Daily 2012.09.11

대신증권 Daishin Securities

Morning Meeting Brief

Highlights ...

투자포커스

ECB 이후 시장의 응답

- ECB 이후 시장의 응답은 긍정적. 유로존 리스크 완화로 안도 랠리는 이어질 것. 주식시장 경기민감업종 상대적 강세 현상
- 상품시장 가격메리트에 따른 순환매. 외환 시장에서는 달러 약세 현상이 뚜렷
- 시장에 대한 확신이 커진다면 주식 시장은 좀 더 위험을 선호할 것. 트리거는 신흥 시장의 6 월 고점 돌파 여부

김영일 769.2176 ampm01@daishin.com

산업 및 종목 분석

반도체산업: NAND산업: 30%를 만드는 삼성전자, 30%를 소비하는 Apple

- 삼성전자 vs. Apple 의 대립이라기보다는 Set 업체 vs. Component 업체의 힘겨루기
- NAND 업체들의 산업 내 영향력 강화, NAND 업황도 빠르게 개선될 것
- Top Picks: 삼성전자, SK 하이닉스, 이녹스, 한미반도체

강정원 769.3062 jeffkang@daishin.com

SK 브로드밴드: 가입자 기반이 확실하다

- 8 월 순증가입자 최근 2 년 평균 이상(전용회선 1,235 회선, 기업전화 24,108 회선)
- 디지털 전환 앞두고 IPTV 강세(8 월 순증 38,285 회선. 최근 2 년 평균 5,225 회선)
- B2B 사업의 성과는 하반기에 집중

김회재 769.3540 khjaeje@daishin.com

투자포커스

ECB 이후 시장의 응답

Technical Analyst 김영일 769-2176 ampm01@daishin.com

ECB 에 대한 시장의 평가는 긍정적

정책 이벤트 이후 시장의 방향성은 정책에 대한 평가에 따라 달라질 것이다.
(물론 시간을 두고 확인해봐야 할 문제이다)

ECB의 OMT 정책 이후 현재까지 평가는 어땠을까? 전략가들과 시장의 평가는 상이한 모습을 보이고 있다.

대체로 전략가들의 평가는 중립 수준으로 판단된다.

전략가들의 평가가 중립 수준에 머무는 이유는 불태화 방식으로 인해 유동성 효과를 기대하기 힘들다는 점, 채권 매입 가이드라인이 명확하지 않다는 점, 이후 정책 진행 과정에서 마찰음이 발생할 가능성 등이다.

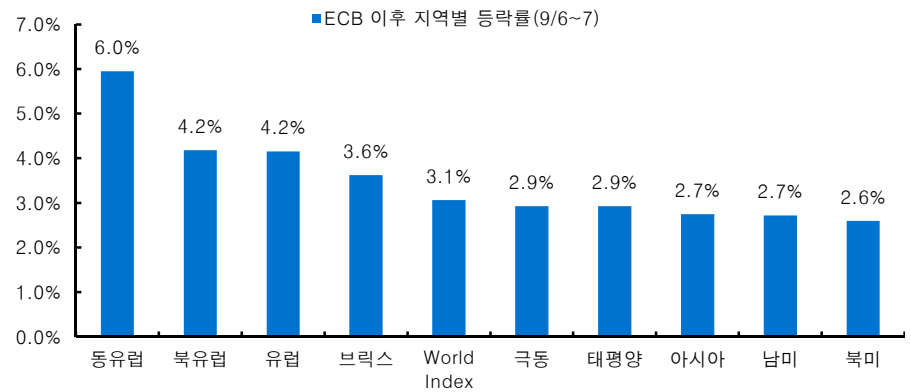
반면, 주식 시장의 평가는 서프라이즈 수준이었다.

ECB 정책 발표 이후 9/6~7일 이틀간 글로벌 증시(MSCI AC World Index)는 3.1% 급등했다. 유럽 증시는 4.2% 상승하며 상승폭이 상대적으로 컸다. 반면 미주와 아시아 시장은 2.6~2.7% 상승하며 상대적으로 낮은 상승률을 보였다.

