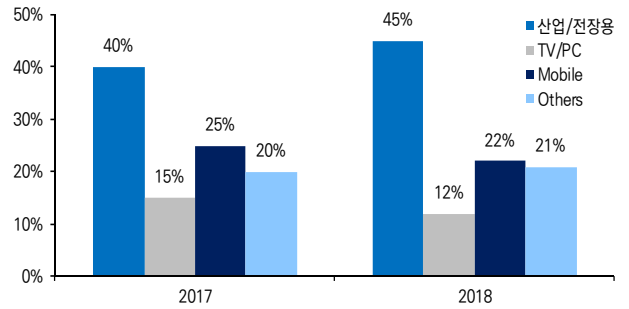
자료: 유안타증권

차량 종류별 MLCC 탑재 용량



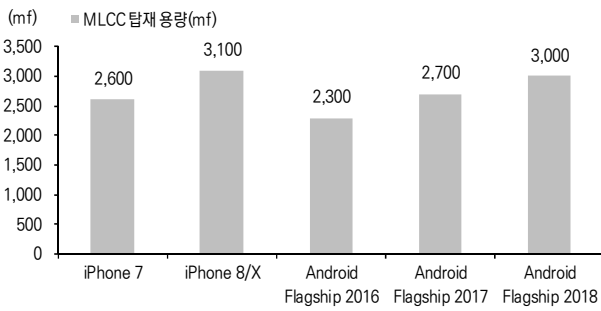
자료: 유안타증권 리서치센터

전방산업별 MLCC 수요 비중



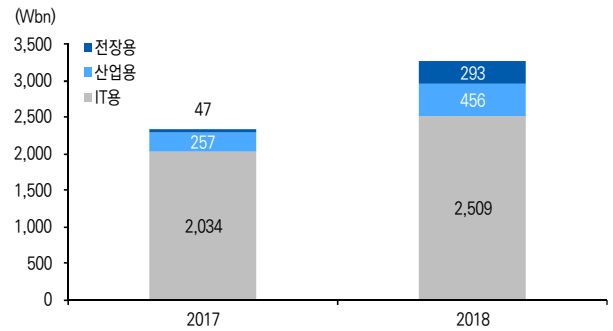
자료: 유안타증권 리서치센터

스마트폰 모델별 MLCC 탑재용량 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전기 전방산업별 MLCC 매출



자료: 유안타증권 리서치센터

DDR4 vs. DDR5 (전력, 성능 차이)

	DDR	DDR2	DDR3	DDR4	DDR5-Estimate
Launch Date	2000	2003	2007	2013	~2020
Data Rates	200Mb/s ~ 400Mb/s	400Mb/s~800Mb/s	800Mb/s ~1600Mb/s	1.6Gb/s ~ 3.2Gb/s	3.2Gb/s ~ 6.4Gb/s
DRAM Die Density(Starting)	64Mb to 1Gb	128Mb to 4Gb	512Mb to 8Gb	2Gb to 16Gb	8Gb to 32Gb
Package Type	TSOP	BGA	BGA	BGA	BGA
Burst Length	BL2/4/8	BL4/8	BL4/8	BL4/8	BC8/BL16/BL32
Voltage(VDDQ, VDD2)	2.5V	1.8V	1.5V	1.2V	1.1V

자료: JEDEC, 유안타증권 리서치센터

글로벌 MLCC 생산능력 추이 및 전망

Total MLCC(bn Units/month)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
MurataMfg	23	33	41	45	47	59	73	81	85	93	97	100	102
Taiyo Yuden	9	12	16	19	19	25	31	36	37	40	44	44	45
TDK	16	17	20	23	20	21	16	16	16	16	16	16	17
SEMCO	12	13	15	19	34	46	55	60	62	62	63	65	69
Yageo	14	13	17	18	25	28	31	31	31	31	31	31	32
Others	7	8	9	11	13	16	18	19	20	21	22	23	24
Total	81	96	118	135	158	195	224	243	251	263	273	279	289
YoY		19%	23%	14%	17%	23%	15%	8%	3%	5%	4%	2%	4%
Auto (bn Units/month)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
MurataMfg	4	6	10	12	13	17	24	27	30	37	44	55	64
Taiyo Yuden	-	-	-	-	-	-	-	2	4	5	7	7	9
TDK	5	5	9	11	10	12	10	12	14	14	14	14	15
SEMCO										0.3	0.4	0.7	4.1
Yageo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Others	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total	9	11	19	23	23	29	34	41	48	56	65	77	92
YoY		22%	73%	21%	0%	26%	17%	21%	17%	17%	16%	17%	20%
MurataMfg	17%	18%	24%	27%	28%	29%	33%	33%	35%	40%	45%	55%	63%
Taiyo Yuden								6%	11%	13%	16%	16%	20%
TDK	31%	29%	45%	48%	50%	57%	63%	75%	88%	88%	88%	88%	88%
SEMCO											1%	1%	6%
Yageo													
Others													
IT (bn Units/month)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
MurataMfg	19	27	31	33	34	42	50	54	55	56	53	45	38
Taiyo Yuden	9	12	16	19	19	25	31	33	33	35	37	37	36
TDK	11	11	11	12	10	9	6	4	2	2	2	2	2
SEMCO	12	13	15	19	34	46	55	60	62	62	63	64	65
Yageo	14	13	17	18	25	28	31	31	31	31	31	31	32
Others	7	8	9	11	13	16	18	19	20	21	22	23	24
Total	72	84	99	112	135	166	191	201	203	207	208	202	197
YoY		17%	18%	13%	21%	23%	15%	5%	1%	2%	0%	-3%	-2%

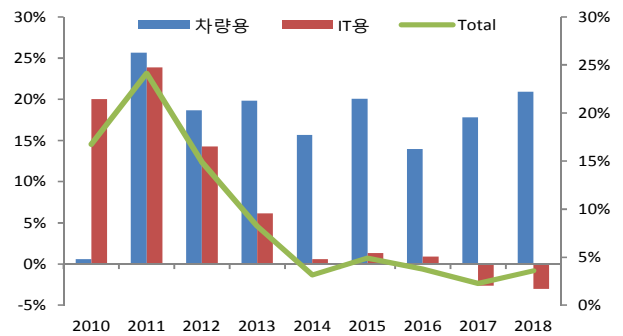
자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

MLCC



자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 MLCC 생산능력 증가율



자료: 유안타증권 리서치센터

스마트폰 BoM Cost 구성

iPhone 8+		
Price		\$799.00
Total Costs		\$288.08
	Breakdown	
Display		\$52.50
IC Content		\$39.00
	Apps Processor	
	Baseband	
Memory		\$31.20
	DRAM	
	NAND	
Power Management Ics		\$16.05
	Apps Processor/Other PM	
	Other PM	
RF&PA		\$24.60
	RF Transceiver	
	Front End & Other	
User Interface Ics		\$11.28
Sensors		\$6.65
	Fingerprint Sensor Module	
	Accelerometer/ Gyroscope, 6-Axis	
	Electronic Compass	
	Barometer Pressure Sensor	
	Color Sensor	
	Proximity-time-of-flight	
BT/WLAN		\$7.35
Battery Packs		\$4.45
Box Contents		\$11.55
Cameras		\$32.50
MLCC		\$4.00
Mechanical/Electro-Mechanical		\$46.95

자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

삼성전기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
Sales	1,570	1,710	1,841	1,717	2,019	1,809	2,238	2,280	2,413	2,446	2,400	2,377	6,838	8,345	9,636
컴포넌트솔루션	490	542	608	697	753	869	1,028	1,141	1,163	1,258	1,165	1,131	2,338	3,790	4,717
기판솔루션	293	319	400	435	357	300	453	493	435	445	555	660	1,446	1,602	2,096
모듈솔루션	773	835	822	581	900	612	757	645	815	743	679	586	3,011	2,914	2,823
Sales Growth (YoY)	-2%	6%	25%	28%	29%	6%	22%	33%	20%	35%	7%	4%	13%	22%	15%
컴포넌트솔루션	-6%	7%	38%	55%	53%	60%	69%	64%	54%	45%	13%	-1%	22%	62%	24%
기판솔루션	-15%	-8%	20%	44%	22%	-6%	13%	13%	22%	48%	23%	34%	9%	11%	31%
모듈솔루션	5%	10%	19%	-2%	16%	-27%	-8%	11%	-9%	21%	-10%	-9%	8%	-3%	-3%
OP	26	71	103	107	154	207	366	410	419	447	456	401	306.2	1,136.5	1,722.7
컴포넌트솔루션	44	64	81	101	173	236	366	434	454	493	421	366	290	1,210	1,734
기판솔루션	-40	-29	-16	1	-30	-41	-24	-22	-54	-59	13	21	-85	-118	-79
모듈솔루션	21	36	40	7	11	11	24	-2	18	13	22	14	104	44	68
OP Growth (YoY)	-40%	366%	706%	-330%	503%	193%	254%	284%	172%	116%	25%	-2%	1155%	271%	52%
컴포넌트솔루션	-27%	28%	212%	881%	293%	268%	355%	329%	162%	109%	15%	-16%	97%	317%	43%
기판솔루션	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	흑전	흑전
모듈솔루션	1	0	1	2	-50%	-69%	-41%	-123%	73%	17%	-6%	-994%	57%	-58%	53%
Total OPM	2%	4%	6%	6%	8%	11%	16%	18%	17%	18%	19%	17%	4%	14%	18%
컴포넌트솔루션	9%	12%	13%	15%	23%	27%	36%	38%	39%	39%	36%	32%	12%	32%	37%
기판솔루션	-14%	-9%	-4%	0%	-8%	-14%	-5%	-5%	-12%	-13%	2%	3%	-6%	-7%	-4%
모듈솔루션	3%	4%	5%	1%	1%	2%	3%	0%	2%	2%	3%	2%	3%	2%	2%
OP Contribution															
컴포넌트솔루션	173%	91%	78%	95%	113%	114%	100%	106%	108%	110%	92%	91%	95%	106%	101%
기판솔루션	-156%	-42%	-16%	1%	-19%	-20%	-7%	-5%	-13%	-13%	3%	5%	-28%	-10%	-5%
모듈솔루션	83%	51%	39%	6%	7%	5%	7%	0%	4%	3%	5%	3%	34%	4%	4%

자료: 유안타증권 리서치센터.

