

반도체 / IT

(Overweight)

블랙스완 시대와 죄수의 딜레마 게임

확률 낮은 변수들이 현실이 되는 블랙스완의 시대다. 국내외 정세 및 글로벌 매크로의 불확실성이 해소되지 못하고 있다. 변화의 영향이 긍정적일지 부정적일지도 불확실하다. 그러나, 인공지능과 머신러닝, 빅데이터 등 첨단 IT 기술로의 저성장과 불확실성이라는 시대적 난국을 돌파하려는 노력은 확대될 것으로 전망된다.

한편, 메모리에 대한 중국의 야심이 구체화되면서 DRAM 업체들의 전략적 고민은 더욱 깊어진다. SK와 마이크론 입장에선 만일 상대방이 중국과 손을 잡을 경우 곤란한 상황에 내몰리게 되므로 중국과의 선제적 협력 카드를 고민할 수 밖에 없다. 하지만, 만일 이로 인해 삼성을 자극할 경우 다운턴 심화라는 더 큰 리스크에 빠질 지도 모른다. 삼성은 DRAM에 대한 투자를 늘려 수익을 극대화할 수 있는 입장에 있지만, 삼성의 독주로 2, 3위 업체들이 전투력을 상실하게 될 경우, 이들이 중국과의 협력을 선택할 가능성을 높게 된다. 그러나, 이는 삼성 입장에서도 피하고 싶은 시나리오일 수 밖에 없다.

DRAM 산업의 패러다임이 단순한 '치킨게임'에서 복잡한 '죄수의 딜레마' 게임으로 바뀐 듯 보인다. 어떤 변화에도 지금과 같은 균형이 깨질 수 있는 상황이다. 어쩌면, 최선의 선택은 암묵적 합의에 의해 지금과 같은 균형 상태를 가급적 길게 끌고 가면서 중국의 영향력을 최대한 늦추는 것으로 볼 수 있다.

결국, 메모리의 수급 균형 상태는 지속되고, 업체들의 실적은 개선될 가능성에 무게가 실린다. 반도체/IT 섹터에 대해 비중확대 의견을 유지하고, 삼성전자(TP 185만원)와 SK하이닉스(TP 53,000원)를 탐픽으로 추천한다. 또한, 3D NAND와 OLED 시장 확대에 따른 수혜가 예상되는 SK머티리얼즈(TP 19만원)와 삼성의 평택 투자 수혜주로 꼽히는 원익IPS(TP 29,000원)를 추천종목으로 제시한다.

TOP PICKS

삼성전자 (005930)

투자의견	매수(유지)
목표주가	1,850,000원
현재가 (11/15)	1,539,000원

SK하이닉스 (000660)

투자의견	매수(유지)
목표주가	53,000원
현재가 (11/15)	39,700원



반도체/IT

이승우

02) 6915-5771
swleesw@ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

요약.....	5
미국 대선 결과에 따른 가정 및 추정치 변경	5
치킨게임에서 죄수의 딜레마 게임으로.....	8
I. 테크 수요 전망.....	12
스마트폰 수요 전망.....	13
스마트폰 산업의 특징.....	17
PC 수요 전망	20
인공지능, 머신러닝, 빅데이터에 대한 산업적 관심 고조.....	24
II. DRAM 산업 전망.....	29
2017년 DRAM 시장 규모 11% 증가한 451억달러 예상.....	29
업체별 기술 격차 비교.....	32
III. NAND 산업 전망.....	33
NAND 수급 모델.....	33
가격 하락으로 PC용 SSD 스토리지 확대	36
IV. 반도체 투자 전망.....	37
다운턴같지 않은 다운턴.....	37
메모리 캐패스 현황 및 전망	40
3D NAND 플래시 투자에 따른 환경 변화.....	43
V. 중국의 반도체 굴기.....	44
피할 수 없는 어젠다, 중국의 반도체 야심.....	44
중국과 한국 그리고 미국의 동상이몽	45
반도체 빅3를 노리는 칭화그룹.....	46
중국의 반도체 설비투자 진행 상황.....	48

기업분석.....	50
삼성전자 (005930):	
반도체 + OLED + HARMAN의 3중주 기대 / 매수(유지) / 목표주가: 1,850,000원	50
SK하이닉스 (000660):	
안정적 숨고르기 후 안정적 성장 / 매수(유지) / 목표주가: 53,000원.....	56
LG전자 (066570):	
미련에 대한 미련 / 매수(유지) / 목표주가: 64,000원.....	61
SK머티리얼즈 (036490):	
기존 사업 호조 지속 + 포트폴리오 확장 / 매수(유지) / 목표주가: 190,000원	66
원익PS (240810):	
평택 3D NAND팹 투자 최대 수혜주 / 매수(신규) / 목표주가: 29,000원.....	69
주성엔지니어링 (036930):	
제품 및 고객사 확대 기대 / 매수(유지) / 목표주가: 12,000원.....	72
유진테크 (084370):	
숨고르기 후, 성장엔진 재시동 / 매수(유지) / 목표주가: 22,000원	75

블랙스완...

“과거의 경험으로 확인할 수 없는
기대 영역 바깥쪽의 관측값으로,
발생가능성과 영향에 대한 예측이
거의 불가능하지만
일단 발생하면
엄청난 충격과 파장을 가져오고,
발생 후에야 설명과 예견이 가능해지는
이례적 사건을 일컫는다...”

죄수의 딜레마...

“두 사람의 협력적인 선택이
둘 모두에게 최선의 선택임에도 불구하고
자신의 이익만을 고려한 선택으로
자신뿐만 아니라 상대방에게도
나쁜 결과를 야기하는 현상을 말한다.
딜레마 상황에서 서로의 협력만이
상호 간에 최악의 결과를 야기하는
내쉬 균형을 벗어날
해결책이 되는 것이다...”

요약

미국 대선 결과에 따른 가정 및 추정치 변경

트럼프의 경제 정책에 대한 여러 목소리가 제시되고 있지만, IT 산업과 동아시아에게는 일단 다소 부정적이라는 전망이 일반적이다. 아직 트럼프 정부의 구체적인 정책이 제시된 것도 없고, 대통령의 의지만으로 국가간 협약이나 정책이 결정되는 것이 아닌 긴 하나, 보호무역을 강조하는 새 정권에서 남은 4년이 별 탈없이 지나갈 것이라고 믿기에는 불안감이 적지 않다.

그의 발언들은 한국 경제와 IT 산업의 앞날에 불안한 그림자를 드리운다.