지금은 누구의 평가가 옳은지 알 수 없다. '전략가와 주식 시장'의 평가는 시간이 지나며 접점을 찾을 것이다. 현재 주목해야 할 점은 '전략가와 주식 시장' 모두 '유로존 리스크 완화'에는 동의한다는 것이다. 유로존의 마찰음이 생기기 이전까지 안도 랠리는 이어질 것으로 예상한다.

만약 시장에 대한 확신이 커진다면 주식 시장은 좀 더 위험을 선호할 것이다. 달러 약세로 신흥국 증시와 아시아 증시의 매력이 부각될 만한 여건은 마련된 상태이다. 신흥 시장의 6월 고점 돌파 여부가 그 트리거가 될 것으로 예상한다.

그림 1. **ECB 정책에 대한 주식 시장의 단기 평가는 서프라이즈**



자료: Fnguide, 대신리서치센터

산업 및 종목 분석

반도체

Overweight

[비중확대, 유지]

NAND산업: 30%를 만드는 삼성전자, 30%를 소비하는 Apple

강정원 769.3062 jeffkang@daishin.com

투자포인트

- 삼성전자 vs. Apple의 대립이라기보다는 Set업체 vs. Component업체의 힘겨루기
- NAND업체들의 산업 내 영향력 강화, NAND업황도 빠르게 개선될 것
- Top Picks: 삼성전자, SK하이닉스, 이녹스, 한미반도체

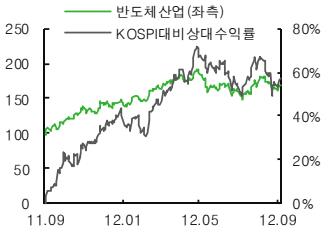
Top pick

삼성전자 Buy

목표주가 ▲ 60% 2,000,000

종목명	투자의견	목표주가
SK 하이닉스	Buy	36,000 원
삼성전자	Buy	2,000,000 원
한미반도체	Buy	10,500 원
이녹스	Buy	27,000 원

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	2.8	-6.9	0.5	57.7
상대수익률	2.2	-5.8	-4.1	48.5



Comment

Apple 의 삼성전자 부품 배제설은 과대해석

iPhone5 부품 supply chain에서 삼성전자의 지배력이 약화되면서 Apple의 삼성전자 배제설이 제기되고 있으나, 이는 과대해석으로 판단된다. 삼성전자의 iPhone5 Mobile DRAM, NAND에서의 지배력은 약화되었으나, AP(Apple내 점유율 100%)나 SSD(Apple내 점유율 70%)와 같은 핵심부품에서는 절대적인 지배력을 유지하고 있기 때문이다. Apple 입장에서는 공급업체 다변화가 쉽지않은 AP, SSD 등에서는 삼성전자에 의존할 수 밖에 없지만, Mobile DRAM, NAND에서는 공급업체 다변화를 시도하고 있고, 이는 자연스러운 현상이다. 또한 삼성전자 입장에서도 상대적으로 수익성이 낮은 Mobile DRAM, NAND 보다는 AP, SSD쪽으로 집중하는 전략이 합리적이다. 현 상황은 삼성전자 vs. Apple의 대립 보다는 Set업체 vs. Component업체의 힘겨루기로 보는 시각이 타당하다.

삼성전자는 NAND 생산의 30% 담당, Apple 은 NAND 소비의 30% 차지

이러한 관점에도 불구하고 NAND 상황은 주목할 만하다. 삼성전자는 글로벌 NAND 생산의 30%를 담당하고 있고, Apple은 글로벌 NAND의 30%(USB/Card를 제외시 50%이상)를 소비하고 있어 양 회사의 전략이 NAND수급과 가격에 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 삼성전자는 1) NAND wafer input을 감소시킨 점, 2) 자사 스마트폰의 NAND 수요가 크다는 점, 3) SSD가 Apple내에서 70%이상의 점유율을 확보하고 있다는 점에서 다소 여유로운 입장이다. 반면 Apple은 1) Toshiba의 30% 감산, 2) SK하이닉스의 보수적인 M12증설, 3) Micron의 qual. 지연, 4) iPhone5용 NAND가 1Xnm/2Ynm의 최신기술을 필요로 한다는 점에서 NAND 확보가 쉽지않은 상황이다. 다만 SK하이닉스의 3Q12 2Ynm비중이 60%까지 가파르게 상승하고 있는 점은 4Q12 Apple의 iPhone5 생산전략에 있어서 긍정적이다.

