

반도체

2014년 반도체 수급전망 Update

기존 전망과 무엇이 바뀌었나?

2014년 글로벌 DRAM 공급증가율 전망치를 종전 +21%YoY에서 +27%YoY로 상향하고, NAND Flash 공급증가율을 종전 +50%YoY에서 +45%YoY로 하향한다. 선두업체들을 중심으로 2nm DRAM 공정전환 가속화와 함께 NAND Flash 신규라인 ramp up 속도조절 움직임이 나타나고 있기 때문이다. 수요측면에서는 Mobile DRAM 수요증가율 전망을 종전 +55%YoY에서 +50%YoY로 하향한다. 갤럭시S5, 아이폰6 등 주력 스마트 폰의 MB/Box 용량이 당초 예상보다 낮다.

2014년 DRAM 수급구도 변화

이러한 DRAM 공급증가와 Mobile DRAM 수요감소는 2014년 DRAM 수급구도에 변화를 야기하는 요인이다. 우선 2014년 4분기 Mobile DRAM 물량비중이 종전 44%에서 37%로 낮아질 전망이다. 그만큼 Non-Mobile DRAM 공급량이 증가하게 되므로 이는 가격변동성이 큰 Non-Mobile DRAM의 수급전망에 부정적 요인이다. 최근 반도체업종의 주가조정은 이에 대한 불확실성 또는 불안감을 반영하는 것으로 판단한다.

2014년 DRAM 시장이 하락세로 전환될 가능성은 거의 없다

최근 변화를 반영하여 수급민감도를 분석한 결과, 2014년 DRAM 시장은 그래픽, 서버, Consumer DRAM 수요증가율이 지난 5년 평균 수준을 유지하게 되면 PC 수요증가에 큰 상관 없이 DRAM 상승사이클을 지속할 것으로 분석된다. 최근 그래픽, 서버용 DRAM 수요가 견조하고 2014년 PC 판매가 전년 -10%YoY 감소에서 더 악화될 가능성도 낮다는 점에서, 2014년 DRAM 시장이 하락세로 전환될 가능성은 거의 없을 것으로 판단한다. 새로운 수급구도 변화에 신중한 것은 바람직하나, 막연한 불안감을 가질 필요는 없다.

투자전략: 2분기 단기 모멘텀 둔화를 반도체 비중확대 기회로 활용 권고

반도체업종 Top pick으로 'SK하이닉스'를 유지한다. 당사는 올 2분기에 안정적인 실적흐름을 통해 반도체 구조재편 효과를 재확인한 후 2차 상승을 본격화할 것으로 예상한다. 또한 하반기에는 자사주 매입 등 주주환원 정책이 가시화되면서 Re-rating이 본격화될 것으로 예상한다.

반도체 스톡캐프 투자는 전공정 장비업체에 집중할 것을 권고한다. 반도체 장비업종 최선호 종목은 피에스케이와 유진테크를 제시한다. 이들은 valuation 메리트 뿐만 아니라 고객사가 다변화되어 있어 2014년 분기실적 흐름이 가장 안정적일 것으로 예상된다. 물론 2014년 연간실적도 사상최대 실적을 달성할 것으로 예상된다.

반도체 후공정 부품주들은 아직 때가 아닌 것으로 판단한다.

2013년 실적급감에 따른 기저효과로 2014년에는 실적개선이 예상되나, 예년수준의 수익성을 회복할 것으로 기대하기에는 아직 구체적인 시그널이 확인되지 않고 있다.

2014. 3. 24 산업분석

Analyst 안성호

shan@hanwha.com

RA 고정우

jungwoo.ko@hanwha.com

Overweight

Contents

I. 무엇이 바뀌었나?	3
1. 공급요인	3
2. 수요요인	7
II. 2014년 DRAM 수급전망 업데이트	10
2014년 DRAM 수급 구도의 변화	10
III. 2014년 메모리반도체 가격전망	13
최근 이슈 점검	16
IV. 반도체 투자전략	17
V. 반도체 Coverage 주요 종목	21
SK하이닉스 (000660/Buy/maintain, TP: 47,000원(상향))	22
삼성전자 (005930/Buy/maintain, TP: 1,600,000원(하향))	25
피에스케이 (031980/Buy/maintain, TP: 18,000원(유지))	28
유진테크 (084370/Buy/maintain, TP: 26,000원(유지))	31
원익IPS (030530/Buy/maintain, TP: 11,000원(유지))	33
테크윙 (089030/Buy/maintain, TP: 8,000원(하향))	35
네패스 (033640/Hold/Maintain, TP: 8,000원(하향))	37
삼택 (036710/Hold/Downgrade, TP: 6,500원(하향))	40
시그네틱스 (033170/Hold/Downgrade, TP: 2,000원(하향))	43

I. 무엇이 바뀌었나?

1. 공급요인

1. 2014년 DRAM 공급증가율 상향

우리는 2013년 11월 반도체 전망자료를 통해 2014년 메모리반도체 공급증가율이 2013년보다 더 낮아질 것으로 전망한 바 있다. 갈수록 미세공정 전환이 어려워지는 가운데 2013년 설비투자 축소에 따른 영향이 불가피할 것으로 예상했기 때문이다. 이에 우리는 2014년 DRAM 공급증가율이 전년대비 -4%p 낮은 +21%YoY, NAND Flash 공급증가율은 전년대비 -3%p 낮은 +50%에 그칠 것으로 전망했다.

그러나 올 2월 이후 발표된 주요 업체들의 2014년 DRAM 생산계획과 최근 업계 동향을 종합한 결과, 2014년 세계 DRAM 공급증가율이 당초 당사 추정치 +21%YoY를 +6%p나 상회한 +27%YoY에 달할 것으로 추정된다. 특히 2014년 하반기로 갈수록 증가 폭이 당초 추정치보다 커질 것으로 예상된다. 이는 DRAM 선두업체인 삼성전자와 SK하이닉스를 중심으로 2nm 미세공정 전환 가속화가 예정되어 있기 때문이다. 삼성전자는 올 하반기에 20nm DRAM 양산도 본격화할 계획이다.

2014년 DRAM 공급증가율 전망의 수정 폭이 가장 큰 업체는 삼성전자와 SK하이닉스이다.

삼성전자의 DRAM bit growth 전망치를 종전 +25%YoY에서 +35%YoY로 크게 상향하며, SK하이닉스의 DRAM bit growth 전망치도 종전 +22%YoY에서 +29%YoY로 상향한다. 미세한 생산 Capa. 조정이 있으나, 이보다는 위에 언급한 2nm 미세공정 전환 영향이 가장 클 것으로 예상된다. 반면, 마이크론의 경우에는 싱가포르 공장의 NAND Flash 전환, 기존 엘피다 DRAM 라인 증설 등 생산라인 조정이 진행되고 있는 점을 감안하여 DRAM bit growth 전망치를 종전 +14%YoY에서 +13%YoY로 소폭 하향한다. 마이크론의 2nm DRAM 공정전환이 상대적으로 더딘 것으로 파악되기 때문에 2014년 DRAM 공급증가율이 높지 않다.

[표1] 2014년 DRAM 출하량 전망 Update: 선두업체 2nm 공정전환 확대로 당초 예상대비 공급증가율 6%p 상향 전망

(단위: 2Gb Eq. 백만개)

		1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013	2014E
2014년 3월 수정 전망	삼성전자	1,457	1,515	1,728	1,969	1,989	2,158	2,320	2,551	5,418	6,670	9,018
	SK 하이닉스	1,089	1,302	1,278	1,117	1,341	1,459	1,613	1,745	3,563	4,786	6,158
	마이크론(엘피다)	1,103	1,176	1,224	1,146	1,181	1,281	1,346	1,452	3,674	4,650	5,260
	난야	110	104	112	132	145	144	151	156	547	458	595
	Total	3,759	4,098	4,342	4,366	4,656	5,042	5,429	5,904	13,260	16,564	21,031
	삼성전자	-6%	4%	14%	14%	1%	9%	7%	10%	26%	23%	35%
	SK 하이닉스	3%	20%	-2%	-13%	20%	9%	11%	8%	50%	34%	29%
	마이크론	18%	7%	4%	-6%	3%	8%	5%	8%	25%	27%	13%
	난야	6%	-5%	7%	19%	9%	-1%	5%	3%	21%	-16%	30%
	Bit growth(%)	3%	9%	6%	1%	7%	8%	8%	9%	28%	25%	27%
2013년 11월 전망	삼성전자	1,457	1,515	1,728	2,039	2,018	2,062	2,133	2,204	5,418	6,739	8,417
	SK 하이닉스	1,089	1,302	1,278	1,117	1,272	1,437	1,532	1,584	3,563	4,786	5,826
	마이크론(엘피다)	1,103	1,176	1,224	1,146	1,211	1,297	1,370	1,439	3,674	4,650	5,317
	난야	110	104	112	132	145	144	151	156	547	458	595
	Total	3,759	4,098	4,342	4,435	4,646	4,940	5,186	5,383	13,260	16,633	20,155
	삼성전자	-6%	4%	14%	18%	-1%	2%	3%	3%	26%	24%	25%
	SK 하이닉스	3%	20%	-2%	-13%	14%	13%	7%	3%	50%	34%	22%
	마이크론(엘피다)	18%	7%	4%	-6%	6%	7%	6%	5%	25%	27%	14%
	난야	6%	-5%	7%	19%	9%	-1%	5%	3%	21%	-16%	30%
	Bit growth(%)	3%	9%	6%	2%	5%	6%	5%	4%	28%	25%	21%

자료: 한화투자증권 리서치센터(판매기준)

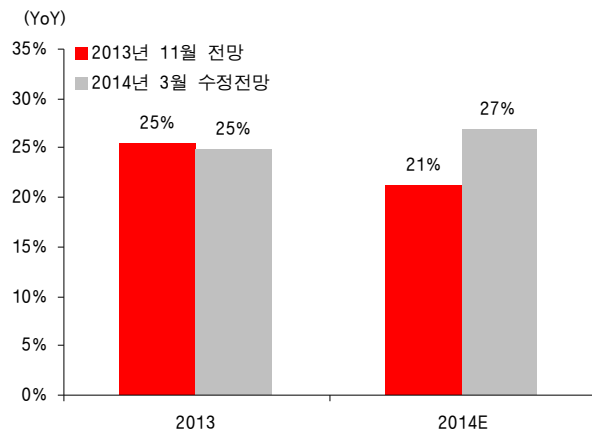
[표2] 2014년 전세계 DRAM 생산 Capa. 변동 폭은 크지 않음

(단위: 12" Eq. 천장월)

		1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013	2014E
2014년 3월 수정 전망	삼성전자	345	345	355	355	355	360	360	360	4,320	4,200	4,305
	SK 하이닉스	280	280	250	240	270	275	280	280	3,435	3,150	3,315
	마이크론(엘피다)	170	170	170	160	160	160	160	170	2,055	2,010	1,950
	난야(이노테라)	120	120	120	120	120	120	120	120	1,500	1,440	1,440
	파워칩(렉스칩)	90	90	80	60	60	60	60	60	1,440	960	720
	Total	1,005	1,005	975	935	965	975	980	990	12,750	11,760	11,730
2013년 11월 전망	삼성전자	345	345	360	370	365	365	365	365	4,320	4,260	4,380
	SK 하이닉스	280	280	250	240	260	275	275	275	3,435	3,150	3,255
	마이크론(엘피다)	170	170	170	160	160	160	160	160	2,055	2,010	1,920
	난야(이노테라)	120	120	120	120	120	120	120	120	1,500	1,440	1,440
	파워칩(렉스칩)	90	90	80	60	60	60	60	60	1,440	960	720
	Total	1,005	1,005	980	950	965	980	980	980	12,750	11,820	11,715

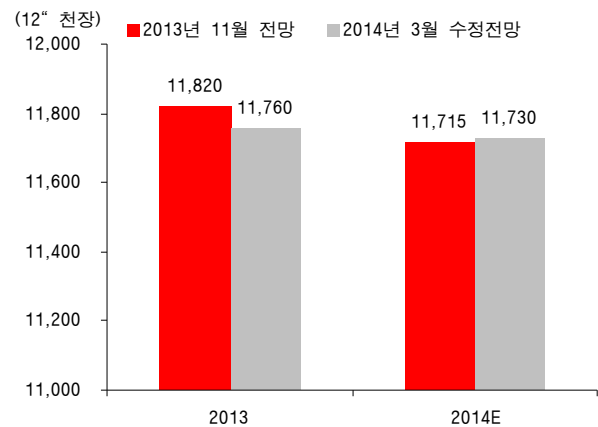
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 2014년 DRAM 공급증가율이 2013년보다 낮아질 것으로 예상했으나 높아질 것으로 수정 전망



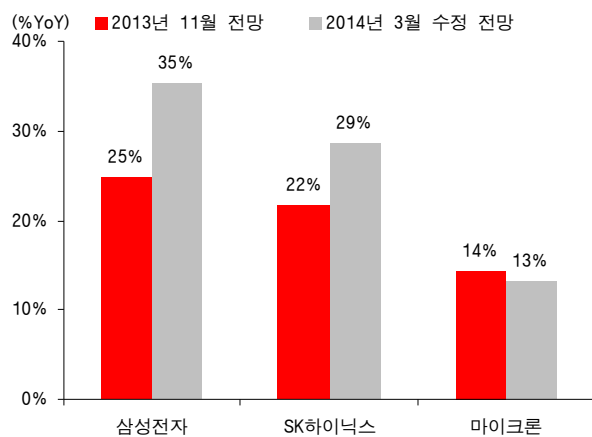
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 2014년 전세계 DRAM 생산 Capa는 기존 전망과 큰 차이 없음(2014년 DRAM 공급증가는 2nm 공정전환이 핵심)



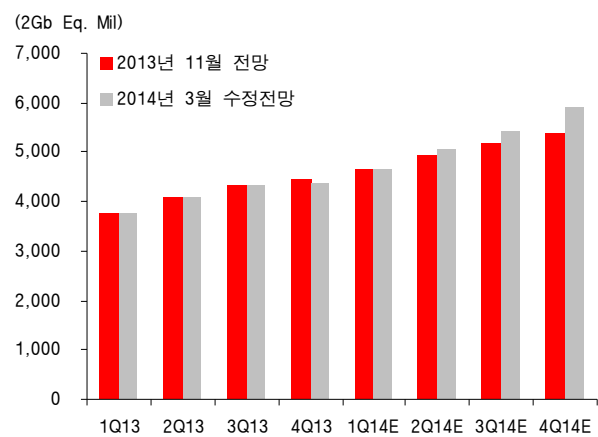
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 2014년 업체별 DRAM 공급증가율 수정 전후 비교 : 삼성전자, SK하이닉스 상향조정 폭이 큼



자료: 한화투자증권 리서치센터(판매기준)

[그림4] 2014년 분기별 DRAM 공급 전망: 2nm 공정전환 확대로 하반기로 갈수록 DRAM 공급량이 예상보다 높아질 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

2. NAND Flash 공급증가율은 하향 전망

DRAM 공급증가율이 당초 예상보다 높아진 대신 2014년 NAND Flash 공급증가율은 당초 예상보다 낮아질 것으로 예상된다. 올 2월 이후 발표된 주요 업체들의 2014년 NAND Flash 생산계획과 최근 업계 동향을 종합하면 2014년 세계 NAND Flash 공급증가율은 당초 전망치 +50%YoY를 -5%p 하회한 +45%YoY에 그칠 것으로 추정된다. 이미 지난 4분기부터 NAND Flash 공급증가율이 당사 예상치를 하회한 가운데 올 1분기도 당초 예상보다 낮은 공급증가율을 기록할 것으로 전망한다.

이와 같이 2014년 NAND Flash 공급증가율이 낮아지는 이유는 NAND Flash와 관련된 수요와 공급요인이 복합적으로 작용하고 있기 때문이다. 우선 2014년 1분기에 실질적인 사상 첫 Mobile 수요의 계절적 수요 약세가 확연히 나타나면서 2014년 NAND Flash 수요 전망에 대한 불확실성이 높아지고 있다. 이와 같은 수요전망의 불확실성은 2014년 신규 Capa. 증설 속도를 더디게 하는 요인으로 작용할 것이다. 아울러 lynn 공정전환과 3D NAND Flash 초기 양산 과정에서의 수율 부진도 2014년 NAND Flash 공급증가를 제한하는 요인이 될 것으로 판단한다.

업체별로는 마이크론을 제외한 대부분 업체들의 공급증가율이 당초 예상보다 낮아질 것으로 예상된다. 삼성전자의 NAND Flash bit growth 전망치를 종전 +54%YoY에서 +44%YoY로 하향하며, 도시바의 bit growth 전망치를 종전 +53%YoY에서 +46%YoY로, SK하이닉스의 bit growth 전망치를 종전 +49%YoY에서 +40%YoY로 하향한다. 한편, 현재 싱가포르 공장의 NAND Flash 생산전환을 서두르고 있는 마이크론의 bit growth는 종전 +35%YoY에서 +46%YoY로 큰 폭으로 높아질 것으로 예상된다. 다만 삼성전자와 도시바의 NAND Flash 공급량이 전체의 74%에 달하기 때문에 마이크론의 NAND Flash 증산이 전체 시장에는 제한적 영향으로 나타날 전망이다.

[표3] 2014년 NAND Flash 출하량 전망 Update: Mobile 수요부진으로 당초 예상한 +50%YoY에서 +45%YoY로 수정 전망

(단위: 16Gb Eq. 백만개)

		1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013	2014E
2014년 3월 수정 전망	삼성전자	1,799	1,925	2,137	2,222	2,289	2,632	3,106	3,572	5,094	8,083	11,599
	도시바	1,749	2,066	2,369	2,687	2,934	3,181	3,376	3,506	5,894	8,872	12,997
	SK 하이닉스	409	528	586	502	522	626	765	930	1,390	2,025	2,842
	마이크론	844	931	1,015	1,126	1,202	1,362	1,512	1,649	2,766	3,916	5,725
	Total	4,808	5,456	6,113	6,544	6,953	7,807	8,765	9,662	15,167	22,920	33,187
	삼성전자	10%	7%	11%	4%	3%	15%	18%	15%	59%	59%	44%
	도시바	9%	18%	15%	13%	9%	8%	6%	4%	67%	51%	46%
	SK 하이닉스	-1%	29%	11%	-14%	4%	20%	22%	22%	55%	46%	40%
	마이크론	12%	10%	9%	11%	7%	13%	11%	9%	72%	42%	46%
	Bit growth(%)	9%	13%	12%	7%	6%	12%	12%	10%	64%	51%	45%
2013년 11월 전망	삼성전자	1,799	1,925	2,137	2,457	2,695	3,016	3,339	3,721	5,094	8,318	12,771
	도시바	1,749	2,066	2,369	2,756	3,040	3,246	3,631	3,771	5,894	8,941	13,688
	SK 하이닉스	421	516	586	492	533	699	811	969	1,390	2,015	3,011
	마이크론	844	931	1,015	1,126	1,202	1,294	1,368	1,424	2,766	3,916	5,288
	Total	4,819	5,445	6,113	6,838	7,476	8,260	9,155	9,891	15,167	23,214	34,782
	삼성전자	10%	7%	11%	15%	10%	12%	11%	11%	59%	63%	54%
	도시바	9%	18%	15%	16%	10%	7%	12%	4%	67%	52%	53%
	SK 하이닉스	2%	23%	14%	-16%	8%	31%	16%	19%	55%	45%	49%
	마이크론	12%	10%	9%	11%	7%	8%	6%	4%	72%	42%	35%
	Bit growth(%)	10%	13%	12%	12%	9%	10%	11%	8%	64%	53%	50%

자료: 한화투자증권 리서치센터

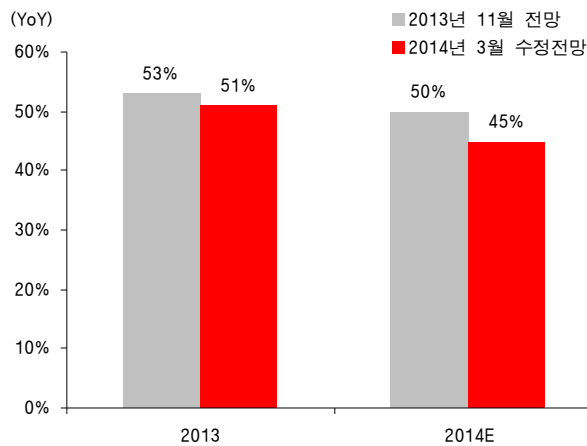
[표4] 2014년 NAND Flash 생산 Capa. Update: 삼성전자, 도시바 신규라인 속도조절 vs. 마이크론 싱기폴 생산전환

(단위: 12" Eq. 천장/월)

		1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013	2014E
2014년 3월 수정 전망	삼성전자	320	330	330	330	330	355	385	405	3,660	3,930	4,425
	도시바	340	370	390	390	400	410	410	410	4,470	4,470	4,890
	SK 하이닉스	135	145	150	120	130	150	160	180	1,551	1,650	1,860
	마이크론	190	190	190	190	190	200	210	220	2,130	2,280	2,460
	기타	7	7	7	7	7	7	7	7	80	80	80
	Total	992	1,042	1,067	1,037	1,057	1,122	1,172	1,222	11,891	12,410	13,715
2013년 11월 전망	삼성전자	320	330	330	335	350	370	395	425	3,660	3,945	4,620
	도시바	340	370	390	400	400	410	430	430	4,470	4,500	5,010
	SK 하이닉스	135	145	150	120	130	150	160	180	1,551	1,650	1,860
	마이크론	190	190	190	190	190	190	190	190	2,130	2,280	2,280
	기타	7	7	7	7	7	7	7	7	80	80	80
	Total	992	1,042	1,067	1,052	1,077	1,127	1,182	1,232	11,891	12,455	13,850

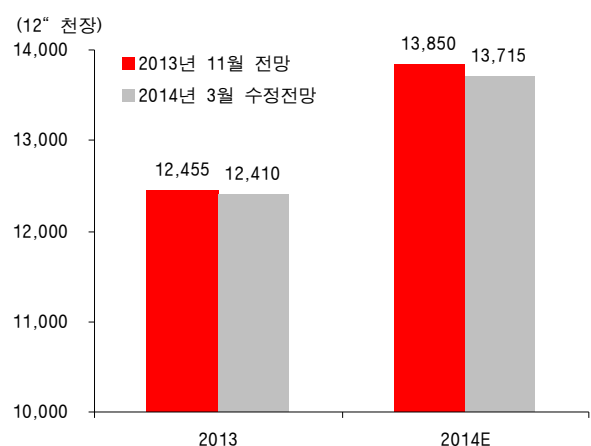
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 2014년 NAND Flash 공급증가를 45%YoY로 하향 전망



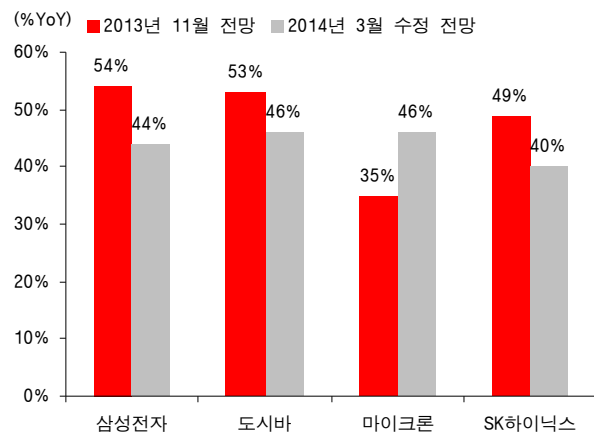
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 2014년 NAND Flash 생산 Capa, 기존 전망대비 1% 감소



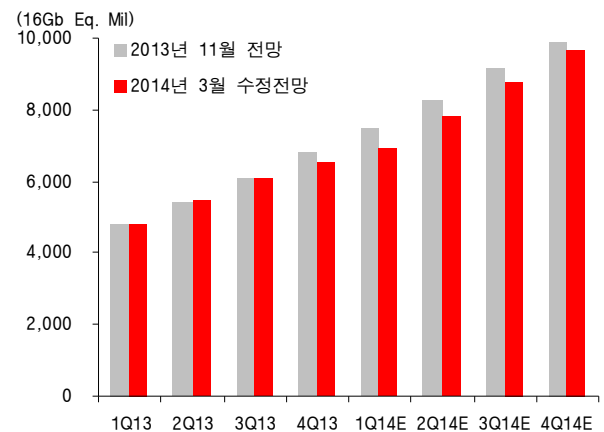
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 2014년 업체별 NAND 공급증가를 수정 전후 비교



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 2014년 분기별 NAND Flash 공급 전망: Mobile 수요증가를 둔화로 신규라인 ramp-up 속도조절 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 수요요인

1. 2014년 Mobile DRAM 수요증가율 하향

2014년 DRAM 공급증가율이 당초 예상보다 높아지는 반면, 지난 수년간 DRAM 수요를 주도했던 Mobile DRAM 수요량 전망치는 당초 예상을 하회할 것으로 예상된다. 당초 당사는 2014년 스마트 폰 성장률이 예년평균보다 크게 낮은 +17%YoY에 불과할 것으로 전망하여 1분기에 사상처음으로 계절적 수요약세가 나타날 것으로 전망한 바 있다. 따라서 2014년 Mobile DRAM 수요증가율을 2013년의 +109%YoY에서 +55%YoY로 크게 낮아질 것으로 추정했다. 그러나 최근 공개된 갤럭시S5 사양과 애플 아이폰6와 관련된 제품 사양 전망치 등을 감안하면, 2014년 Mobile DRAM 수요증가율은 당초 보수적으로 제시했던 당사의 추정치보다 더 낮아질 것으로 판단된다.

우선, Mobile DRAM의 주요 수요처인 스마트 폰과 Tablet PC의 출하량 전망치에는 큰 변화가 없다. 지난 4분기 판매량이 예상보다 높았던 데 따른 기저효과 차이는 있으나, 기본적인 분기별 흐름에 특별한 변화는 없다. 당사가 예상한 바와 같이 1분기 스마트 폰의 계절적인 수요약세가 분명하게 확인되고 있다.

2014년 Mobile DRAM 수요량 전망치 하향은 주로 스마트 제품의 MB/Box 증가율 둔화에 기인한다.