주) 사업부별 영업이익은 일회성 비용 제외 (전체 영업이익에 일괄 반영)

삼성전기 (009150) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	60,330	68,385	83,456	96,362	115,635
매출원가	50,063	54,301	59,247	65,526	78,631
매출충이익	10,268	14,084	24,209	30,836	37,003
판매비	10,024	11,022	12,844	13,608	17,010
영업이익	244	3,062	11,365	17,227	19,993
EBITDA	6,327	9,368	18,238	24,181	27,877
영업외손익	77	-527	-343	539	518
외환관련손익	69	28	165	330	330
이자손익	-311	-551	-763	-680	-701
관계기업관련손익	85	80	-104	-111	-111
기타	233	-83	359	1,000	1,000
법인세비용차감전순이익	321	2,535	11,022	17,767	20,511
법인세비용	92	763	2,794	4,533	5,234
계속사업순이익	229	1,773	8,228	13,233	15,277
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	229	1,773	8,228	13,233	15,277
지배지분순이익	147	1,617	7,711	12,388	14,302
포괄순이익	636	402	6,677	10,033	12,076
지배지분포괄이익	559	294	6,217	9,160	11,027

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	28,124	24,788	33,132	43,878	59,864
현금및현금성자산	7,958	4,446	7,634	17,312	28,493
매출채권 및 기타채권	7,844	9,135	12,533	13,136	15,554
재고자산	8,272	9,189	11,461	11,926	14,311
비유동자산	48,502	52,886	55,790	57,125	57,530
유형자산	37,144	41,547	45,090	46,705	47,363
관계기업 등 자본관련자산	473	533	408	297	186
기타투자자산	8,006	7,699	7,738	7,738	7,738
자산총계	76,626	77,674	88,922	101,003	117,394
유동부채	20,432	24,541	28,340	28,600	32,120
매입채무 및 기타채무	8,502	7,521	8,517	8,778	11,722
단기차입금	8,423	12,038	13,096	13,096	13,671
유동성장기부채	3,236	4,675	5,865	5,865	5,865
비유동부채	12,819	9,818	9,773	9,773	13,542
장기차입금	12,777	8,976	8,500	8,500	12,269
사채	0	0	0	0	0
부채총계	33,250	34,359	38,113	38,374	45,662
지배지분	42,401	42,316	49,643	61,463	70,396
자본금	3,880	3,880	3,880	3,880	3,880
자본잉여금	10,452	10,452	10,452	10,452	10,452
이익잉여금	25,338	26,098	33,211	45,032	58,765
비지배지분	975	998	1,166	1,166	1,336
자본총계	43,376	43,315	50,809	62,629	71,732
순차입금	13,376	20,012	19,391	9,713	2,875
총차입금	24,436	25,689	27,461	27,461	31,806

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	6,796	7,177	13,020	21,356	23,277
당기순이익	229	1,773	8,228	13,233	15,277
감가상각비	5,894	6,109	6,681	6,785	7,742
외환손익	36	-70	-77	-330	-330
종속, 관계기업 관련손익	-85	-80	104	111	111
자산부채의 증감	-482	-2,653	-4,755	-313	-1,366
기타현금흐름	1,205	2,097	2,839	1,869	1,843
투자활동 현금흐름	-11,863	-12,323	-8,736	-8,400	-8,400
투자자산	-2,350	2,145	569	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-10,519	-14,763	-9,524	-8,400	-8,400
유형자산 감소	678	916	180	0	0
기타현금흐름	327	-620	39	0	0
재무활동 현금흐름	2,813	1,961	535	-669	3,676
단기차입금	1,384	4,160	1,386	0	575
사채 및 장기차입금	2,303	-1,062	242	0	3,769
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-410	-479	-668	-668	-668
기타현금흐름	-465	-658	-424	-1	-1
연결범위변동 등 기타	-140	-327	-1,631	-2,609	-7,371
현금의 증감	-2,394	-3,512	3,188	9,678	11,182
기초 현금	10,353	7,958	4,446	7,634	17,312
기말 현금	7,958	4,446	7,634	17,312	28,494
NOPLAT	244	3,062	11,365	17,227	19,993
FCF	-4,743	-8,969	1,077	11,073	13,010

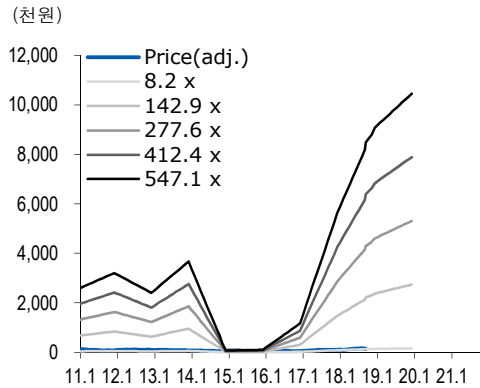
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주주 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

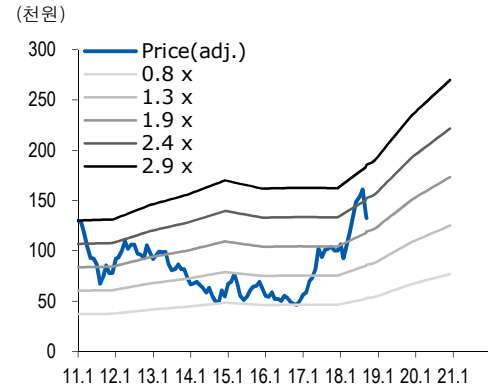
Valuation 지표 (단위: 원, %, 배)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	176	2,135	10,293	16,555	19,117
BPS	56,125	56,013	65,711	81,357	93,181
EBITDAPS	8,154	12,072	23,502	31,161	35,924
SPS	77,745	88,124	107,546	124,177	149,012
DPS	500	750	750	750	750
PER	298.5	39.8	12.9	8.0	6.9
PBR	0.9	1.5	2.0	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.6	9.1	6.6	4.6	3.8
PSR	0.7	1.0	1.2	1.1	0.9

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-2.3	13.4	22.0	15.5	20.0
영업이익 증가율 (%)	-91.9	1,155.0	271.2	51.6	16.1
지배순이익 증가율 (%)	31.5	999.7	376.7	60.7	15.4
매출총이익률 (%)	17.0	20.6	29.0	32.0	32.0
영업이익률 (%)	0.4	4.5	13.6	17.9	17.3
지배순이익률 (%)	0.2	2.4	9.2	12.9	12.4
EBITDA 마진 (%)	10.5	13.7	21.9	25.1	24.1
ROIC	0.4	4.3	14.6	20.3	22.7
ROA	0.2	2.1	9.3	13.0	13.1
ROE	0.3	3.8	16.8	22.3	21.7
부채비율 (%)	76.7	79.3	75.0	61.3	63.7
순차입금/자기자본 (%)	31.5	47.3	39.1	15.8	4.1
영업이익/금융비용 (배)	0.5	4.6	13.3	20.0	20.0

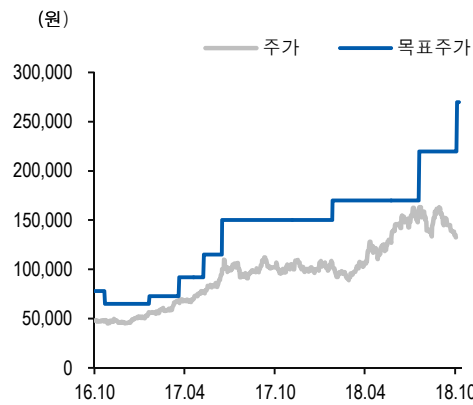
P/E band chart



P/B band chart



삼성전기 (009150) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-10	Strong Buy	270,000	1년		
2018-07-26	BUY	220,000	1년	-32.14	-25.91
2018-02-01	BUY	170,000	1년	-28.31	-4.41
2017-06-22	BUY	150,000	1년	-32.34	-25.33
2017-05-16	BUY	115,000	1년	-26.90	-17.39
2017-03-27	BUY	92,000	1년	-23.36	-15.22
2017-01-26	BUY	73,000	1년	-17.96	-6.58
2016-10-28	BUY	65,000	1년	-25.16	-12.92
2016-08-08	BUY	78,000	1년	-33.53	-21.41

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

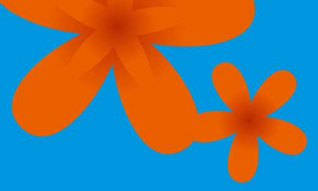
구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.1
Buy(매수)	85.8
Hold(중립)	12.5
Sell(비중 축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-07

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재윤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



SK머티리얼즈 (036490)

반도체/장비



이재운

02 3770 5727
jaeyun.lee@yuantakorea.com

RA 임지혁
02 3770 5635
jihyeok.lim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	220,000원 (M)
현재주가 (10/8)	180,800원
상승여력	22%

시가총액	19,070억원
총발행주식수	10,547,673주
60일 평균 거래대금	73억원
60일 평균 거래량	40,846주
52주 고	208,700원
52주 저	137,100원
외인지분율	10.93%
주요주주	SK 외 1 인 49.11%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.1	1.0	2.4
상대	9.0	6.5	(12.9)
절대(달러환산)	1.3	(0.5)	3.5

소재업종 대장주의 면모

3Q18 영업이익 502억원으로 시장 컨센서스 상회할 전망

3분기 매출액과 영업이익은 1,710억원(YoY 30%, QoQ 9%), 502억원(YoY 6%, QoQ 1%, OPM 29%)으로 분기 사상 최대 실적을 갱신할 전망이다. NF3 평가 안정과 더불어 신규사업이(전구체사업) 본격적인 성장궤도에 진입했기 때문이다.

4Q18 영업이익 550억원으로 실적 모멘텀 강화될 전망

4분기 매출액과 영업이익은 1,830억원(YoY 31%, QoQ 7%), 550억원(YoY 51%, QoQ 10%, OPM 30%)으로 실적 모멘텀이 강화될 전망이다. 4분기에는 전구체 사업을 주력으로 하고 있는 SK트리켄의 영업이익이 90억원을 넘어서면서 동사 연결 실적 성장을 견인할 것으로 기대된다.

2019년 영업이익 2,212억원으로 전년 대비 23% 성장할 전망

2019년 매출액과 영업이익은 각각 7,314억원(YoY 12%), 2,212억원(YoY 23%, OPM 30%)으로 고성장세가 이어질 전망이다.

- 1) 2019년 실적 성장은 신규 사업에서 부각될 것이다. 특히 SK트리켄의 매출액이 2018년 520억원을 달성할 것으로 추정되고 2019년에는 810억원에 달할 것으로 전망된다. 영업이익률도 동사의 전체 평균을 대폭 상회할 것으로 추정된다. 더불어 SK소와덴코도 사업정상화가 가시권에 진입했다. 2018년/2019년 매출액을 각각 145억원/315억원으로 추정한다.
- 2) 2019년에는 NF3 실적도 반등할 전망이다. 2018년에는 물량증가가 10%를 상회하겠지만, 원가부담 가중으로 NF3부문의 2017년 대비 이익 증가는 역부족일 것이다. 하지만 2019년에는 상대적으로 우호적인 NF3 평가 환경이 예상되기 때문에 소폭이나마 이익 증가가 가능할 것이다.
- 3) 무엇보다 반도체 업종 상승이 'Supply Driven'에서 'Demand Driven'으로 전환되면서 동사와 같은 소재/부품 업종의 성장성이 부각될 것으로 전망된다는 점에 주목해야 할 것이다. 그 중 동사는 지금까지 투자해온 신규사업에 대한 성과도 가시화되면서 강한 실적 모멘텀을 과시할 것으로 예상된다.

동사에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 22만원을 유지한다. 목표주가 22만원은 2019년 예상 EPS 기준 PER 16배에 해당한다.