NAND 업체들의 산업 내 영향력 강화, NAND 업황도 빠르게 개선될 것

4Q12 iPhone5를 비롯한 스마트폰 및 태블릿PC 신제품 출시로 NAND수요의 강한 반등이 예상되고, 전략적인 생산 및 투자정책으로 NAND업체들의 산업 내 영향력이 강화되면서 NAND 업황은 빠르게 개선될 전망이다. 최근 Micro SD card 현물가격의 상승세도 이를 반영하고 있다고 판단된다. 반도체산업 Top Picks로 삼성전자(Buy, TP: 2,000,000원), SK하이닉스(Buy, TP: 36,000원)을 제시하고, 중소형주는 이녹스(Buy, TP: 27,000원)와 한미반도체(Buy, TP: 10,500원)를 추천한다.

Issue&News

SK브로드밴드 (033630)

가입자 기반이 확실하다

김회재 769.3540 khjaeje@daishin.com

투자포인트

- 8월 순증가입자 최근 2년 평균 이상(전용회선 1,235회선, 기업전화 24,108회선)
- 디지털 전환 앞두고 IPTV 강세(8월 순증 38,285회선. 최근 2년 평균 5,225회선)
- B2B 사업의 성과는 하반기에 집중

BUY

[매수, 유지]

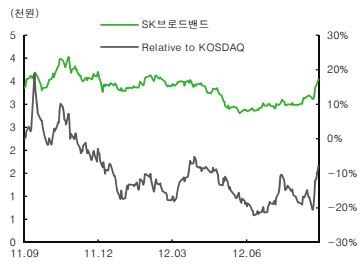
통신서비스업종

현재가 3,540

목표주가 (유지) 5,700

KOSDAQ	512.11
시가총액	1,048 십억원
시가총액비중	0.9%
자본금(보통주)	1,480 십억원
52주 최고/최저	4,030 원 / 2,805 원
120일 평균거래대금	33 억원
외국인지분율	2.3%
주요주주	SK 텔레콤 외 2 인 50.7%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	13.6	18.6	24.2	0.6
상대수익률	13.7	10.1	12.1	-7.5



Comment

가입자 기반만 확실하다면, 이익 개선은 시간문제

전일 발표된 SK브로드밴드의 8월 가입자 실적은 올해 1~7월의 성과와 비슷하고, 지난 2년간의 순증 규모를 훨씬 상회한다. 가입자 회선당 매월 비슷한 수준의 수익이 발생하는 통신 사업의 성격상 순증 가입자가 꾸준히 발생하는 모습은 수익개선에 매우 큰 도움이 된다. 특히, 8월을 포함해서 2012년의 가입자 순증 규모는 ARPU가 가장 낮은 가정전화를 제외한 나머지 4개 사업(전용회선, 기업전화, 초고속인터넷, IPTV)의 경우 지난 2년 동안의 순증 규모대비 20~600%의 성장을 보여주고 있기 때문에, 동사의 이익개선에 대한 전망은 매우 밝다.

동사의 주력 사업인 B2B 사업중 전용회선의 경우는 ARPU가 234만원으로 기업전화의 8배 이상의 수익을 제공하는데, 올해 가입자 순증은 지난 2년 평균 대비 80%의 성장을 보이고있다. 이러한 성장에 힘입어 2012년 B2B 사업은 약 1조원의 규모로 2011년 7,800억원 대비 29% 성장해서 매출 기여도가 40%에 이를 것으로 전망된다(2011년 매출 기여도는 35%). 또한, 연말 지상파 방송의 디지털전환을 앞둔 상황에서 IPTV의 가입자가 급격히 증가하면서 새로운 성장동력으로 자리매김하고있다. 2012년 IPTV 순증규모는 47만명으로 추정하고 있으며, 이는 2011년말 기준 IPTV 가입자 규모인 98만명 대비 48%가 증가하는 실적이다.