당초 당사는 갤럭시S5가 3GB DRAM을 채용할 것으로 예상했으나, 실제로는 2GB DRAM이 채용되었다. 애플 아이폰6도 2GB 채용 가능성이 높은 것으로 추정했으나, 최근 채널 체크에 의하면 1GB DRAM 채용 가능성이 큰 것으로 파악되고 있다. 이에 따라 2014년 애플 스마트 폰 평균 MB/Box 추정치를 종전 1.35GB/Box에서 1.0GB/Box로 -26% 하향하고, 삼성전자 스마트 폰의 평균 MB/Box 추정치도 종전 1.79GB/Box에서 1.69GB/Box로 -6% 하향한다.

[표5] 스마트 폰, Tablet PC 출하량 전망치는 기존 전망과 큰 차이 없음

(단위: 백만대)

			1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013	2014E
2014년 3월 수정 전망	애플	Smart Phone	38	32	30	50	40	37	45	55	129	151	177
		Tablet	20	15	14	26	20	18	19	25	66	74	82
	삼성	Smart Phone	65	71	80	83	85	89	98	100	206	300	372
		Tablet	9	8	10	15	13	12	16	24	16	41	65
	기타	Smart Phone	107	122	139	149	130	138	149	165	343	517	583
		Tablet	20	21	24	36	23	25	30	41	62	102	119
		Smart Phone	210	225	250	282	255	264	292	320	678	968	1,132
		Tablet	48	44	48	77	56	55	65	90	144	217	266
	Total		258	270	298	359	311	320	357	410	822	1,185	1,398
2013년 11월 전망	애플	Smart Phone	1%	7%	11%	13%	-10%	4%	11%	10%	44%	43%	17%
		Tablet	-19%	-8%	8%	62%	-27%	-1%	17%	38%	78%	51%	22%
	Growth(%)		-3%	4%	10%	21%	-13%	3%	12%	15%	49%	44%	18%
	삼성	Smart Phone	38	32	34	45	40	37	40	55	129	149	172
		Tablet	20	15	14	23	20	18	19	25	66	71	82
	기타	Smart Phone	65	71	81	86	82	85	95	100	206	303	362
		Tablet	9	8	10	15	13	12	16	24	16	42	65
		Smart Phone	107	122	130	142	131	136	151	167	343	501	585
		Tablet	20	21	24	31	23	25	30	41	62	97	119
	Total		258	270	293	343	309	313	351	411	822	1,163	1,385
	Smart Phone		1%	7%	9%	11%	-7%	2%	11%	13%	44%	41%	17%
		Tablet	-19%	-8%	8%	46%	-19%	-1%	17%	38%	78%	45%	27%
	Growth(%)		-3%	4%	9%	17%	-10%	1%	12%	17%	49%	42%	19%

자료: 기트너, 한화투자증권 리서치센터

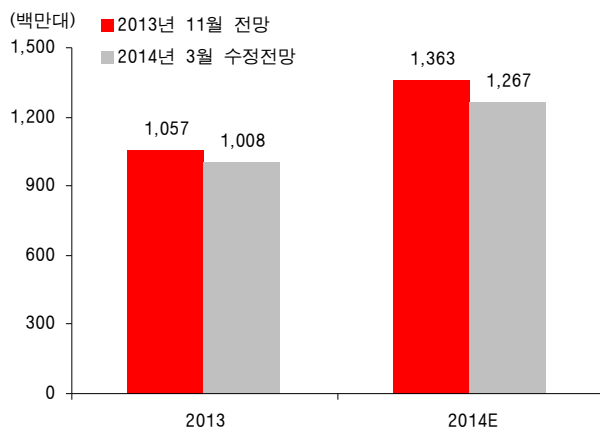
[표6] 2014년 스마트 폰/Tablet PC 평균 MB/Box 전망치 종전대비 -6.3% 하향

(단위: MB/Box)

			1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013	2014E
2014년 3월 수정 전망	애플	Smart Phone	957	960	990	1,024	1,024	1,024	1,024	1,024	671	987	1,024
		Tablet	643	675	770	926	947	996	1,024	1,024	666	772	999
	삼성	Smart Phone	1,126	1,419	1,445	1,626	1,422	1,818	1,797	1,843	921	1,420	1,729
		Tablet	1,024	1,024	1,393	1,730	1,733	1,792	1,856	1,963	998	1,360	1,859
	기타	Smart Phone	706	774	760	842	953	1,007	1,068	1,131	561	776	1,046
		Tablet	1,024	1,072	1,153	1,165	1,337	1,429	1,469	1,479	977	1,115	1,438
		Smart Phone	881	1,004	1,008	1,106	1,120	1,283	1,306	1,335	691	1,008	1,267
		Tablet	870	931	1,089	1,190	1,290	1,367	1,434	1,482	837	1,044	1,406
		Total	879	992	1,021	1,124	1,150	1,297	1,329	1,367	717	1,015	1,293
2013년 11월 전망	애플	Smart Phone	957	960	994	1,024	1,024	1,162	1,536	1,676	671	986	1,381
		Tablet	643	675	770	913	947	996	1,024	1,024	666	762	999
	삼성	Smart Phone	1,250	1,383	1,503	1,643	1,648	1,879	1,897	1,894	921	1,461	1,836
		Tablet	1,024	1,024	1,393	1,707	1,733	1,792	1,856	1,963	998	1,356	1,859
	기타	Smart Phone	706	774	848	965	978	1,028	1,078	1,150	561	833	1,065
		Tablet	1,024	1,072	1,196	1,286	1,426	1,510	1,572	1,631	977	1,162	1,551
		Smart Phone	920	993	1,085	1,188	1,203	1,328	1,414	1,471	691	1,057	1,363
		Tablet	870	931	1,110	1,253	1,326	1,404	1,482	1,550	837	1,064	1,456
		Total	911	983	1,089	1,201	1,225	1,341	1,427	1,488	717	1,058	1,381
		Smart Phone	6%	14%	0%	10%	1%	15%	2%	2%	50%	46%	26%
		Tablet	-5%	7%	17%	9%	8%	6%	5%	3%	56%	25%	35%
		Growth(%)	4%	13%	3%	10%	2%	13%	2%	3%	52%	42%	27%

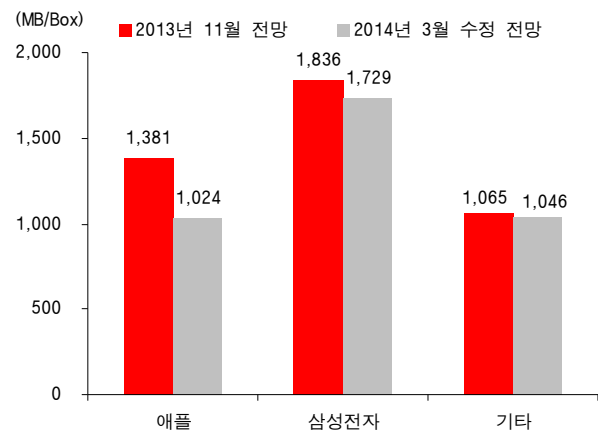
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 2014년 스마트 폰 MB/Box 전망은 종전대비 -7.0% 하향



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 2014년 스마트 폰 업체별 MB/Box 수정 전망

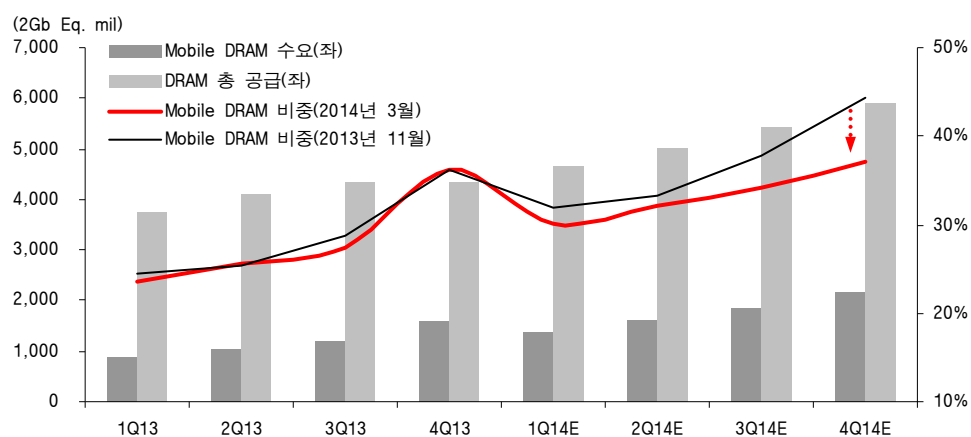


자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 2014년 4분기의 Mobile DRAM 비중이 종전 44%에서 37%로 크게 낮아질 전망

2014년 연간 DRAM 공급증가율이 종전 +21%YoY에서 +27%YoY로 높아지고, Mobile DRAM 수요증가율이 +55%YoY에서 +50%YoY로 낮아짐에 따라 2014년 4분기 기준 Mobile DRAM 물량비중이 44%에서 37%로 크게 낮아질 전망이다. 기본적으로 Mobile DRAM의 특성상 수요와 공급이 1:1 매칭되는 특징을 갖는다는 점에서 2014년 하반기의 Mobile DRAM 물량비중 축소는 Non-Mobile DRAM의 물량비중 증가 및 공급량 확대에 나타날 것으로 예상된다. 이는 가격변동성이 큰 Non-Mobile DRAM 수급전망에 부정적 요인이다.

[그림11] 2014년 4분기 기준 Mobile DRAM 제품비중, 44%에서 37%로 하향 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표7] 전체 DRAM 공급추정치 상황, Mobile DRAM 수요추정치 하향으로 2014년 연평균 Mobile DRAM 비중은 34%에 그칠 전망 (단위: 2Gb Eq. 백만개)

			1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013	2014E
2014년 3월 수정 전망	애플	Smart Phone	143	120	117	201	160	148	180	220	338	581	708
		Tablet	49	39	42	94	74	70	76	100	171	224	320
	삼성	Smart Phone	285	396	453	529	472	632	688	720	741	1,663	2,512
		Tablet	34	33	53	98	88	84	116	184	64	218	472
	기타	Smart Phone	295	369	414	489	484	545	623	731	751	1,567	2,383
		Tablet	81	89	107	166	120	141	172	234	236	443	666
		Smart Phone	723	884	985	1,219	1,116	1,325	1,491	1,671	1,830	3,811	5,603
		Tablet	164	161	202	358	282	295	364	518	472	885	1,458
	Total		888	1,045	1,187	1,577	1,398	1,620	1,854	2,189	2,302	4,697	7,061
	증감률(QoQ, YoY)		0%	18%	14%	33%	-11%	16%	14%	18%	126%	104%	50%
DRAM 총 공급량(2Gb Eq.)		3,759	4,098	4,342	4,366	4,656	5,042	5,429	5,904	13,260	16,564	21,031	
Mobile DRAM 비중		24%	26%	27%	36%	30%	32%	34%	37%	17%	28%	34%	
2013년 11월 전망	애플	Smart Phone	143	120	131	180	160	168	240	360	338	574	928
		Tablet	49	39	42	82	74	70	76	100	171	212	320
	삼성	Smart Phone	316	386	477	552	528	624	704	740	741	1,731	2,596
		Tablet	34	33	53	100	88	84	116	184	64	220	472
	기타	Smart Phone	295	369	431	537	501	546	636	750	751	1,632	2,433
		Tablet	81	89	111	157	128	149	184	258	236	439	718
		Smart Phone	755	874	1,039	1,269	1,189	1,338	1,580	1,850	1,830	3,937	5,957
		Tablet	164	161	206	339	290	303	376	542	472	871	1,510
	Total		919	1,035	1,246	1,608	1,479	1,641	1,956	2,392	2,302	4,808	7,468
	증감률(QoQ, YoY)		4%	13%	20%	29%	-8%	11%	19%	22%	126%	109%	55%
DRAM 총 공급량(2Gb Eq.)		3,759	4,098	4,342	4,435	4,646	4,940	5,186	5,383	13,260	16,633	20,155	
Mobile DRAM 비중		24%	25%	29%	36%	32%	33%	38%	44%	17%	29%	37%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

II. 2014년 DRAM 수급전망 업데이트

2014년 DRAM 수급 구도의 변화

DRAM 공급증가와 Mobile DRAM 수요감소

앞에 정리한 바와 같이 2013년 11월에 제시했던 주요 가정에 큰 변화가 나타났다.

당초 예상했던 것보다 전체 DRAM 공급증가율이 높아졌고 Mobile DRAM의 수요증가율은 낮아졌다. 최근 반도체업종의 주가조정은 이에 대한 불확실성 또는 불안감을 반영하는 것으로 판단한다. 이에 더 이상 막연한 불안감을 갖기보다는 DRAM 수급구도의 변화를 구체화하여 2014년 DRAM 시장전망을 재점검할 필요가 있다.

우선 아래 [표8]에 DRAM 가격변동성이 큰 Non-Mobile DRAM의 공급증가율 추이와 전망을 정리했다.

기본적으로 Mobile DRAM은 Specialty 특성을 갖기 때문에 전체 DRAM 생산에서 Mobile DRAM 수요를 뺀 수치가 Non-Mobile DRAM 공급량이 된다. 금번 수정 전망에서 가장 특징적인 것은 2014년 하반기의 Non-Mobile DRAM 공급이 기존 전망과 완전히 다른 추세를 나타낼 것이라는 점이다. 기존 2013년 11월 전망에서는 2014년 2분기를 기점으로 Non-Mobile DRAM의 절대공급량이 감소세로 전환될 것으로 예상했으나, 금번 수정 전망에서는 2분기 이후에도 분기별로 꾸준히 증가할 것으로 수정 전망한다.

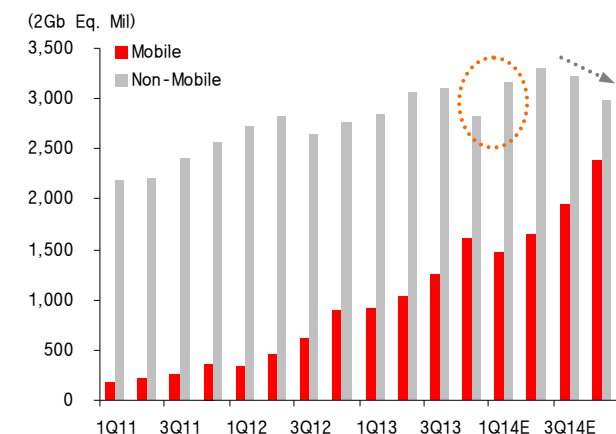
[표8] 수급 변동성이 큰 Non-Mobile DRAM 공급증가율 추이 및 전망

(단위: 2Gb Eq. 백만개)

		1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013	2014E
2014년 3월 수정 전망	Total DRAM	3,759	4,098	4,342	4,366	4,656	5,042	5,429	5,904	13,260	16,564	21,031
	Mobile	888	1,045	1,187	1,577	1,398	1,620	1,854	2,189	2,302	4,697	7,061
	Non-Mobile	2,871	3,053	3,155	2,789	3,258	3,422	3,575	3,715	10,958	11,867	13,970
	(%QoQ, %YoY)	4%	6%	3%	-12%	17%	5%	4%	4%	17%	8%	18%
2013년 11월 전망	Total DRAM	3,759	4,098	4,342	4,435	4,646	4,940	5,186	5,383	13,260	16,633	20,155
	Mobile	919	1,035	1,246	1,608	1,479	1,641	1,956	2,392	2,302	4,808	7,468
	Non-Mobile	2,839	3,063	3,096	2,827	3,167	3,299	3,230	2,992	10,958	11,825	12,688
	(%QoQ, %YoY)	3%	8%	1%	-9%	12%	4%	-2%	-7%	17%	8%	7%

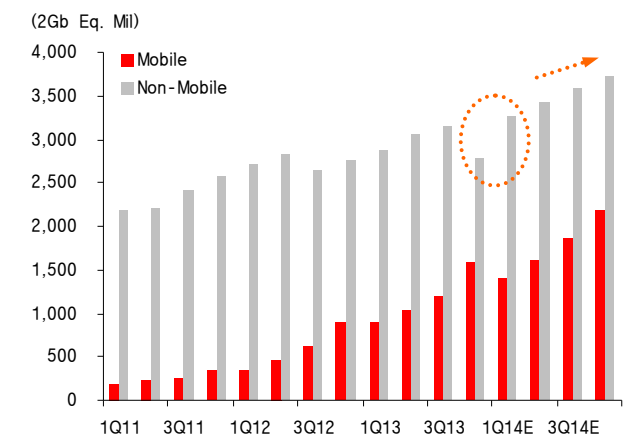
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 2013년 11월 Non-Mobile DRAM 공급량 전망
: 2014년 하반기 절대공급량 감소세 전환



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 2014년 3월 Non-Mobile DRAM 공급량 전망
: 2014년 하반기 절대공급량 증가세 지속



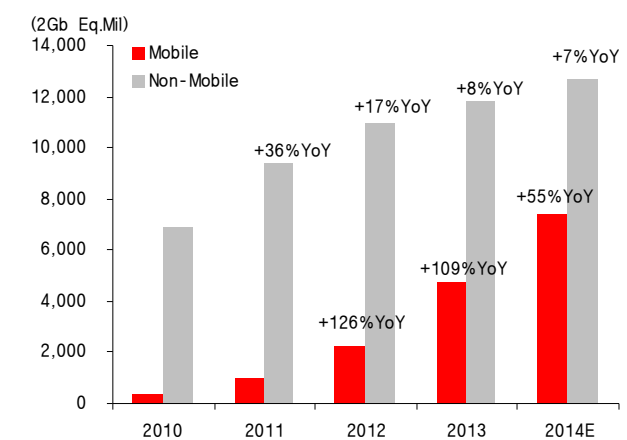
자료: 한화투자증권 리서치센터

2014년 연간으로도 수정 전망 전후의 차이가 명확히 나타난다.

아래 [그림14]에 나타난 바와 같이, 2013년 11월 전망에서는 2014년 Non-DRAM 공급증가율이 2013년의 +8%YoY보다 더 낮은 +7%YoY에 불과할 것으로 추정했다. 따라서 Mobile DRAM 수요가 전년대비 절반인 +55%YoY로 급감할 경우에도 2014년 PC 수요 증감에 큰 상관 없이 DRAM 가격강세가 지속될 것으로 확신했다.

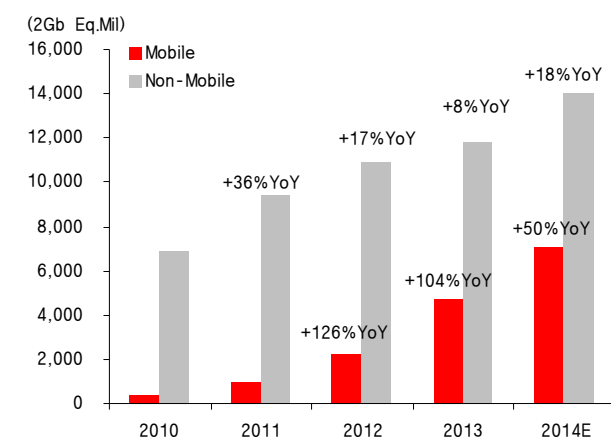
그러나 금번 수정 전망에서는 2014년 Non-Mobile DRAM 공급증가율이 +18%YoY로 2013년에 비해 큰 폭으로 증가한다. 글로벌 경기회복 기대감이 확산되면서 2013년에 비해 수요 여건이 개선되고는 있으나, PC 수요증감에 상관없이 DRAM 가격강세를 확신하기는 어려워졌다.

[그림14] 2014년 Non-Mobile DRAM 공급증가율이 2013년보다 더 낮을 것으로 예상(2013년 11월 전망)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 2014년 Non-Mobile DRAM 공급증가율이 2013년보다 크게 높아질 것으로 수정 전망(2014년 3월 전망)



자료: 한화투자증권 리서치센터

2014년 DRAM 수급민감도 분석

그렇다면 2014년 DRAM 시장은 어떠한 수요 조건에서 가격강세를 지속할 수 있을까?

[표9]에 수급변동성이 큰 Non-Mobile DRAM의 수급민감도를 분석하여 정리했다.

당사의 수급민감도 분석에 의하면, 2014년 DRAM 시장은 Non-Mobile/Non-PC DRAM 수요증가율이 지난 5년 평균 42%를 유지할 경우에 PC 수요증감에 큰 상관없이 가격강세 흐름을 이어가는 것으로 분석된다. 최근 그래픽, 서버 등 수요가 견조한 흐름을 이어가고, 2014년 PC 판매가 전년의 -10%YoY 감소보다 더 악화될 가능성도 낮다는 점에서 2014년 DRAM 시장이 하락세로 전환될 가능성은 희박한 것으로 판단한다.

결론적으로 당사는 2014년 DRAM 공급부족이 당초 예상했던 심각한 수준에서 다소 완화될 것으로 수정 전망한다. 아울러 2014년 DRAM 시장의 상승사이클이 훼손될 가능성도 희박한 것으로 판단한다. 지난 연말에 큰 인기를 얻었던 소니 PS4와 마이크로 X-Box One이 아직 출시되지 않은 국가가 많고, 윈도우XP 서비스 종료로 기업용 PC 수요환경도 2013년에 비해 크게 개선되고 있다. 새로운 수급구도 변화에 신중한 접근은 바람직하나, 막연한 불안감을 가질 필요는 없다.

[표9] 2014년 Non-Mobile DRAM 수급민감도 분석

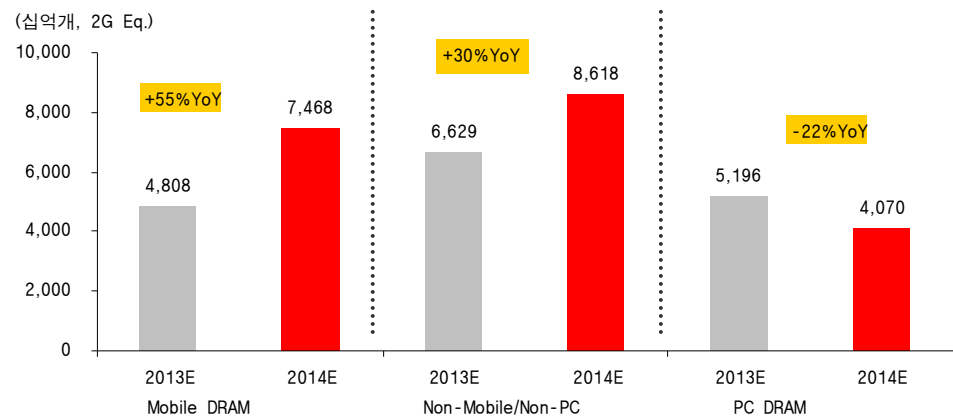
: Non-Mobile/Non-PC DRAM 수요증가율이 지난 5년 평균 40%선 유지할 경우, 2014년은 DRAM 공급부족 시장

		Non-Mobile, Non-PC DRAM 수요증가율			
		20%	30%	40%	45%
PC 출하증가율	-10%	8.3%	3.0%	-1.8%	-4.0%
	-5%	6.0%	1.0%	-3.6%	-5.8%
	0%	3.8%	-1.0%	-5.4%	-7.5%
	5%	1.8%	-2.9%	-7.2%	-9.2%
	10%	-0.2%	-4.7%	-8.9%	-10.8%

자료: 한화투자증권 리서치센터

* Non-Mobile/Non-PC DRAM은 그래픽, 서버, Consumer DRAM 의미

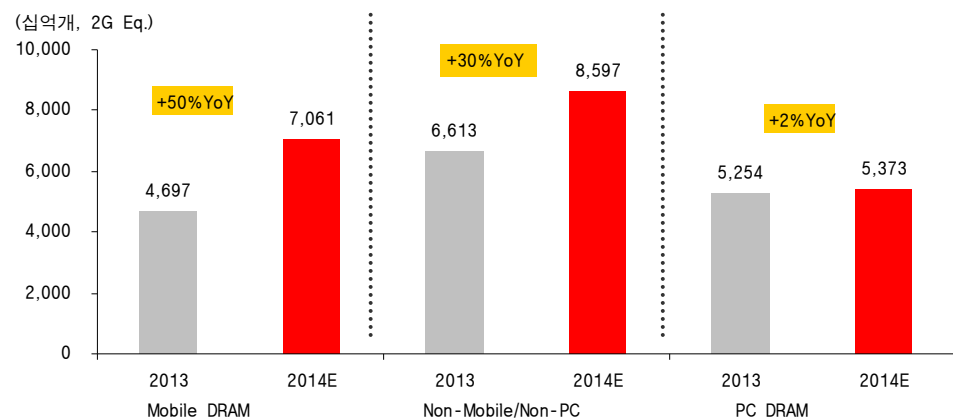
[그림16] 2013년 11월 전망: 2014년 PC DRAM 공급 -22%YoY 감소 → PC수요 부진하더라도 가격강세 지속



자료: Gartner, 한화투자증권 리서치센터

주: 2014년 Non-Mobile/Non-PC DRAM 수요증가율 +30%YoY 가정할 경우(지난 5년 평균 +42%YoY로써 보수적 가정)

[그림17] 2014년 3월 전망: 2014년 PC DRAM 공급 +2%YoY 증가 → 긍정적 시각 유지하나 PC수요 관찰 필요



자료: Gartner, 한화투자증권 리서치센터

주: 2014년 Non-Mobile/Non-PC DRAM 수요증가율 +30%YoY 가정할 경우(지난 5년 평균 +42%YoY로써 보수적 가정)

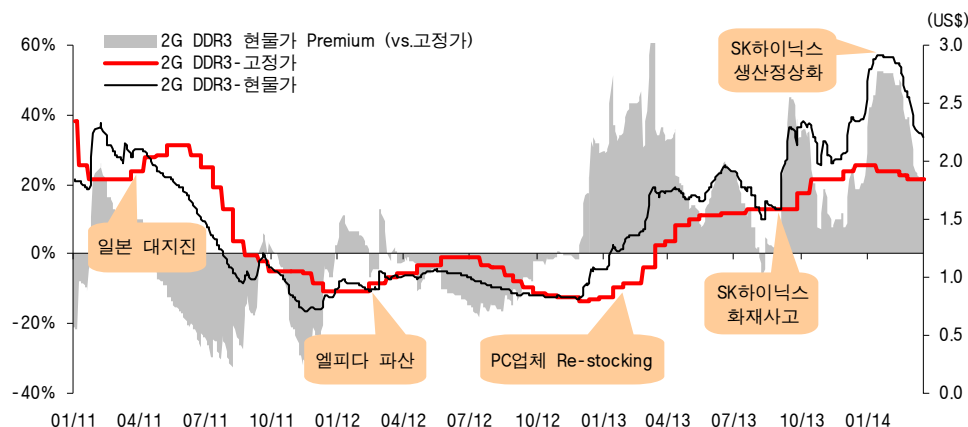
III. 2014년 메모리반도체 가격전망

1분기 DRAM 가격흐름은 당사 전망에 부합

올 1월말에 SK하이닉스 우시공장 생산이 완전 정상화되면서 DRAM 현물가격이 가파르게 하락하고 있으나, 올 1분기 DRAM 현물가격 급락에 큰 의미를 부여할 필요는 없는 것으로 판단한다. 이는 SK하이닉스 화재사고에 따른 '비정상적 정상화' 과정으로 이해되기 때문이다. 실제 DRAM 현물가격이 급등하는 과정에서도 DRAM 고정가격은 차분한 흐름을 나타냈다.