트럼프는 세계 정세와 안보 및 경제, 재정에 대한 이해도가 높지 않아 공약의 합리성과 일관성이 상당히 떨어지는 것으로 평가되고 있다. 그러나, 사업가 특유의 추진력으로 자신이 주장하는 바를 실행하는 데 있어서는 그 누구보다 강한 힘을 발휘하는 것으로 알려져 있다. 따라서, 보호무역 강화와 보복관세를 마다하지 않겠다는 그의 발언들은 한국 경제와 IT 산업의 앞날에 불안한 그림자를 드리운다.

그림 1. 트럼프 경제 정책에 대한 상반된 입장과 전망

스티글리츠, 노벨 경제학상 수상자

"감세정책을 펴면서 정부 지출을 늘리고 부채를 줄이겠다는 공약은 불가능"

"무역은 비교우위에 기반한 것이기 때문에 중국과의 무역에서 일부 비교우위를 잃게 될 것"

"글로벌 무역시스템을 이해 못하는 트럼프가 내 학생이라면 F학점을 줄 것"

스티븐 무어, 헤리티지재단 수석

"트럼프의 감세정책은 큰 변화를 가져올 것이고, 향후 5년 내 연 1.5%인 경제성장률이 4%까지 높아질 수 있을 것"

VS

피터 나바로, UC 어바인 교수

"감세와 규제 철폐로 다우존스 지수는 25,000대까지 오를 것"

자료: 언론보도, IBK투자증권

무디스에 따르면 만약 미국이 보호무역 강화에 나서 실제 관세율을 올리고, 해당 국가들마저 동등한 수준의 보복관세에 나서게 되면 미국의 경제성장률은 2019년까지 4.6%p 감소할 것으로 전망이 제시되었다. 이에 따라, 미국의 실업률은 9.5%까지 상승하고, 재정수지 적자 규모가 60% 이상 증가해 미국 경제가 급격한 불황에 직면하고, 글로벌 교역량 감소와 함께 결국 세계 경제가 동반 침체에 빠지게 될 것이다. 어찌됐든 보호무역이나 고립주의 정책은 수출 중심의 한국 경제가 기업들에게는 부담이 아닐 수 없는 것이다.

오히려 중국 업체들의 미국 진출이 더 어려워 질 수 있다는 점에서는 불리하지 않은 측면도 있다.

글로벌 수요가 줄어들 리스크가 커졌다는 점은 부담이 아닐 수 없다. 그나마 위로가 될 수 있는 부분은 스마트폰이나 PC의 대부분이 중국, 베트남 등 아시아권에서 생산되고 있어, 국내 업체들이 상대적으로 더 불리한 포지션에 있는 것은 아니라는 것이다. 다른 변수(폭발이나 리콜 등)가 없다면, 국내 업체들의 미국 내 스마트폰 시장 점유율 하락은 크지 않을 것이다. 오히려 중국 업체들의 미국 진출이 더 어려워 질 수 있다는 점에서는 불리하지 않은 측면도 있다.

한편, DRAM과 NAND 경우 세계 경제의 불확실성 확대로 공급을 늘리는 데에 있어, 더욱 조심스러운 스탠스를 취할 것으로 판단된다. 따라서, 수요-공급 밸런스를 무너뜨리지 않는 선에서의 절제된 투자 행보가 이어질 가능성이 높아 보인다. 불안한 매크로 환경에도 불구하고, 비교적 안정적인 수급 상황이 이어질 수 있을 것으로 예상된다.

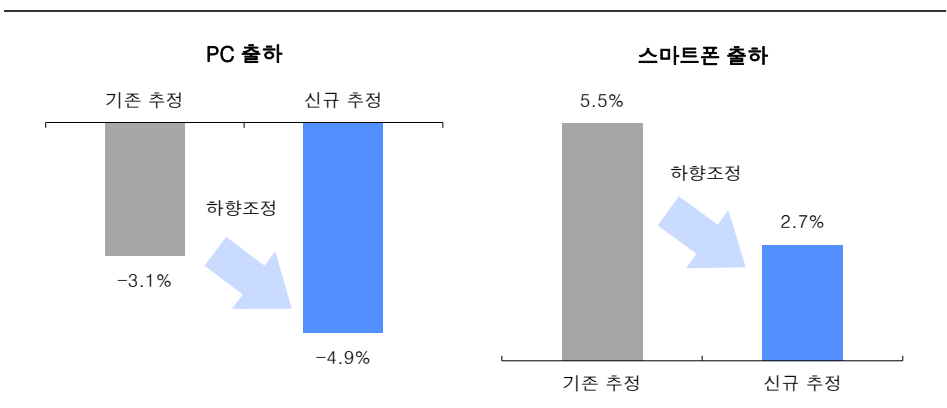
미 대선 결과 후 수요 및 공급 전망치를 하향 조정

표 1. 미 대선 결과 이전과 이후의 주요 전망치 조정 내용

	이전 가정치		신규 가정치		차이 (% , %p)	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
기본가정						
원/달러	1,150	1,150	1,170	1,160	1.7%	0.9%
PC 출하	-3.1%	-2.1%	-4.9%	-4.2%	-1.8%	-2.1%
스마트폰 출하	5.5%	4.0%	2.7%	2.8%	-2.8%	-1.2%
DRAM 가정						
DRAM 수요증가율	23.0%	20.0%	20.6%	17.3%	-2.4%	-2.7%
DRAM 공급증가율	22.0%	21.0%	19.9%	17.3%	-2.1%	-3.7%
S/D Ratio	1.003	1.005	1.005	1.005		
ASP	-6.0%	-10.0%	-7.7%	-9.8%	-1.7%	0.2%
시장규모 (\$B)	46.7	50.6	45.1	47.7	-3.4%	-5.7%
NAND 가정						
NAND 수요증가율	43.0%	40.0%	41.2%	40.4%	-1.8%	0.4%
NAND 공급증가율	42.0%	45.0%	40.7%	45.3%	-1.3%	0.3%
S/D Ratio	1.006	1.037	1.007	1.042		
ASP Change	-22.0%	-26.0%	-23.2%	-27.0%	-1.2%	-1.0%
시장규모 (\$B)	34.4	36.9	33.6	35.6	-2.4%	-3.5%