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,710	30.0	8.6	1,752	-2.4
영업이익	502	25.0	23.2	478	5.1
세전계속사업이익	476	26.2	31.9	429	11.0
지배순이익	348	26.1	45.6	313	11.3
영업이익률 (%)	29.4	-1.2 %pt	+3.5 %pt	27.3	+2.1 %pt
지배순이익률 (%)	20.4	-0.6 %pt	+5.2 %pt	17.9	+2.5 %pt

자료: 유안타증권

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	4,614	5,123	6,542	7,314
영업이익	1,541	1,477	1,798	2,212
지배순이익	1,086	1,019	1,189	1,501
PER	12.9	18.9	16.0	12.7
PBR	3.3	4.7	3.8	3.0
EV/EBITDA	7.6	11.1	9.6	8.3
ROE	27.2	25.3	28.3	29.2

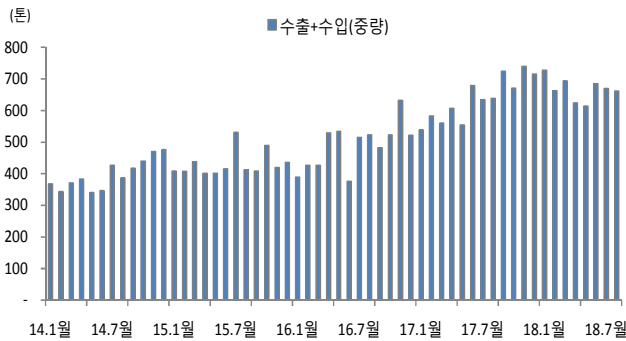
자료: 유안타증권

SK머티리얼즈 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

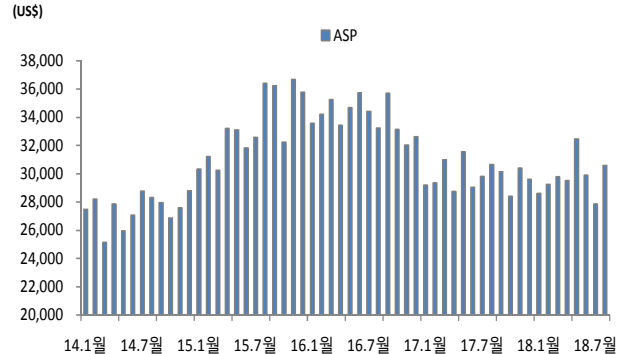
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
Sales	116	124	131	140	142	158	171	183	153	174	194	210	512	654	731
YoY	20%	7%	6%	13%	22%	27%	30%	31%	8%	11%	14%	14%	11%	28%	12%
QoQ	-6%	7%	6%	7%	1%	11%	9%	7%	-16%	14%	11%	8%	-	-	-
NF3	68.2	75.5	81.5	90.5	84.8	85.5	86.4	88.6	71.7	85.8	98.9	110.3	316	345	367
SiH4	11.9	11.7	12.2	12.0	12.7	11.3	11.9	11.3	11.4	11.0	11.5	10.6	48	47	44
WF6	14.1	14.1	14.0	14.0	18.7	20.8	21.7	21.5	20.2	21.1	20.9	20.6	56	83	83
SK 에어가스	22.0	23.0	23.5	23.0	21.0	29.6	30.0	32.0	28.0	31.0	32.0	34.0	92	113	125
SK 트리캠					3.0	8.0	16.0	25.0	15.0	18.0	23.0	25.0		52	81
SK 쇼와덴코					2.0	2.5	5.0	5.0	7.0	7.5	8.0	9.0		15	32
OP	33	38	40	37	34	41	50	55	43	52	60	66	148	180	221
YoY	-4%	-3%	-1%	-9%	2%	8%	25%	51%	29%	27%	20%	19%	-4%	22%	23%
QoQ	-18%	14%	6%	-9%	-8%	21%	23%	10%	-21%	19%	16%	9%	-	-	-
OPM	28%	30%	31%	26%	24%	26%	29%	30%	28%	30%	31%	31%	29%	27%	30%

한국 NF3 수출 및 수입 추이



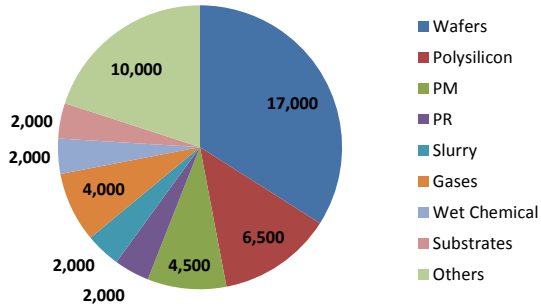
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

한국 NF3 평균 ASP(수출+수입)



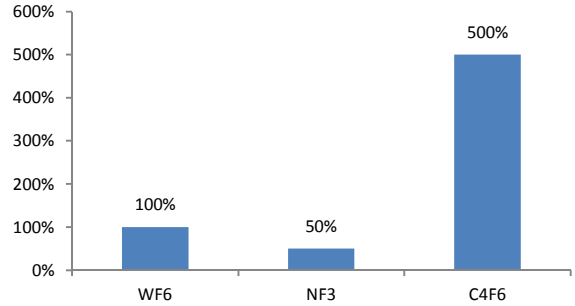
자료: 통계청 유안타증권 리서치센터

반도체 소재 시장 규모 추산



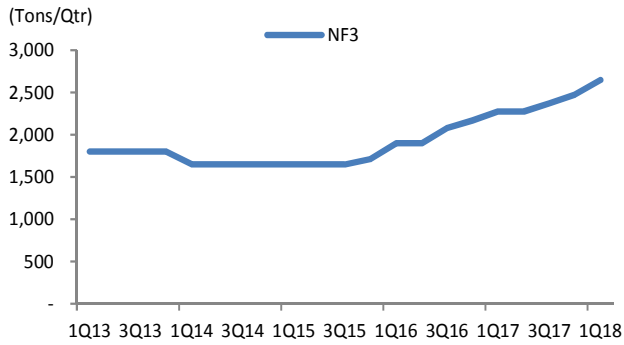
자료: VSM, 유안타증권 리서치센터

2D NAND 대비 3D NAND 공정에서의 주요 소재 수요 증가율



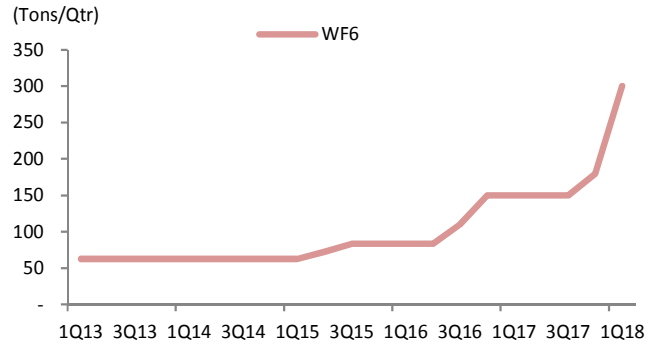
자료: VSM, 유안타증권 리서치센터

SK 머티리얼즈 NF3 Capa 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

SK 머티리얼즈 WF6 Capa 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

SK 머티리얼즈 (036490) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	4,614	5,123	6,542	7,314	8,411
매출원가	2,687	3,147	4,151	4,608	5,299
매출충이익	1,927	1,976	2,392	2,706	3,112
판매비	387	499	594	494	519
영업이익	1,541	1,477	1,798	2,212	2,593
EBITDA	2,215	2,228	2,722	3,187	3,565
영업외손익	-137	-131	-119	-102	-96
외환관련손익	-22	20	46	72	72
이자손익	-82	-124	-174	-188	-182
관계기업관련손익	0	-1	0	0	0
기타	-34	-26	9	14	14
법인세비용차감전순이익	1,403	1,345	1,679	2,109	2,497
법인세비용	299	305	415	515	609
계속사업순이익	1,105	1,041	1,264	1,595	1,888
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,105	1,041	1,264	1,595	1,888
지배지분순이익	1,086	1,019	1,189	1,501	1,777
포괄순이익	1,088	988	1,537	1,592	1,885
지배지분포괄이익	1,070	966	1,460	1,505	1,783

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,173	2,018	2,944	2,810	8,090
현금및현금성자산	603	187	714	523	5,487
매출채권 및 기타채권	768	907	965	998	1,148
재고자산	743	862	1,079	1,103	1,269
비유동자산	6,858	9,162	11,071	12,496	13,924
유형자산	6,615	8,851	10,885	12,325	13,765
관계기업 등 지분관련자산	0	107	0	0	0
기타투자자산	7	8	33	33	33
자산총계	9,031	11,180	14,015	15,306	22,013
유동부채	2,836	3,365	3,809	3,864	7,087
매입채무 및 기타채무	956	1,400	352	407	742
단기차입금	513	1,488	1,694	1,694	4,582
유동성장기부채	1,159	305	589	589	589
비유동부채	1,824	3,733	5,357	5,357	7,313
장기차입금	1,004	1,526	1,714	1,714	3,663
사채	498	1,994	3,390	3,390	3,397
부채총계	4,660	7,099	9,166	9,220	14,401
지배지분	4,213	3,857	4,557	5,721	7,156
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	342	342	191	191	191
이익잉여금	3,826	4,461	5,295	6,459	7,899
비지배지분	158	224	293	365	456
자본총계	4,371	4,081	4,850	6,086	7,612
순차입금	2,558	5,124	6,832	7,023	6,904
총차입금	3,174	5,313	7,586	7,586	12,431

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,079	1,367	2,166	2,798	3,110
당기순이익	1,105	1,041	1,264	1,595	1,888
감가상각비	667	741	906	960	960
외환손익	32	-18	-26	-72	-72
종속, 관계기업 관련손익	0	1	0	0	0
자산부채의 증감	170	-458	-11	245	268
기타현금흐름	105	60	32	70	67
투자활동 현금흐름	-2,087	-2,685	-2,677	-2,306	-2,306
투자자산	-54	-110	-9	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,254	-2,607	-2,794	-2,400	-2,400
유형자산 감소	8	1	23	0	0
기타현금흐름	-788	30	104	94	94
재무활동 현금흐름	191	916	939	-856	3,989
단기차입금	-447	879	194	0	2,888
사채 및 장기차입금	916	1,315	1,852	0	1,957
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-298	-374	-365	-346	-346
기타현금흐름	21	-903	-743	-510	-510
연결범위변동 등 기타	6	-15	100	174	171
현금의 증감	188	-416	527	-191	4,964
기초 현금	414	603	187	714	523
기말 현금	603	187	714	523	5,487
NOPLAT	1,541	1,477	1,798	2,212	2,593
FCF	804	-1,171	-527	492	800