당사는 계절적인 Mobile 수요약세와 SK하이닉스의 DRAM 공급증가에도 불구하고 올 1분기 DRAM 고정가격이 완만한 소프트랜딩 흐름을 나타낼 것으로 전망한 바 있다. SK하이닉스 화재사고 여파로 산업전반의 재고수준이 크게 낮아져 수요자와 공급자 모두 재고확보 수요(Re-stocking)가 강할 것으로 예상했기 때문이다. 올 1분기 DRAM 고정가격 흐름은 당사의 전망에 대체로 부합하고 있다.

[그림18] SK하이닉스 화재사고 영향 일단락: 산업전반의 재고수준이 낮아 급격한 고정가격 하락은 없을 것



자료: DRAmExchange, 한화투자증권 리서치센터

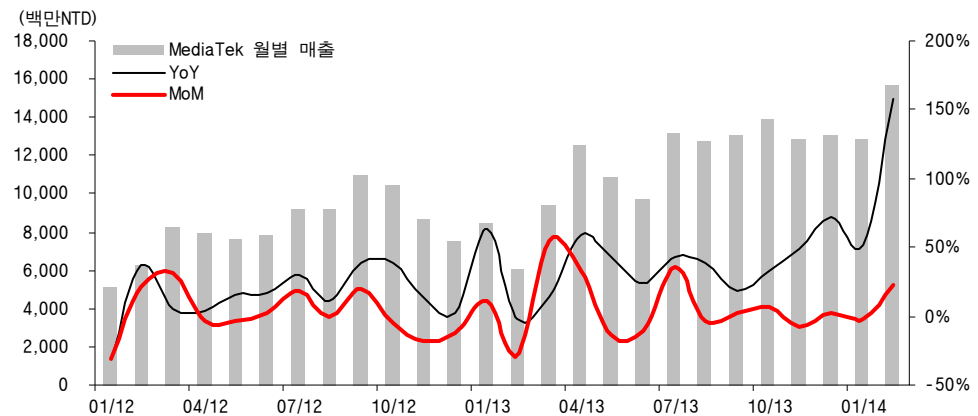
2분기 DRAM 가격하락 예상되나, 우려보다는 크지 않을 것

이제 시장의 관심은 2분기 이후 DRAM 가격전망에 모아지고 있다. 1분기에 재고확보(Re-stocking) 수요가 어느 정도 마무리될 것이므로 2분기에도 Mobile 실수요가 계속 부진할 경우에는 DRAM 고정가격이 예상보다 크게 하락할 수 있기 때문이다. 최근 SK하이닉스 주가의 박스권 흐름도 이에 대한 불확실성을 반영하는 것으로 이해된다.

우리는 올 2분기 DRAM 고정가격이 우려보다는 완만한 하락세를 나타낼 것으로 전망한다. 우리가 이와 같이 판단하는 이유는 다음과 같다.

1. 수급민감도 분석 결과, 2014년에 DRAM 시장이 하락세로 전환될 가능성이 희박한 것으로 분석된다.
2. 채널 체크에 의하면, 최근 중국 등 신규시장의 2분기 Mobile 수요 증가 기대감이 높아지고 있다.
: 실제 2월 대만 미디어텍 매출액이 전년대비 +158% 급증(중국 스마트폰 AP 수요증가 파악)
3. 2분기에 삼성전자 갤럭시S5 판매가 본격화되고 애플 向 아이폰6용 Mobile DRAM 수요 증가가 시작될 것으로 예상된다.

[그림19] 2월 대만 미디어텍 매출액 전년대비 +158% 급증: 2분기 중국 Mobile 수요증가 기대



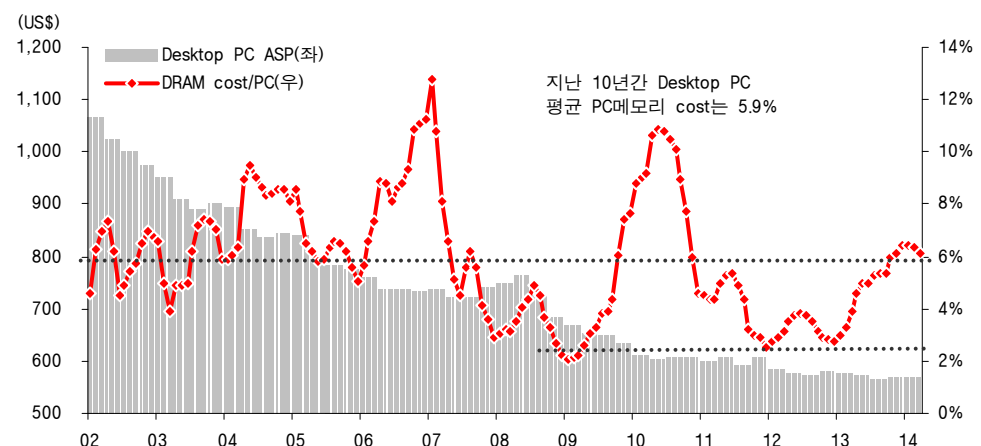
자료: 대만 미디어텍, 한화투자증권 리서치센터

현재 PC DRAM 가격은 지난 10년 평균수준에 불과

2013년 연초부터 DRAM 고정가격 강세가 장기간 지속됨에 따라 PC에서 차지하는 PC DRAM 원가비중 상승을 부담스러워하는 시각이 있다. PC DRAM 원가비중이 높아졌기 때문에 약간의 수급 이완만으로도 PC업체들의 가격인하 압력이 거세질 수 있다는 것이다.

그러나 이는 다소 과장된 우려이다. 현재 PC DRAM 고정가격이 PC업체들이 특별히 큰 부담을 느낄만한 수준이 아니기 때문이다. 아래 [그림 20]에 나타난 바와 같이, 현재 PC DRAM 가격이 PC에서 차지하는 원가비중은 6.1%로 추정되어 지난 10년 평균 5.9%와 큰 차이가 없다. 오히려 현재 가격에서 5%만 추가로 하락할 경우에는 원가비중이 5.8%로 낮아져 지난 10년 평균수준을 하회할 것으로 추정된다. 따라서 당사는 2분기 PC DRAM 고정가격이 mid-high single 수준의 완만한 하락조정에 그칠 것으로 예상한다.

[그림20] PC DRAM Cost 추이: 현재 DRAM 가격은 지난 10년 PC DRAM cost 평균 수준에 불과(고정가격 기준)



자료: 가트너, DRAMExchange, 한화투자증권 리서치센터

Mobile 수요부진의 직격탄을 맞은 NAND Flash

올 1분기 NAND Flash 가격은 Mobile 수요부진의 직격탄을 맞아 당초 예상보다 더 큰 폭으로 하락했다. 주력제품인 64Gb MLC NAND Flash 고정가격이 연초대비 -18% 하락했으며, 당분간 추가하락이 이어질 것으로 예상된다. 이는 종전 NAND Flash 수요를 주도했던 스마트 폰 성장률이 크게 낮아진 데 따른 것이다. 특히 올 1분기 스마트 폰 시장에 사상처음으로 강한 수요계절성이 나타나면서 가격하락 폭이 당초 예상보다 더 크게 나타났다.

우리는 향후 NAND Flash 가격이 신규 스마트 폰 판매에 의해 상승하는 일은 없을 것으로 판단한다. 즉, 지금까지는 스마트 폰 출하량이 연평균 +40%YoY 이상 증가했기 때문에 연간 NAND Flash 공급량 증가를 대부분 소화할 수 있었으나, 연간 스마트 폰 출하증가율이 +10%대로 낮아진 상황에서는 더 이상 NAND Flash 공급량 증가를 소화하기 어렵다. 최근 스마트 폰의 NAND Flash 용량 증가가 완만해지는 점을 감안하면 더욱 그러하다.

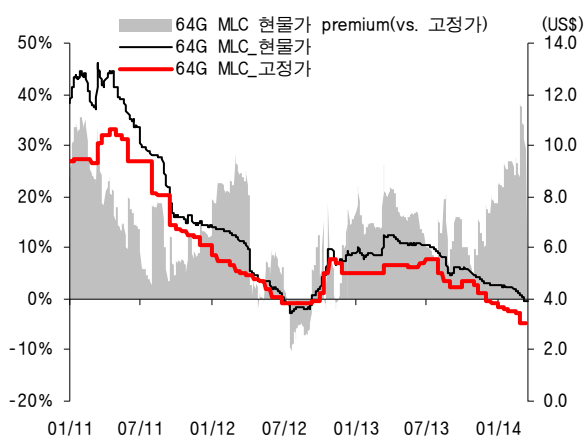
향후 NAND Flash 가격은 SSD 등 신규수요가 좌우할 전망

2014년 NAND Flash 가격은 SSD(Solid State Disk) 등 신규수요에 의해 좌우될 것으로 판단한다.

이미 주요 NAND Flash 업체들이 TLC, 3D NAND 등 제품을 통해 SSD 신규시장 확대를 강하게 추진하고 있기 때문에 향후 NAND Flash 가격의 추가하락은 SSD 수요증가를 촉발하는 요인으로 작용할 전망이다. 현재 삼성전자 등 브랜드 제품의 128GB SSD 가격이 US\$130대로 낮아진 상태라써 당사는 US\$100선을 Sweet Price로 판단한다.

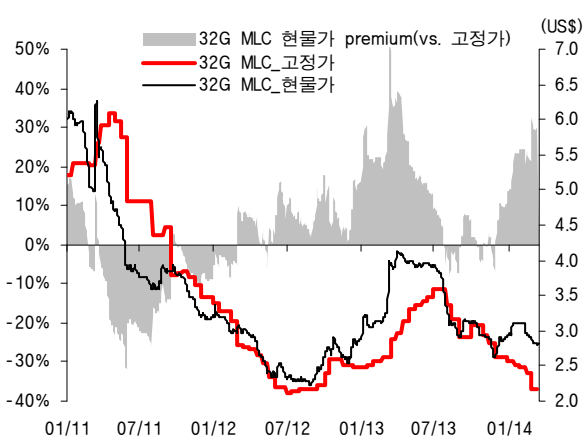
기존 NAND Flash 수요를 주도했던 스마트 폰의 성장률이 크게 낮아지고 있어 올 2분기에도 가격약세가 계속 이어질 것으로 예상된다. 그러나 이미 하위업체의 손익분기점이 위협받는 수준까지 NAND Flash 가격이 하락했고, 2분기 스마트 폰 신모델 출시에 따른 수요증가가 예상된다는 점에서 2분기 NAND Flash 가격하락 폭은 1분기보다 크게 둔화될 것으로 예상된다. 올해 예정된 신규라인 ramp-up 속도조절이 예상되는 점도 가격하락 폭이 둔화될 것으로 예상하는 이유이다.

[그림21] 64Gb 주력 NAND Flash 가격약세 지속



자료: DRAMeXchange, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 32Gb 저용량 NAND Flash 가격하락 폭이 더 크다



자료: DRAMeXchange, 한화투자증권 리서치센터

최근 이슈 점검

도시바, 샌디스크의 SK하이닉스 특허침해 제소

예상치 못했던 도시바와 샌디스크의 특허침해 제소로 SK하이닉스 주가가 크게 출렁였다. 지난 2007년에 일괄타결을 통해 마무리된 것으로 생각했던 이슈가 갑자기 제기됨에 따라 불확실성에 따른 주가충격이 불가피했다. 많은 투자자들이 향후 특허소송 진행상황에 대해 궁금해 하고 있으나, 현 시점에서는 이에 대한 선분은 전망은 무의미한 것으로 판단한다. 피소된 SK하이닉스도 제기된 여러 이슈를 확인하는 단계에 있기 때문이다. 다만, 기본적으로 특허소송 자체가 장기간 소요되는 이슈라는 점에서 불확실성 자체에 대한 단기 주가충격은 이미 반영된 것으로 판단된다.

무엇보다도 금번 도시바와 샌디스크가 특허침해 제소를 한 배경을 파악하는 것이 가장 중요할 것이다. 여러 가지 경우가 있겠으나 당사는 2가지 측면에서 그 배경을 추정한다. 첫째, 스마트 폰 성장률 둔화로 NAND Flash 시장전망의 불확실성이 높아졌기 때문이다. 기존 성장동력이 둔화되면서 SSD 신규시장 진입을 앞두고 있기 때문에 특허침해 제소를 통해 경쟁사를 강력히 견제할 필요성이 높아진 것으로 볼 수 있다. 둘째, Mobile DRAM의 안정적인 조달을 위한 협상전략의 일환일 수도 있다. 도시바가 eMCP 수요 증가에 대응하기 위해서는 안정적인 Mobile DRAM 조달이 필수적이다. 지난 2007년에도 Mobile DRAM 공급 계약과 함께 SK하이닉스-도시바 특허분쟁이 일괄 타결된 바 있다.

[표10] SK하이닉스-도시바 NAND Flash 특허분쟁

시기	주요 내용
2004. 11	- 도시바, 하이닉스에 낸드플래시 2건, D램 1건 특허침해 혐의로 소송 - 미국과 일본현지법원에 특허권 위반으로 발생한 손실에 대한 보상과 판매중지 주장
2005. 09	- 도시바가 미국제무역위원회(ITC)에 낸드플래시 관련 3건 특허 침해 소송 제기 - 관련품목 수입금지 명령 요구
2005. 10	- 하이닉스, 도시바에 낸드플래시 특허침해 맞소송. 플래시메모리 특허 2건 침해 내용
2006. 03	- 日 도쿄지방법원 재판에서 하이닉스 패소. 일본내 낸드플래시 판매중단 및 도시바에 보상금 지급 판결
2006. 11	- 미국 소송에서 하이닉스 승소. 美 ITC는 도시바의 특허를 하이닉스가 침해했다는 주장을 기각
2007. 03	- 특허분쟁 일괄타결. 양사는 특허 상호 라이선스 계약 및 제품 공급 계약 체결하고 모든 특허소송 취하
2014. 03. 13	- 도시바와 샌디스크, SK 하이닉스에 낸드플래시 판매금지 및 손해배상 청구(약 1조 530 억원 예상) - 샌디스크 일본법인에 근무했던 직원이 2008 년에 하이닉스로 이직하면서 메모리 대용량화에 필요한 연구데이터를 기록매체에 복사하여 하이닉스에 넘겼다고 주장 - 현재 해당 직원은 일본 경찰에 체포되어 수사 중(2008 년 하이닉스 입사, 2010 년 퇴사)

자료: 한화투자증권 리서치센터

IV. 반도체 투자전략

1. 2분기 모멘텀 둔화를 비중확대 기회로 활용 권고

2분기부터 DRAM 가격하락 폭이 커질 것이라는 우려가 있으나, 우리는 그 폭이 우려할 만큼 크지 않을 것으로 예상한다. 오히려 2분기의 단기모멘텀 둔화국면을 반도체 비중확대 기회로 활용하는 투자전략을 권고한다. 전체 DRAM 공급량이 증가하고 Mobile 수요가 예상보다 낮아질 전망이지만 반도체 상승사이클이 훼손되지는 않을 것이기 때문이다.

반도체업종 Top pick 종목은 'SK하이닉스'를 계속 유지한다.

DRAM 가격모멘텀 둔화, 오버 행, 특허침해 피소 등 많은 이슈가 제기되고 있으나, DRAM 상승사이클의 최대 수혜주로서 상승 추세를 계속 이어갈 것이다. 당사는 2분기에 안정적인 실적흐름을 통해 반도체의 구조재편 효과를 확인하면서 본격적인 2차 상승국면을 시작할 것으로 예상한다. 올 하반기에는 순현금 구조 전환으로 자사주 매입 등 주주환원 정책이 가시화될 전망이므로 SK하이닉스의 Re-rating이 본격화될 가능성이 높은 것으로 판단한다.

삼성전자에 대해서는 중장기 저점매수 전략을 권고한다.

삼성전자를 반도체 업체로 바라보는 시각보다는 스마트 폰 업체로 바라보는 시각이 더 강하다. 2014년 반도체 실적개선은 확실하지만 2013년 전사 이익의 68%를 차지하는 IM(정보통신)부문 실적모멘텀 둔화 우려가 더 크다. Valuation 메리트에도 불구하고 현 시점에서는 바닥권 주가를 탈출할 단기 촉매(trigger)가 부재하다. 다만, 2014년에 삼성전자가 적극적인 주주환원 정책을 계획하고 있다는 점에서 향후 외부환경 개선이 동반될 경우 지난 2011년 실적감소 시기의 평균 PBR 1.6배(160만원)까지는 주가상승이 충분히 가능할 것으로 판단하여 BUY 투자의견을 유지한다.

[표11] 반도체업종 주요 Coverage Valuation 요약

			매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)	시가총액 (십억원)
대형주	삼성전자	2013	228,693	36,785	29,821	200,236	6.4	1.5	22.8	-28.9	187,512
		2014E	235,462	35,077	28,818	192,541	6.6	1.3	18.3	-32.9	
	SK 하이닉스	2013	14,165	3,380	2,872	4,045	9.6	2.1	25.2	12.4	27,485
		2014E	15,430	4,125	3,837	5,342	7.2	1.6	25.1	-7.8	
반도체 장비	원익 IPS	2013	423.0	55.1	27.4	375	22.4	2.1	9.7	-9.2	677.0
		2014E	576.0	93.5	61.7	842	10.0	1.6	18.4	-14.4	
	유진테크	2013	106.4	31.4	39.5	1,872	11.1	2.7	27.5	-74.4	451.9
		2014E	191.0	58.0	55.1	2,611	8.0	2.0	29.1	-77.9	
	피에스케이	2013	129.1	21.0	16.7	841	13.7	1.5	11.6	-41.4	232.8
		2014E	211.4	50.8	39.5	1,989	5.8	1.2	23.0	-48.5	
	테크윙	2013	91.8	9.5	8.9	541	11.0	1.5	14.5	64.5	97.9
		2014E	117.5	15.1	11.9	723	8.2	1.3	16.9	58.0	
반도체 후공정/부품	네패스	2013	364.1	-0.9	-33.4	-1,530	-5.1	1.4	-24.6	121.3	170.0
		2014E	404.6	27.4	11.3	520	15.0	1.3	8.9	96.3	
	심텍	2013	521.5	-27.7	-32.5	-1,009	-6.0	1.1	-16.6	130.2	195.5
		2014E	627.3	16.7	3.7	116	52.4	1.1	2.1	135.6	
	시그네틱스	2013	274.2	11.2	9.0	105	18.4	0.9	4.9	14.6	165.9
		2014E	278.1	15.7	14.2	165	11.7	0.8	7.5	-3.4	

주: 2014년 3월 21일 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 반도체 스몰캡은 장비주에 집중, 후공정 부품주 확대는 아직 때가 이르다

2013년 이후 반도체 상승사이클 국면에서 반도체 전공정 장비업체와 후공정 업체간의 주가차별화가 계속되고 있다. 지난 1년간 반도체 전공정 장비업체들이 대부분 크게 급등한 반면, 대부분 후공정 업체들은 아직 바닥권을 벗어나지 못하고 있다. 반도체업종내 주가차별화가 심화됨에 따라 후공정 부품주에 대한 실적 턴어라운드를 계속 주목했으나, 아직은 턴어라운드의 시그널이 확인되지 않고 있다.

반도체 스몰캡 종목투자는 전공정 장비업체에 집중할 것을 권고한다. 아직은 후공정 부품업종으로 확대할 때가 아닌 것으로 판단한다. 당사는 2015년에도 반도체 투자확대 사이클이 지속될 것으로 전망하여 전공정 장비업종에 대한 긍정적 시각을 유지한다. 반도체 장비업종 최선호 종목으로는 피에스케이와 유진테크를 제시한다. 이들은 업종 내에서 valuation 메리트가 가장 크고, 고객사가 다변화되어 있어 2014년 분기별 실적이 안정적인 흐름을 이어갈 것으로 예상된다. 물론 2014년 연간실적도 사상최대 실적을 달성할 것으로 예상된다.

반도체 후공정 부품주들은 모두 HOLD 투자 의견을 유지하거나 HOLD로 하향한다.

2013년 실적급감에 따른 기저효과로 2014년에는 대부분 실적개선이 예상되나, 예년수준의 수익성을 회복할 것으로 기대하기에는 아직 이른 것으로 판단한다. 1분기에도 실적부진이 이어지고 있으며 아직까지 턴어라운드 시그널이 확인되지 않고 있다. 주가 valuation 측면에서도 이들 후공정 업체들은 단순한 기저효과가 아닌 2015년까지 이어지는 실적개선 여부에 초점을 맞춰야 하므로 실적개선 시그널을 확인하고 접근해도 늦지 않을 것으로 판단한다. 당분간 실적개선 시그널을 확인하고 접근하는 신중한 투자전략을 권고한다.

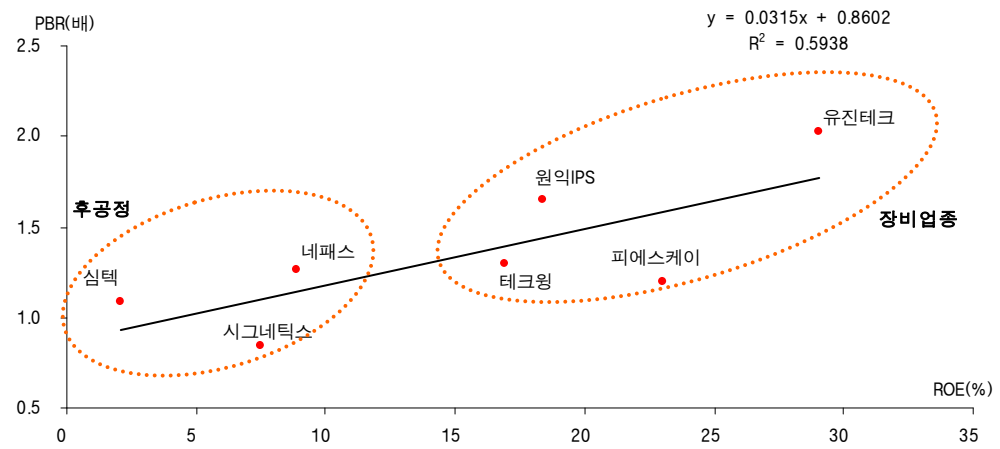
[표12] 반도체 장비/부품 주요 종목별 투자포인트

		투자 의견	목표주가 (원)	현재주가 (원)	시가총액 (억원)	PER(배)		투자포인트
						2013	2014E	
반도체 장비	피에스케이	BUY (Maintain)	18,000	11,500	2,328	13.7	5.8	- 반도체 장비업체 중 가장 저평가 2014 년말 순현금 1,000 억원에 달할 전망
	유진테크	BUY (maintain)	26,000	20,800	4,519	11.1	8.0	- 미세공정 전환 최대수혜주 2014 년 분기별 안정적 실적흐름으로 최대실적 달성 전망
	원익 IPS	BUY (maintain)	11,000	8,410	6,770	22.4	10.0	- 삼성전자 V-NAND 투자확대의 최대 수혜 - 단기적으로 2 분기 수주공백 예상
	테크윙	BUY (maintain)	8,000	5,940	979	11.0	8.2	- 메모리 테스트 핸들러 1 위 업체 2014 년 비메모리 핸들러 시장 신규진입 가시화 기대
반도체 부품	네파스	HOLD (maintain)	8,000	7,790	1,700	-5.1	15.0	- 네파스 Pte 구조조정으로 전자 수익성 개선 - 자본감소에 따른 valuation 부담은 증가
	심텍	HOLD (Downgrade)	6,500	6,070	1,955	-6.0	52.4	2013 년 화재사고 후 실적개선 지연 반복 2014 년 실적 정상화 진입 여부 주목
	시그네틱스	HOLD (Downgrade)	2,000	1,935	1,659	18.4	11.7	- 패키징 업체 중 상대적으로 안정적인 실적 2014 년 수익성 회복 여부 주목

주: 2014년 3월 21일 가격 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 반도체 스몰캡 최선호주로 2014E ROE 높은 피에스케이, 유진테크 제시



자료: 한화투자증권 리서치센터

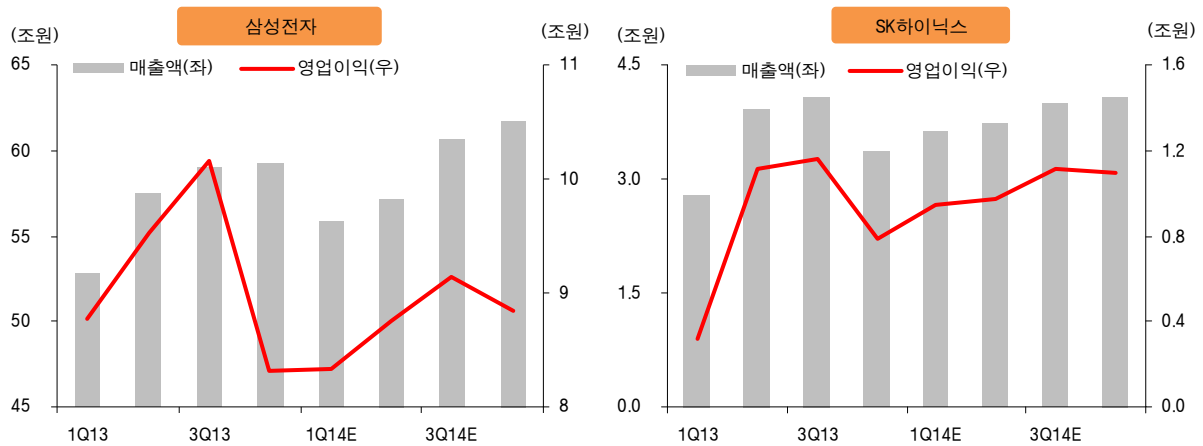
[표13] 반도체업종 주요 Coverage 분기 실적 요약

(단위: 십억원)