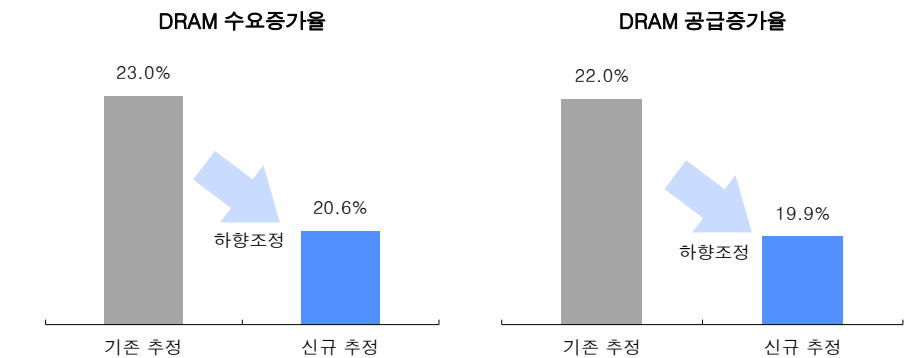
자료: IBK투자증권

그림 2. 미대선 결과 이후 2017년 PC 및 스마트폰 출하 전망 조정



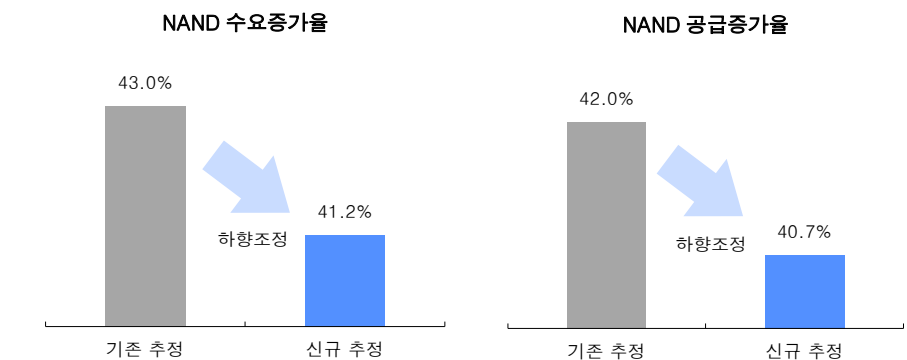
자료: IBK투자증권

그림 3. 미대선 결과 이후 2017년 DRAM 수요, 공급 전망 조정



자료: IBK투자증권

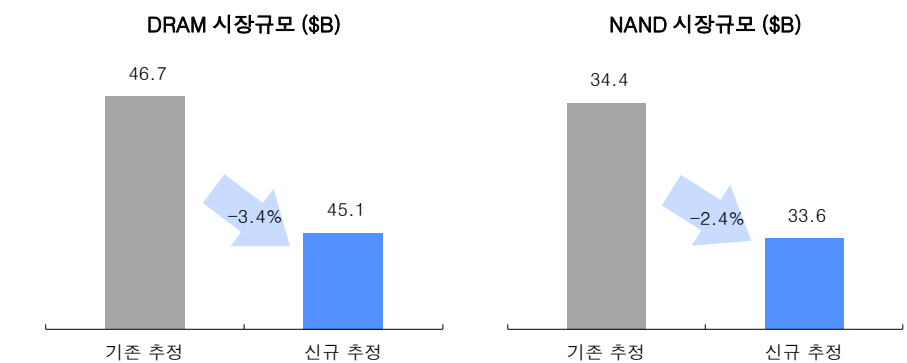
그림 4. 미대선 결과 이후 2017년 NAND 수요, 공급 전망 조정



자료: IBK투자증권

DRAM과 NAND 시장규모
전망치를 각각 3%, 2%
하향조정

그림 5. 미대선 결과 이후 2017년 DRAM, NAND 시장규모 전망 조정



자료: IBK투자증권

치킨게임에서 죄수의 딜레마 게임으로

각 업체마다 복잡해진 셈법

과거 DRAM 산업의 패러다임은 ‘치킨게임’이었다. 다운턴 사이클에서도 투자를 확대해 결국 약자를 퇴출시켜 점유율을 높이고 시장을 정리해 나가는 것이 주된 성공 전략이었다. 그러나, 지금은 중국이라는 큰 변수가 생겼다. 우리는 과거 LCD나 태양광, LED 등 중국이 진입한 산업이 어떻게 공급과잉에 빠지게 됐는지를 눈앞에서 지켜봤다. 따라서, 반도체 굴기를 노리고 있는 중국이 입을 떡 벌리고 있는 지금과 같은 상황에서는 DRAM 플레이어들의 좀 더 복잡한 셈법이 필요해 보인다.

DRAM 2, 3위 업체인 SK하이닉스와 마이크론의 입장에서는 만일 상대방이 중국과 손을 잡을 경우 아주 어려운 상황에 내몰리게 된다. 따라서, 이 같은 위험을 회피하기 위해 오히려 중국과 선제적으로 협력하는 방법에 대해 고민하지 않을 수 없다. 그렇게 된다면, 캐패시 부담에서 비교적 자유로워 지고, 확실한 수요를 잡게 될 수 있기 때문이다. 그러나, 그렇게 될 경우 독보적인 삼성전자를 자극하게 된다는 더 큰 리스크에 노출될 것이다.

삼성전자의 입장에서는 현재 삼성의 전 제품 중 마진이 가장 좋은 DRAM에 대한 투자를 늘릴 경우 단기적으로 실적이 더욱 좋아질 수 있을 것이다. 그러나, 기술 격차가 상당히 벌어진 현 상황에서 삼성전자가 독주에 나서게 될 경우 2, 3위 업체들은 전투력을 상실하게 되고, 중국에 손을 내밀게 될 리스크도 높아지게 된다.

그림 6. 삼각 죄수의 딜레마 게임에 빠진 DRAM 업체들

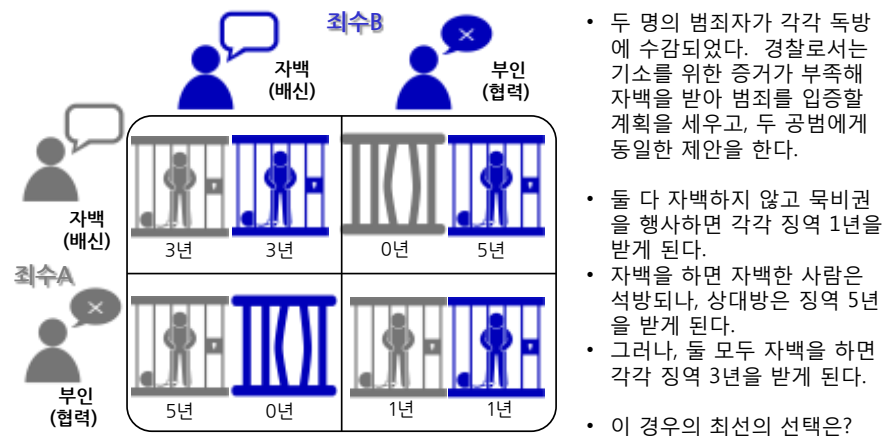


자료: IBK투자증권

DRAM 산업은 최선의 선택이란 없는 복잡한 ‘죄수의 딜레마’ 게임으로 그 성격이 바뀐 셈이다. 따라서, 단기적인 이익 극대화보다는 장기적인 리스크를 최소화하는 방향을 선택하게 될 것으로 보인다. 결국, 이 같은 상황 속에 DRAM 수급은 점차 개선되고, DRAM 업체들의 실적은 개선될 전망이다.