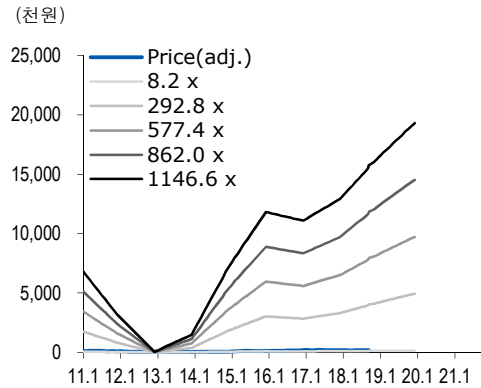
자료: 유안타증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

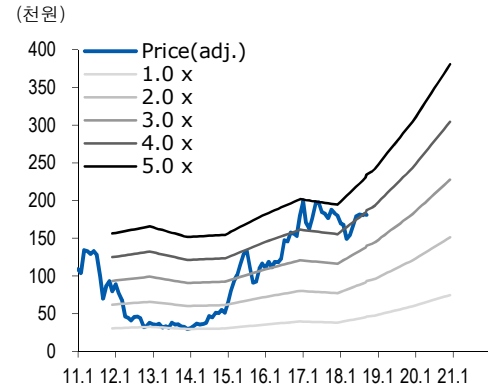
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	10,299	9,660	11,277	14,231	16,847
BPS	39,996	38,502	48,030	60,301	75,428
EBITDAPS	21,003	21,124	25,807	30,216	33,802
SPS	43,748	48,569	62,026	69,344	79,746
DPS	3,550	3,550	3,550	3,550	3,550
PER	12.9	18.9	16.0	12.7	10.7
PBR	3.3	4.7	3.8	3.0	2.4
EV/EBITDA	7.6	11.1	9.6	8.3	7.4
PSR	3.0	3.8	2.9	2.6	2.3

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	36.5	11.0	27.7	11.8	15.0
영업이익 증가율 (%)	36.6	-4.2	21.8	23.0	17.2
지배순이익 증가율 (%)	64.3	-6.2	16.7	26.2	18.4
매출총이익률 (%)	41.8	38.6	36.6	37.0	37.0
영업이익률 (%)	33.4	28.8	27.5	30.2	30.8
지배순이익률 (%)	23.5	19.9	18.2	20.5	21.1
EBITDA 마진 (%)	48.0	43.5	41.6	43.6	42.4
ROIC	19.5	14.1	12.4	12.5	13.3
ROA	13.9	10.1	9.4	10.2	9.5
ROE	27.2	25.3	28.3	29.2	27.6
부채비율 (%)	106.6	173.9	189.0	151.5	189.2
순차입금/자기자본 (%)	60.7	132.8	149.9	122.8	96.5
영업이익/금융비용 (배)	15.4	11.4	9.6	10.9	7.7

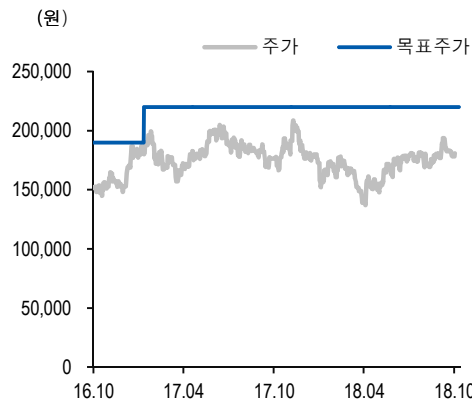
P/E band chart



P/B band chart



SK 머티리얼즈 (036490) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-10	BUY	220,000	1년		
2018-01-17	1년 경과 이후		1년	-23.25	-11.91
2017-01-17	BUY	220,000	1년	-19.79	-5.14
2016-10-19	BUY	190,000	1년	-6.73	7.89
2016-06-01	BUY	147,000	1년	-4.66	8.84

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.1
Buy(매수)	85.8
Hold(중립)	12.5
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-07

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재윤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

한미반도체 (042700)

반도체/장비

이재윤



02 3770 5727
jaeyun.lee@yuantakorea.com

RA 임지혁
02 3770 5635
jihyeok.lim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	16,000원 (M)
현재주가 (10/8)	9,460원
상승여력	69%

시가총액	5,413억원
총발행주식수	57,223,890주
60일 평균 거래대금	33억원
60일 평균 거래량	308,423주
52주 고	12,950원
52주 저	8,200원
외인지분율	7.39%
주요주주	각동신 외 8 인 49.27%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(18.4)	13.7	7.0
상대	(17.4)	14.7	13.7
절대(달러환산)	(19.2)	12.0	8.2

HBM, 장비수주 모멘텀이 강화되고 있다

HBM 생산 공정에 필수 장비인 TC-bonder 수주 모멘텀 강화

동사의 사상최대 매출 규모는 2,200억원이고 2017년에는 1,973억원을 기록했다. 기존 주력장비인 Vision Placement(VP)는 동사의 글로벌 점유율이 60%를 상회하기 때문에 매출 성장률에 한계가 있는 것은 사실이다.

하지만 올해부터 TC-Bonder라는 신규 장비 매출이 본격화되면서 연결기준 매출액이 2,494억원(YoY 26%)에 달하며 사상최대 매출액을 갱신할 전망이다. 그 중 TC-Bonder 매출액은 418억원에 달할 것으로 추산된다. TC-Bonder 장비는 수요 초기 단계이기 때문에 장비 수주 모멘텀은 앞으로 더욱 강화 될 것으로 전망된다는 점에 주목해야 한다.

3Q18 영업이익 166억원 달성할 전망

3분기 매출액과 영업이익은 각각 580억원(YoY 12%, QoQ -26%), 166억원(YoY 14%, QoQ -33%, OPM 29%)으로 견조한 실적을 달성할 전망이다. 시장 컨센서스인 158억원을 소폭 상회하는 수치다. VP장비는 상반기 매출이 집중된 만큼 3분기부터는 매출이 다소 둔화되었지만, TC-Bonder 매출액이 3분기에만 200억원에 달하며 양호한 실적을 견인할 것이다.

2019년 연간 영업이익 787억원으로 사상최대 실적 기록할 전망

2019년 연간 매출액과 영업이익은 각각 2,866억원(YoY 16%), 787억원(YoY 17%, OPM 27%)으로 사상최대 실적을 갱신할 전망이다.

AI 서비스, Deep Learning, 5G 통신 시장 개화 등으로 인해 IT의 고사양화 Cycle이 본격화되고 있는 가운데 DRAM Upgrade가 중추적인 역할을 할 것이다. 초고가 서버 및 그래픽 시장에서는 HBM(High Bandwidth Memory)가 빠른 속도로 침투하고 있다. 특징적인 부분은 AR/VR 구현을 위해 일부 모바일 업체들도 HBM채용을 검토하고 있다는 점이다.

동사는 HBM을 생산하기 위한 핵심 장비 중 하나로 구분되는 TC-Bonder를 SK하이닉스 대상 독점 공급하고 있다. DRAM 2위 업체인 SK하이닉스의 공격적인 HBM 생산 능력 증대가 예상되며 이에 따른 수혜가 동사에 집중될 것이다. 올해 연간 TC-Bonder 매출액은 418억원으로 추정하고, 2019년에는 보수적인 가정에도 760억원을 기록할 전망이다.

동사의 지난 10년간 평균 PER은 약 14배에 달하는데 반해 현 주가는 올해 실적 기준 9.3배에 불과하다. 내년 실적 기준으로는 8.4배 수준에 그친다. 반도체 기술 변화에서 핵심 장비를 신규 매출로 확보한 동사에 대해 적극적인 매수 전략을 권고한다.

동사에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 16,000원을 유지한다.

Quarterly earning forecasts

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	580	11.9	-26.3	633	-8.3
영업이익	166	13.9	-33.2	158	5.0
세전계속사업이익	177	6.7	-36.4		
지배순이익	136	14.5	-38.2	126	7.7
영업이익률 (%)	28.6	+0.5 %pt	-3.0 %pt	25.0	+3.6 %pt
지배순이익률 (%)	23.4	+0.6 %pt	-4.5 %pt	19.9	+3.5 %pt

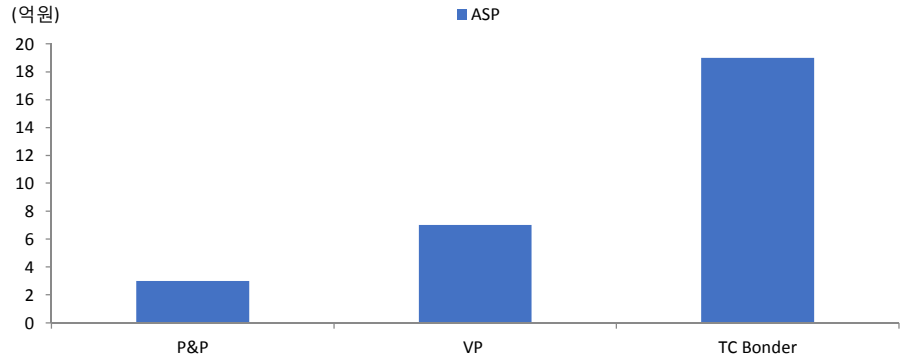
자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액		1,663	1,973	2,382	2,867
영업이익		386	517	672	787
지배순이익		314	95	583	646
PER		28.7	78.0	9.3	8.4
PBR		3.7	3.0	2.1	1.7
EV/EBITDA		6.8	8.2	7.0	5.5
ROE		15.6	4.6	27.0	25.8

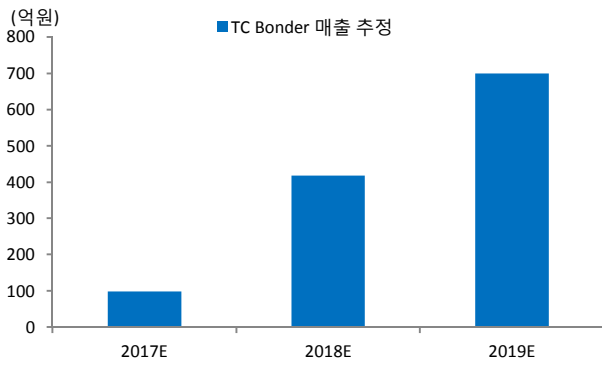
자료: 유안타증권

한미반도체 주요 장비군 별 ASP 추정



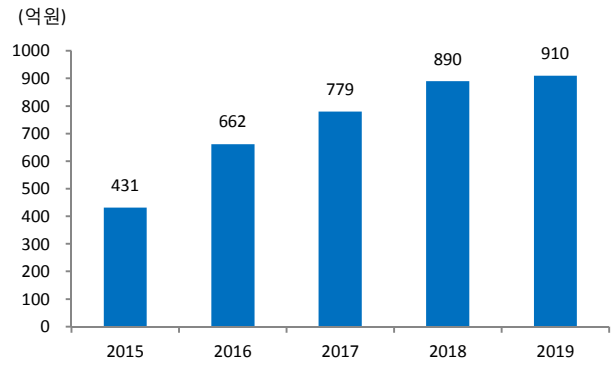
자료: 유안타증권 리서치센터

한미반도체 TC-Bonder 매출 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

한미반도체 VP 장비 매출 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

한미반도체 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
Sales	340.9	611.0	518.7	502.4	463.4	787.2	580.4	550.5	576.5	869.3	737.2	683.8	1,973	2,382	2,867
YoY	-34%	41%	45%	41%	36%	29%	12%	10%	24%	10%	27%	24%	19%	21%	16%
QoQ	-4%	79%	-15%	-3%	-8%	70%	-26%	-5%	5%	51%	-15%	-7%	-	-	-
OP	68.1	188.1	145.6	114.7	107.2	248.4	165.9	150.5	172.0	237.9	197.1	179.6	516.6	672.1	786.6
YoY	-57%	95%	96%	106%	57%	32%	14%	31%	60%	-4%	19%	19%	34%	30%	17%
QoQ	23%	176%	-23%	-21%	-6%	132%	-33%	-9%	14%	38%	-17%	-9%	-	-	-
OPM	20.0%	30.8%	28.1%	22.8%	23.1%	31.6%	28.6%	27.3%	29.8%	27.4%	26.7%	26.3%	26.2%	28.2%	27.4%