		1Q13	2Q13	3Q13	4Q13P	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013	2014E	2015E
매출액													
대형주	삼성전자	52,868	57,464	59,083	59,277	55,854	57,207	60,659	61,742	201,104	228,693	235,462	240,827
	SK 하이닉스	2,781	3,933	4,084	3,368	3,631	3,739	3,994	4,066	10,162	14,165	15,430	16,565
장비	원익 IPS	60.3	79.3	106.5	177.0	154.2	113.2	145.5	163.2	348.7	423.0	576.0	656.0
	유진테크	25.3	24.8	20.2	36.1	44.0	44.4	51.1	51.5	168.3	106.4	191.0	226.9
	페이스케이	23.3	16.5	28.6	60.6	47.0	49.3	60.0	55.2	84.4	129.1	211.4	241.2
	테크윙	18.1	24.6	23.7	25.5	21.4	27.4	33.6	35.2	91.1	91.8	117.5	142.3
후공정/ 부품	네패스	70.0	104.5	111.3	78.4	93.1	98.7	107.8	105.0	290.5	364.1	404.6	455.3
	심텍	118.5	130.9	139.9	132.1	128.6	150.4	167.3	180.9	630.6	521.5	627.3	685.0
	시그네틱스	64.7	74.5	73.1	61.9	60.2	66.4	74.3	77.3	309.9	274.2	278.1	309.0
영업이익													
대형주	삼성전자	8,779	9,531	10,164	8,311	8,335	8,749	9,142	8,851	29,049	36,785	35,077	32,512
	SK 하이닉스	317	1,114	1,164	785	944	972	1,115	1,093	-227	3,380	4,125	4,281
장비	원익 IPS	-2.2	3.1	12.6	41.6	26.1	14.7	23.0	29.7	26.5	55.1	93.5	111.6
	유진테크	7.0	9.3	5.0	10.1	12.3	13.3	16.4	16.0	53.6	31.4	58.0	68.6
	페이스케이	4.7	-0.9	4.2	13.1	9.9	10.8	15.9	14.3	8.7	21.0	50.8	61.4
	테크윙	2.0	3.0	2.7	1.7	1.8	3.2	4.8	5.2	11.9	9.5	15.1	20.2
후공정/ 부품	네패스	-1.3	-2.0	-4.1	6.5	4.6	6.6	8.4	7.8	41.5	-0.9	27.4	35.8
	심텍	-7.6	-8.8	-2.4	-8.8	-8.4	2.3	9.9	12.9	46.3	-27.7	16.7	49.3
	시그네틱스	3.1	5.8	1.4	0.9	0.3	3.3	5.9	6.2	18.5	11.2	15.7	23.6
당기순이익													
대형주	삼성전자	7,155	7,774	8,245	7,301	6,893	7,257	7,588	7,406	23,845	30,475	29,143	27,212
	SK 하이닉스	179	947	958	789	886	898	1,036	1,019	-159	2,873	3,839	3,621
장비	원익 IPS	-2.5	-0.9	9.0	31.7	21.5	11.7	18.4	24.0	17.9	37.4	75.6	90.4
	유진테크	6.2	16.0	4.4	12.9	11.6	13.4	14.8	15.3	51.1	39.5	55.1	62.5
	페이스케이	4.1	-0.2	5.1	7.8	7.6	8.4	12.3	11.1	11.5	16.7	39.5	47.8
	테크윙	-3.2	0.8	9.7	0.5	1.3	2.6	3.9	4.2	10.7	7.9	12.1	16.4
후공정/ 부품	네패스	-2.7	-4.9	-8.2	-29.9	1.3	3.5	4.6	4.7	12.0	-45.8	14.1	21.9
	심텍	-8.1	-10.8	-5.4	-8.1	-8.8	-0.5	5.4	7.7	24.5	-32.5	3.7	30.3
	시그네틱스	2.3	3.2	2.1	1.4	0.5	3.0	5.2	5.4	15.9	9.0	14.2	20.8

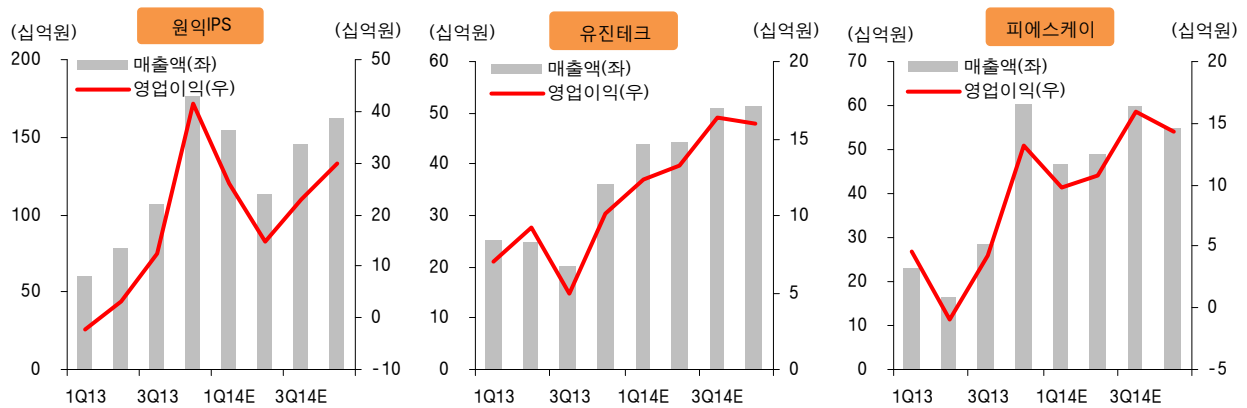
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 삼성전자 & SK하이닉스 실적 추이



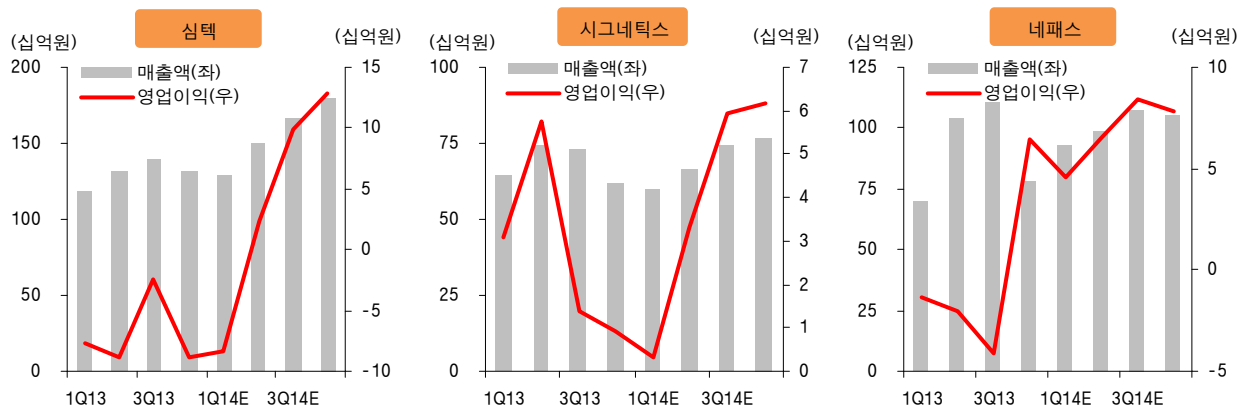
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 반도체 장비업종 실적추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 반도체 후공정/부품 실적추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

V. 반도체 Coverage 주요 종목

대형주	SK하이닉스 (000660/Buy/maintain, TP: 47,000원(상향))
	삼성전자 (005930/Buy/maintain, TP: 1,600,000원(하향))
반도체 장비	피에스케이 (031980/Buy/maintain, TP: 18,000원(유지))
	유진테크 (084370/Buy/maintain, TP: 26,000원(유지))
	원익IPS (030530/Buy/maintain, TP: 11,000원(유지))
	테크윙 (089030/Buy/maintain, TP: 8,000원(하향))
반도체 후공정 /부품	네패스 (033640/Hold/Maintain, TP: 8,000원(하향))
	심텍 (036710/Hold/Downgrade, TP: 6,500원(하향))
	시그네틱스 (033170/Hold/Downgrade, TP: 2,000원(하향))

Analyst 안성호 | shan@hanwha.com
RA 고정우 | jungwoo.ko@hanwha.com

Buy(maintain)

목표주가: 47,000원(상향)

주가(3/21): 38,700원

Stock Data

KOSPI(3/21)	1,934.94pt
시가총액	274,848억원
발행주식수	710,201천주
52주 최고가 / 최저가	39,900 / 26,200원
90일 일평균거래대금	1,427.54억원
외국인 지분율	45.9%
배당수익률(14.12E)	0.5%
BPS(14.12E)	24,038원

KOSPI대비 상대수익률	1개월	-0.4%
	3개월	12.1%
	6개월	31.2%

주주구성

에스케이텔레콤(주)외 4인	20.6%
----------------	-------

SK 하이닉스 (000660)

단기 모멘텀 둔화가 비중확대 기회다

2분기 DRAM 가격조정을 겁내지 말 것

당초 예상보다 DRAM 공급량이 커지고 Mobile 수요는 감소할 것으로 예상됨에 따라 1분기 재고확보 수요가 마무리된 후 DRAM 가격하락이 본격화될 것이라는 우려가 있다. 그러나 2014년의 DRAM 공급증가와 Mobile 수요감소 정도로 DRAM 상승사이클이 끝나지는 않을 것으로 판단한다. 2분기 DRAM 가격조정 폭이 우려할 만큼 크지 않을 전망이므로 이러한 우려가 증폭될 수 있는 2분기를 비중확대 기회로 활용하는 전략이 바람직한 것으로 판단한다.

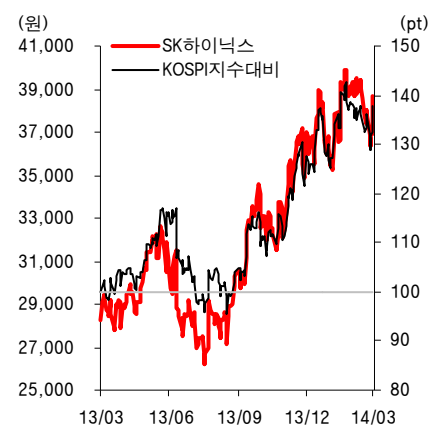
1분기 실적은 시장기대에 부합, 2분기도 실적개선 추세 이어질 전망

1분기 실적은 매출액 3.63조원(+8%QoQ), 영업이익 9,440억원(+20%QoQ)으로 추정되어 시장기대에 부합할 것으로 예상된다. 2분기에는 매출액 3.74조원(+3%QoQ), 영업이익 9,720억원(+3%QoQ)으로 분기 실적개선 추세를 이어갈 것으로 예상된다. 2분기 DRAM 가격하락에 따른 단기 실적모멘텀 둔화 우려가 있으나, 이 시기의 NAND Flash 출하량 증가가 이를 상쇄할 것으로 예상된다.

목표주가 47,000원으로 상향, BUY 투자의견 유지

현재 동사 주가는 4만원대 진입을 앞두고 박스권 등락을 반복하고 있다. 위로는 DRAM 모멘텀 둔화 우려가 가로막고 있고, 아래로는 중장기 상승사이클 전망이 뒤를 받치고 있는 양상이다. 단기적으로는 박스권 흐름이 좀 더 이어질 것으로 예상되나, 우려하는 2분기에 오히려 상승세로 전환될 가능성이 높은 것으로 판단한다. 2014년과 2015년 평균매출액 16조원에 PSR 2.1배를 적용하여 목표주가를 종전 45,000원에서 47,000원으로 상향하고 'BUY' 투자의견을 계속 유지한다.

Stock Price



Financial Data	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액(십억원)	10,396	10,162	14,165	15,430	16,565
영업이익(십억원)	369	-227	3,380	4,125	4,281
세전계속사업손익(십억원)	45	-199	3,075	4,084	4,260
순이익(십억원)	-57	-159	2,872	3,837	3,619
EPS(원)	-96	-234	4,045	5,342	4,984
증감률(%)	적전	적지	흑전	32.1	-6.7
PER(배)	-229.2	-110.1	9.6	7.2	7.8
PBR(배)	1.7	1.8	2.1	1.6	1.3
EV/EBITDA(배)	4.7	7.6	4.5	3.5	2.9
영업이익률(%)	3.6	-2.2	23.9	26.7	25.8
EBITDA 마진(%)	36.9	29.3	45.6	48.3	49.0
ROE(%)	-0.7	-1.8	25.2	25.1	18.9
순부채비율(%)	62.7	48.3	12.4	-7.8	-20.2

주: IFRS 연결 기준

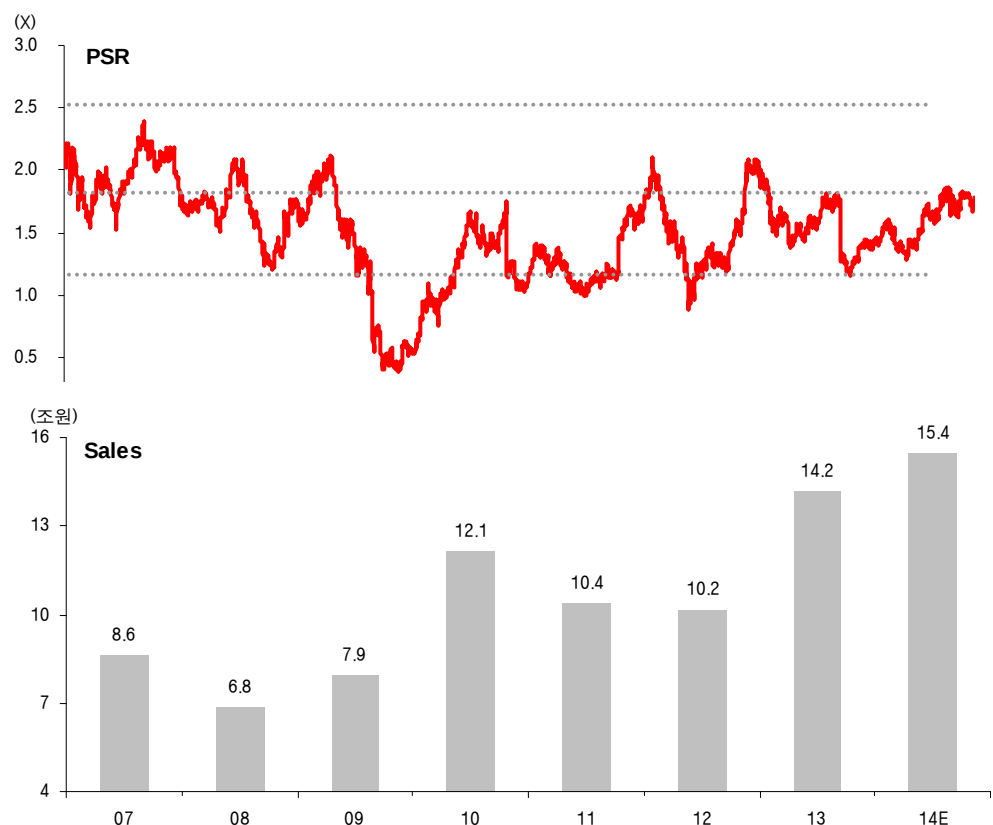
[표14] 하이닉스 분기별 연결실적 전망

(단위: 백만개, 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013	2014E
DRAM 출하량(1G Eq)	2,177	2,605	2,556	2,235	2,683	2,918	3,226	3,490	7,125	9,573	12,316
(QoQ 증감률)	3%	20%	-2%	-13%	20%	9%	11%	8%	50%	34%	29%
DRAM ASP(US\$)	0.78	0.9	1.0	1.0	0.93	0.9	0.8	0.7	0.8	0.9	0.8
(QoQ 증감률)	4%	16%	5%	1%	-3%	-9%	-6%	-8%	-36%	9%	-9%
NAND 출하량(16G Eq)	409	528	586	502	491	626	778	930	1,390	2,025	2,824
(QoQ 증감률)	-1%	29%	11%	-14%	-2%	27%	24%	20%	55%	46%	40%
NAND ASP(US\$)	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	1.3	1.3	0.9
(QoQ 증감률)	-5%	5%	-6%	-5%	-13%	-10%	-5%	-11%	-42%	-5%	-29%
매출액	2,781	3,933	4,084	3,368	3,631	3,739	3,994	4,066	10,162	14,165	15,430
DRAM	1,837	2,638	2,697	2,275	2,653	2,635	2,731	2,731	6,632	9,448	10,750
NAND Flash	573	799	826	644	547	630	742	788	2,097	2,842	2,707
other 메모리	371	496	561	449	431	474	521	547	1,434	1,876	1,973
영업이익	317	1,114	1,164	785	944	972	1,115	1,093	-227	3,380	4,125
EBITDA	1,089	1,871	1,867	1,510	1,694	1,742	1,895	1,883	2,996	6,336	7,215
감가상각비	772	757	702	725	750	770	780	790	3,223	2,956	3,090
영업비용	2,464	2,819	2,919	2,583	2,686	2,766	2,880	2,973	10,390	10,785	11,306
영업외손익	-109	-101	-145	49	-2	-17	-12	-9	28	-305	-41
세전계속사업이익	208	1,013	1,020	834	942	956	1,102	1,084	-199	3,075	4,084
당기순이익	179	947	958	789	886	898	1,036	1,019	-159	2,873	3,837

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림27] SK하이닉스 PSR 추이: PSR 2.1배가 역사적 고점(14년~15년 평균 매출액의 PSR 2.1배는 47,000원)



자료: 한화투자증권 리서치센터(2014년 CB전환 희석효과 반영)

Financial Sheets

손익계산서	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액	10,396	10,162	14,165	15,430	16,565
매출원가	8,705	8,551	8,865	9,173	9,939
매출총이익	1,691	1,611	5,301	6,258	6,626
판매비 및 관리비	1,322	1,839	1,921	2,133	2,345
기타손익	0	0	0	0	0
영업이익	369	-227	3,380	4,125	4,281
EBITDA	3,836	2,976	6,458	7,452	8,112
영업외 손익	-324	28	-305	-41	-21
이자수익	57	80	69	84	88
이자비용	310	318	257	174	131
외화관련손익	-19	264	94	10	3
지분법손익	3	17	19	12	12
세전계속사업손익	45	-199	3,075	4,084	4,260
계속사업법인세비용	101	-41	202	245	639
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-56	-159	2,873	3,839	3,621
지배주주지분	-57	-159	2,872	3,837	3,619
포괄손익	51	-274	2,764	3,730	3,512
매출총이익률(%)	16.3	15.9	37.4	40.6	40.0
EBITDA마진율(%)	36.9	29.3	45.6	48.3	49.0
영업이익률(%)	3.6	-2.2	23.9	26.7	25.8
당기순이익률(지배주주)(%)	-0.5	-1.6	20.3	24.9	21.9
ROA(%)	-0.3	-0.9	14.6	17.2	14.3
ROE(%)	-0.7	-1.8	25.2	25.1	18.9
ROIC(%)	-3.8	-1.2	22.0	25.6	22.6

주요지표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
투자지표					
PER(배)	-229.2	-110.1	9.6	7.2	7.8
PBR(배)	1.7	1.8	2.1	1.6	1.3
PSR(배)	1.2	1.7	1.9	1.8	1.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	n/a	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	4.7	7.6	4.5	3.5	2.9
성장성(% YOY)					
매출액	-14.1	-2.2	39.4	8.9	7.4
영업이익	-87.6	적전	흑전	22.0	3.8
세전계속사업손익	-98.3	적전	흑전	32.8	4.3
지배주주지분 당기순이익	적전	적지	흑전	33.6	-5.7
포괄손익	-98.0	적전	흑전	35.0	-5.8
EPS	적전	적지	흑전	32.1	-6.7
안정성(%)					
유동비율	102.5	119.6	216.1	305.2	408.2
부채비율	118.9	91.5	59.2	36.1	29.0
이자보상배율	1.5	-1.0	18.0	45.9	99.6
순차입금/자기자본	62.7	48.3	12.4	-7.8	-20.2
주당지표(원)					
EPS	-96	-234	4,045	5,342	4,984
BPS	13,300	14,032	18,399	24,038	28,825
EBITDA/Share	6,485	4,381	9,094	10,374	11,170
CFPS	6,580	4,685	9,280	9,242	10,295
DPS	n/a	n/a	n/a	200	200

대차대조표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
유동자산	4,937	5,314	6,653	8,448	11,003
현금 및 현금성자산	1,244	658	632	1,878	4,230
단기금융상품	638	1,128	2,403	2,501	2,602
매출채권	1,645	1,832	2,249	2,440	2,413
재고자산	1,184	1,509	1,178	1,423	1,535
비유동자산	12,301	13,335	14,144	15,313	15,998
투자자산	694	765	904	941	979
유형자산	10,899	11,586	12,130	13,040	13,486
무형자산	708	984	1,110	1,332	1,533
자산총계	17,238	18,649	20,797	23,761	27,001
유동부채	4,817	4,441	3,078	2,768	2,696
매입채무	1,541	974	1,437	1,626	1,755
단기차입금	2,869	2,736	873	373	173
비유동성부채	4,546	4,468	4,652	3,537	3,374
장기금융부채	3,954	3,754	3,787	2,637	2,437
부채총계	9,363	8,909	7,730	6,305	6,069
자본금	2,978	3,488	3,569	3,649	3,649
자본잉여금	1,229	3,054	3,406	3,876	3,876
자본조정	113	-115	-109	-109	-109
기타포괄손익누계액	107	-115	-109	-109	-109
이익잉여금	3,555	3,313	6,201	10,040	13,516
지배회사지분	7,876	9,740	13,067	17,457	20,932
소수주주지분	0	-1	0	0	0
자본총계	7,875	9,739	13,067	17,456	20,932
순차입금	4,941	4,704	1,625	-1,369	-4,222

현금흐름표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
영업활동 현금	2,856	2,212	6,372	6,377	7,502
당기순이익	45	-199	3,075	3,839	3,621
비현금수익비용가감	3,847	3,382	3,515	2,800	3,855
유형자산감가상각비	3,401	3,058	2,922	3,090	3,554
무형자산상각비	66	146	156	237	277
기타현금수익비용	19	-203	437	-527	25
영업활동 자산부채변동	-812	-762	-69	-262	26
매출채권 감소(증가)	138	-322	-278	-191	27
재고자산 감소(증가)	100	-336	333	-245	-112
매입채무 증가(감소)	-230	-57	188	189	128
기타자산, 부채변동	-819	-47	-312	-16	-17
투자활동 현금	-3,389	-4,698	-4,892	-4,582	-4,606
유형자산처분(취득)	-3,554	-3,737	-3,190	-4,000	-4,000
무형자산 감소(증가)	-162	-158	-301	-459	-478
투자자산 감소(증가)	311	-490	-1,144	-96	-101
기타투자활동	16	-314	-257	-26	-27
재무활동 현금	519	1,917	-1,500	-550	-545
차입금의 증가(감소)	608	-411	-1,500	-1,100	-400
자본의 증가(감소)	-89	2,329	0	550	-145
배당금의 지급	89	0	0	0	145
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	-9	-585	-27	1,246	2,351
기초현금	1,253	1,244	658	632	1,878
기말현금	1,244	658	632	1,878	4,230

Analyst 안성호 | shan@hanwha.com
RA 고정우 | jungwoo.ko@hanwha.com

Buy(maintain)

목표주가: 1,600,000원(하향)

주가(3/21): 1,273,000원

Stock Data

KOSPI(3/21)	1,934.94pt
시가총액	1,875,121억원
발행주식수	147,299천주
52주 최고가/최저가	1,544,000 / 1,217,000원
90일 일평균거래대금	3,165.12억원
외국인 지분율	49.9%
배당수익률(14.12E)	1.6%
BPS(14.12E)	1,006,519원

KOSPI대비 상대수익률	1개월	-3.1%
	3개월	-8.4%
	6개월	-4.6%

주주구성

이건희외 14인	17.7%
국민연금공단	7.4%

삼성전자 (005930)

1분기 스마트 폰 성장 둔화에도 선방하고 있으나...

1분기 실적은 당초 예상수준과 큰 차이 없을 전망

삼성전자의 1분기 연결실적은 매출액 55.85조원(-6%QoQ), 영업이익 8.33조원(flat)으로 당초 예상수준과 큰 차이가 없을 것으로 전망한다. 반도체는 NAND Flash의 상대적 부진을 DRAM이 상쇄하고, 스마트 폰 출하량은 당초 예상한 low single 수준으로 증가하여 예상에 부합할 전망이다. 2014년 연간실적도 매출액 235조원, 영업이익 35조원으로써 기존 전망에 큰 변화가 없다.

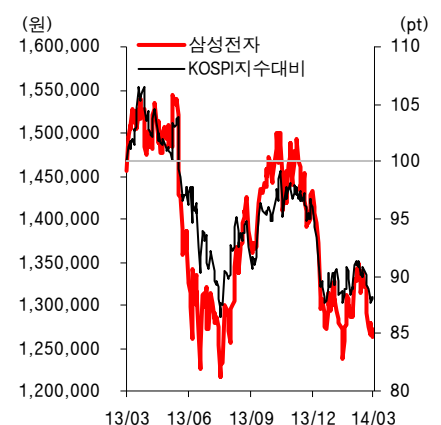
스마트 폰 성장성 둔화 우려가 해소되기는 어려울 전망

삼성전자가 올 1분기 스마트 폰 시장의 역성장에도 불구하고 시장점유율 제고를 통해 선방하고 있으나, 시장의 스마트 폰 성장성 둔화 우려를 완전히 해소하기는 어려울 것으로 판단한다. AMOLED 실적악화를 통해 삼성전자의 적극적인 원가 절감이 확인된 바와 같이, 올 하반기에는 삼성전자 스마트 폰의 수익성 둔화가 가시화될 가능성이 높은 것으로 판단한다.

목표주가 160만원으로 하향, BUY 투자의견 유지

2014~2016년 평균 ROE가 종전 15.9%에서 15.6%로 소폭 조정됨으로써 삼성전자 목표주가를 종전 165만원에서 160만원으로 하향한다. 현재 동사 주가는 2014E PBR 1.3배에 불과하여 바닥권에 머물고 있으나, 현 시점에서는 바닥권을 탈출할 단기 촉매(trigger)가 부재한 상태이다. 다만 2014년에 동사가 전향적인 주주환원 정책을 고려하고 있다는 점에서, 향후 외부환경 개선이 동반될 경우 지난 2011년 실적감소 시기의 평균 PBR 1.6배(160만원)까지 주가상승은 충분히 가능할 것으로 판단한다. 이에 투자의견 BUY를 유지한다.