한편, 글로벌 매크로 부진에도 불구하고, 인공지능/빅데이터 등에 대한 산업적 관심 확대로 서버에서 모바일까지 IT 수요는 상대적으로 견조한 편이다. 또한, NAND는 수요의 가격 탄력성이 크기 때문에, 투자를 늘려 시장 수요를 확대하는 전략에 주력할 것으로 보인다. 따라서, 관련 장비/소재 업체들도 투자 확대에 따른 수혜를 보게 될 것으로 기대된다.

그림 7. 죄수의 딜레마 게임



자료: IBK투자증권, 인터넷 검색

글로벌 정치 및 경제에 드리워진 불확실성과 수요 둔화의 그림자는 어쩔 수 없는 것이다. 그러나, DRAM은 과점적 상태로 공급이 안정적으로 유지될 것으로 보이고, SSD 시장의 확대에 NAND 수요도 공급 증가를 흡수할 정도의 성장은 충분히 가능할 것으로 전망된다.

불확실성이 지배하는 상황이지만, 메모리 업체들의 실적은 개선 가능성에 무게가 실린다. 반도체/IT 섹터에 대해 비중확대 의견을 유지하고, 삼성전자(TP 185만원)와 SK하이닉스(TP 53,000원)를 탐픽으로 추천한다. 중소형주 중에서는 3D NAND와 OLED 수요 확대에 따라 제품 수요 증가가 기대되는 특수 가스업체 SK머티리얼즈(TP 19만원)와 삼성전자의 평택투자 수혜주인 원익IPS(TP 29,000원)를 추천종목으로 제시한다.

표 2. 추천 종목 요약

종목명			(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
삼성전자	목표가	1,850,000	매출	206,206	200,653	199,046	205,832	205,409
	주가	1,539,000	영업이익	25,025	26,413	27,815	32,847	33,068
	시가총액	222,133	세전이익	27,875	25,961	29,449	33,807	34,868
	P/E ('17)	10.2	지배순이익	23,083	18,695	21,587	24,690	25,528
	P/E ('18)	9.9	EPS (원)	135,673	109,883	131,319	150,191	155,291
SK하이닉스	목표가	53,000	매출	17,126	18,798	16,772	18,492	19,256
	주가	39,700	영업이익	5,109	5,336	2,985	4,304	4,787
	시가총액	28,902	세전이익	5,048	5,269	2,824	4,053	4,622
	P/E ('17)	9.0	지배순이익	4,195	4,322	2,266	3,199	3,663
	P/E ('18)	7.9	EPS (원)	5,842	5,937	3,113	4,394	5,032
LG전자	목표가	64,000	매출	59,041	56,509	55,059	56,205	54,497
	주가	47,050	영업이익	1,829	1,192	1,567	1,649	1,674
	시가총액	7,700	세전이익	1,218	593	877	1,065	956
	P/E ('17)	15.2	지배순이익	399	124	470	562	558
	P/E ('18)	15.2	EPS (원)	2,208	688	2,601	3,106	3,087
SK머트리얼즈	목표가	190,000	매출	211.7	338.0	466.8	534.1	568.0
	주가	159,800	영업이익	26.4	112.8	154.4	172.4	179.3
	시가총액	1,686	세전이익	17.4	87.9	140.6	154.8	163.8
	P/E ('17)	15.1	지배순이익	13.6	66.1	102.9	112.0	118.1
	P/E ('18)	14.3	EPS (원)	1,289	6,270	9,753	10,617	11,193
원익IPS	목표가	29,000	매출			348.8	513.4	586.3
	주가	22,700	영업이익			49.7	96.8	123.7
	시가총액	937	세전이익			50.0	98.4	125.5
	P/E ('17)	11.8	지배순이익			40.8	79.6	100.4
	P/E ('18)	9.3	EPS (원)			1,005	1,929	2,433
주성엔지니어링	목표가	12,000	매출	142.0	175.6	267.1	318.3	349.9
	주가	9,200	영업이익	9.6	15.3	37.2	46.2	50.7
	시가총액	444	세전이익	-19.7	7.8	30.9	41.2	45.1
	P/E ('17)	11.4	지배순이익	-21.1	7.7	29.5	38.9	40.6
	P/E ('18)	10.9	EPS (원)	-462	160	611	806	842
유진테크	목표가	22,000	매출	78.4	94.7	142.2	144.3	195.4
	주가	16,200	영업이익	12.3	18.6	39.4	38.4	54.2
	시가총액	371	세전이익	15.8	20.9	41.6	41.5	57.2
	P/E ('17)	11.0	지배순이익	15.5	19.8	33.1	33.0	45.8
	P/E ('18)	7.9	EPS (원)	715	914	1,478	1,476	2,047