비즈니스별 가입자 순증 현황 (단위: 원, 회선, %)

비즈니스	ARPU	8월 순증	1~8월 순증	'10~11 평균	대비
전용회선	2,337,000	**1,235**	**1,427**	791	80.3
기업전화	25,829	**24,108**	**24,871**	17,126	45.2
초고속인터넷	18,641	10,408	**17,234**	14,387	19.8
IPTV	15,216	**38,285**	**35,678**	5,225	582.8
가정전화	6,754	3,155	8,219	32,066	-74.4

자료: SK브로드밴드, 대신증권 리서치센터

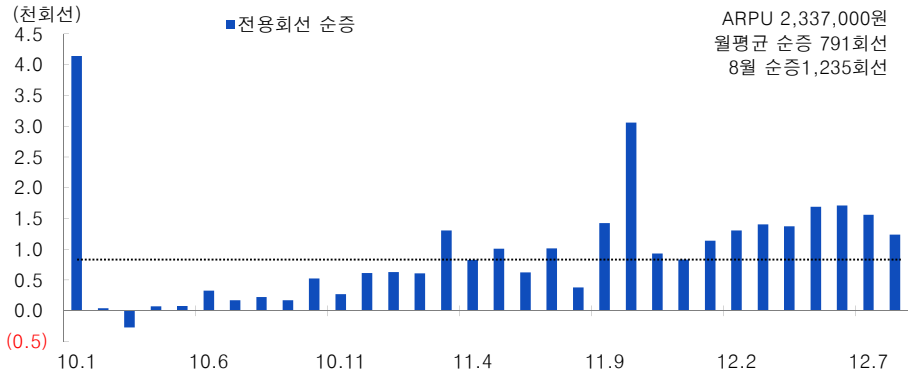
동사에 대한 투자 포인트는 다음과 같다. 1) 이익의 기반이 되는 가입자, 특히 이익기여도가 높은(OPM 15%) B2B(전용회선, 기업전환) 가입자의 순조로운 증가, 2) IFRS 연결기준 2012년 완벽한 흑자 전환 및 2013년 순이익 2배 증가, 3) 디지털 전환을 앞두고 급격히 증가하는 IPTV 가입자 등이다. 동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 5,700원을 유지한다. 목표주가는 2012년 예상실적에 EV/EBITDA 5.2배를 적용하여 산출했다(5.2배는 동사가 흑자를 기록했던, 2004년과 2007년의 EV/EBITDA 평균이다).

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	2,137	2,313	2,470	2,775	3,105
영업이익	-23	65	106	163	246
세전순이익	-120	-14	57	115	211
총당기순이익	-120	-14	57	115	180
지배지분순이익	-120	-14	57	115	180
EPS	-405	-48	193	388	607
PER	NA	NA	18.3	9.1	5.8
BPS	3,767	3,694	3,895	4,279	4,889
PBR	1.4	0.9	0.9	0.8	0.7
ROE	-10.2	-1.3	5.1	9.5	13.2

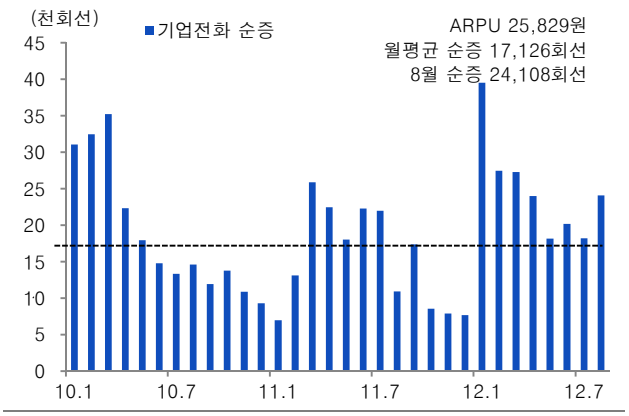
주: 영업이익은 회사발표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준
자료: SK브로드밴드, 대신증권 리서치센터