Stock Price



Financial Data

	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액(십억원)	165,002	201,104	228,693	235,462	240,827
영업이익(십억원)	15,644	29,049	36,785	35,077	32,512
세전계속사업손익(십억원)	17,192	29,915	38,364	36,658	34,229
순이익(십억원)	13,383	23,185	29,821	28,818	26,909
EPS(원)	90,853	157,403	200,236	192,541	179,579
증감률(%)	-15.3	73.2	27.2	-3.8	-6.7
PER(배)	11.6	9.7	6.4	6.6	7.1
PBR(배)	1.9	2.2	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	5.4	4.9	3.1	2.8	2.6
영업이익률(%)	9.5	14.4	16.1	14.9	13.5
EBITDA 마진(%)	17.7	22.2	23.3	22.7	22.0
ROE(%)	14.7	21.6	22.8	18.3	14.7
순부채비율(%)	-12.1	-18.6	-28.9	-32.9	-36.1

주: IFRS 연결 기준

[표15] 삼성전자 분기별 실적전망

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013	2014E
반도체부문	8,580	8,680	9,740	10,440	9,820	9,833	10,442	10,791	35,125	37,440	40,886
메모리	5,120	5,700	6,370	6,520	6,291	6,237	6,511	6,638	20,860	23,710	25,676
DRAM	3,057	3,509	4,035	4,434	4,335	4,274	4,379	4,479	13,087	15,035	17,467
NAND Flash	1,920	2,061	2,218	2,018	1,891	1,896	2,058	2,083	7,048	8,217	7,928
시스템 LSI	3,236	2,777	2,885	3,334	3,000	3,121	3,433	3,604	12,995	12,232	13,158
디스플레이부문	7,110	8,180	8,090	6,460	6,026	6,242	6,715	6,725	33,002	29,840	25,709
LCD	4,216	4,648	4,565	3,614	3,408	3,497	3,674	3,590	22,173	17,044	14,170
SMD	2,894	3,532	3,524	2,846	2,618	2,745	3,041	3,134	10,829	12,796	11,539
정보통신부문	32,820	35,540	36,574	33,890	34,035	34,782	36,833	36,077	105,840	138,824	141,727
단말기	30,596	33,519	34,094	32,215	32,443	33,032	34,949	34,330	98,916	130,425	134,754
디지털미디어부문	11,240	12,780	12,050	14,270	12,046	12,727	13,363	14,911	51,110	50,340	53,046
기타	-6,882	-7,715	-7,370	-5,784	-6,073	-6,376	-6,695	-6,762	-23,974	-27,751	-25,907
매출액 합계	52,868	57,464	59,083	59,277	55,854	57,207	60,659	61,742	201,104	228,693	235,462
반도체부문	1,070	1,760	2,060	1,990	2,087	2,067	2,284	2,375	4,439	6,880	8,813
메모리	909	1,656	1,962	1,921	1,978	1,928	2,103	2,142	2,554	6,449	8,152
DRAM	322	921	1,174	1,369	1,438	1,417	1,515	1,581	375	3,787	5,951
NAND Flash	578	725	780	548	536	506	582	555	2,122	2,631	2,179
시스템 LSI	155	100	87	67	90	125	172	216	1,879	409	603
디스플레이부문	770	1,121	980	110	136	261	503	566	3,229	2,982	1,466
LCD	105	238	169	-213	-126	-68	47	95	1,110	299	-52
SMD	665	883	811	323	262	329	456	470	2,119	2,682	1,518
정보통신부문	6,510	6,283	6,701	5,477	5,872	5,998	5,823	5,356	19,410	24,970	23,049
단말기	6,425	6,218	6,614	5,460	5,840	5,946	5,767	5,321	19,185	24,718	22,873
디지털미디어부문	230	431	350	661	241	422	531	554	2,331	1,673	1,748
기타부문	199	-64	73	72	0	0	0	0	-360	280	0
영업이익 합계	8,779	9,531	10,164	8,311	8,335	8,749	9,142	8,851	29,049	36,785	35,077
영업외수지	266	297	76	941	335	380	402	465	866	1,579	1,582
세전계속사업손익	9,045	9,828	10,239	9,252	8,670	9,128	9,544	9,315	29,915	38,364	36,658
법인세	1,890	2,054	1,994	1,951	1,777	1,871	1,957	1,910	6,070	7,890	7,515
당기순이익	7,155	7,774	8,245	7,301	6,893	7,257	7,588	7,406	23,845	30,475	29,143

자료: 한화투자증권 리서치센터

Financial Sheets

손익계산서	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액	165,002	201,104	228,693	235,462	240,827
매출원가	112,145	126,652	137,696	142,964	148,109
매출총이익	52,857	74,452	90,996	92,498	92,718
판매비 및 관리비	37,212	45,402	54,211	57,421	60,207
기타손익	0	0	0	0	0
영업이익	15,644	29,049	36,785	35,077	32,512
EBITDA	29,236	44,671	53,230	53,375	52,881
영업외 손익	1,548	866	1,579	1,582	1,718
이자수익	706	845	1,352	1,760	1,832
이자비용	644	599	510	402	317
외화관련손익	-665	-144	-330	-214	-223
지분법손익	1,399	987	504	420	447
세전계속사업손익	17,192	29,915	38,364	36,658	34,229
계속사업법인세비용	3,433	6,070	7,890	7,515	7,017
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	13,759	23,845	30,475	29,143	27,212
지배주주지분	13,383	23,185	29,821	28,818	26,909
포괄손익	14,446	22,847	28,492	27,250	25,411
매출총이익률(%)	32.0	37.0	39.8	39.3	38.5
EBITDA마진율(%)	17.7	22.2	23.3	22.7	22.0
영업이익률(%)	9.5	14.4	16.1	14.9	13.5
당기순이익률(지배주주)(%)	8.1	11.5	13.0	12.2	11.2
ROA(%)	9.2	13.8	15.1	12.6	10.6
ROE(%)	14.7	21.6	22.8	18.3	14.7
ROIC(%)	17.5	28.7	32.7	28.0	23.5

주요지표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
투자지표					
PER(배)	11.6	9.7	6.4	6.6	7.1
PBR(배)	1.9	2.2	1.5	1.3	1.1
PSR(배)	1.1	1.3	0.9	0.9	0.9
배당수익률(%)	0.5	0.5	1.1	1.6	1.6
EV/EBITDA(배)	5.4	4.9	3.1	2.8	2.6
성장성(% YOY)					
매출액	6.7	21.9	13.7	3.0	2.3
영업이익	-9.6	85.7	26.6	-4.6	-7.3
세전계속사업손익	-11.1	74.0	28.2	-4.4	-6.6
지배주주지분 당기순이익	-15.3	73.2	28.6	-3.4	-6.6
포괄손익	-19.7	58.1	24.7	-4.4	-6.7
EPS	-15.3	73.2	27.2	-3.8	-6.7
안정성(%)					
유동비율	161.3	185.9	215.8	238.0	261.5
부채비율	53.8	49.1	42.7	37.1	32.7
이자보상배율	-254.3	-117.9	-43.7	-25.8	-21.5
순차입금/자기자본	-12.1	-18.6	-28.9	-32.9	-36.1
주당지표(원)					
EPS	90,853	157,403	200,236	192,541	179,579
BPS	570,674	688,251	848,999	1,006,519	1,147,011
EBITDA/Share	171,844	262,568	312,876	313,723	310,819
CFPS	177,565	273,932	319,043	278,873	279,641
DPS	5,500	8,000	14,300	20,000	20,000

대차대조표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
유동자산	71,502	87,269	110,760	127,346	141,406
현금 및 현금성자산	14,692	18,791	16,285	27,530	38,278
단기금융상품	12,186	18,657	38,211	39,763	41,377
매출채권	24,153	26,675	27,876	29,035	29,788
재고자산	15,717	17,747	19,135	21,389	21,943
비유동자산	84,298	93,803	103,315	115,145	124,990
투자자산	18,899	21,588	23,838	24,806	25,813
유형자산	62,044	68,485	75,496	86,203	94,877
무형자산	3,355	3,730	3,981	4,137	4,300
자산총계	155,800	181,072	214,075	242,490	266,396
유동부채	44,319	46,933	51,315	53,507	54,069
매입채무	18,509	16,889	17,634	19,818	20,331
단기차입금	9,684	9,443	8,864	7,864	6,864
비유동성부채	10,168	12,658	12,744	12,168	11,609
장기금융부채	4,963	5,452	2,296	1,296	296
부채총계	54,487	59,591	64,059	65,675	65,679
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
자본조정	-5,834	-8,193	-9,459	-9,370	-9,278
기타포괄손익누계액	687	-999	-1,982	-1,893	-1,801
이익잉여금	97,623	119,986	148,600	175,311	199,120
지배회사지분	97,090	117,094	144,443	171,242	195,144
소수주주지분	4,223	4,386	5,573	5,573	5,573
자본총계	101,314	121,480	150,016	176,815	200,717
순차입금	-12,231	-22,553	-43,335	-58,132	-72,495

현금흐름표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
영업활동 현금	22,918	37,973	46,707	46,848	47,441
당기순이익	13,759	23,845	30,475	29,143	27,212
비현금수익비용가감	16,451	22,760	23,805	18,302	20,364
유형자산감가상각비	12,934	14,835	15,470	17,294	19,325
무형자산상각비	658	787	975	1,004	1,044
기타현금수익비용	-1,404	-809	7,359	4	-5
영업활동 자산부채변동	-4,057	-5,778	-1,313	-597	-135
매출채권 감소(증가)	-2,197	-2,568	-1,802	-1,159	-752
재고자산 감소(증가)	-3,920	-4,012	-3,098	-2,254	-554
매입채무 증가(감소)	1,126	-882	331	2,184	513
기타자산, 부채변동	934	1,684	3,256	632	658
투자활동 현금	-21,113	-31,322	-44,747	-31,171	-31,290
유형자산처분(취득)	-21,586	-22,321	-22,780	-28,000	-28,000
무형자산 감소(증가)	-654	-589	-930	-1,160	-1,207
투자자산 감소(증가)	590	-7,319	-19,198	-1,557	-1,610
기타투자활동	538	-1,092	-1,839	-454	-472
재무활동 현금	3,110	-1,865	-4,137	-4,433	-5,403
차입금의 증가(감소)	3,758	539	-3,203	-2,000	-2,000
자본의 증가(감소)	-714	-1,177	-1,215	-2,433	-3,403
배당금의 지급	875	1,265	1,250	2,433	3,403
기타재무활동	66	-1,227	282	0	0
현금의 증가	4,900	4,100	-2,507	11,245	10,748
기초현금	9,791	14,692	18,791	16,285	27,530
기말현금	14,692	18,791	16,285	27,530	38,278

Analyst 안성호 | shan@hanwha.com
RA 고정우 | jungwoo.ko@hanwha.com

Buy(maintain)

목표주가: 18,000원(유지)

주가(03/21): 11,500원

Stock Data

KOSDAQ(03/21)	546.81pt
시가총액	2,328억원
발행주식수	20,243천주
52주 최고가 / 최저가	12,050 / 4,785원
90일 일평균거래대금	36.39억원
외국인 지분율	8.2%
배당수익률(14.12E)	1.7%
BPS(14.12E)	9,594원

KOSDAQ대비 상대수익률	1개월	-4.3%
	3개월	2.5%
	6개월	51.2%

주주구성

(주)금융외 (주)	32.9%
신영자산운용(주)	13.4%

피에스케이 (031980)**2014년 반도체 장비업종 Top pick****2014년 강력한 실적개선으로 저평가 매력 부각될 전망**

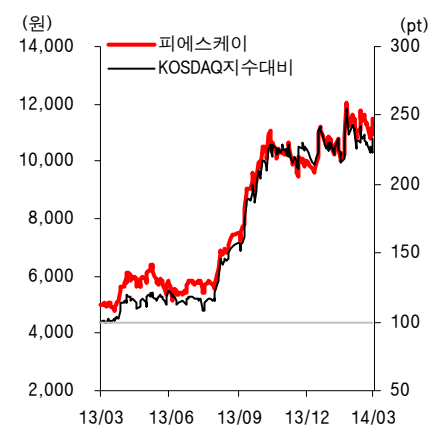
동사의 2014년 실적은 매출액 2,114억원(+64%YoY), 영업이익 508억원(+141%YoY), 당기순이익 395억원(+136%YoY)으로 강력한 실적개선을 예상된다. 기존 주력업체인 삼성전자 외에 해외고객사向 매출증가가 구체적으로 가시화되고 있는 점을 반영하여 2014년 매출액과 영업이익 전망을 종전대비 각각 +8%, +10% 상향했다.

2014년 분기별 실적은 상저하고 흐름

다만, 3월에 예상했던 일부 수주장비의 납기가 2분기로 이월된 것으로 파악됨에 따라 1분기 실적 전망치를 하향 조정한다. 1분기 매출액 470억원(-22%QoQ), 영업이익 99억원(-25%QoQ)을 예상하며, 2014년 분기별 실적흐름도 기존의 '상고하저'에서 '상저하고'로 수정 전망한다. 2014년 분기실적 정점은 올 3분기를 예상한다.

목표주가 18,000원, 'BUY' 투자의견 유지

현재 동사 주가는 2014년 예상실적기준 PER 5.8배, PBR 1.2배(ROE 23%)에 불과하여 반도체 장비업종 중 단연 저평가되어 있다. 1)2014년말 순현금이 1,000억원에 이를 것으로 추정되고, 2)2015년에도 3D NAND 확대를 통해 실적회조가 계속 이어질 것이라는 점 등을 감안하면, 동사 주가가 저평가 상태를 지속할 이유가 없는 것으로 판단한다. 단기적으로 1분기 실적 둔화에 따른 주가모멘텀 약화를 우려할 수도 있으나, 수주산업에서 분기실적의 등락은 크게 중요하지 않다. 만약 이를 이유로 주가조정이 나타난다면, '매수' 기회로 활용하는 전략이 바람직하다. 동사에 대한 목표주가 18,000원과 BUY 투자의견을 계속 유지한다.

Stock Price

Financial Data	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액(십억원)	91.1	84.4	129.1	211.4	241.2
영업이익(십억원)	4.1	8.7	21.0	50.8	61.4
세전계속사업손익(십억원)	1.8	13.8	22.1	52.0	63.0
순이익(십억원)	1.4	11.5	16.7	39.5	47.8
EPS(원)	70	578	841	1,989	2,410
증감률(%)	-88.5	728.8	45.6	136.4	21.2
PER(배)	85.6	7.1	13.7	5.8	4.8
PBR(배)	1.0	0.6	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	9.1	2.6	7.2	2.6	1.5
영업이익률(%)	4.5	10.3	16.3	24.0	25.4
EBITDA 마진(%)	6.5	12.9	18.2	25.1	26.4
ROE(%)	1.1	8.8	11.6	23.0	22.5
순부채비율(%)	-51.6	-38.9	-41.4	-48.5	-58.7

주: FRS 연결기준

[표16] 피에스케이 실적전망 Update

	4Q13	1Q14E		2Q14E		3Q14E		2014E		수정 전후 증감률	
		수정 전	수정 후	수정 전	수정 후	수정 전	수정 후	수정 전	수정 후	1Q14E	2014E
매출액(십억원)	60.6	56.4	47.0	51.6	49.3	42.6	60.0	196.5	211.4	-17%	8%
본사	46.6	51.2	39.6	46.1	41.6	36.9	52.0	174.1	180.0	-23%	3%
세미기어	7.5	5.2	6.4	5.5	6.7	5.7	7.0	22.4	27.4	22%	22%
기타	6.5	-	1.0	-	1.0	-	1.0	-	4.0		
영업이익(십억원)	13.1	14.0	9.9	12.0	10.8	10.0	15.9	46.3	50.8	-30%	10%
본사	7.6	12.8	7.5	10.6	8.3	8.5	13.0	40.7	40.1	-41%	-1%
세미기어	3.4	1.2	2.2	1.4	2.3	1.5	2.8	5.7	10.3	86%	81%
기타	2.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.4		
당기순이익(십억원)	7.8	11.6	7.6	10.0	8.4	8.4	12.3	38.8	39.5	-34%	2%
EPS(원)	394	582	384	505	424	424	621	1,953	1,989	-34%	2%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표17] 피에스케이 분기별 실적전망

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2013	2014E	2015E
매출액	23.3	16.5	28.6	60.6	47.0	49.3	60.0	55.2	129.1	211.4	241.2
본사	16.1	11.1	27.3	46.6	39.6	41.6	52.0	46.8	101.1	180.0	206.4
세미기어	7.4	2.6	4.1	7.5	6.4	6.7	7.0	7.4	21.5	27.4	30.9
기타(해외영업법인)	-0.1	2.8	-2.7	6.5	1.0	1.0	1.0	1.0	6.5	4.0	4.0
매출원가	11.7	10.8	16.0	35.8	29.2	30.2	33.7	31.5	74.3	124.6	142.2
매출원가율	50%	66%	56%	59%	62%	61%	56%	57%	58%	59%	59%
매출총이익	11.6	5.7	12.6	24.8	17.8	19.1	26.3	23.6	54.8	86.8	99.0
매출총이익률	50%	34%	44%	41%	38%	39%	44%	43%	42%	41%	41%
판매비	7.0	6.6	8.4	11.7	7.9	8.3	10.4	9.4	33.7	36.0	37.6
영업이익	4.7	-0.9	4.2	13.1	9.9	10.8	15.9	14.3	21.0	50.8	61.4
영업이익률	20%	-6%	15%	22%	21%	22%	27%	26%	16.3%	24.0%	25.4%
영업외손익	-0.1	-0.3	1.6	-0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	1.1	1.2	1.6
영업외수익	1.0	1.0	2.6	0.6	0.7	0.9	0.9	0.9	5.2	3.3	3.6
영업외비용	1.1	1.3	1.0	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5	4.2	2.1	2.0
법인세차감전손익	4.6	-1.2	5.8	12.9	10.0	11.1	16.2	14.6	22.1	52.0	63.0
법인세비용	0.5	-1.0	0.8	5.1	2.4	2.7	3.9	3.5	5.4	12.5	15.1
당기순이익	4.1	-0.2	5.1	7.8	7.6	8.4	12.3	11.1	16.7	39.5	47.8
당기순이익률	17%	-1%	18%	13%	16%	17%	21%	20%	13%	19%	20%

자료: 한화투자증권 리서치센터(K-IFRS 연결기준)

Financial Sheets

손익계산서	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액	91.1	84.4	129.1	211.4	241.2
매출원가	67.9	50.1	74.3	124.6	142.2
매출총이익	23.2	34.2	54.8	86.8	99.0
판매비 및 관리비	19.1	25.6	33.7	36.0	37.6
기타손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	4.1	8.7	21.0	50.8	61.4
EBITDA	5.9	10.9	23.5	53.0	63.6
영업외 손익	-2.3	5.1	1.1	1.2	1.6
이자수익	2.2	1.9	1.1	1.3	1.3
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화관련손익	-0.7	-0.2	-0.7	0.2	0.4
지분법손익	-0.9	-1.4	-0.8	-0.4	-0.2
세전계속사업손익	1.8	13.8	22.1	52.0	63.0
계속사업법인세비용	0.4	2.3	5.4	12.5	15.1
중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1.4	11.5	16.7	39.5	47.8
지배주주지분	1.4	11.5	16.7	39.5	47.8
포괄손익	-0.2	11.2	16.9	39.5	47.8
매출총이익률(%)	25.5	40.6	42.4	41.1	41.0
EBITDA마진율(%)	6.5	12.9	18.2	25.1	26.4
영업이익률(%)	4.5	10.3	16.3	24.0	25.4
당기순이익률(지배주주)(%)	1.5	13.6	12.9	18.7	19.8
ROA(%)	1.0	7.7	9.9	19.7	19.8
ROE(%)	1.1	8.8	11.6	23.0	22.5
ROIC(%)	6.4	11.4	20.6	46.1	53.6

주요지표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
투자지표					
PER(배)	85.6	7.1	13.7	5.8	4.8
PBR(배)	1.0	0.6	1.5	1.2	1.0
PSR(배)	1.3	1.0	1.8	1.1	0.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.9	1.7	1.7
EV/EBITDA(배)	9.1	2.6	7.2	2.6	1.5
성장성(%YOY)					
매출액	-8.7	-7.4	53.0	63.8	14.1
영업이익	-56.7	111.2	143.0	141.4	20.8
세전계속사업손익	-85.5	685.4	60.4	134.9	21.2
지배주주지분 당기순이익	-88.5	729.3	45.6	136.4	21.2
포괄손익	적전	흑전	51.5	133.0	21.2
EPS	-88.5	728.8	45.6	136.4	21.2
안정성(%)					
유동비율	868.1	658.9	490.4	680.6	813.3
부채비율	13.7	14.6	19.3	14.9	13.0
이자보상배율	-1.9	-4.6	-18.7	-39.3	-45.7
순차입금/자기자본	-51.6	-38.9	-41.4	-48.5	-58.7
주당지표(원)					
EPS	70	578	841	1,989	2,410
BPS	6,282	6,845	7,705	9,594	11,803
EBITDA/Share	299	547	1,183	2,669	3,203
CFPS	494	786	1,288	2,132	2,545
DPS	n/a	n/a	100	200	200

대차대조표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
유동자산	102.7	90.9	117.1	153.2	199.0
현금 및 현금성자산	3.0	13.2	29.5	57.3	100.9
단기금융상품	62.1	40.3	34.0	35.4	36.8
매출채권	16.3	11.8	31.4	36.3	36.7
재고자산	19.3	21.0	19.3	21.2	21.4
비유동자산	39.1	64.9	65.4	65.7	66.0
투자자산	13.2	11.1	12.2	12.7	13.2
유형자산	22.0	21.6	22.0	22.7	23.3
무형자산	3.8	32.2	31.2	30.3	29.5
자산총계	141.8	155.8	182.5	218.9	264.9
유동부채	11.8	13.8	23.9	22.5	24.5
매입채무	10.6	4.7	17.9	16.3	18.0
단기차입금	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
비유동성부채	5.2	6.1	5.6	5.9	6.1
장기금융부채	0.6	0.7	0.1	0.1	0.1
부채총계	17.0	19.8	29.5	28.4	30.6
자본금	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9
자본잉여금	24.8	25.2	25.4	25.4	25.4
자본조정	-0.7	-1.2	-1.0	-1.0	-1.0
기타포괄손익누계액	-0.4	-0.7	-0.4	-0.4	-0.4
이익잉여금	90.7	101.9	118.7	156.2	200.0
지배회사지분	124.7	135.9	153.0	190.5	234.4
소수주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	124.7	135.9	153.0	190.5	234.4
순차입금	-64.3	-52.8	-63.3	-92.5	-137.5

현금흐름표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
영업활동 현금	8.1	15.3	13.8	34.1	51.7
당기순이익	1.4	11.5	16.7	39.5	47.8
비현금수익비용가감	8.4	4.1	8.9	2.8	2.7
유형자산감가상각비	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4
무형자산상각비	0.5	0.9	1.1	0.9	0.9
기타현금수익비용	4.1	-3.2	6.4	0.6	0.4
영업활동 자산부채변동	-2.2	0.8	-11.5	-8.3	1.2
매출채권 감소(증가)	4.5	8.0	-22.4	-4.9	-0.5
재고자산 감소(증가)	-1.3	3.5	1.2	-1.9	-0.2
매입채무 증가(감소)	-0.5	-10.5	14.4	-1.6	1.7
기타자산, 부채변동	-4.9	-0.3	-4.8	0.1	0.1
투자활동 현금	-20.3	-4.4	3.2	-4.3	-4.1
유형자산처분(취득)	-0.7	-1.0	-1.7	-2.0	-2.0
무형자산 감소(증가)	-0.2	0.0	-0.1	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-16.5	25.9	5.0	-2.2	-2.1
기타투자활동	-2.9	-29.4	0.0	-0.1	-0.1
재무활동 현금	-1.7	-0.1	-0.4	-2.0	-4.0
차입금의 증가(감소)	0.0	-0.1	-0.5	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-2.0	0.0	0.0	-2.0	-4.0
배당금의 지급	2.0	0.0	0.0	2.0	4.0
기타재무활동	0.3	0.0	0.1	0.0	0.0
현금의 증가	-13.9	10.3	16.3	27.8	43.6
기초현금	16.8	3.0	13.2	29.5	57.3
기말현금	3.0	13.2	29.5	57.3	100.9

Analyst 안성호 | shan@hanwha.com
RA 고정우 | jungwoo.ko@hanwha.com

유진테크 (084370)

Buy(maintain)

목표주가: 26,000원(유지)

주가(03/21): 20,800원

Stock Data

KOSDAQ(03/21)	546.81pt
시가총액	4,519억원
발행주식수	21,725천주
52주 최고가 / 최저가	23,884 / 13,718원
90일 일평균거래대금	45.34억원
외국인 지분율	14.0%
배당수익률(14.12E)	1.0%
BPS(14.12E)	10,289원

KOSDAQ대비 상대수익률	1개월	6.0%
	3개월	20.0%
	6개월	17.1%

주주구성

업평용외 11인	37.7%
KB자산운용	10.0%

반도체 미세공정 투자확대를 바탕으로 사상최대 실적 전망

2014년 안정감 있는 사상최대 실적 달성 전망

지난 2013년 실적이 연초 기대에 크게 못 미쳤으나, 2014년에는 분기별로 큰 등락 없이 안정적인 실적흐름을 이어가면서 사상최대 실적을 달성할 것으로 예상된다. 동사는 삼성전자와 SK하이닉스를 주축으로 고객군이 다변화되어 있어 2014년에 분기별 실적 등락이 크지 않을 전망이다. 이는 2014년 유진테크가 다른 장비업체와 차별화될 수 있는 요인 중 하나이다. 1분기 실적은 매출액 440억원(+22%QoQ), 영업이익 123억원(+22%QoQ)으로 실적개선 추세를 이어갈 전망이며, 2014년 연간 실적은 매출액 1,910억원(+80%YoY), 영업이익 580억원(+85%QoQ)으로 사상최대 실적을 달성할 것으로 예상된다.