한미반도체 (042700) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,663	1,973	2,382	2,867	3,153
매출원가	915	1,088	1,337	1,651	1,816
매출총이익	748	885	1,044	1,215	1,337
판매비	362	368	372	429	472
영업이익	386	517	672	787	865
EBITDA	433	566	722	841	927
영업외손익	25	-372	78	46	48
외환관련손익	26	-71	28	17	17
이자손익	-2	-7	2	6	8
관계기업관련손익	-19	3	1	6	6
기타	20	-297	47	18	18
법인세비용차감전순이익	411	145	750	833	913
법인세비용	96	50	167	186	204
계속사업순이익	314	95	583	646	709
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	314	95	583	646	709
지배지분순이익	314	95	583	646	709
포괄순이익	303	106	581	644	707
지배지분포괄이익	303	106	581	644	707

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,750	1,651	1,390	1,922	2,290
현금및현금성자산	686	735	385	771	1,028
매출채권 및 기타채권	392	598	606	659	723
재고자산	382	300	378	471	518
비유동자산	1,099	1,200	1,288	1,314	1,332
유형자산	526	574	706	735	756
관계기업 등 지분관련자산	129	128	126	125	125
기타투자자산	31	30	31	31	31
자산총계	2,850	2,851	2,678	3,236	3,622
유동부채	435	618	395	437	248
매입채무 및 기타채무	152	174	254	297	507
단기차입금	0	0	0	0	-400
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	321	171	31	31	31
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	281	148	0	0	0
부채총계	756	789	426	469	279
지배지분	2,093	2,062	2,251	2,767	3,342
자본금	127	127	114	114	114
자본잉여금	310	479	479	479	479
이익잉여금	2,056	2,052	2,508	3,023	3,602
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,093	2,062	2,251	2,767	3,342
순차입금	-680	-587	-385	-771	-1,428
총차입금	281	148	0	0	-400

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	381	360	623	657	925
당기순이익	314	95	583	646	709
감가상각비	43	46	47	51	58
외환손익	-38	43	-24	-17	-17
종속, 관계기업 관련손익	0	0	2	0	-6
자산부채의 증감	-23	-81	-95	-171	33
기타현금흐름	84	258	111	147	147
투자활동 현금흐름	-304	167	-176	-80	-80
투자자산	29	5	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-92	-99	-176	-80	-80
유형자산 감소	39	7	2	0	0
기타현금흐름	-280	255	-1	0	0
재무활동 현금흐름	225	-452	-723	-131	-531
단기차입금	0	0	0	0	-400
사채 및 장기차입금	375	0	-331	0	0
자본	0	0	-13	0	0
현금배당	-110	-108	-126	-131	-131
기타현금흐름	-40	-344	-253	0	0
연결범위변동 등 기타	24	-27	-74	-61	-57
현금의 증감	327	48	-350	386	257
기초 현금	360	686	735	385	771
기말 현금	686	735	385	771	1,028
NOPLAT	386	517	672	787	865
FCF	228	208	302	414	687

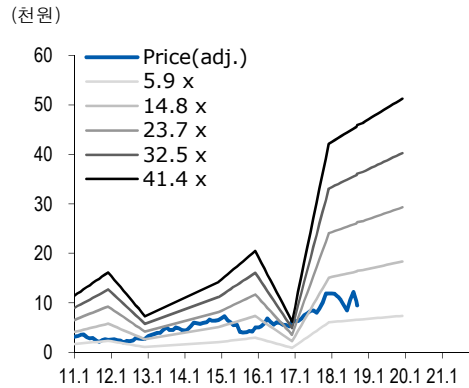
자료: 유안타증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

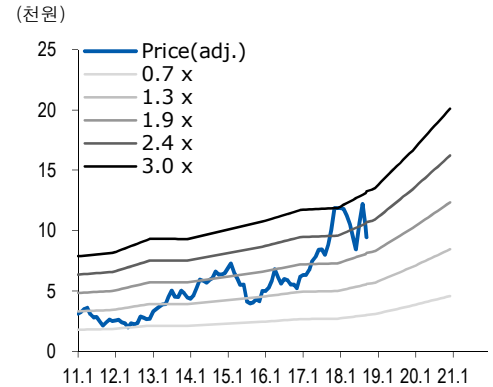
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	495	149	1,018	1,130	1,239
BPS	3,875	3,924	4,477	5,503	6,647
EBITDAPS	1,701	890	1,262	1,469	1,619
SPS	2,615	3,103	4,162	5,010	5,511
DPS	200	240	260	260	260
PER	28.7	78.0	9.3	8.4	7.6
PBR	3.7	3.0	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	6.8	8.2	7.0	5.5	4.3
PSR	5.4	3.8	2.3	1.9	1.7

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	41.2	18.7	20.7	20.4	10.0
영업이익 증가율 (%)	69.5	34.0	30.1	17.0	10.0
지배순이익 증가율 (%)	44.3	-69.8	513.3	11.0	9.7
매출총이익률 (%)	45.0	44.8	43.9	42.4	42.4
영업이익률 (%)	23.2	26.2	28.2	27.4	27.4
지배순이익률 (%)	18.9	4.8	24.5	22.5	22.5
EBITDA 마진 (%)	26.0	28.7	30.3	29.3	29.4
ROIC	28.6	31.5	42.0	42.9	46.4
ROA	12.3	3.3	21.1	21.9	20.7
ROE	15.6	4.6	27.0	25.8	23.2
부채비율 (%)	36.1	38.3	18.9	16.9	8.4
순차입금/자기자본 (%)	-32.5	-28.5	-17.1	-27.9	-42.7
영업이익/금융비용 (배)	76.9	33.0	354.5	0.0	0.0

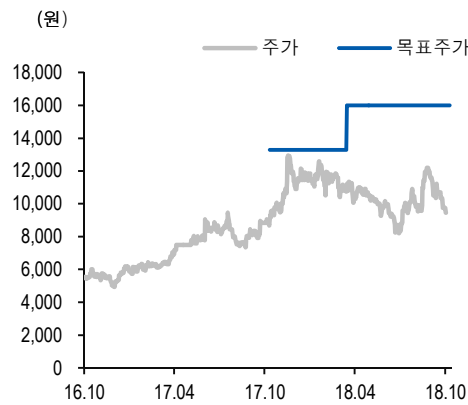
P/E band chart



P/B band chart



한미반도체 (042700) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-10	BUY	16,000	1년		
2018-03-22	BUY	16,000	1년		
2017-10-17	BUY	13,300	1년	-15.89	-2.63

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.1
Buy(매수)	85.8
Hold(중립)	12.5
Sell(비중 축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-07

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재윤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



심텍 (222800)

전자/부품

이지훈



02 3770 5727
jaeyun.lee@yuantakorea.com

RA 임지혁
02 3770 5635
jihyeok.lim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	21,600원 (M)
현재주가 (10/8)	9,470원
상승여력	128%

시가총액	2,155억원
총발행주식수	24,346,584주
60일 평균 거래대금	12억원
60일 평균 거래량	122,198주
52주 고	13,150원
52주 저	8,100원
외인지분율	6.82%
주요주주	심텍홀딩스 외 4인 41.61%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.6	15.8	(21.1)
상대	7.4	22.1	(32.8)
절대(달려환산)	(0.2)	14.1	(20.2)

7년만에 오는 Cycle 입니다

7년 만에 오는 DRAM Version Up Cycle

DRAM Version Up Cycle에 주목해야 한다. 우선 Graphic DRAM이 기존 GDDR5에서 GDDR6로 대체되고 있다. 고사양 GPU(Graphic Processor Unit)에 대한 수요가 빠른 속도로 늘어나면서 GDDR의 Upgrade를 촉발하고 있다. 이는 동사 기판 사업부의 ASP 상승을 견인할 것이다.

더불어 올 하반기에는 고객사들이 내년 하반기 초도 양산을 목표로 서버용 DRAM DDR5 표준화를 진행하고 있다는 점도 동사 주가에 긍정적으로 작용할 것이다.

GDDR6/DDR5와 같은 신규 DRAM Version의 스펙을 고려하면 해당 기판의 판가는 기존 제품 대비 2배 이상 늘어나는 것으로 추정된다.

3Q18 영업이익 144억원으로 실적 모멘텀 강화

3분기 매출액과 영업이익은 각각 2,703억원(YoY 25%, QoQ 8%), 144억원(YoY 23%, QoQ 77%, OPM 5.3%)으로 시장 컨센서스인 137억원을 상회할 전망이다.

계절적 성수기와 더불어 전방산업의 기술 변화에 따른 수혜도 실적에 점진적으로 반영되기 시작할 것이다. 또한 연결자회사 이스턴이 고부가인 MSAP공정 안정화에 따라 실적이 턴어라운드 하고 있다는 점도 긍정적으로 평가될 것이다.

2019년 연간 영업이익 619억원으로 사상최대 실적 기록할 전망

2019년 연간 매출액과 영업이익은 각각 1.1조원(YoY 6%), 619억원(YoY 34%, OPM 5.6%)으로 사상최대 실적을 갱신할 전망이다.

AI 서비스, Deep Learning, 5G 통신 시장 개화 등으로 인해 IT의 고사양화 Cycle이 본격화되고 있는 가운데 DRAM Upgrade가 중추적인 역할을 할 것이다. PC/Mobile/Server DRAM과 Graphic DRAM 노출도가 상대적으로 큰 동사에 수혜가 집중될 전망이다. DRAM의 고사양화는 동사가 경쟁우위에 있는 고부가 MSAP(Modified Semi Additive Process) 공정 확산을 부추기는 요인이기 때문이다. 더불어 고성능이고 있는 SSD모듈 기판 시장에서 동사의 점유율이 30%를 상회한다는 점에도 주목해야 한다.

요컨대, 1) 적자를 기록하던 연결자회사 이스턴의 구조적인 턴어라운드와, 2) DRAM의 Upgrade Cycle에 따른 수혜, 3) 무엇보다 반도체 수요 상승 Cycle에서 동사와 같은 소재/부품 업종의 실적 모멘텀이 부각될 것이다. 동사에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 21,600원을 유지한다. 목표주가 21,600원은 18년/19년 평균 EPS에 11.3배에 해당한다. MSAP 공정 기술력이 Valuation Premium 근거다.