자료: IBK투자증권

표 3. 해외 주요 테크 업체 주가 및 밸류에이션

업체명	주가		시가총액 (\$ bil)	PER			PBR			EV/EBITDA		
	(11/11)	YTD		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Tech Giant												
애플	108.4	3%	574.8	13.0	12.2	11.6	4.5	4.2	3.7	8.7	5.6	5.0
알파벳	771.8	-1%	530.5	32.3	9.4	7.9	4.4	1.6	1.3	19.8	12.9	10.5
마이크로소프트	59.0	6%	456.4	27.8	20.0	18.6	6.4	6.5	6.1	14.6	11.0	10.0
페이스북	119.0	14%	348.7	90.9	23.3	18.1	7.7	4.8	3.8	39.5	17.8	13.1
시스코	31.4	15%	155.8	14.7	12.9	12.4	2.5	2.3	2.2	8.0	6.8	7.4
System IC												
인텔	34.6	0%	163.5	14.4	12.7	12.1	2.7	2.5	2.3	6.9	7.9	7.1
TSMC	181.5	27%	151.5	15.4	14.3	13.1	3.9	3.4	3.0	8.0	7.2	6.4
퀄컴	66.9	34%	97.9	17.6	14.3	13.6	3.1	2.9	2.6	11.2	9.5	8.9
TI	69.9	27%	69.1	24.1	21.6	20.2	7.1	6.8	6.8	13.2	12.3	11.7
브로드컴 (아바고)	167.5	15%	67.6	~	28.4	19.4	~	2.5	2.1	~	8.3	6.7
엔비디아	88.0	167%	36.3	77.9	32.4	29.0	10.6	8.4	7.2	38.0	19.7	17.1
인피니온	15.3	14%	19.0	~	20.5	17.4	~	3.1	2.8	~	8.8	7.9
미디어텍	215.0	-14%	11.1	13.0	13.9	12.1	1.4	1.4	1.3	7.4	7.7	6.9
UMC	11.4	-6%	4.6	10.5	16.7	15.3	0.6	0.6	0.6	2.6	2.9	2.6
Memory /Storage												
마이크론	17.7	25%	17.7	-58.9	18.3	12.0	1.5	1.4	1.2	7.7	4.7	3.9
도시바	521.0	20%	1.4	-1.4	30.0	~	2.5	~	~	7.3	~	~
이노테라	29.6	6%	6.2	10.6	-88.1	31.9	1.4	1.5	1.4	5.1	8.9	6.5
난야테크놀로지	39.3	-14%	3.5	5.6	4.3	14.8	1.7	1.5	1.4	7.6	10.2	10.0
시게이트	37.3	2%	10.7	46.6	9.9	10.2	7.0	6.7	6.1	9.4	6.4	6.4
웨스턴디지털	58.9	-2%	16.2	58.3	9.0	7.2	1.5	1.5	1.3	12.3	5.1	4.3
Equipment												
ASML	91.2	10%	43.9	24.0	28.9	23.0	4.1	4.4	4.1	17.4	19.5	16.1
AMAT	28.8	54%	30.5	0.0	13.4	13.0	0.0	3.8	3.4	0.0	9.4	8.7
램리서치	97.5	23%	15.6	16.8	13.5	12.6	2.7	2.2	1.9	9.7	6.5	5.4
도쿄일렉트론	9,802.0	34%	15.1	21.3	16.5	14.4	2.9	2.7	2.4	10.1	8.7	7.7
Set / Others												
혼하이 (폭스콘)	79.0	8%	44.2	9.2	10.7	9.7	1.4	1.2	1.2	4.2	4.4	3.7
Midea	27.4	25%	26.0	13.7	12.0	10.4	3.6	3.0	2.5	9.4	7.6	6.2
월풀	163.0	11%	12.4	16.5	12.9	10.4	2.7	2.3	2.1	7.6	6.6	5.7
필립스	26.8	14%	28.0	38.2	19.9	16.0	2.1	2.1	1.9	11.6	8.9	7.9
파나소닉	1,001.0	-19%	23.0	12.0	16.8	12.9	1.4	1.4	1.3	3.4	4.2	3.7
소니	3,199.0	7%	37.9	26.8	41.7	15.9	1.6	1.3	1.3	3.3	4.1	2.7
HP	15.8	34%	26.5	0.0	10.0	10.3	0.0	-9.1	-14.0	0.0	6.8	6.6
ZTE	11.7	-34%	9.3	11.7	11.2	9.9	1.4	1.1	1.0	19.5	9.6	8.5
레노보	4.8	-39%	6.9	-48.2	11.2	10.1	2.3	2.0	1.7	6.0	5.7	4.9
HTC	80.4	3%	2.2	-4.3	-7.6	-12.8	1.0	1.2	1.3	-2.7	-4.0	-13.5

자료: IBK투자증권, FactSet

I. 테크 수요 전망

예상과 달리 하반기 들어
메모리 반도체 가격이
상승세를 기록 중

올해 초 정보기술(IT)과 반도체 시장 여건을 바라보는 증시의 기대는 크지 않았다. 하지만 예상과 달리 하반기 들어 메모리 반도체 가격이 상승세를 기록하고 있다. 거시경제가 침체에 접어들었을 때도 공급이 적절히 조절되면 수요를 밀도는 경우가 종종 있어 왔지만, 올해의 가격 상승 원인은 공급의 조절보다는 수요의 증가에 있는 것으로 보인다.

매크로 부진에도 IT 수요가 비교적 괜찮은 이유는 무엇일까? 올해 IT 산업에 있어서 가장 충격적인 사건은 알파고의 등장이라 할 수 있다. 알파고의 인상적인 데뷔로 전문가에서 일반인들까지 인공지능과 머신러닝, 빅데이터 등에 대한 산업적 관심이 크게 높아졌다. 즉, 저성장이라는 범세계적인 키워드에도 불구하고, 이 같은 첨단 IT 기술이 어찌면 성장의 돌파구가 될 수도 있다는 기대감이 확대된 것으로 볼 수 있다.

이로 인해 고성능 데이터센터와 스토리지에 대한 투자가 확대되었고, 인공지능 및 빅데이터를 활용한 어플리케이션들이 증가하기 시작했다. 이 같은 변화가 모든 것을 설명하는 요인은 아니라 생각되지만, 적어도 서버와 스마트폰, PC 수요까지 어느 정도 긍정적인 영향을 끼치게 된 것으로 보인다.

스마트폰 수요 성장률의
둔화

스마트폰의 수요 성장률이 2015년 +12.1%에서 2016년 +3.1%, 그리고 2017년 +2.7%로 둔화될 것으로 전망한다. 올해 마이너스 성장률이 예상되는 서유럽과 중남미 성장률이 내년에는 플러스로 전환될 가능성이 있지만, 중국과 미국의 성장률은 둔화될 리스크가 있어 보인다. 통신서비스 업체들의 보조금 확대로 올해 하반기 기대 이상의 회복세를 보인 중국의 성장률이 올해보다 둔화될 가능성이 있고, 대선 결과로 당혹해 하고 있는 미국 동부와 서부를 중심으로 어떤 형태로든 소비가 둔화될 리스크가 있다고 판단된다.

PC 수요 감소폭의 축소

PC 성장률은 2015년 -8.3%에서 올해 -6.9%, 2017년 -4.9%로 계속 감소 폭이 줄어들 것으로 예상된다. 일반 소비자용 PC 수요는 계속해서 부진할 것으로 보이나, 정부 및 관공서, 그리고 기업용 PC 수요가 점차 안정세를 보이고 있고, 게임용 PC 수요가 성장세를 보이고 있기 때문이다.