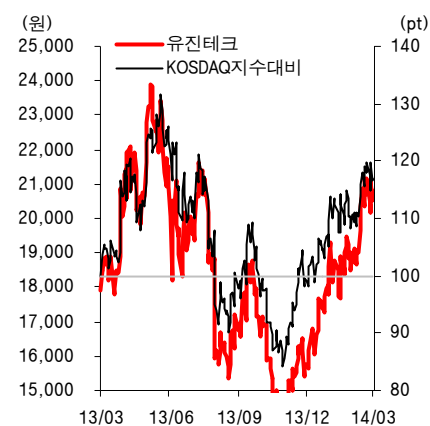
2014년 전방업체의 미세공정 투자 수혜

2014년에 사상최대 실적 달성 가능성이 높은 이유는, 삼성전자와 SK하이닉스가 모두 16nm NAND Flash 미세공정 전환을 예정하고 있기 때문이다. 올 하반기에 삼성전자 시안공장 2단계 투자와 17라인 양산이 예정되어 있다는 점도 2014년 실적에 긍정적 요인이다.

목표주가 26,000원, BUY 투자의견 유지

동사에 대한 목표주가 26,000원과 BUY 투자의견을 유지한다. 2014년 실적개선 추세에 진입한 가운데, 이전보다 실적개선 가시성이 높아져 주가의 상승추세가 계속 이어질 것으로 판단한다. 2013년부터 지연되고는 있으나, 올 하반기에 SEG 신규 장비매출이 기대되는 점도 시스템LSI 영역확대와 고객군 다변화라는 측면에서 동사 주가의 추가상승을 이끌 촉매제로 주목한다.

Stock Price



Financial Data	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액(십억원)	130.8	168.3	106.4	191.0	226.9
영업이익(십억원)	37.9	53.6	31.4	58.0	68.6
세전계속사업손익(십억원)	33.6	63.8	48.7	68.9	78.2
순이익(십억원)	25.7	51.1	39.5	55.1	62.5
EPS(원)	1,225	2,430	1,872	2,611	2,963
증감률(%)	42.8	98.4	-23.0	39.5	13.5
PER(배)	12.4	5.8	11.1	8.0	7.0
PBR(배)	4.3	2.4	2.7	2.0	1.6
EV/EBITDA(배)	6.3	3.0	10.2	4.8	3.3
영업이익률(%)	29.0	31.8	29.5	30.3	30.2
EBITDA 마진(%)	29.8	33.6	30.4	31.1	31.0
ROE(%)	41.1	51.1	27.5	29.1	25.4
순부채비율(%)	-98.3	-99.2	-74.4	-77.9	-80.2

주: FRS 별도 기준

Financial Sheets

손익계산서	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액	130.8	168.3	106.4	191.0	226.9
매출원가	81.6	95.9	54.2	114.5	137.8
매출총이익	49.2	72.4	52.2	76.5	89.2
판매비 및 관리비	11.3	18.8	20.8	18.6	20.6
기타손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	37.9	53.6	31.4	58.0	68.6
EBITDA	38.9	56.5	32.4	59.4	70.3
영업외 손익	-4.3	10.3	17.3	10.9	9.5
이자수익	1.4	3.2	3.1	3.3	3.4
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화관련손익	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
지분법손익	-4.9	-0.3	0.0	0.5	0.5
세전계속사업손익	33.6	63.8	48.7	68.9	78.2
계속사업법인세비용	7.9	12.8	9.2	13.8	15.6
중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	25.7	51.1	39.5	55.1	62.5
지배주주지분	25.7	51.1	39.5	55.1	62.5
포괄손익	25.7	51.1	39.5	55.1	62.5
매출총이익률(%)	37.6	43.0	49.1	40.1	39.3
EBITDA마진율(%)	29.8	33.6	30.4	31.1	31.0
영업이익률(%)	29.0	31.8	29.5	30.3	30.2
당기순이익률(지배주주)(%)	19.6	30.3	37.1	28.8	27.6
ROA(%)	24.7	34.3	21.8	24.2	21.8
ROE(%)	41.1	51.1	27.5	29.1	25.4
ROIC(%)	769.4	n/a	n/a	118.6	120.7

주요지표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
투자지표					
PER(배)	12.4	5.8	11.1	8.0	7.0
PBR(배)	4.3	2.4	2.7	2.0	1.6
PSR(배)	2.4	1.8	4.1	2.3	1.9
배당수익률(%)	1.0	1.1	n/a	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	6.3	3.0	10.2	4.8	3.3
성장성(% YOY)					
매출액	39.3	28.6	-36.8	79.6	18.8
영업이익	92.8	41.3	-41.5	84.9	18.4
세전계속사업손익	75.8	90.2	-23.7	41.5	13.5
지배주주지분 당기순이익	43.2	98.9	-22.7	39.5	13.5
포괄손익	43.2	98.9	-22.7	39.5	13.5
EPS	42.8	98.4	-23.0	39.5	13.5
안정성(%)					
유동비율	194.2	355.7	442.4	540.1	670.2
부채비율	78.7	31.5	22.3	18.4	14.7
이자보상배율	-26.7	-16.6	-10.0	-17.6	-20.1
순차입금/자기자본	-98.3	-99.2	-74.4	-77.9	-80.2
주당지표(원)					
EPS	1,225	2,430	1,872	2,611	2,963
BPS	3,555	5,929	7,678	10,289	13,053
EBITDA/Share	1,857	2,689	1,534	2,818	3,332
CFPS	2,760	3,611	1,062	2,661	3,023
DPS	150	150	n/a	200	200

대차대조표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
유동자산	110.2	137.7	154.9	209.6	262.3
현금 및 현금성자산	31.8	39.9	42.3	87.7	135.9
단기금융상품	43.1	84.4	79.1	82.3	85.6
매출채권	25.7	6.2	19.9	22.6	22.4
재고자산	10.7	5.8	8.1	11.3	12.3
비유동자산	23.3	26.7	43.2	47.4	53.5
투자자산	9.0	7.3	6.9	7.2	7.4
유형자산	11.7	15.5	32.4	36.0	41.5
무형자산	2.6	3.9	3.9	4.2	4.5
자산총계	133.5	164.5	198.1	257.1	315.7
유동부채	56.8	38.7	35.0	38.8	39.1
매입채무	19.0	7.5	22.1	25.4	25.2
단기차입금	1.4	0.2	0.8	0.8	0.8
비유동성부채	2.0	0.7	1.1	1.2	1.2
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	58.8	39.4	36.1	40.0	40.4
자본금	6.6	10.2	10.5	10.5	10.5
자본잉여금	6.0	5.3	5.5	5.5	5.5
자본조정	-1.2	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	63.2	112.3	148.8	203.9	262.2
지배회사지분	74.7	125.1	162.0	217.1	275.4
소수주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	74.7	125.1	162.0	217.1	275.4
순차입금	-73.5	-124.1	-120.6	-169.2	-220.7

현금흐름표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
영업활동 현금	43.9	61.3	13.3	53.8	63.0
당기순이익	25.7	51.1	39.5	55.1	62.5
비현금수익비용가감	32.2	24.8	-17.1	1.1	1.2
유형자산감가상각비	0.5	0.7	0.8	1.4	1.5
무형자산상각비	0.5	2.2	0.2	0.1	0.1
기타현금수익비용	4.9	0.3	-18.1	-0.4	-0.4
영업활동 자산부채변동	-13.2	-3.3	-5.6	-2.3	-0.8
매출채권 감소(증가)	-12.8	20.8	-13.2	-2.7	0.2
재고자산 감소(증가)	-8.1	3.5	-1.8	-3.2	-1.0
매입채무 증가(감소)	11.0	-12.7	14.8	3.3	-0.2
기타자산, 부채변동	-3.2	-14.9	-5.3	0.3	0.3
투자활동 현금	-50.0	-49.6	-11.9	-8.4	-10.6
유형자산처분(취득)	-4.4	-4.6	-17.7	-5.0	-7.0
무형자산 감소(증가)	0.2	-0.7	-0.2	-0.4	-0.4
투자자산 감소(증가)	-41.9	-41.5	4.8	-3.0	-3.1
기타투자활동	-3.9	-2.9	1.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금	-0.9	-1.8	1.0	0.0	-4.2
차입금의 증가(감소)	1.1	-1.2	0.6	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-1.2	2.4	0.4	0.0	-4.2
배당금의 지급	1.3	2.0	0.0	0.0	4.2
기타재무활동	-0.9	-3.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-7.0	9.8	2.4	45.4	48.2
기초현금	37.1	30.1	39.9	42.3	87.7
기말현금	30.1	39.9	42.3	87.7	135.9

Analyst 안성호 | shan@hanwha.com
RA 고정우 | jungwoo.ko@hanwha.com

원익 IPS (030530)

Buy(maintain)

목표주가: 11,000원(유지)

주가(3/21): 8,410원

Stock Data

KOSDAQ(3/21)	546.81pt
시가총액	6,770억원
발행주식수	80,501천주
52주 최고가 / 최저가	10,250 / 4,960원
90일 일평균거래대금	143.52억원
외국인 지분율	18.4%
배당수익률(14.12E)	0.0%
BPS(14.12E)	5,105원

KOSDAQ대비 상대수익률	1개월	-6.6%
	3개월	-14.1%
	6개월	15.0%

주주구성

(주)원익의 14인	27.7%
(주)원익아이피에스	7.1%

단기적인 숨 고르기 국면

예정된 1분기 실적감소

동사의 1분기 실적은 매출액 1,542억원(-13%QoQ), 영업이익 261억원(-37%QoQ)으로 전분기대비 감소할 전망이다. 반도체와 디스플레이 주력장비 매출액은 전분기와 비슷한 수준이 예상되나, 지난 4분기에 신규라인용으로 급증했던 개스캐비닛 매출 감소가 전사 실적 감소로 이어질 것으로 예상된다. 연결자회사인 원익머트리얼즈 실적도 전분기대비 소폭 감소할 것으로 예상된다. 올 상반기에 단기적인 숨 고르기 국면이 예상되나, 이미 충분히 인지된 것으로써 동사 주가에 특별히 부정적 영향은 없을 것으로 판단한다.

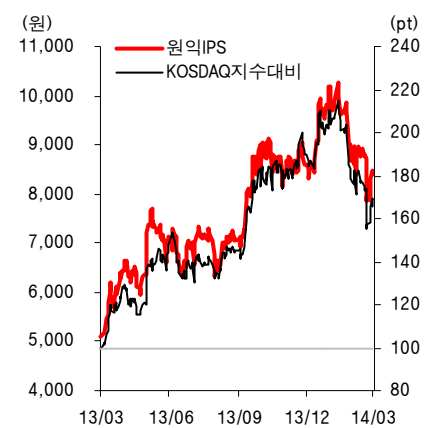
2014년 매출액 5,760억원(+36%YoY), 영업이익 935억원(+70%YoY) 전망

2014년 연간실적은 매출액 5,760억원(+36%YoY), 영업이익 935억원(+70%YoY)으로 전년대비 큰 폭의 실적개선을 예상한다. 동사가 46.9% 지분을 보유한 연결자회사 원익머트리얼즈가 영업이익 304억원(+14%YoY)으로 안정적인 성장을 이어가는 가운데, 원익IPS 별도기준 영업이익이 631억원(+114%YoY)에 달해 실적성장세를 주도할 전망이다. 최근 삼성전자 시안공장 2단계 투자 시기와 관련한 불확실성이 있으나, 이미 지난번 실적전망 조정을 통해 반영한 바 있다.

목표주가 11,000원, BUY 투자의견 유지

동사에 대한 BUY 투자의견과 목표주가 11,000원을 유지한다. 분기별 실적흐름이 단기적인 숨 고르기 국면에 진입하면서 최근 동사 주가도 정체된 흐름을 보이고 있으나, 삼성전자 3D NAND 투자의 최대 수혜주라는 점에서 이러한 정체국면을 비중확대 기회로 활용하는 투자전략을 권고한다.

Stock Price



Financial Data	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액(십억원)	340.4	348.7	423.0	576.0	656.0
영업이익(십억원)	29.0	26.5	55.1	93.5	111.6
세전계속사업손익(십억원)	28.7	22.7	52.4	93.2	111.4
순이익(십억원)	17.9	7.9	27.4	61.7	74.2
EPS(원)	263	108	375	842	1,014
증감률(%)	-66.7	-59.0	247.6	124.8	20.3
PER(배)	36.5	43.3	22.4	10.0	8.3
PBR(배)	2.7	1.3	2.1	1.6	1.3
EV/EBITDA(배)	16.0	7.6	8.9	5.4	4.2
영업이익률(%)	8.5	7.6	13.0	16.2	17.0
EBITDA 마진(%)	11.7	11.2	17.0	19.7	20.3
ROE(%)	5.9	3.0	9.7	18.4	17.7
순부채비율(%)	-20.0	-14.1	-9.2	-14.4	-21.6

주: FRS 연결 기준

Financial Sheets

손익계산서	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액	340.4	348.7	423.0	576.0	656.0
매출원가	237.2	238.9	284.6	395.5	452.2
매출총이익	103.2	109.8	138.5	180.5	203.8
판매비 및 관리비	74.2	83.4	83.3	87.0	92.2
기타손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	29.0	26.5	55.1	93.5	111.6
EBITDA	39.7	38.9	72.1	113.2	133.2
영업외 손익	-0.4	-3.8	-2.7	-0.3	-0.1
이자수익	2.9	4.9	1.5	2.6	2.7
이자비용	5.6	3.6	3.3	4.5	4.5
외화관련손익	-0.4	-0.1	0.1	0.0	0.0
지분법손익	-3.5	-4.5	-1.4	0.4	0.4
세전계속사업손익	28.7	22.7	52.4	93.2	111.4
계속사업법인세비용	10.3	4.8	15.1	17.7	21.0
중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	18.4	17.9	37.4	75.6	90.4
지배주주지분	17.9	7.9	27.4	61.7	74.2
포괄손익	19.5	18.3	37.4	75.6	90.4
매출총이익률(%)	30.3	31.5	32.7	31.3	31.1
EBITDA마진율(%)	11.7	11.2	17.0	19.7	20.3
영업이익률(%)	8.5	7.6	13.0	16.2	17.0
당기순이익률(지배주주)(%)	5.2	2.3	6.5	10.7	11.3
ROA(%)	3.5	1.6	5.2	9.9	10.5
ROE(%)	5.9	3.0	9.7	18.4	17.7
ROIC(%)	6.9	9.0	14.5	24.5	26.0

주요지표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
투자지표					
PER(배)	36.5	43.3	22.4	10.0	8.3
PBR(배)	2.7	1.3	2.1	1.6	1.3
PSR(배)	1.9	1.0	1.5	1.1	0.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA(배)	16.0	7.6	8.9	5.4	4.2
성장성(%YOY)					
매출액	37.9	2.5	21.3	36.2	13.9
영업이익	-21.4	-8.8	108.3	69.6	19.3
세전계속사업손익	-21.0	-20.9	131.3	77.7	19.5
지배주주지분 당기순이익	-32.4	-56.0	249.3	124.8	20.3
포괄손익	-27.1	-5.9	104.2	102.1	19.6
EPS	-66.7	-59.0	247.6	124.8	20.3
안정성(%)					
유동비율	218.1	250.2	184.3	214.6	255.0
부채비율	59.5	42.5	53.1	45.5	38.7
이자보상배율	10.8	-21.1	30.3	49.9	63.2
순차입금/자기자본	-20.0	-14.1	-9.2	-14.4	-21.6
주당지표(원)					
EPS	263	108	375	842	1,014
BPS	3,515	3,666	4,073	5,105	6,340
EBITDA/Share	585	534	984	1,547	1,819
CFPS	734	684	960	1,306	1,534
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

대차대조표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
유동자산	279.3	217.3	276.9	332.6	403.3
현금 및 현금성자산	82.8	68.1	95.4	125.6	177.2
단기금융상품	48.9	52.8	17.0	17.7	18.4
매출채권	51.9	21.2	58.2	68.0	73.6
재고자산	82.4	67.3	92.8	107.3	119.6
비유동자산	213.4	260.6	303.3	328.6	352.2
투자자산	55.0	82.9	103.8	108.0	112.3
유형자산	138.7	150.6	172.1	194.5	214.9
무형자산	19.7	27.2	27.5	26.1	24.9
자산총계	492.7	477.9	580.1	661.2	755.5
유동부채	128.0	86.8	150.2	155.0	158.2
매입채무	71.9	38.3	85.3	89.4	92.0
단기차입금	31.3	36.0	49.0	49.0	49.0
비유동부채	55.7	55.7	51.0	51.7	52.5
장기금융부채	38.8	37.6	28.7	28.7	28.7
부채총계	183.7	142.5	201.3	206.7	210.7
자본금	36.2	36.6	36.6	36.6	36.6
자본잉여금	147.6	150.0	149.2	149.2	149.2
자본조정	-14.1	-9.6	-9.0	-9.0	-9.0
기타포괄손익누계액	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5
이익잉여금	84.5	91.2	121.4	197.0	287.4
지배회사지분	254.2	268.1	298.3	373.8	464.2
소수주주지분	54.7	67.2	80.6	80.6	80.6
자본총계	308.9	335.3	378.9	454.5	544.8
순차입금	-61.6	-47.3	-34.7	-65.6	-117.9

현금흐름표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
영업활동 현금	-6.6	44.1	50.1	75.5	97.1
당기순이익	18.4	17.9	37.4	75.6	90.4
비현금수익비용가감	31.5	32.0	32.9	20.1	22.0
유형자산감가상각비	8.7	11.1	15.0	17.6	19.6
무형자산상각비	1.9	1.4	2.0	2.2	2.1
기타현금수익비용	0.6	4.8	16.0	0.3	0.3
영업활동 자산부채변동	-47.4	6.3	-13.8	-20.1	-15.2
매출채권 감소(증가)	-24.2	30.7	-36.3	-9.8	-5.6
재고자산 감소(증가)	-26.4	15.8	-26.8	-14.5	-12.3
매입채무 증가(감소)	11.7	-37.0	50.2	4.1	2.5
기타자산, 부채변동	-8.5	-3.2	-1.0	0.1	0.1
투자활동 현금	-47.7	-61.7	-28.4	-45.3	-45.6
유형자산처분(취득)	-36.9	-49.4	-40.8	-40.0	-40.0
무형자산 감소(증가)	-5.4	-9.8	-3.3	-0.8	-0.9
투자자산 감소(증가)	-0.2	-0.2	-8.2	-2.6	-2.7
기타투자활동	-5.2	-2.2	23.9	-1.9	-2.0
재무활동 현금	82.3	3.1	5.7	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	11.9	1.8	3.4	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	73.8	0.4	4.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	-3.4	0.9	-1.8	0.0	0.0
현금의 증가	28.1	-14.7	27.3	30.2	51.6
기초현금	54.8	82.8	68.1	95.4	125.6
기말현금	82.8	68.1	95.4	125.6	177.2

Analyst 안성호 | shan@hanwha.com
RA 고정우 | jungwoo.ko@hanwha.com

테크윙 (089030)

Buy(maintain)

목표주가: 8,000원(하향)

주가(03/21): 5,940원

Stock Data		
KOSDAQ(03/21)		546.81pt
시가총액		979억원
발행주식수		16,475천주
52주 최고가 / 최저가		8,550 / 5,410원
90일 일평균거래대금		5.87억원
외국인 지분율		1.2%
배당수익률(14.12E)		2.0%
BPS(14.12E)		4,592원
KOSDAQ대비 상대수익률	1개월	-8.3%
	3개월	-22.0%
	6개월	-6.2%
주주구성		
심재균 외3인		44.5%

전공정 뒤에 후공정 투자가 뒤따른다

2014년 실적개선 추세 전환 전망

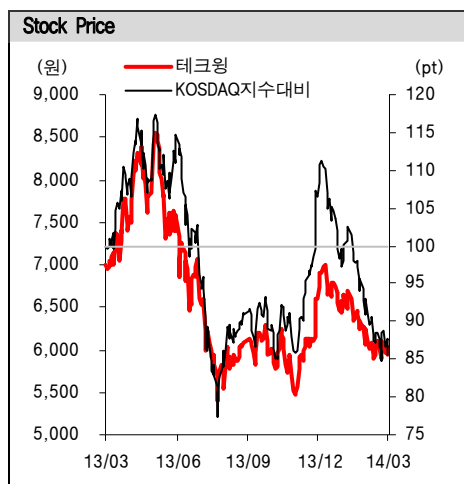
동사는 세계 1위의 메모리 테스트 핸들러 업체이다. 지난 2년간 전방업체의 투자 축소로 실적감소세가 진행되었으나, 2014년에는 전방업체 신규라인 가동에 따른 후공정 장비수요 증가로 실적개선 추세에 진입할 것으로 예상된다. 2014년 연결 실적은 매출액 1,175억원(+28%YoY), 영업이익 151억원(+59%YoY)으로 실적개선을 예상하며, 2015년에도 이러한 실적개선 추세가 계속 이어질 것으로 예상된다.

2분기 비메모리 핸들러 시장 진입 기대

2014년에 비메모리 핸들러 시장 진입의 가시적인 성과를 기대한다. 동사는 작년 부터 비메모리 핸들러 시장진입을 추진해 왔으나, 아직까지는 뚜렷한 성과물을 얻지 못한 상태이다. 동사는 올 2분기를 중요한 시기로 판단하고 있는데, 신규 수주에 성공할 경우 시장규모가 3배 이상 큰 비메모리 핸들러 시장에 신규로 진입한다는 점에서 동사에 중장기 호재가 될 것으로 판단한다.

목표주가 8,000원으로 하향, 'BUY' 투자의견 유지

비메모리 핸들러 신규시장 진입이 지연되면서 전체적인 실적전망 기대치가 하향 조정되었다. 이에 동사 목표주가를 종전 10,000원에서 8,000원으로 하향하고 BUY 투자의견을 유지한다. 2013년 실적개선 기대가 무산된 데 따른 실망감이 있으나, 2014E ROE 16.9%, PBR 1.3배에 불과한 현 주가수준에서 하락리스크는 제한적인 것으로 판단한다. 오히려 지금은 전공정 투자 뒤에 후공정 투자가 뒤따를 것이라는 점에 착안하여, 동사 주가에 관심을 가질 시기로 판단한다.



Financial Data	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액(십억원)	102.0	91.1	91.8	117.5	142.3
영업이익(십억원)	16.9	11.9	9.5	15.1	20.2
세전계속사업손익(십억원)	15.6	12.6	8.5	15.2	20.5
순이익(십억원)	12.5	10.7	8.9	11.9	16.0
EPS(원)	783	647	541	723	972
증감률(%)	n/a	-17.4	-16.3	33.7	34.3
PER(배)	9.7	9.4	11.0	8.2	6.1
PBR(배)	2.4	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	7.3	8.6	10.4	7.1	5.2
영업이익률(%)	16.6	13.1	10.3	12.8	14.2
EBITDA 마진(%)	18.7	16.3	14.7	17.0	17.6
ROE(%)	31.3	19.3	14.5	16.9	19.3
순부채비율(%)	28.5	45.9	64.5	58.0	36.2

주: FRS 연결기준

Financial Sheets

손익계산서	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액	102.0	91.1	91.8	117.5	142.3
매출원가	71.6	62.7	64.1	81.6	100.2
매출총이익	30.4	28.4	27.8	35.9	42.1
판매비 및 관리비	13.4	16.5	18.3	20.8	21.9
기타손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	16.9	11.9	9.5	15.1	20.2
EBITDA	19.1	14.8	13.5	20.0	25.0
영업외 손익	-1.3	0.7	-1.0	0.1	0.3
이자수익	0.2	0.3	0.4	0.6	0.6
이자비용	1.3	1.6	1.6	1.9	1.9
외화관련손익	0.8	-1.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	15.6	12.6	8.5	15.2	20.5
계속사업법인세비용	3.2	2.0	0.6	3.0	4.1
중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	12.5	10.7	7.9	12.1	16.4
지배주주지분	12.5	10.7	8.9	11.9	16.0
포괄손익	12.5	10.7	7.9	12.1	16.4
매출총이익률(%)	29.8	31.2	30.2	30.5	29.6
EBITDA마진율(%)	18.7	16.3	14.7	17.0	17.6
영업이익률(%)	16.6	13.1	10.3	12.8	14.2
당기순이익률(지배주주)(%)	12.2	11.7	9.7	10.1	11.2
ROA(%)	12.9	9.0	6.6	7.5	9.1
ROE(%)	31.3	19.3	14.5	16.9	19.3
ROIC(%)	23.5	13.2	9.2	10.5	13.3

주요지표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
투자지표					
PER(배)	9.7	9.4	11.0	8.2	6.1
PBR(배)	2.4	1.7	1.5	1.3	1.1
PSR(배)	1.2	1.1	1.1	0.8	0.7
배당수익률(%)	1.6	1.8	2.0	2.0	2.0
EV/EBITDA(배)	7.3	8.6	10.4	7.1	5.2
성장성(%YOY)					
매출액	36.9	-10.7	0.8	28.0	21.1
영업이익	52.6	-29.5	-20.4	58.7	34.1
세전계속사업손익	56.5	-19.3	-32.8	78.5	35.5
지배주주지분 당기순이익	-10.8	-14.6	-16.3	33.7	34.3
포괄손익	-10.7	-14.6	-25.9	53.5	35.5
EPS	n/a	-17.4	-16.3	33.7	34.3
안정성(%)					
유동비율	165.6	141.0	125.3	136.2	154.7
부채비율	123.7	107.2	127.3	121.7	103.0
이자보상배율	16.4	9.4	8.2	11.7	16.0
순차입금/자기자본	28.5	45.9	64.5	58.0	36.2
주당지표(원)					
EPS	783	647	541	723	972
BPS	3,217	3,500	3,976	4,592	5,468
EBITDA/Share	1,200	899	819	1,212	1,518
CFPS	1,371	963	n/a	1,036	1,291
DPS	120	110	120	120	120

대차대조표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
유동자산	77.8	66.1	67.9	85.4	98.0
현금 및 현금성자산	17.0	9.7	11.4	9.7	20.9
단기금융상품	3.3	4.1	4.1	4.3	4.5
매출채권	32.3	30.8	25.2	34.7	35.3
재고자산	20.2	20.3	25.2	34.7	35.3
비유동자산	40.8	53.4	82.1	83.3	85.8
투자자산	2.6	1.4	5.3	5.5	5.7
유형자산	32.9	43.7	61.5	64.5	68.6
무형자산	5.3	8.2	15.3	13.2	11.5
자산총계	118.6	119.5	149.9	168.7	183.8
유동부채	47.0	46.9	54.2	62.7	63.4
매입채무	25.1	19.0	22.4	30.8	31.3
단기차입금	16.9	25.6	29.3	29.3	29.3
비유동성부채	18.6	15.0	29.8	29.8	29.9
장기금융부채	18.4	14.7	28.8	28.8	28.8
부채총계	65.6	61.8	84.0	92.6	93.3
자본금	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
자본잉여금	21.5	21.5	22.4	22.4	22.4
자본조정	-0.9	-4.8	-4.9	-4.9	-4.9
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	24.1	32.7	39.7	49.9	64.3
지배회사지분	53.0	57.7	65.5	75.6	90.1
소수주주지분	0.0	0.0	0.5	0.5	0.5
자본총계	53.0	57.7	66.0	76.1	90.6
순차입금	15.1	26.5	42.6	44.1	32.8

현금흐름표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
영업활동 현금	14.7	5.8	11.4	6.5	20.6
당기순이익	12.5	10.7	7.9	12.1	16.4
비현금수익비용가감	9.4	5.2	-29.5	4.9	4.8
유형자산감가상각비	1.0	1.7	2.4	2.8	3.0
무형자산상각비	1.2	1.2	1.6	2.1	1.8
기타현금수익비용	-0.1	-0.1	-33.5	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	-6.0	-8.1	33.1	-10.6	-0.6
매출채권 감소(증가)	-8.6	-0.2	23.3	-9.5	-0.6
재고자산 감소(증가)	0.9	-1.0	14.8	-9.5	-0.6
매입채무 증가(감소)	3.2	-5.0	-5.1	8.5	0.5
기타자산, 부채변동	-1.6	-1.9	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-26.3	-13.8	-8.5	-6.3	-7.5
유형자산처분(취득)	-19.9	-11.2	-4.6	-5.9	-7.1
무형자산 감소(증가)	-1.8	-4.8	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-3.3	2.5	0.0	-0.2	-0.2
기타투자활동	-1.3	-0.2	-3.8	-0.2	-0.2
재무활동 현금	25.4	3.0	-1.2	-2.0	-2.0
차입금의 증가(감소)	12.4	6.5	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	14.4	-2.0	-1.2	-2.0	-2.0
배당금의 지급	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0
기타재무활동	-1.3	-1.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	14.3	-7.3	1.8	-1.7	11.1
기초현금	2.7	17.0	9.7	11.4	9.7
기말현금	17.0	9.7	11.4	9.7	20.9

Analyst 안성호 | shan@hanwha.com
RA 고정우 | jungwoo.ko@hanwha.com

네패스 (033640)

Hold(maintain)

목표주가: 8,000원(하향)

주가(03/21): 7,790원

Stock Data

KOSDAQ(03/21)	546.81pt
시가총액	1,700억원
발행주식수	21,825천주
52주 최고가 / 최저가	19,400 / 6,620원
90일 일평균거래대금	30.81억원
외국인 지분율	6.5%
배당수익률(14.12E)	1.3%
BPS(14.12E)	6,188원

KOSDAQ대비 상대수익률	1개월	1.2%
	3개월	3.8%
	6개월	-29.9%

주주구성

이병규외 4인	27.2%
---------	-------

네패스 Pte 매각 등 구조조정은 긍정적이나...