Quarterly earning forecasts

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,703	25.0	8.4	2,656	1.8
영업이익	142	22.2	74.0	137	3.6
세전계속사업이익	115	102.9	117.7	109	5.2
지배순이익	117	186.2	121.2	94	24.1
영업이익률 (%)	5.3	-0.1 %pt	+2.0 %pt	5.2	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	4.3	+2.4 %pt	+2.2 %pt	3.5	+0.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액		7,920	8,116	10,387	11,039
영업이익		402	338	458	619
지배순이익		291	159	366	556
PER		6.2	16.6	5.9	3.9
PBR		1.0	1.3	1.0	0.8
EV/EBITDA		4.3	5.5	3.5	2.6
ROE		17.5	8.2	16.2	20.8

자료: 유안타증권

DDR 시리즈별 스펙 비교

	DDR	DDR2	DDR3	DDR4	DDR5-Estimate
Launch	2000	2004	2007	2014	2019
Data Rates	200Mb/s ~ 400Mb/s	400Mb/s~800Mb/s	800Mb/s ~1600Mb/s	1.6Gb/s ~ 3.2Gb/s	3.2Gb/s ~ 6.4Gb/s
Die Density	64Mb to 1Gb	128Mb to 4Gb	512Mb to 8Gb	2Gb to 16Gb	8Gb to 32Gb
Package Type	TSOP	BGA	BGA	BGA	BGA
Burst Length	BL2/4/8	BL4/8	BL4/8	BL4/8	BC8/BL16/BL32
Voltage	2.5V	1.8V	1.5V	1.2V	1.1V

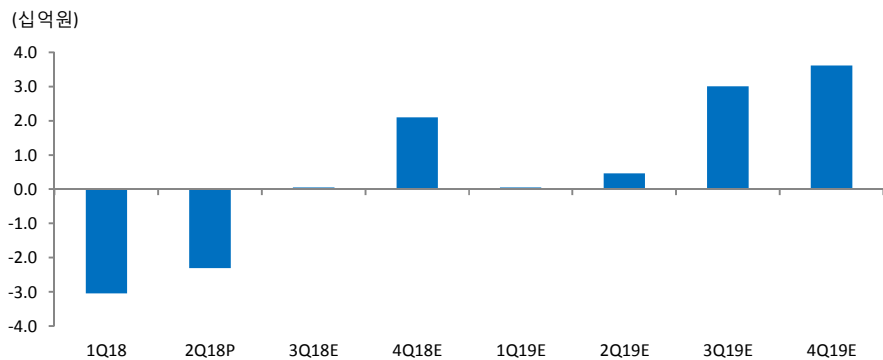
자료: 유안타증권 리서치센터

GDDR 시리즈별 스펙 비교

	GDDR	GDDR2	GDDR3	GDDR4	GDDR5X	GDDR6
Launch	-	2004	2007	2007	2016	2018
Max Frequency	200MHz	500MHz	900MHz	1.4GHz	1.5GHz	1.5GHz
Data Rates	-	-	-	-	~12 Gbps	~18 Gbps
Die Density	-	-	-	-	8Gb (JEDEC ~16Gb)	8Gb/16Gb (JEDEC ~32Gb)
Configuration	4M x 32	4M x 32	8M x 32	16M x 32	-	-
Prefetch	2n	4n	4n	8n	16n	16n
Package	144 Ball FBGA	144 Ball FBGA	144 Ball FBGA	136 Ball FBGA	190 Ball FBGA	180 Ball FBGA
Interface	SSTL-2	SSTL-18	POD-18	POD-15	POD-135	-
Bank	4	4	4	8	16	16
Voltage	2.5V	2.5V	1.8V	1.8V	1.8V	1.35V

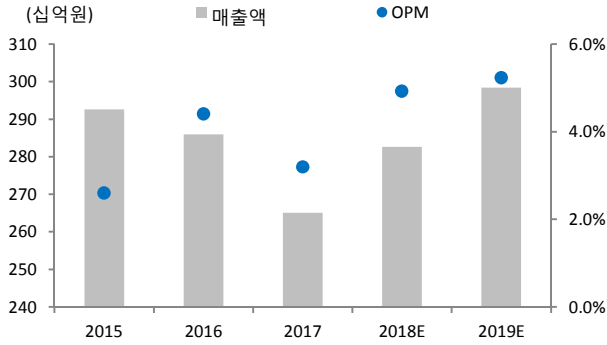
자료: 유안타증권 리서치센터

연결회사 이스턴 영업이익 추이 및 전망



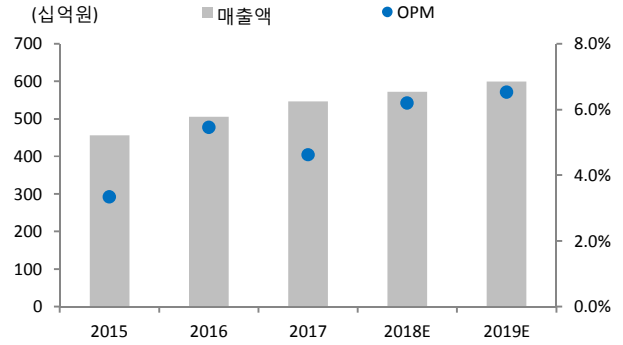
자료: 유안타증권 리서치센터

심텍 메모리모듈(HDI)사업부 실적 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

심텍 반도체기판(SPS)사업부 실적 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

심텍 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
Sales	190.9	199.4	216.3	204.9	244.4	249.4	270.3	274.5	261.5	262.6	284.7	295.2	811.5	1,038.7	1,103.9
YoY	-3%	7%	7%	0%	28%	25%	25%	34%	7%	5%	5%	8%	2%	28%	6%
QoQ	-7%	4%	8%	-5%	19%	2%	8%	2%	-5%	0%	8%	4%	-	-	-
메모리모듈(HDI)	60.6	65.4	73.1	65.9	65.1	71.9	73.9	71.8	67.9	75.6	78.6	76.3	265.0	282.7	298.5
반도체기판(SPS)	130.3	134.0	143.2	139.0	141.2	134.8	146.3	150.1	148.3	141.4	151.5	158.5	546.5	572.4	599.8
자회사(이스턴)	-	-	-	-	38.1	42.7	50.2	52.7	45.2	45.6	54.7	60.3	-	183.6	205.7
OP	5.3	7.9	11.6	8.9	6.0	8.1	14.4	17.7	11.3	12.7	18.2	19.6	33.8	46.2	61.9
YoY	-16%	32%	1%	13%	14%	2%	23%	98%	87%	56%	27%	11%	-16%	37%	34%
QoQ	-68%	50%	46%	60%	-32%	34%	77%	23%	-36%	12%	44%	8%	-	-	-
OPM	2.8%	4.0%	5.4%	4.4%	2.5%	3.3%	5.3%	6.4%	4.3%	4.8%	6.4%	6.6%	4.2%	4.4%	5.6%

자료: DART, 유안타증권 리서치센터.
 주1) Burn-in-board 등 매출액은 HDI 부문에 포함.

심텍 (222800) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	7,920	8,116	10,387	11,039	12,143
매출원가	6,935	7,101	9,049	9,593	10,504
매출충이익	985	1,015	1,338	1,446	1,639
판관비	583	677	880	828	911
영업이익	402	338	458	619	729
EBITDA	837	789	1,111	1,238	1,319
영업외손익	-55	-148	-114	-99	-75
외환관련손익	-34	26	-42	-37	-77
이자손익	-82	-81	-103	-102	-88
관계기업관련손익	67	-86	0	0	0
기타	-5	-7	32	40	90
법인세비용차감전순이익	347	190	344	519	654
법인세비용	54	29	53	82	104
계속사업순이익	293	161	291	437	550
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	293	161	291	437	550
지배지분순이익	291	159	366	556	700
포괄순이익	272	118	426	572	685
지배지분포괄이익	271	117	450	603	722

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,916	2,102	3,043	3,799	4,967
현금및현금성자산	15	122	539	1,132	2,041
매출채권 및 기타채권	928	658	824	878	960
재고자산	959	1,306	1,662	1,771	1,948
비유동자산	4,096	5,179	5,082	4,822	4,592
유형자산	3,437	4,594	4,509	4,309	4,119
관계기업등 지분관련자산	160	0	0	0	0
기타투자자산	19	22	41	41	41
자산총계	6,012	7,282	8,125	8,621	9,559
유동부채	3,167	3,932	4,433	4,433	4,536
매입채무 및 기타채무	1,850	2,626	2,823	2,823	3,011
단기차입금	537	723	1,560	1,560	1,460
유동성장기부채	746	525	0	0	0
비유동부채	1,053	1,202	1,222	1,222	1,182
장기차입금	554	630	630	630	590
사채	0	0	0	0	0
부채총계	4,220	5,134	5,656	5,656	5,718
지배지분	1,788	2,090	2,422	2,918	3,794
자본금	112	122	122	122	122
자본잉여금	201	421	421	421	421
이익잉여금	1,487	1,614	1,916	2,412	3,052
비지배지분	4	57	47	47	47
자본총계	1,792	2,147	2,469	2,966	3,841
순차입금	1,818	1,756	1,651	1,058	9
총차입금	1,837	1,878	2,190	2,190	2,050

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	395	1,330	696	1,117	1,333
당기순이익	293	161	291	437	550
감가상각비	412	432	593	560	550
외환손익	11	2	23	37	77
종속, 관계기업 관련손익	-67	86	0	0	0
자산부채의 증감	-483	474	-425	-133	-41
기타현금흐름	228	174	214	217	198
투자활동 현금흐름	-415	-609	-355	-262	-262
투자자산	-18	-182	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-394	-520	-424	-360	-360
유형자산 감소	9	3	25	0	0
기타현금흐름	-12	91	44	98	98
재무활동 현금흐름	4	-614	393	171	31
단기차입금	134	-12	301	0	-100
사채 및 장기차입금	-101	-788	-34	0	-40
자본	28	31	0	0	0
현금배당	-57	-45	-64	-60	-60
기타현금흐름	0	200	191	231	231
연결범위변동 등 기타	-1	0	-316	-434	-193
현금의 증감	-17	107	417	593	909
기초 현금	32	15	122	539	1,132
기말 현금	15	122	539	1,132	2,041
NOPLAT	402	338	458	619	729
FCF	-103	692	191	647	802

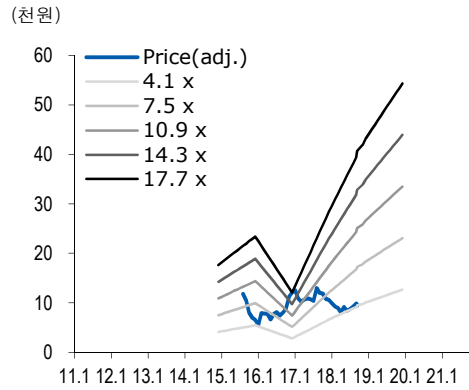
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