또한, 디지털 데이터 생산량이 계속 증가하고 있어, 이를 처리하고 저장하기 위한 데이터센터 관련 건설 투자가 당분간 두자리수 증가세를 보일 것으로 예측된다.

스마트폰 수요 전망

중국을 중심으로 스마트폰 수요가 회복 중이나, 변수가 발생

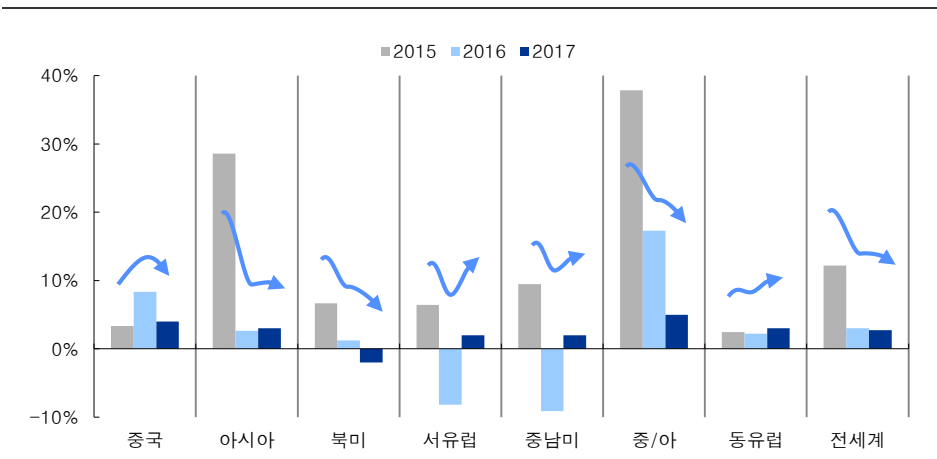
최근 모바일 DRAM 수요도 예상을 상회하고, 중국의 스마트폰 수요가 개선되고 있는 것으로 알려져 있으나, 2016년 연간 스마트폰 성장률은 3%에 그쳐 2015년 12%보다 크게 낮아질 것으로 보인다. 중국을 제외한 거의 모든 지역의 스마트폰 출하 증가율이 전년대비 둔화될 전망이다.

2016년 중국의 성장률은 지난해(3%)보다 높은 8%대를 기록할 것으로 예상되나, 지난해 28%대의 성장률을 기록한 아시아 시장의 성장률은 3% 수준으로 둔화될 전망이다. 북미 스마트폰 시장의 성장률도 2015년 6%대에서 2%대로 낮아질 것으로 보이며, 서유럽과 중남미의 성장률은 올해 -8%와 -9%로 시장 규모가 감소할 것으로 예상된다.

2017년 스마트폰 시장은 서유럽과 중남미가 올해 마이너스에서 내후년 플러스로 전환될 것으로 기대되고, 아시아도 올해 보다는 성장률이 회복될 것으로 예상된다. 그러나, 보조금 확대 효과로 올해 의외로 선전하고 있는 중국의 성장률이 내년에는 보조금 정책의 향방에 따라 다소 둔화될 가능성이 있고, 북미 시장도 트럼프 당선 영향으로 수요가 둔화될 가능성을 배제할 수 없다. 그렇기 때문에, 2017년 스마트폰 수요의 회복을 낙관하기가 쉽지 않은 상황이다.

중국을 제외한 거의 모든 지역의 2016년 스마트폰 성장률이 전년대비 둔화될 것으로 보인다...

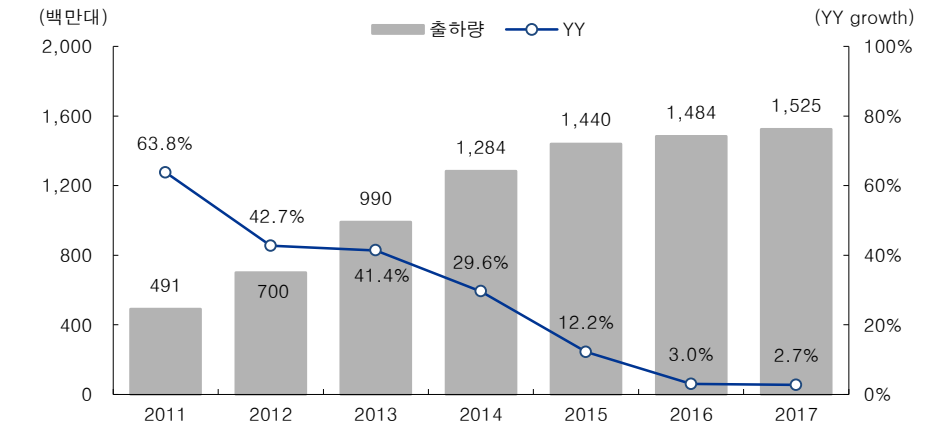
그림 8. 주요 지역별 스마트폰 증가율 비교



자료: 업계자료, IBK투자증권

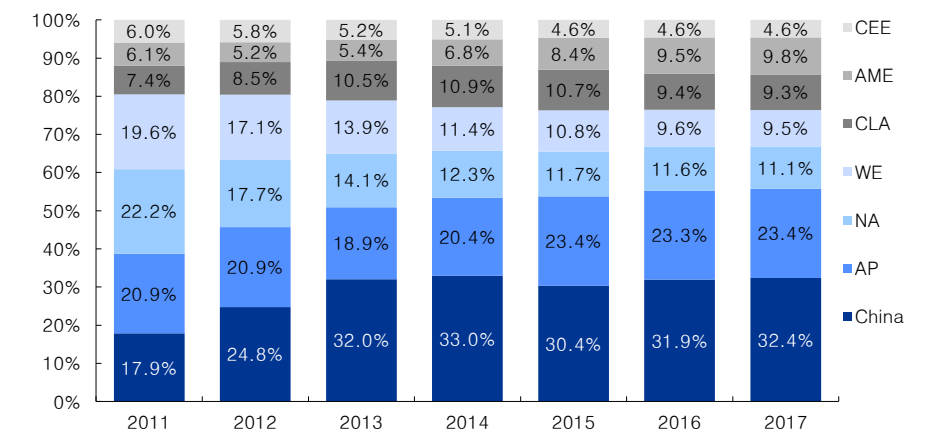
2015년 12%대 성장에서
2016년은 3%
2017년은 2.7%로
성장률이 둔화될 전망