그림 2. **전용회선 8월 순증 1,235회선(최근 2년 791회선)**



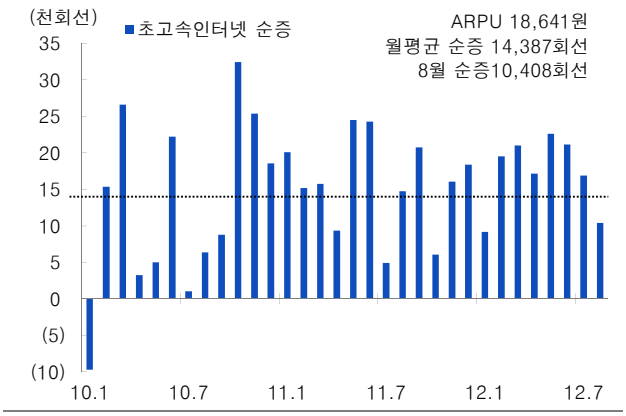
자료: SKB IR, 대신증권 리서치센터

그림 3. **기업전화 8월 순증 24,108회선(최근 2년 17,126회선)**



자료: SKB IR, 대신증권 리서치센터

그림 4. **초고속 8월 순증 10,408회선(최근 2년 14,387회선)**



자료: SKB IR, 대신증권 리서치센터

매매 및 자금 동향

▶ 투자주체별 매매동향 (유가증권시장 : 순매수 금액)

(단위: 십억 원)

구분	9/10	9/07	9/06	9/05	9/04	09월 누적	12년 누적
개인	-147.7	-733.7	112.7	549.0	29.8	-250	-10,496
외국인	208.8	307.8	-192.9	-59.7	32.4	366	12,006
기관계	-67.0	409.6	68.8	-489.3	-49.2	-155	1,730
금융투자	-2.5	-71.5	-4.9	-136.1	-43.1	-322	1,317
보험	-17.9	53.4	-3.9	-47.9	32.3	4	2,318
투신	-86.3	197.9	111.1	-81.5	-25.6	146	-3,011
은행	10.7	-4.8	-0.2	-24.3	-7.7	-21	395
기타금융	-0.1	4.1	-0.2	-2.1	-6.9	-6	-72
연기금	35.3	55.6	-15.2	34.9	112.2	257	907
사모펀드	-15.3	49.3	-7.2	-14.9	-2.9	8	7
국가지자체	9.2	125.7	-10.5	-217.5	-107.5	-221	-131

자료: Bloomberg

▶ 종목 매매동향

유가증권 시장

(단위: 십억 원)

외국인				기관			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
삼성전자	117.9	엔씨소프트	28.0	KB 금융	20.4	삼성전자	47.4
S-Oil	11.2	LG 전자	7.7	대림산업	17.9	삼성테크윈	39.9
GS 건설	10.9	삼성중공업	7.5	현대건설	12.3	기아차	17.2
현대모비스	10.1	CJ 제일제당	4.7	LG 전자	9.9	엔씨소프트	13.8
삼성 SDI	8.3	SK 이노베이션	4.7	현대중공업	7.6	한국전력	9.2
POSCO	8.1	아모레퍼시픽	4.5	GS 건설	7.3	한국가스공사	7.2
기아차	8.0	기업은행	3.7	만도	7.2	삼성 SDI	6.5
삼성물산	6.6	OCI	3.5	SK 하이닉스	6.9	LG 유플러스	6.2
신한지주	6.6	오리온	3.5	LS	5.0	S-Oil	5.9
KT	6.1	만도	3.4	삼성물산	5.0	SK 텔레콤	5.6

자료: KOSCOM

코스닥 시장

(단위: 십억 원)