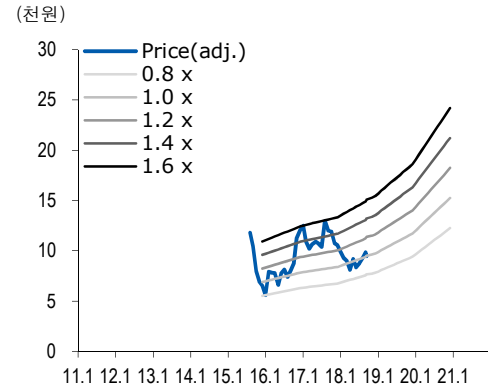
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,326	683	1,610	2,446	3,078
BPS	8,007	8,586	9,952	11,991	15,589
EBITDAPS	3,806	3,451	4,563	5,086	5,418
SPS	36,036	35,486	42,662	45,342	49,876
DPS	200	265	265	265	265
PER	6.2	16.6	5.9	3.9	3.1
PBR	1.0	1.3	1.0	0.8	0.6
EV/EBITDA	4.3	5.5	3.5	2.6	1.7
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	100.3	2.5	28.0	6.3	10.0
영업이익 증가율 (%)	106.6	-15.9	35.4	35.1	17.8
지배순이익 증가율 (%)	180.1	-45.4	130.3	51.9	25.9
매출총이익률 (%)	12.4	12.5	12.9	13.1	13.5
영업이익률 (%)	5.1	4.2	4.4	5.6	6.0
지배순이익률 (%)	3.7	2.0	3.5	5.0	5.8
EBITDA 마진 (%)	10.6	9.7	10.7	11.2	10.9
ROIC	9.6	7.2	8.9	11.8	14.4
ROA	5.1	2.4	4.8	6.6	7.7
ROE	17.5	8.2	16.2	20.8	20.9
부채비율 (%)	235.5	239.1	229.0	190.7	148.8
순차입금/자기자본 (%)	101.7	84.0	68.2	36.3	0.2
영업이익/금융비용 (배)	4.9	4.2	4.3	5.5	7.0

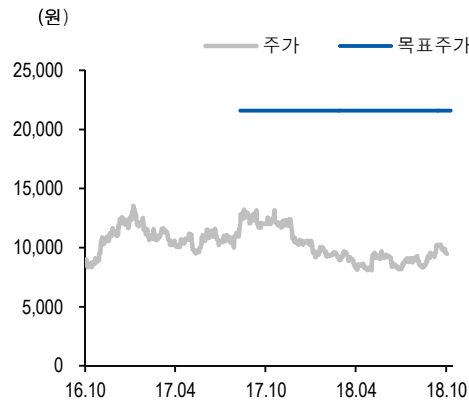
P/E band chart



P/B band chart



심텍 (222800) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-10	BUY	21,600	1년		
2018-08-16	1년 경과 이후		1년	-56.70	-52.55
2017-08-16	BUY	21,600	1년	-53.68	-38.89
2017-05-31	BUY	14,000	1년	-24.69	-5.71

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.1
Buy(매수)	85.8
Hold(중립)	12.5
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-07

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재윤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

이수페타시스 (007660)

전자/부품

이재운



02 3770 5727
jaeyun.lee@yuantakorea.com

RA 임지혁
02 3770 5635
jihyeok.lim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	10,400원 (M)
현재주가 (10/8)	5,920원
상승여력	76%

시가총액	2,443억원
총발행주식수	41,268,398주
60일 평균 거래대금	35억원
60일 평균 거래량	687,978주
52주 고	6,380원
52주 저	3,405원
외인지분율	7.32%
주요주주	이수 외 7 인 31.08%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	31.7	70.1	29.4
상대	33.3	71.6	37.5
절대(달러환산)	30.6	67.6	30.8

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,388	4.7	2.6	1,388	0.0
영업이익	70	흑전	9,987.8	70	0.0
세전계속사업이익	62	흑전	흑전	62	0.0
지배순이익	48	흑전	흑전	48	0.0
영업이익률 (%)	5.1	흑전	+5.0 %pt	5.1	0
지배순이익률 (%)	3.5	흑전	흑전	3.5	0

자료: 유안타증권

가파른 실적 턴어라운드 시작

3분기 연결기준 영업이익 70억원으로 가파른 실적 턴어라운드 전망

올 3분기 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1,388억원(YoY 5%, QoQ 3%), 70억원(YoY 흑전, QoQ 9988%, OPM 5%)으로 가파른 실적 턴어라운드에 성공할 전망이다. 고다층 MLB의 고객 및 제품 믹스가 빠른 속도로 개선되고 있기 때문이다. 적자회사인 이수엑사보드와 중국 후난법인의 적자가 줄어들 수 있는 여건이 마련됐다는 점에도 주목해야 한다.

5G 통신 투자 Cycle 본격화에 따른 수혜

글로벌 통신사들이 5G 통신 시대를 준비하면서 설비투자 규모가 확대되기 시작했다. 우선적으로 Massive MIMO 장비 투자가 시작됐는데, Massive MIMO 장비는 기존 기지국 장비와는 달리 고다층 MLB를 요구하고 있어 동시에 기회요인으로 작용하고 있다. 고다층 MLB를 공급할 수 있는 업체는 제한적이기 때문이다.

통신사 및 통신장비 업체들의 동향은 다음과 같이 요약된다.

▶ 올해 연간 AT&T의 설비투자 규모는 250억달러로 지난해 210억달러 대비 15% 증가할 전망이다. ▶ T-Mobile은 Nokia와 4조원에 달하는 5G 통신 장비 계약을 발표했고, ▶ Sprint는 Macro cell을 20% 확대, 4만개의 Small cell solution을 도입할 계획을 갖고 있다. ▶ Verizon의 올해 연간 Capex는 176억달러로 재차 확대될 전망이다. ▶ 더불어 삼성전자 네트워크사업부는 5G통신 시장 개화를 기회 삼아 점유율을 20% 이상으로 끌어올릴 계획을 갖고 있다. 참고로 삼성전자는 4G 통신장비 시장 기준 점유율이 10% 미만인 것으로 파악된다.

19년 연간 영업이익 497억원으로 사상최대 실적 갱신할 전망

2019년 연간 매출액과 영업이익은 각각 6,669억원(YoY 22%), 497억원(YoY 385%, OPM 7%)으로 사상최대 실적을 갱신할 전망이다.

투자포인트는 다음 세 가지로 요약된다. 1) 5G 초기투자에 Massive MIMO가 도입되면서 고다층 MLB 시장 성장을 견인하고 있다. 동사는 국내 유일 고다층 MLB 업체로 시장확대에 따른 수혜가 집중되고 있다. 2) 삼성전자 네트워크사업부의 MLB구매액이 고다층 중심으로 성장할 전망이다. 현재 삼성전자네트워크사업부의 MLB구매액은 약 800억원 수준으로 파악되고 2020년에는 2,000억원을 넘어설 것으로 예상된다. 3) 내년 하반기에는 중국 자회사의 턴어라운드도 기대된다. 신규고객 대상 제품 승인을 다수 확보함에 따라 유의미한 체질 개선이 예상된다. 동사에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 10,400을 유지한다. 목표주가 10,400원은 19년 예상실적 기준 PER 12X에 해당한다.

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	5,542	5,313	5,462	6,669
영업이익	111	-80	103	497
지배순이익	37	-140	24	357
PER	53.8	-13.4	100.6	6.8
PBR	1.0	1.0	1.3	1.1
EV/EBITDA	9.1	19.2	10.8	5.1
ROE	1.9	-7.6	1.4	18.7

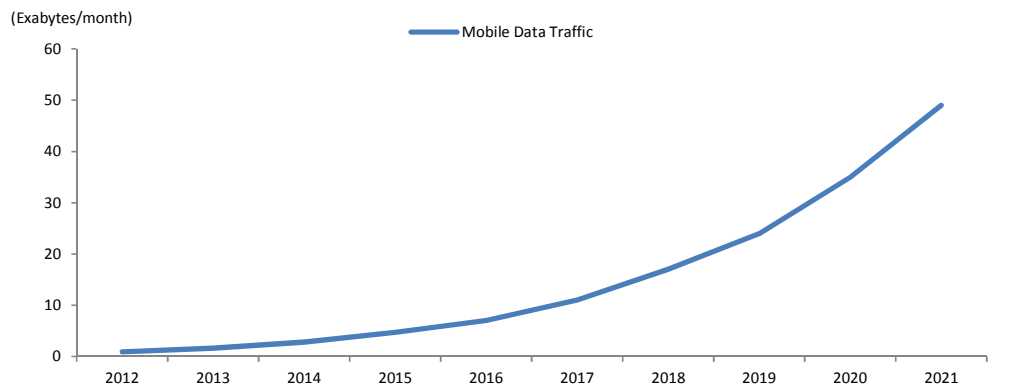
자료: 유안타증권

이수페타시스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

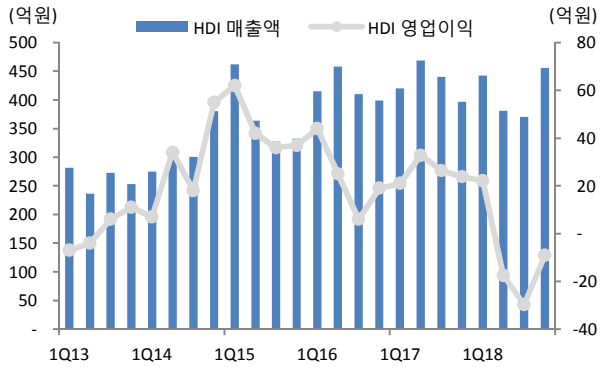
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
Sales	1,438	1,422	1,326	1,128	1,265	1,353	1,388	1,456	1,625	1,666	1,693	1,684	5,313	5,462	6,669
YoY	13%	-2%	-5%	-21%	-12%	-5%	5%	29%	28%	23%	22%	16%	-4%	3%	22%
QoQ	1%	-1%	-7%	-15%	12%	7%	3%	5%	12%	3%	2%	-1%			
이수페타(MLB)	830	801	718	668	690	908	940	930	900	925	930	920	3,017	3,468	3,675
엑사보드(HDI)	420	469	440	397	442	381	371	456	485	496	503	494	1,725	1,650	1,979
중국(MLB)	110	129	123	119	134	141	150	160	170	175	190	200	481	585	735
OP	-7	28	-4	-107	-72	1	70	103	106	119	146	127	-90	103	497
YoY	적전	-47%	적전	적지	적지	-98%	흑전	흑전	흑전	17014%	107%	23%	-182%	-214%	385%
QoQ	적지	-484%	-115%	2361%	-33%	-101%	9988%	47%	2%	13%	22%	-13%			
OPM	-1%	2%	0%	-9%	-6%	0%	5%	7%	6%	7%	9%	8%	-2%	2%	7%