그림 9. 글로벌 스마트폰 출하량 추이 및 전망



자료: SA, IBK투자증권

그림 10. 지역별 스마트폰 시장 비중



자료: 업계자료, IBK투자증권

서유럽, 중남미 스마트폰
성장률은 마이너스를
벗어날 것으로 보이나,
중국과 미국의 주요
성장률은 둔화될 것으로
전망

표 4. 주요 지역별 스마트폰 시장 수요 전망

주요 지역	출하량 (백만대)			성장률		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
중국	438	474	493	3.4%	8.3%	4.0%
아시아	337	346	356	28.6%	2.7%	3.0%
북미	169	171	167	6.7%	1.2%	-2.0%
서유럽	156	143	146	6.4%	-8.2%	2.0%
중남미	154	140	142	9.5%	-9.1%	2.0%
중동/아프리카	121	142	149	37.9%	17.3%	5.0%
동유럽	67	68	70	2.5%	2.2%	3.0%
합계	1,440	1,484	1,525	12.2%	3.0%	2.7%

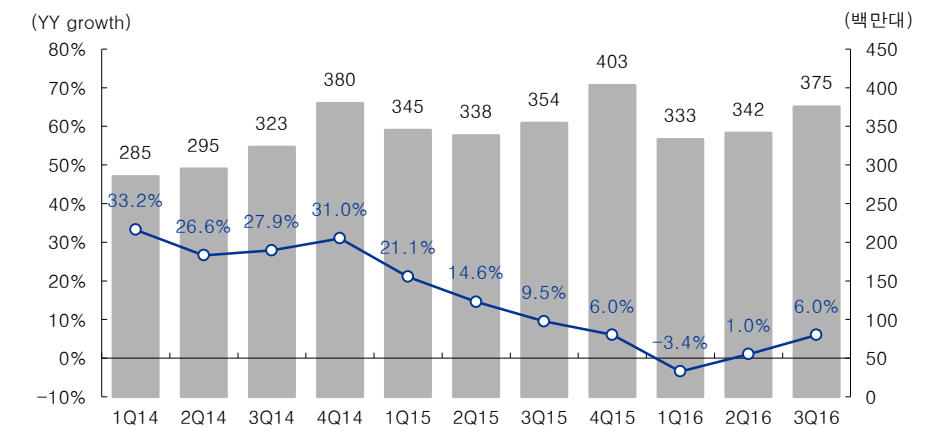
자료: 업계자료, IBK투자증권

2016년 1분기를 저점으로 스마트폰 수요는 회복 중...

2016년 1분기 글로벌 스마트폰 출하량은 3.33억대로 전년동기비 -3.4%를 기록했다. 2012년 이후 세계 IT 산업의 성장세를 이끌어 왔던 스마트폰도 더 이상 성장을 이끄는 동력이 될 수 없다는 신호탄이었다. 그러나, 2분기 들어 다시 전년비 성장률이 소폭의 플러스로 회복되었고, 3분기에는 성장률이 +6.0%로 더욱 높아졌다. 글로벌 스마트폰 수요의 주요한 회복세 원인은 바로 중국의 스마트폰 수요의 강한 회복세 때문이다.

글로벌 스마트폰 성장률은
1분기를 저점으로
회복되고 있는 중

그림 11. 분기별 글로벌 스마트폰 출하량

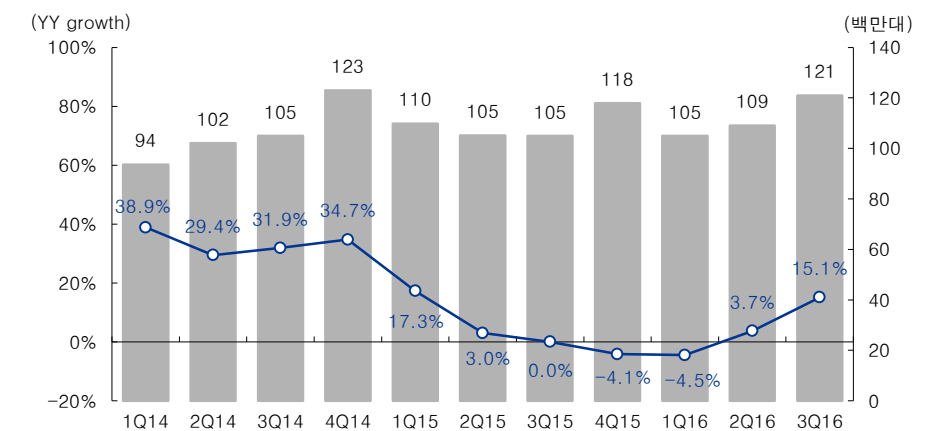


자료: SA, IBK투자증권

중국 스마트폰 시장은 단기간 급성장에 따른 채널 내 과잉 재고 후유증으로 급기야 2015년 3분기부터는 마이너스 성장률에 빠진 이후 올해 1분기까지 마이너스 성장률이 이어졌다. 그러나, 2분기 들어 성장률이 다시 플러스로 전환했고, 3분기에는 성장률이 전년비 15.1%를 기록하는 등 회복세가 뚜렷하게 나타났다.

2015년 하반기부터 극심한
침체에 빠졌던 중국
스마트폰 시장은 2016년
2분기부터 성장률이
플러스를 회복했고
3분기에는 +15.1%로
뚜렷한 회복세

그림 12. 분기별 중국 스마트폰 출하량

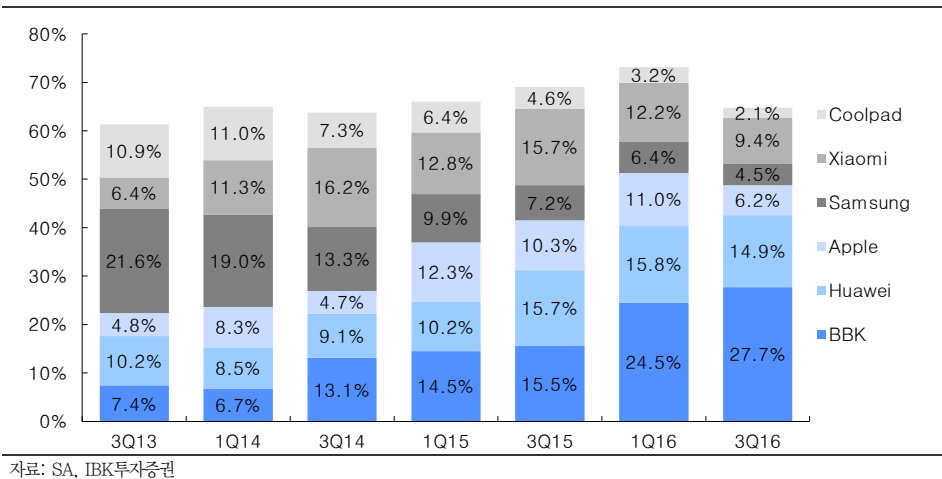


자료: SA, IBK투자증권

이러한 변화의 원인은 4G 스마트폰 수요의 강세와 메이저 통신업체들이 스마트폰 보조금 확대 때문이다. 그렇지만, 중국 통신업체들의 보조금 확대 배경의 이면에는 데이터 사용료의 하락과 BBK(오포 + 비보), 르에코 등과 같은 자국 하이엔드 업체들의 경쟁력이 상당 수준 올라왔다는 자신감이 있는 것으로 보인다.