외국인				기관			
순매수	금액	순매도	금액	순매수	금액	순매도	금액
파트론	3.1	에스엠	5.9	예림당	4.6	다음	5.8
컴투스	2.5	셀트리온	4.3	CJ E&M	4.5	파라다이스	2.4
네패스	1.8	다음	2.6	유아이디	2.7	실리콘웍스	1.9
태광	1.6	덕산하이메탈	2.2	한글과컴퓨터	1.9	하이록코리아	1.9
솔브레인	1.3	네오위즈게임즈	1.4	나노스	1.8	인프라웨어	1.3
나노스	1.2	서울반도체	1.4	에스엠	1.6	인터플렉스	1.3
성광벤드	1.1	OCI 머티리얼즈	1.3	SK 브로드밴드	1.6	CJ 오쇼핑	1.2
파라다이스	1.0	제닉	1.2	메디톡스	1.5	테라세미콘	1.1
모두투어	0.9	메디포스트	1.0	서울반도체	1.3	이엠텍	1.1
인터플렉스	0.9	안랩	0.9	덕산하이메탈	0.9	제닉	0.9

자료: KOSCOM

▶ 최근 5일 외국인 및 기관 순매수,순매도 상위 종목

외국인

(단위: %, 십억 원)

순매수	금액	수익률	순매도	금액	수익률
삼성전자	324.4	2.6	GS	36.2	-0.1
KT	37.5	4.3	현대중공업	35.1	1.1
현대해상	36.4	-1.6	엔씨소프트	35.1	-0.4
S-Oil	30.9	1.9	LG 전자	33.4	5.6
LG 디스플레이	27.0	3.2	CJ 제일제당	30.1	-5.7
삼성전자우	26.5	4.6	현대제철	29.0	3.3
기아차	25.4	-1.1	만도	24.2	-1.2
현대위아	24.7	1.1	CJ	21.1	2.7
호남석유	22.1	2.7	SK C&C	20.1	0.9
삼성 SDI	21.9	0.0	대우조선해양	19.8	0.0

자료: KOSCOM

기관

(단위: %, 십억 원)

순매수	금액	수익률	순매도	금액	수익률
LG 전자	78.3	5.6	기아차	172.6	-1.1
엔씨소프트	54.3	-0.4	삼성전자	136.2	2.6
SK 하이닉스	39.0	3.5	현대차	81.7	0.2
현대건설	37.9	4.4	삼성테크윈	75.8	-7.2
대림산업	36.4	5.8	POSCO	57.0	0.7
GS	34.1	-0.1	한국전력	46.5	-0.6
삼성중공업	29.8	0.0	현대모비스	40.8	-0.3
LG 화학	27.7	1.8	현대해상	35.2	-1.6
현대중공업	27.3	1.1	삼성전기	27.3	0.6
KB 금융	25.8	3.8	락앤락	23.3	-9.3

자료: KOSCOM

▶ 아시아증시의 외국인 순매수

(단위:백만 달러)

구분	9/10	9/07	9/06	9/05	9/04	09월 누적	12년 누적
한국	183.8	282.0	-165.4	-49.0	24.0	376	10,623
대만	48.5	294.3	-122.0	-306.5	-43.5	-144	573
인도	0.0	0.0	24.5	-26.4	54.5	44	12,332
태국	27.4	8.9	-4.2	6.0	5.8	71	2,096
인도네시아	29.1	50.4	-20.1	-22.2	2.3	58	808
필리핀	20.5	19.9	-1.5	-5.0	3.9	37	2,140
베트남	1.8	1.0	1.7	2.8	0.9	8	14

주: 대만 외국인 투자자 순매수 현황은 TWSE(Taiwan Stock Exchange) + GTSM(Gre Tai Securities Market)의 합산 데이터임. GTSM은 우리나라의 코스닥에 해당되는
General Board와 프리보드 역할을 하는 이머징 스탁 마켓 등으로 구분. 이머징 스탁 마켓은 General Board로 건너가기 위한 가교 역할을 수행
자료: Bloomberg, 각국 증권거래소