글로벌 Mobile Data Traffic



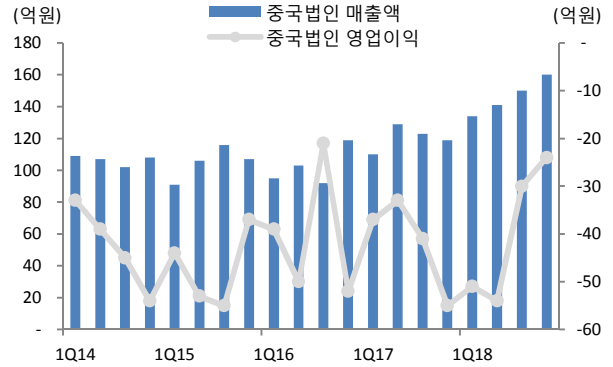
자료: Cisco, 유안타증권 리서치센터

이수페타시스 실적 전망



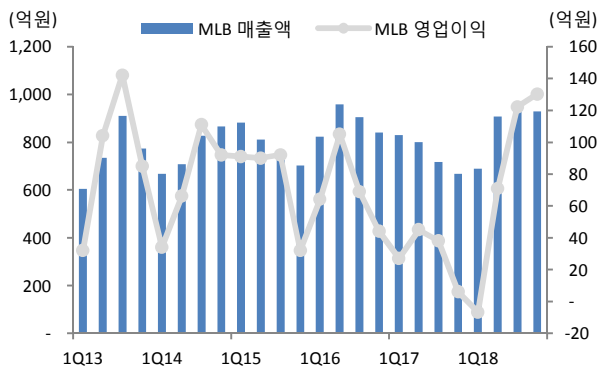
자료: 유안타증권 리서치센터

중국후난법인 실적 전망



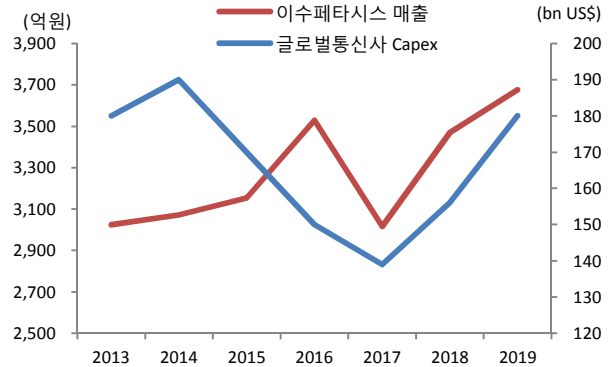
자료: 유안타증권 리서치센터

이수페타시스 본사 실적 전망



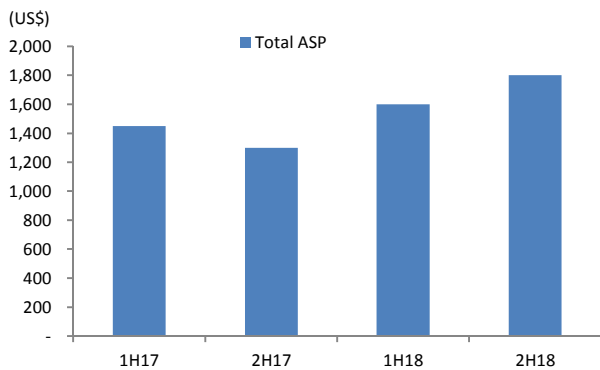
자료: 유안타증권 리서치센터

이수페타시스 MLB 매출, 글로벌 통신사 Capex 추이 및 전망



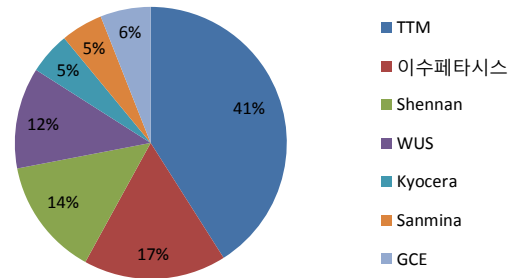
자료: 유안타증권 리서치센터

이수페타시스 MLB 평균 평가 추정



자료: 유안타증권 리서치센터

고다층 MLB 글로벌 시장 점유율



자료: 유안타증권 리서치센터

이수페타시스 (007660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,542	5,313	5,462	6,669	8,003
매출원가	4,969	4,929	4,831	5,593	6,723
매출총이익	573	384	630	1,076	1,281
판매비	462	465	528	579	625
영업이익	111	-80	103	497	655
EBITDA	382	170	370	772	982
영업외손익	-40	-37	-27	-35	-50
외환관련손익	20	-68	44	22	130
이자손익	-65	-65	-74	-77	-69
관계기업관련손익	-3	0	-1	-1	-1
기타	8	96	4	20	-110
법인세비용차감전순이익	70	-118	75	462	606
법인세비용	68	31	51	92	145
계속사업순이익	2	-149	25	370	460
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2	-149	25	370	460
지배지분순이익	37	-140	24	357	444
포괄순이익	40	-193	88	463	553
지배지분포괄이익	77	-184	82	433	518

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	3,405	2,713	3,153	3,589	3,954
현금및현금성자산	604	654	655	740	599
매출채권 및 기타채권	1,409	1,064	1,317	1,519	1,804
재고자산	713	732	954	1,103	1,324
비유동자산	2,106	2,120	2,084	2,099	2,062
유형자산	1,542	1,623	1,604	1,625	1,594
관계기업등 지분관련자산	27	27	26	25	25
기타투자자산	44	53	59	59	59
자산총계	5,511	4,833	5,237	5,688	6,016
유동부채	2,626	2,551	2,710	2,831	2,742
매입채무 및 기타채무	1,008	821	1,018	1,139	1,300
단기차입금	1,181	1,192	1,376	1,376	1,376
유동성장기부채	294	522	250	250	0
비유동부채	905	551	787	787	787
장기차입금	753	439	696	696	696
사채	0	0	0	0	0
부채총계	3,530	3,102	3,496	3,618	3,529
지배지분	1,976	1,727	1,740	2,069	2,486
자본금	413	413	413	413	413
자본잉여금	161	152	152	152	152
이익잉여금	1,476	1,307	1,303	1,633	2,049
비지배지분	4	5	1	1	1
자본총계	1,981	1,731	1,741	2,070	2,487
순차입금	1,456	1,375	1,563	1,478	1,369
총차입금	2,229	2,154	2,321	2,321	2,071

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	-1	67	-92	365	285
당기순이익	2	-149	25	370	460
감가상각비	263	245	261	269	321
외환손익	-18	10	-27	-22	-130
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	1	1
자산부채의 증감	-377	-23	-483	-397	-511
기타현금흐름	129	-16	133	145	144
투자활동 현금흐름	-105	110	-64	-191	-191
투자자산	-14	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-190	-391	-200	-290	-290
유형자산 감소	30	448	12	0	0
기타현금흐름	69	53	125	99	99
재무활동 현금흐름	114	-90	102	-45	-294
단기차입금	-6	48	163	0	0
사채 및 장기차입금	210	-58	-21	0	-250
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-36	-40	-28	-28	-28
기타현금흐름	-55	-40	-13	-17	-17
연결범위변동 등 기타	-23	-37	54	-45	60
현금의 증감	-15	50	1	85	-141
기초 현금	619	604	654	655	740
기말 현금	604	654	655	740	599
NOPLAT	111	-102	103	497	655
FCF	-292	-265	-383	-14	23

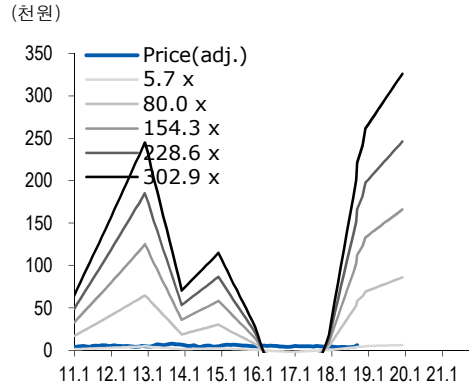
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

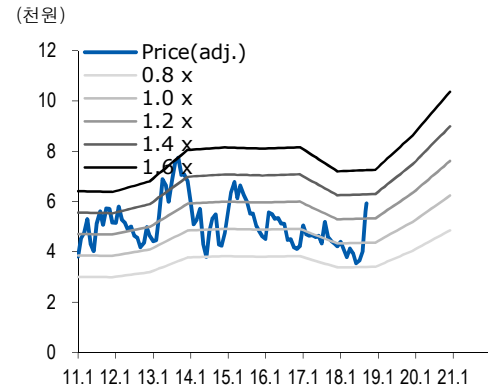
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	90	-340	59	865	1,077
BPS	4,970	4,383	4,417	5,253	6,311
EBITDAPS	925	412	896	1,872	2,379
SPS	13,429	12,875	13,234	16,161	19,393
DPS	100	70	70	70	70
PER	53.8	-13.4	93.1	6.3	5.1
PBR	1.0	1.0	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.1	19.2	10.4	4.8	3.7
PSR	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	6.4	-4.1	2.8	22.1	20.0
영업이익 증가율 (%)	-45.2	적전	흑전	384.8	31.8
지배순이익 증가율 (%)	-76.2	적전	흑전	1,369.1	24.5
매출총이익률 (%)	10.3	7.2	11.5	16.1	16.0
영업이익률 (%)	2.0	-1.5	1.9	7.5	8.2
지배순이익률 (%)	0.7	-2.6	0.4	5.4	5.6
EBITDA 마진 (%)	6.9	3.2	6.8	11.6	12.3
ROIC	0.1	-3.3	1.1	12.4	14.3
ROA	0.7	-2.7	0.5	6.5	7.6
ROE	1.9	-7.6	1.4	18.7	19.5
부채비율 (%)	178.2	179.2	200.8	174.7	141.9
순차입금/자기자본 (%)	73.6	79.6	89.8	71.4	55.1
영업이익/금융비용 (배)	1.5	-1.0	1.2	5.6	8.3

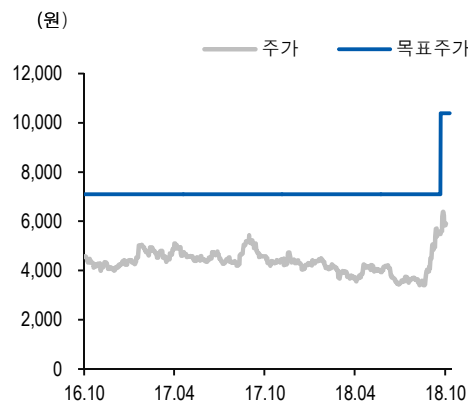
P/E band chart



P/B band chart



이수페타시스 (007660) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-10	BUY	10,400	1년		
2018-09-28	BUY	10,400	1년		
2017-02-15	1년 경과 이후		1년	-39.29	-19.72
2016-02-15	BUY	7,100	1년	-36.21	-15.49

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.1
Buy(매수)	85.8
Hold(중립)	12.5
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-07

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재윤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.