투자의견 중립(HOLD) 유지

최근 동사는 적자누적이 장기화되고 있는 싱가포르 자회사 네패스Pte를 매각하는 구조조정을 단행했다. 동사는 2013년에만 100억원 이상의 영업손실을 기록했던 부담요인을 제거함으로써 2014년 실적개선의 계기를 마련했다. 그러나 사업중단에 따른 손실이 대거 반영되면서 동사의 자본총계가 직전분기 1,471억원에서 1,166억원으로 축소되었다. 적자사업 매각을 통한 구조조정에 대해 긍정적으로 평가하나, 기존 주력사업이었던 WLP부문 매각이 WLP 사업전반의 성장성 둔화를 반영하는 것으로 이해되어 투자의견 '중립(HOLD)'을 유지한다.

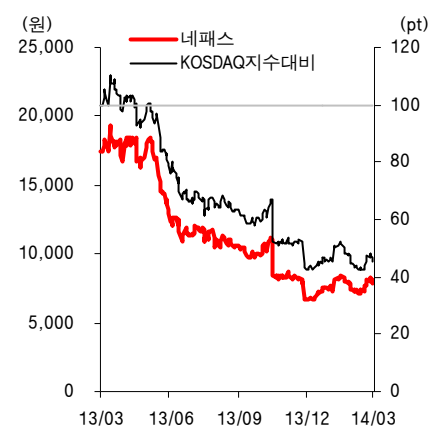
2014년 실적은 개선될 전망

동사의 2014년 연결실적은 매출액 4,031억원(+11%YoY), 영업이익 274억원(흑전)으로 개선될 것으로 예상된다. 네패스Pte 사업중단과 함께 2013년에 179억원의 영업적자를 기록했던 연결자회사 네패스디스플레이가 분기 흑자전환이 임박한 것으로 파악되기 때문이다. 최근 UHD TV패널 수요증가에 따른 Driver IC 범용 수요확대로 2014년 실적개선에 긍정적 요인으로 작용할 전망이다.

단기センチメント 긍정적이나, Valuation 부담으로 추가상승에는 한계

동사 주가에 긍정적인センチメント가 이어지고 있으나 자산매각에 따른 BPS 하락과 기존 주력사업인 WLP 사업축소에 대해 다른 측면도 고려할 필요가 있다. 과거 동사 주가는 높은 성장기대감을 바탕으로 프리미엄을 적용 받았지만, 이제는 더 이상 추가 프리미엄을 받을 이유가 없어진 것이다. 동사 목표주가를 8,000원으로 하향하며, valuation 부담 때문에 현 주가에서는 추가상승에 한계가 있을 것으로 판단한다.

Stock Price



Financial Data	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액(십억원)	276.1	290.5	364.1	403.1	455.3
영업이익(십억원)	19.0	41.5	-0.9	27.4	35.8
세전계속사업손익(십억원)	2.2	17.9	-26.0	16.5	25.7
순이익(십억원)	-2.3	10.9	-33.4	11.3	16.7
EPS(원)	-105	499	-1,530	520	765
증감률(%)	적전	흑전	적전	흑전	47.2
PER(배)	-157.7	28.0	-5.1	15.0	10.2
PBR(배)	2.6	2.0	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	9.9	5.8	7.9	5.0	4.2
영업이익률(%)	6.9	14.3	-0.3	6.8	7.9
EBITDA 마진(%)	16.6	23.4	10.8	14.5	14.6
ROE(%)	-1.6	7.6	-24.6	8.9	11.5
순부채비율(%)	64.5	57.3	121.3	96.3	73.3

주: IFRS 연결기준

[표18] 네패스 본사실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2013	2014E	2015E
매출액	56.8	61.3	58.7	52.7	55.2	58.6	61.8	60.8	229.5	236.4	270.2
골드범핑	21.8	24.5	22.9	21.0	22.0	23.4	24.7	24.2	90.2	94.2	106.0
WLP(솔더범핑)	19.4	20.4	20.6	17.7	18.9	20.5	21.6	21.6	78.1	82.6	97.4
전자재료	15.6	16.4	15.2	14.0	14.3	14.8	15.5	15.0	61.2	59.6	66.8
매출총이익	13.3	13.9	12.9	8.6	12.2	13.4	14.5	13.9	48.6	53.9	62.5
GP margin(%)	23.4%	22.7%	21.9%	16.2%	22.1%	22.8%	23.4%	22.9%	21.2%	22.8%	23.1%
판관비	8.1	7.9	7.7	7.4	7.2	7.6	8.0	7.9	31.1	30.7	35.1
영업손익	5.2	6.0	5.2	1.2	5.0	5.8	6.4	6.0	17.5	23.2	27.4
OP margin(%)	9.2%	9.7%	8.8%	2.2%	9.1%	9.8%	10.4%	9.9%	7.6%	9.8%	10.1%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표19] 네패스 IFRS 연결실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2013	2014E	2015E
매출액	70.0	104.5	111.3	78.4	93.1	98.7	107.8	105.0	364.1	403.1	455.3
본사	56.8	61.3	58.7	52.7	55.2	58.6	61.8	60.8	229.5	236.4	270.2
네패스 PTE	3.3	3.4	1.2	-7.9	1.0	-	-	-	-	1.0	-
네패스디스플레이	4.1	33.9	45.8	28.2	30.0	33.0	38.0	37.0	112.0	138.0	154.0
네패스신소재	5.1	5.7	5.3	4.7	6.0	6.0	7.0	6.2	20.8	25.2	26.5
네패스리그마	0.4	0.3	0.2	0.2	0.5	0.4	0.2	0.3	1.1	1.3	1.5
네패스 LED	0.6	1.0	0.6	0.6	0.6	0.8	0.9	0.8	2.8	3.1	3.6
영업이익	-1.3	-2.0	-4.1	6.5	4.6	6.6	8.4	7.8	-0.9	27.4	35.8
본사	5.2	6.0	5.2	1.2	5.0	5.8	6.4	6.0	17.5	23.2	27.4
네패스 PTE	-2.8	-2.8	-2.5						-8.1	0.0	0.0
네패스디스플레이	-3.7	-5.4	-5.8	-3.0	-0.6	0.7	1.5	1.5	-17.9	3.1	6.6
네패스신소재	0.5	0.9	0.5	0.4	0.9	0.8	1.0	0.9	2.3	3.7	3.9
네패스리그마	-0.2	-0.2	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.2	-0.2	-1.4	-1.2	-1.1
네패스 LED	-0.3	-0.3	-0.5	-0.5	-0.3	-0.3	-0.4	-0.3	-1.6	-1.3	-1.1
OP margin(%)	-1.9%	-1.9%	-3.7%	8.3%	4.9%	6.7%	7.8%	7.5%	-0.3%	6.8%	7.9%
영업외수지	-0.8	-1.8	-3.6	-18.9	-3.0	-2.5	-3.0	-2.4	-25.1	-10.9	-10.1
법인세차감전이익	-2.1	-3.8	-7.6	-12.4	1.6	4.1	5.4	5.5	-26.0	16.5	25.7
당기순이익	-2.7	-4.9	-8.2	-29.9	1.3	3.5	4.6	4.7	-45.8	14.1	21.9
지배기업소유지분	-1.4	-3.2	-5.6	-23.1	1.5	2.9	3.4	3.5	-33.4	11.3	16.7

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표20] 네패스 투자의견 HOLD 유지, 목표주가 8,000원으로 하향

		2014E	2015E	비 고
1. PER	Normalized EPS	520	765	2015E ROE 11.5% CoE 9.5% - risk free 2.89% - 3 개년 주간 베타 1.1 - Market risk premium 6.0% Terminal growth 1%
	적정 PER	12.1	12.1	
	적정 주가	6,275	9,234	
2. PBR	BPS	6,188	7,090	
	ROE	8.9	11.5	
	적정 PBR	1.2	1.2	
	적정 주가	7,711	8,835	
PER/PBR 적정주가 평균값		6,993	9,035	
목표가 적용비중		50%	50%	
목표주가		8,000		

자료: 한화투자증권 리서치센터

Financial Sheets

손익계산서	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액	276.1	290.5	364.1	403.1	455.3
매출원가	229.2	213.0	323.7	332.7	371.1
매출총이익	46.9	77.6	40.5	71.9	84.2
판매비 및 관리비	27.8	36.1	41.4	44.5	48.4
기타손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	19.0	41.5	-0.9	27.4	35.8
EBITDA	45.8	68.0	39.3	58.9	66.7
영업외 손익	-16.8	-23.5	-25.1	-10.9	-10.1
이자수익	1.5	1.7	0.3	0.2	0.2
이자비용	5.5	5.2	7.3	9.8	8.5
외화관련손익	-0.4	0.0	1.0	1.0	0.6
지분법손익	-9.7	-17.4	0.1	-0.3	-0.3
세전계속사업손익	2.2	17.9	-26.0	16.5	25.7
계속사업법인세비용	4.5	6.0	-10.3	2.5	3.9
중단사업손익	0.0	0.0	-30.1	0.0	0.0
당기순이익	-2.3	12.0	-45.8	14.1	21.9
지배주주지분	-2.3	10.9	-33.4	11.3	16.7
포괄손익	-2.3	10.5	-45.4	14.1	21.9
매출총이익률(%)	17.0	26.7	11.1	17.8	18.5
EBITDA마진율(%)	16.6	23.4	10.8	14.5	14.6
영업이익률(%)	6.9	14.3	-0.3	6.8	7.9
당기순이익률(지배주주)(%)	-0.8	3.7	-9.2	2.8	3.7
ROA(%)	-0.7	3.3	-9.2	2.9	4.2
ROE(%)	-1.6	7.6	-24.6	8.9	11.5
ROIC(%)	-9.5	12.1	-0.3	9.4	12.3

주요지표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
투자지표					
PER(배)	-157.7	28.0	-5.1	15.0	10.2
PBR(배)	2.6	2.0	1.4	1.3	1.1
PSR(배)	1.3	1.0	0.5	0.4	0.4
배당수익률(%)	0.3	0.7	n/a	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	9.9	5.8	7.9	5.0	4.2
성장성(% YOY)					
매출액	-3.5	5.2	25.3	11.1	12.5
영업이익	-36.0	117.8	적전	흑전	30.6
세전계속사업손익	-87.1	707.7	적전	흑전	55.4
지배주주지분 당기순이익	적전	흑전	적전	흑전	47.2
포괄손익	적전	흑전	적전	흑전	55.4
EPS	적전	흑전	적전	흑전	47.2
안정성(%)					
유동비율	132.8	107.7	125.6	137.4	138.3
부채비율	122.9	116.0	233.0	203.8	162.0
이자보상배율	4.8	11.7	-0.1	2.9	4.3
순차입금/자기자본	64.5	57.3	121.3	96.3	73.3
주당지표(원)					
EPS	-105	499	-1,530	520	765
BPS	6,318	6,876	5,544	6,188	7,090
EBITDA/Share	2,100	3,115	1,800	2,697	3,056
CFPS	2,041	3,327	1,066	2,115	2,448
DPS	50	100	n/a	100	100

대차대조표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
유동자산	102.6	97.8	140.6	159.3	155.6
현금 및 현금성자산	24.5	20.1	65.0	60.7	46.3
단기금융상품	9.2	3.4	1.9	1.9	2.0
매출채권	47.4	50.9	45.5	59.8	66.6
재고자산	17.7	19.8	25.0	33.5	37.2
비유동자산	217.1	240.9	249.6	239.4	239.7
투자자산	17.7	21.0	19.8	20.6	21.4
유형자산	192.7	213.9	223.6	212.7	212.3
무형자산	6.7	6.0	6.2	6.1	6.0
자산총계	319.7	338.8	390.3	398.7	395.4
유동부채	77.2	90.9	112.0	116.0	112.6
매입채무	33.1	38.1	39.5	52.9	58.9
단기차입금	37.1	28.5	57.5	47.5	37.5
비유동성부채	99.1	91.0	161.1	151.5	131.9
장기금융부채	89.2	84.9	151.5	141.5	121.5
부채총계	176.3	181.9	273.1	267.5	244.5
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	73.5	80.8	82.3	82.3	82.3
자본조정	-0.7	-5.2	-5.2	-5.2	-5.2
기타포괄손익누계액	1.8	0.4	0.8	0.8	0.8
이익잉여금	54.1	63.4	32.9	47.0	66.7
지배회사지분	137.9	150.1	121.0	135.1	154.7
소수주주지분	5.5	6.8	-3.8	-3.8	-3.8
자본총계	143.4	156.8	117.2	131.3	150.9
순차입금	92.5	89.9	142.1	126.4	110.7

현금흐름표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
영업활동 현금	4.3	54.6	2.9	37.3	49.4
당기순이익	-2.3	12.0	-45.8	14.1	21.9
비현금수익비용가감	46.8	60.7	69.1	32.1	31.6
유형자산감가상각비	26.2	26.1	39.0	30.9	30.4
무형자산상각비	0.6	0.4	1.2	0.5	0.5
기타현금수익비용	9.7	17.3	28.9	0.7	0.7
영업활동 자산부채변동	-18.0	-10.6	-7.8	-8.9	-4.0
매출채권 감소(증가)	-10.9	-7.4	4.5	-14.3	-6.7
재고자산 감소(증가)	-3.4	-3.5	-18.9	-8.5	-3.8
매입채무 증가(감소)	-5.5	4.4	-0.9	13.4	6.0
기타자산, 부채변동	1.7	-4.2	7.5	0.5	0.5
투자활동 현금	-44.3	-66.0	-26.3	-21.6	-31.6
유형자산처분(취득)	-38.9	-64.4	-27.3	-20.0	-30.0
무형자산 감소(증가)	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4
투자자산 감소(증가)	-5.2	-1.4	1.3	-0.8	-0.8
기타투자활동	-0.1	0.0	0.0	-0.4	-0.4
재무활동 현금	9.5	13.5	54.8	-20.0	-32.2
차입금의 증가(감소)	10.0	13.0	48.4	-20.0	-30.0
자본의 증가(감소)	-1.1	4.7	6.4	0.0	-2.2
배당금의 지급	1.1	1.1	2.3	0.0	2.2
기타재무활동	0.6	-4.3	-0.1	0.0	0.0
현금의 증가	-30.1	-4.5	44.9	-4.3	-14.4
기초현금	54.6	24.5	20.1	65.0	60.7
기말현금	24.5	20.1	65.0	60.7	46.3

Analyst 안성호 | shan@hanwha.com
RA 고정우 | jungwoo.ko@hanwha.com

심텍 (036710)

Hold(downgrade)

목표주가: 6,500원(하향)

주가(03/21): 6,070원

Stock Data

KOSDAQ(03/21)	546.81pt
시가총액	1,955억원
발행주식수	32,200천주
52주 최고가 / 최저가	10,750 / 5,800원
90일 일평균거래대금	9.85억원
외국인 지분율	3.8%
배당수익률(14.12E)	1.6%
BPS(14.12E)	5,598원

KOSDAQ대비 상대수익률	1개월	-4.4%
	3개월	-17.6%
	6개월	-35.9%

주주구성

전세호외 1인	25.7%
이민주	9.2%

아직 정상수준 회복의 시그널은 보이지 않는다

1분기 실적부진 지속

심텍의 1분기 실적은 매출액 1,286억원(-2.7%QoQ), 영업적자 84억원으로 전분기와 비슷한 수준의 실적부진을 예상한다. 올 1분기에 전세계 스마트 폰 판매량이 10% 이상 역성장할 것으로 예상되므로 전분기에 이어 MCP 등 Mobile 제품 수요가 부진했을 것으로 추정한다. Module PCB와 Substrate 모두 지난 4분기의 침체에서 벗어나지 못하고 있다.

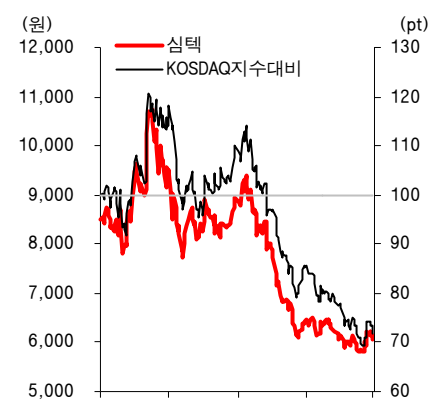
2분기 흑자전환 예상하나, 정상수준 회복을 확실하기에는 아직 이른 상황

동사는 2013년 한해 동안 화재사고 여파로 큰 어려움을 겪었다. 상반기에는 자사 화재사고 여파에서 벗어나지 못했으며, 하반기에는 SK하이닉스 화재사고에 따른 수요감소 영향을 받았다. 따라서 2014년에는 기저효과에 따른 실적개선 효과가 기본적으로 클 것이다. 2014년 실적은 매출액 6,273억원(+20.3%YoY), 영업이익 167억원(흑전)을 예상한다. 그러나 단순한 기저효과에 따른 턴어라운드라 아니라 정상수준 수익성을 회복할 것이라는 확신을 갖기에는 아직 일러 보인다.

목표주가 6,500원으로 하향, 투자의견 HOLD 하향

2014년 심텍은 올해 연간실적이 아니라 2015년까지 실적개선이 이어질 것이냐에 초점을 맞춰야 한다. 올 하반기 실적개선을 감안하더라도 2014년 영업마진율이 2.7%에 불과하기 때문이다. 현재 역사적 저점수준에서 바닥권 턴어라운드 여부를 주목하고 있으나, 2015년까지 바라보는 중장기 관점이 요구된다는 점에서 회복 시그널을 확인하고 접근해도 늦지 않을 것으로 판단한다. 목표주가를 6,500원으로, 투자의견은 HOLD로 하향한다. 목표주가는 올 2분기 기준으로 4분기 forward EPS 588원에 PER 11.1배를 적용한 값이다.

Stock Price



Financial Data	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액(십억원)	612.3	630.6	521.5	627.3	685.0
영업이익(십억원)	62.5	46.3	-27.7	16.7	49.3
세전계속사업손익(십억원)	51.5	32.8	-40.7	4.8	38.9
순이익(십억원)	41.9	24.5	-32.5	3.7	30.3
EPS(₩)	1,437	795	-1,009	116	942
증감률(%)	-44.8	-44.7	적전	흑전	712.7
PER(배)	8.5	13.0	-6.0	52.4	6.4
PBR(배)	2.1	1.5	1.1	1.1	0.9
EV/EBITDA(배)	5.3	5.7	169.0	8.9	5.2
영업이익률(%)	10.2	7.3	-5.3	2.7	7.2
EBITDA 마진(%)	15.4	12.6	0.5	7.9	12.0
ROE(%)	27.1	12.6	-16.6	2.1	15.7
순부채비율(%)	83.7	55.5	130.2	135.6	109.5

주: IFRS 별도기준

[표21] 심텍 분기별 실적전망 Update

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013	2014E	2015E
매출액	118.5	130.9	139.9	132.1	128.6	150.4	167.3	180.9	630.6	521.5	627.3	685.0
Module PCB	42.2	47.4	48.1	44.0	43.6	51.8	60.3	65.4	267.4	181.7	221.0	255.1
Substrate	76.3	83.5	91.8	88.1	85.1	98.7	107.0	115.5	363.2	339.8	406.3	429.9
매출총이익	2.0	0.8	6.8	0.6	0.6	11.7	19.9	23.7	86.2	10.2	56.0	91.7
GP margin(%)	1.7%	0.6%	4.9%	0.4%	0.5%	7.8%	11.9%	13.1%	13.7%	2.0%	8.9%	13.4%
판매비	9.6	9.6	9.2	9.4	9.0	9.3	10.0	10.9	39.9	37.9	39.2	42.5
매출액비중(%)	8.1%	7.4%	6.6%	7.1%	7.0%	6.2%	6.0%	6.0%	6.3%	7.3%	6.3%	6.2%
영업손익	-7.6	-8.8	-2.4	-8.8	-8.4	2.3	9.9	12.9	46.3	-27.7	16.7	49.3
OP margin(%)	-6.4%	-6.7%	-1.7%	-6.7%	-6.5%	1.6%	5.9%	7.1%	7.3%	-5.3%	2.7%	7.2%
영업외수지	-2.2	-4.6	-4.4	-1.9	-2.9	-3.0	-3.0	-3.0	-13.5	-13.0	-12.0	-10.4
세전이익	-9.8	-13.4	-6.8	-10.7	-11.3	-0.7	6.9	9.9	32.8	-40.7	4.8	38.9
법인세	-1.7	-2.6	-1.4	-2.6	-2.5	-0.1	1.5	2.2	8.3	-8.2	1.1	8.6
법인세율(%)	17%	20%	20%	24%	22%	22%	22%	22%	25%	20%	22%	22%
당기순이익	-8.1	-10.8	-5.4	-8.1	-8.8	-0.5	5.4	7.7	24.5	-32.5	3.7	30.3
NP margin(%)	-6.9%	-8.2%	-3.9%	-6.1%	-6.9%	-0.3%	3.2%	4.3%	3.9%	-6.2%	0.6%	4.4%
매출비중												
Module PCB	36%	36%	34%	33%	34%	34%	36%	36%	42%	35%	35%	37%
Substrate	64%	64%	66%	67%	66%	66%	64%	64%	58%	65%	65%	63%
생산 Capa.(K ㎡)												
Module PCB	160	150	160	160	160	180	180	180	960	630	700	720
Substrate	168	200	255	255	260	260	260	260	840	878	1,040	1,040
가동률												
Module PCB	66%	80%	68%	65%	65%	70%	80%	85%	64%	70%	75%	84%
Substrate	90%	79%	71%	72%	69%	80%	85%	90%	85%	77%	81%	84%
출하량(K ㎡)												
Module PCB	106	120	109	104	104	126	144	153	618	439	527	603
Substrate	151	157	180	184	179	208	221	234	712	673	842	871

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 상승모멘텀 부재상황이 장기화되면서 바닥권 주가가 계속되고 있다



자료: 한화투자증권 리서치센터

Financial Sheets

손익계산서	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액	612.3	630.6	521.5	627.3	685.0
매출원가	514.0	544.4	511.4	571.3	593.2
매출총이익	98.4	86.2	10.2	56.0	91.7
판매비 및 관리비	35.8	39.9	37.9	39.2	42.5
기타손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	62.5	46.3	-27.7	16.7	49.3
EBITDA	94.5	79.2	2.5	49.5	82.1
영업외 손익	-11.0	-13.5	-13.0	-12.0	-10.4
이자수익	0.2	0.4	0.3	1.4	1.4
이자비용	9.1	6.6	8.1	9.0	9.3
외화관련손익	-0.5	1.6	2.8	1.8	3.5
지분법손익	-0.2	-3.1	-0.6	-4.9	-4.7
세전계속사업손익	51.5	32.8	-40.7	4.8	38.9
계속사업법인세비용	9.6	8.3	-8.2	1.1	8.6
중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	41.9	24.5	-32.5	3.7	30.3
지배주주지분	41.9	24.5	-32.5	3.7	30.3
포괄손익	41.9	24.5	-32.5	3.7	30.3
매출총이익률(%)	16.1	13.7	2.0	8.9	13.4
EBITDA마진율(%)	15.4	12.6	0.5	7.9	12.0
영업이익률(%)	10.2	7.3	-5.3	2.7	7.2
당기순이익률(지배주주)(%)	6.8	3.9	-6.2	0.6	4.4
ROA(%)	9.4	5.2	-6.0	0.6	4.8
ROE(%)	27.1	12.6	-16.6	2.1	15.7
ROIC(%)	18.7	11.7	-6.2	3.8	10.7

주요지표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
투자지표					
PER(배)	8.5	13.0	-6.0	52.4	6.4
PBR(배)	2.1	1.5	1.1	1.1	0.9
PSR(배)	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
배당수익률(%)	1.6	1.9	n/a	1.6	3.3
EV/EBITDA(배)	5.3	5.7	169.0	8.9	5.2
성장성(%YOY)					
매출액	6.2	3.0	-17.3	20.3	9.2
영업이익	-26.6	-26.0	적전	흑전	194.4
세전계속사업손익	-35.1	-36.3	적전	흑전	712.7
지배주주지분 당기순이익	-40.7	-41.5	적전	흑전	712.7
포괄손익	-49.6	-41.5	적전	흑전	712.5
EPS	-44.8	-44.7	적전	흑전	712.7
안정성(%)					
유동비율	67.5	114.1	43.8	54.1	58.6
부채비율	158.3	134.1	223.8	249.3	211.4
이자보상배율	7.0	7.5	-3.5	2.2	6.3
순차입금/자기자본	83.7	55.5	130.2	135.6	109.5
주당지표(원)					
EPS	1,437	795	-1,009	116	942
BPS	5,895	6,676	5,482	5,598	6,440
EBITDA/Share	3,237	2,567	78	1,537	2,548
CFPS	3,587	2,786	n/a	1,308	2,124
DPS	200	200	n/a	100	200

대차대조표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
유동자산	152.8	191.4	128.6	182.4	193.9
현금 및 현금성자산	15.7	52.4	1.1	18.6	22.9
단기금융상품	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	69.6	65.0	55.9	79.3	84.9
재고자산	65.8	74.3	70.4	83.3	84.9
비유동자산	294.4	311.8	443.0	447.3	451.9
투자자산	59.0	67.4	150.7	156.9	163.2
유형자산	230.8	239.1	287.0	285.3	283.5
무형자산	4.7	5.3	5.4	5.2	5.1
자산총계	447.2	503.2	571.6	629.7	645.8
유동부채	226.3	167.7	293.7	337.4	330.8
매입채무	93.1	96.7	147.0	168.5	169.7
단기차입금	126.4	63.6	143.0	165.0	157.0
비유동성부채	47.7	120.5	101.4	111.9	107.5
장기금융부채	35.0	108.1	88.0	98.0	93.0
부채총계	274.0	288.3	395.1	449.4	438.3
자본금	14.7	16.1	16.1	16.1	16.1
자본잉여금	82.2	102.1	102.1	102.1	102.1
자본조정	-2.1	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	78.3	97.5	58.9	62.6	89.8
지배회사지분	173.1	215.0	176.5	180.2	207.4
소수주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	173.1	215.0	176.5	180.2	207.4
순차입금	144.9	119.3	229.9	244.4	227.1

현금흐름표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
영업활동 현금	62.5	70.6	-42.1	27.4	62.6
당기순이익	41.9	24.5	-32.5	3.7	30.3
비현금수익비용가감	62.7	61.4	9.9	38.4	38.1
유형자산감가상각비	31.7	32.1	29.2	31.7	31.7
무형자산상각비	0.3	0.9	1.0	1.1	1.0
기타현금수익비용	3.8	0.8	-20.3	5.6	5.3
영업활동 자산부채변동	-33.3	-5.6	-18.8	-14.7	-5.8
매출채권 감소(증가)	-1.7	-14.1	-27.0	-23.4	-5.6
재고자산 감소(증가)	-17.4	-8.4	-6.8	-12.9	-1.6
매입채무 증가(감소)	-7.1	23.6	20.3	21.6	1.2
기타자산, 부채변동	-7.1	-6.7	-5.2	0.1	0.1
투자활동 현금	-15.5	-64.5	-67.4	-42.0	-42.0
유형자산처분(취득)	-20.1	-61.8	-67.1	-30.0	-30.0
무형자산 감소(증가)	0.6	-0.7	-0.2	-0.9	-0.9
투자자산 감소(증가)	5.7	0.8	0.0	-7.7	-7.6
기타투자활동	-1.7	-2.8	0.0	-3.4	-3.5
재무활동 현금	-44.8	30.5	58.3	32.0	-16.2
차입금의 증가(감소)	-39.9	17.1	58.1	32.0	-13.0
자본의 증가(감소)	-3.0	11.2	0.2	0.0	-3.2
배당금의 지급	4.9	5.8	0.0	0.0	3.2
기타재무활동	-1.9	2.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	2.2	36.6	-51.3	17.5	4.3
기초현금	13.5	15.7	52.4	1.1	18.6
기말현금	15.7	52.4	1.1	18.6	22.9

Analyst 안성호 | shan@hanwha.com
RA 고정우 | jungwoo.ko@hanwha.com

시그네틱스 (033170)

Hold(downgrade)

목표주가: 2,000원(하향)

주가(03/21): 1,935원

Stock Data		
KOSDAQ(03/21)		546.81pt
시가총액		1,659억원
발행주식수		85,728천주
52주 최고가 / 최저가		3,590 / 1,910원
90일 일평균거래대금		8.76억원
외국인 지분율		1.1%
배당수익률(14.12E)		0.0%
BPS(14.12E)		2,286원
KOSDAQ대비 상대수익률	1개월	-11.3%
	3개월	-16.4%
	6개월	-32.2%
주주구성		
영풍외 6인		60.7%

1분기 실적부진 지속

1분기 BEP 소폭 상회하는 수준 예상

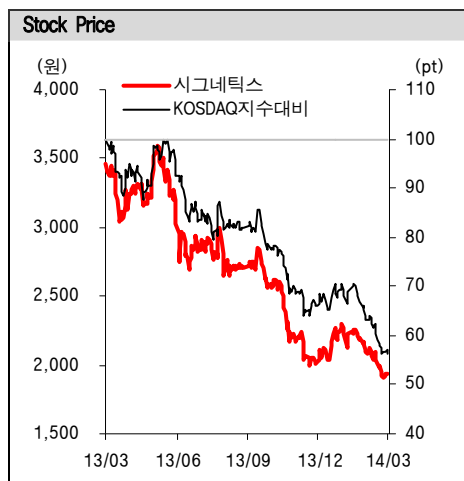
동사의 1분기 실적은 매출액 602억원(-3%QoQ), 영업이익 3억원으로 BEP를 소폭 상회하는 수준을 예상한다. 지난 4분기에 시스템반도체용 Flip Chip 매출액과 Mobile용 eMMC 매출액이 크게 감소한 상태에서 아직 뚜렷한 회복 시그널이 발견되지 않고 있다. 주요 후공정 패키징 업체와 부품업체에서 이러한 흐름이 공통적으로 나타나고 있다.

2분기부터 SK하이닉스 eMCP 매출증가 기대

동사는 2014년 2분기부터 SK하이닉스 eMCP 매출이 증가하면서 전체적인 손익 개선에 크게 기여할 것으로 기대하고 있다. 또한 하반기에는 SSD 컨트롤러 패키지가 기존 F-BGA에서 Flip-Chip으로 전환되면서 실적개선에 가세할 것으로 기대하고 있다. 이에 당사는 2014년 실적이 매출액 2,781억원(+1%YoY), 영업이익 157억원(+41%YoY)으로 개선될 것으로 예상한다. 이는 주로 Product mix 개선효과에 기인한다.

목표주가 2,000원, 투자의견 HOLD 하향.

2014년에 실적개선을 예상하나, 현 주가가 2014E PER 11.7배로써 valuation 메리트가 크지 않은 것으로 판단한다. 턴어라운드를 기대하는 업체는 forward로 접근하는 것이 타당하나, 아직 이를 적극적으로 반영할만한 구체적인 시그널이 확인되지 않고 있기 때문에 2014년 예상실적을 기준으로 목표주가를 설정한다. 투자 의견은 종전 투자등급 체계에서 제시되었던 Outperform을 새로운 등급체계에서 HOLD로 변경하여 제시한다.



Financial Data	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액(십억원)	276.8	309.9	274.2	278.1	309.0
영업이익(십억원)	20.4	18.5	11.2	15.7	23.6
세전계속사업손익(십억원)	18.6	17.8	10.7	16.8	24.7
순이익(십억원)	15.2	15.9	9.0	14.2	20.8
EPS(원)	178	185	105	165	243
증감률(%)	-28.8	4.2	-43.2	57.0	47.0
PER(배)	22.7	16.7	18.4	11.7	8.0
PBR(배)	2.3	1.4	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	7.7	6.0	4.2	3.3	2.5
영업이익률(%)	7.4	6.0	4.1	5.7	7.6
EBITDA 마진(%)	18.6	16.7	16.9	17.2	17.4
ROE(%)	10.4	9.4	4.9	7.5	10.1
순부채비율(%)	35.0	24.3	14.6	-3.4	-14.3

주: IFRS 별도 기준임

[표22] 시그네틱스 분기별 실적전망

(단위: 십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013	2014E	2015E
매출액	64.7	74.5	73.1	61.9	60.2	66.4	74.3	77.3	309.9	274.2	278.1	309.0
TSOP	6.8	6.5	6.7	6.7	6.0	5.9	5.6	5.3	48.2	26.6	22.7	18.6
FBGA(BOC 포함)	33.2	29.3	26.4	23.8	21.4	20.3	18.3	17.4	158.5	112.7	77.5	53.8
FLIP CHIP	8.3	16.4	18.9	11.9	13.1	15.7	20.4	22.4	11.1	55.4	71.6	100.3
MCP	5.4	6.2	5.4	4.4	4.2	4.9	5.8	6.1	33.6	21.5	21.0	29.1
eMMC	0.5	7.5	4.4	2.9	2.6	2.5	2.3	2.3	29.5	15.4	9.7	9.8
eMCP	6.7	4.5	7.2	7.9	8.3	12.5	16.9	18.6	7.2	26.4	56.4	76.9
기타(Test 포함)	3.8	4.1	4.0	4.2	4.5	4.7	4.9	5.2	17.7	16.1	19.2	20.6
매출총이익	4.6	7.5	3.0	2.4	1.8	5.0	7.7	8.0	25.8	17.5	22.5	30.8
GP Margin(%)	7.1%	10.0%	4.1%	3.9%	3.0%	7.5%	10.4%	10.4%	8.3%	6.4%	8.1%	10.0%
판매비	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5	1.7	1.8	1.9	7.3	6.3	6.8	7.2
매출액비중(%)	2.4%	2.3%	2.2%	2.4%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.4%	2.3%
영업손익	3.1	5.8	1.4	0.9	0.3	3.3	5.9	6.2	18.5	11.2	15.7	23.6
OP Margin(%)	4.8%	7.8%	1.9%	1.5%	0.5%	5.0%	8.0%	8.0%	6.0%	4.1%	5.7%	7.6%
영업외손익	-1.2	-1.4	1.6	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	-0.7	-0.5	1.0	1.1
법인세차감전순이익	1.9	4.4	3.0	1.4	0.6	3.6	6.2	6.4	17.8	10.7	16.8	24.7
법인세비용	-0.4	1.1	0.9	0.0	0.1	0.6	1.0	1.0	1.9	1.7	2.6	3.9
당기순이익	2.3	3.2	2.1	1.4	0.5	3.0	5.2	5.4	15.9	9.0	14.2	20.8
NP Margin(%)	3.5%	4.4%	2.8%	2.3%	0.8%	4.5%	7.0%	7.0%	5.1%	3.3%	5.1%	6.7%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표23] 시그네틱스 목표주가 2,000원, 투자의견 HOLD 하향

	2014E	2015E	비 고
1. PER			2014~2015년 평균 ROE 8.8%
Normalized EPS	165	243	CoE 9.5%
적정 PER	11.8	11.8	- risk free 2.89%
적정 주가	1,954	2,872	- 3 개년 주간 베타 1.1
2. PBR			- Market risk premium 6.0%
BPS	2,286	2,529	Terminal growth 1%
ROE	7.5	10.1	
적정 PBR	0.9	0.9	
적정 주가	2,107	2,330	
PER/PBR 적정주가 평균값	2,030	2,601	
목표가 적용비중	100%	0%	
목표주가	2,000		

자료: 한화투자증권 리서치센터

Financial Sheets

손익계산서	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액	276.8	309.9	274.2	278.1	309.0
매출원가	249.3	284.0	256.7	255.6	278.3
매출총이익	27.5	25.8	17.5	22.5	30.8
판매비 및 관리비	7.0	7.3	6.3	6.8	7.2
기타손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	20.4	18.5	11.2	15.7	23.6
EBITDA	51.4	51.8	46.3	47.9	53.9
영업외 손익	-1.8	-0.7	-0.5	1.0	1.1
이자수익	0.2	0.1	0.2	0.0	0.0
이자비용	2.6	2.3	1.4	0.0	0.0
외화관련손익	-0.2	3.2	0.4	0.8	0.9
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	18.6	17.8	10.7	16.8	24.7
계속사업법인세비용	3.4	1.9	1.7	2.6	3.9
중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	15.2	15.9	9.0	14.2	20.8
지배주주지분	15.2	15.9	9.0	14.2	20.8
포괄손익	-4.4	39.5	-6.2	14.2	20.8
매출총이익률(%)	9.9	8.3	6.4	8.1	10.0
EBITDA마진율(%)	18.6	16.7	16.9	17.2	17.4
영업이익률(%)	7.4	6.0	4.1	5.7	7.6
당기순이익률(지배주주)(%)	5.5	5.1	3.3	5.1	6.7
ROA(%)	6.1	5.9	3.4	5.5	7.7
ROE(%)	10.4	9.4	4.9	7.5	10.1
ROIC(%)	8.8	8.9	5.2	8.2	13.3

주요지표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
투자지표					
PER(배)	22.7	16.7	18.4	11.7	8.0
PBR(배)	2.3	1.4	0.9	0.8	0.8
PSR(배)	1.2	0.9	0.6	0.6	0.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA(배)	7.7	6.0	4.2	3.3	2.5
성장성(%YOY)					
매출액	16.0	11.9	-11.5	1.4	11.1
영업이익	-14.7	-9.5	-39.6	41.0	49.8
세전계속사업손익	-9.4	-4.5	-39.8	57.0	47.0
지배주주지분 당기순이익	-22.3	4.2	-43.2	57.0	47.0
포괄손익	적전	흑전	적전	흑전	47.0
EPS	-28.8	4.2	-43.2	57.0	47.0
안정성(%)					
유동비율	53.3	51.2	64.0	112.3	169.4
부채비율	68.0	51.9	37.7	35.1	27.0
이자보상배율	8.5	8.6	9.4	-348.7	-501.8
순차입금/자기자본	35.0	24.3	14.6	-3.4	-14.3
주당지표(원)					
EPS	178	185	105	165	243
BPS	1,741	2,197	2,121	2,286	2,529
EBITDA/Share	600	604	540	559	628
CFPS	622	623	557	540	596
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

대차대조표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
유동자산	39.3	41.0	35.2	62.1	76.0
현금 및 현금성자산	5.0	3.1	5.6	28.9	43.2
단기금융상품	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	20.0	23.3	17.3	16.9	16.8
재고자산	13.7	13.6	11.9	15.2	15.1
비유동자산	211.5	245.1	215.2	202.8	199.2
투자자산	35.7	61.9	41.7	43.4	45.2
유형자산	175.4	182.9	173.2	159.0	153.7
무형자산	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
자산총계	250.7	286.2	250.4	264.8	275.3
유동부채	73.7	80.1	55.0	55.3	44.9
매입채무	36.3	36.1	27.9	38.1	37.7
단기차입금	32.1	40.8	24.2	14.2	4.2
비유동성부채	27.8	17.7	13.5	13.5	13.5
장기금융부채	25.2	8.0	8.0	8.0	8.0
부채총계	101.5	97.8	68.6	68.8	58.4
자본금	42.9	42.9	42.9	42.9	42.9
자본잉여금	52.2	52.2	52.2	52.2	52.2
자본조정	0.5	24.1	8.9	8.9	8.9
기타포괄손익누계액	0.5	24.1	8.9	8.9	8.9
이익잉여금	53.7	69.2	77.9	92.1	112.9
지배회사지분	149.2	188.3	181.9	196.0	216.8
소수주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	149.2	188.3	181.9	196.0	216.8
순차입금	52.3	45.7	26.6	-6.7	-31.0

현금흐름표	(단위: 십억원)				
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
영업활동 현금	48.9	44.7	42.9	53.0	51.0
당기순이익	15.2	15.9	9.0	14.2	20.8
비현금수익비용가감	38.1	37.6	38.8	32.2	30.3
유형자산감가상각비	31.0	33.3	35.1	32.2	30.3
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	0.6	-1.6	3.6	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	0.8	-4.3	-2.6	6.7	-0.1
매출채권 감소(증가)	3.9	-4.2	5.6	0.3	0.2
재고자산 감소(증가)	0.6	0.1	1.7	-3.3	0.2
매입채무 증가(감소)	-0.3	0.3	-8.7	10.2	-0.4
기타자산, 부채변동	-3.3	-0.5	-1.2	-0.6	0.0
투자활동 현금	-57.5	-40.5	-23.9	-19.7	-26.8
유형자산처분(취득)	-42.0	-40.4	-16.0	-18.0	-25.0
무형자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-16.2	0.0	-8.0	-1.4	-1.5
기타투자활동	0.7	-0.1	0.1	-0.3	-0.3
재무활동 현금	-6.6	-6.1	-16.5	-10.0	-10.0
차입금의 증가(감소)	-6.6	-6.1	-16.5	-10.0	-10.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-15.3	-1.9	2.5	23.3	14.3
기초현금	20.3	5.0	3.1	5.6	28.9
기말현금	5.0	3.1	5.6	28.9	43.2

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 안성호, 고정우)
상기종목에 대하여 2014년 03월 23일 기준 당사 및 조사분석 담당자는 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없습니다.

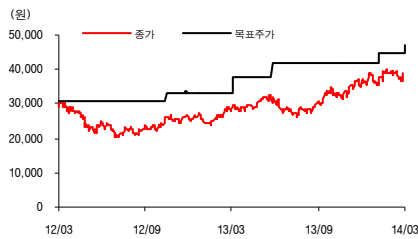
당사는 본 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.

당사는 2014년 03월 23일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

위 자료는 2014년 03월 23일 21시 20분에 한화투자증권 홈페이지(www.koreastock.co.kr)를 통해 공표된 자료입니다.

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대어될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

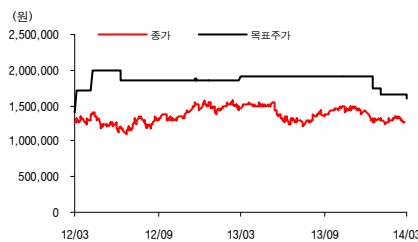
SK하이닉스 주가 및 목표주가 추이



투자 의견 변동내역

일 시	2010.05.11	2012.04.02	2012.04.20	2012.04.27	2012.05.28	2012.07.05	2012.07.18	2012.07.27
투자 의견	담당자변경	Outperform	Outperform	Outperform	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가	안성호	31,000	31,000	31,000	31,000	31,000	31,000	31,000
일 시	2012.09.18	2012.10.25	2012.11.05	2012.12.13	2012.12.24	2013.01.25	2013.01.30	2013.02.25
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가	31,000	31,000	33,000	33,000	33,000	33,000	33,000	33,000
일 시	2013.03.26	2013.04.24	2013.05.12	2013.06.17	2013.07.02	2013.07.25	2013.09.13	2013.10.07
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가	38,000	38,000	38,000	42,000	42,000	42,000	42,000	42,000
일 시	2013.10.21	2013.10.29	2013.11.24	2013.11.25	2014.01.15	2014.01.28	2014.03.15	2014.03.23
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	투자등급변경	Buy
목표가	42,000	42,000	42,000	42,000	42,000	45,000		47,000

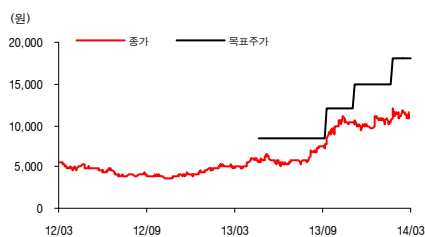
삼성전자 주가 및 목표주가 추이



투자 의견 변동내역

일 시	2010.05.11	2012.04.30	2012.07.02	2012.07.29	2012.08.26	2012.09.02	2012.09.26
투자 의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가	안성호	1,700,000	2,000,000	1,850,000	1,850,000	1,850,000	1,850,000
일 시	2012.10.05	2012.10.28	2012.11.05	2012.12.05	2013.01.09	2013.01.27	2013.03.21
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가	1,850,000	1,850,000	1,850,000	1,850,000	1,850,000	1,850,000	1,900,000
일 시	2013.04.07	2013.06.25	2013.07.07	2013.07.28	2013.09.24	2013.10.21	2013.11.24
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가	1,900,000	1,900,000	1,900,000	1,900,000	1,900,000	1,900,000	1,900,000
일 시	2013.11.25	2014.01.07	2014.01.26	2014.03.15	2014.03.23		
투자 의견	Buy	Buy	Buy	투자등급변경	Buy		
목표가	1,900,000	1,750,000	1,650,000		1,600,000		

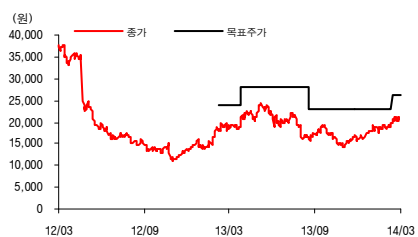
피에스케이 주가 및 목표주가 추이



투자 의견 변동내역

일 시	2013.05.10	2013.05.12	2013.09.30	2013.10.21	2013.11.25	2014.02.12	2014.03.15	2014.03.23
투자 의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	투자등급변경	Buy
목표가	안성호	8,500	12,000	12,000	15,000	18,000		18,000

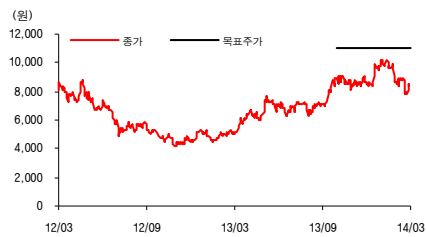
유진테크 주가 및 목표주가 추이



투자 의견 변동내역

일 시	2013.02.22	2013.02.25	2013.04.16	2013.05.12	2013.09.09	2013.10.21	2014.03.05	2014.03.15
투자 의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	투자등급변경
목표가	안성호	24,000	28,000	28,000	23,000	23,000	26,000	
일 시	2014.03.23							
투자 의견	Buy							
목표가	26,000							

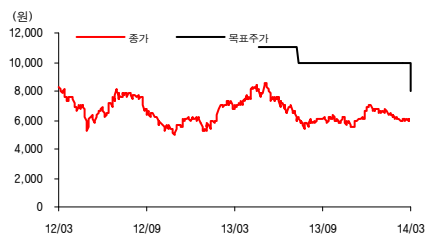
원익IPS 주가 및 목표주가 추이



투자 의견 변동내역

일 시	2013.10.20	2013.10.21	2013.11.24	2013.11.25	2013.12.19	2014.02.19	2014.03.15	2014.03.23
투자 의견	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	투자등급 변경	Buy
목표 가격	안성호	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000		11,000

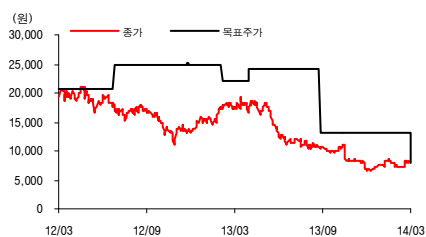
테크윙 주가 및 목표주가 추이



투자 의견 변동내역

일 시	2013.05.10	2013.05.12	2013.08.01	2014.03.15	2014.03.23
투자 의견	담당자 변경	Buy	Buy	투자등급 변경	Buy
목표 가격	안성호	11,000	10,000		8,000

네패스 주가 및 목표주가 추이

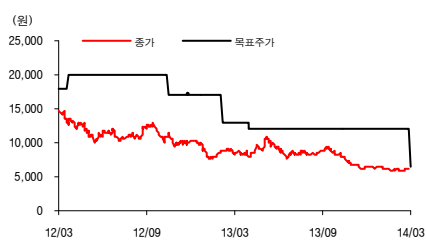


투자 의견 변동내역

일 시	2010.05.11	2012.07.16	2013.02.25	2013.04.22	2013.05.12	2013.09.16	2013.10.21	2014.03.15
투자 의견	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Marketperform	Marketperform	투자등급 변경
목표 가격	안성호	25,000	22,000	24,000	24,000	13,000	13,000	

일 시	2014.03.23
투자 의견	Hold
목표 가격	8,000

심텍 주가 및 목표주가 추이

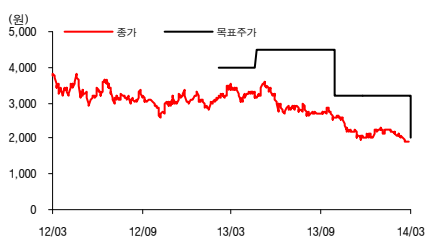


투자 의견 변동내역

일 시	2011.02.01	2012.04.10	2012.06.07	2012.09.10	2012.11.05	2013.02.25	2013.04.22	2013.05.12
투자 의견	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	안성호	20,000	20,000	20,000	17,000	13,000	12,000	12,000

일 시	2013.08.07	2013.10.21	2014.03.15	2014.03.23
투자 의견	Buy	Buy	투자등급 변경	Hold
목표 가격	12,000	12,000		6,500

시그네틱스 주가 및 목표주가 추이



투자 의견 변동내역

일 시	2013.02.22	2013.05.12	2013.10.21	2014.03.15	2014.03.23
투자 의견	담당자 변경	Buy	Buy	투자등급 변경	Hold
목표 가격	안성호	4,000	4,500	3,200	2,000

투자 등급 예시 (6개월 기준)

기업		산업	
Buy	절대수익률 +15% 이상 기대	Overweight	비중확대
Hold	절대수익률 -15%~+15% 기대	Neutral	중립
Sell	절대수익률 -15% 미만	Underweight	비중축소
Not Rated	투자의견 없음		