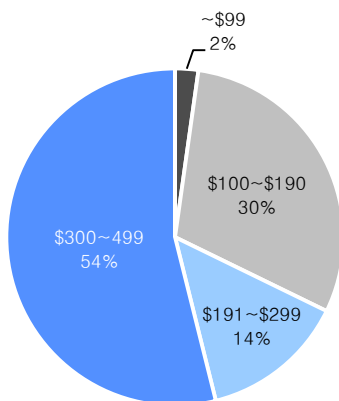
삼성, 애플과 중저가 업체인 샤오미, 쿠팰드의 점유율은 하락한 반면 고가 라인업의 경쟁력이 높은 BBK 그룹의 점유율은 크게 상승

그림 13. 중국 스마트폰 시장 점유율 비교



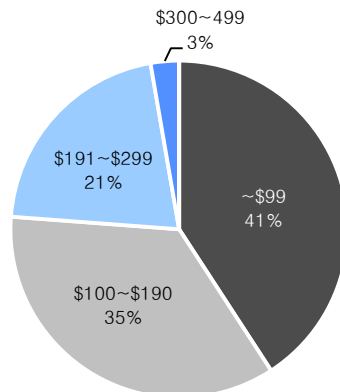
오포의 경우 전체 판매량 중 300달러 이상의 비중이 50%를 넘고, 99달러 이하의 저가 비중은 2%에 불과하다. 2년 전까지 가장 주목 받았던 샤오미의 경우는 300달러 이상의 제품 비중이 2~3%에 불과하고, 99달러의 이하의 저가제품 비중이 40%를 넘는다. 오포와 샤오미의 전략과 제품 프로파일은 완전히 다르다. 당연히 국내 업체들도 오포에 대해서는 샤오미와는 다른 시각으로 대응할 필요가 있다.

그림 14. 오포의 가격대별 포트폴리오 (고가 중심)



자료: IBK투자증권, 업계자료

그림 15. 샤오미 가격대별 포트폴리오 (저가 중심)

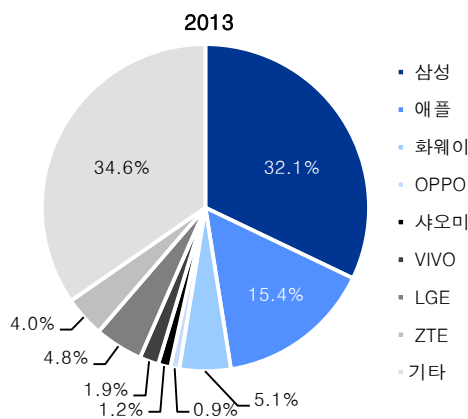


자료: IBK투자증권, 업계자료

스마트폰 산업의 특징

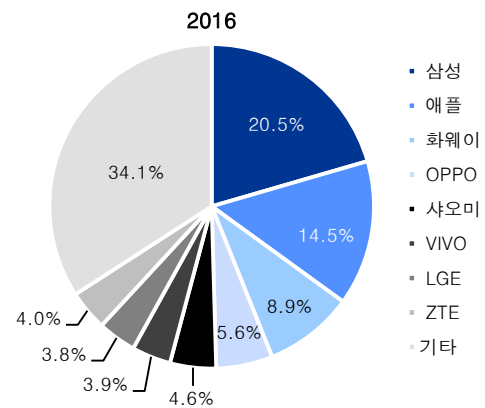
스마트폰 시장은 삼성과 애플이라는 절대 강자가 있지만, 이들의 점유율은 하락 추세이다. 3년 전과 비교해 볼 때, 삼성의 점유율은 11%p 이상 떨어질 것으로 보이고, 애플의 점유율도 약 1%p 하락할 것으로 예상된다. 반면 화웨이와 오포, 비보의 점유율은 3년전에 비해 4.8%p, 4.7%p, 3.4%p 상승할 전망이다. 그러나, 노키아와 모토로라, 블랙베리와 HTC, 샤오미와 쿠팰드 등의 역사적 사례를 볼 때, 시장의 주도권과 판도가 언제든 바뀔수 있다.

그림 16. 2013년 글로벌 스마트폰 점유율



자료: IBK투자증권

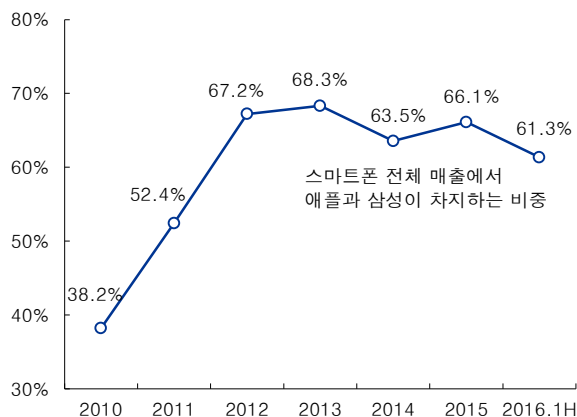
그림 17. 2016년 글로벌 스마트폰 점유율



자료: IBK투자증권

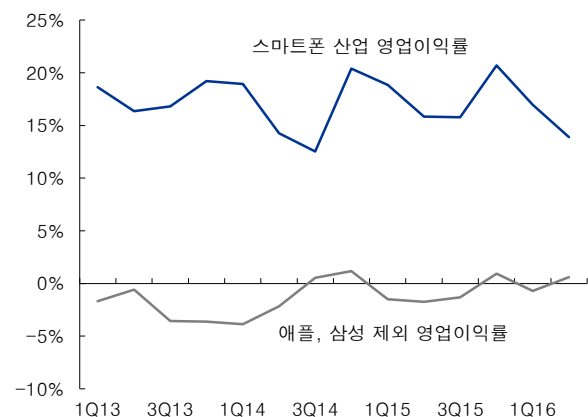
2016년 상반기 스마트폰 인터스트리의 매출액 합계는 약 1,555억달러였다. 그리고, 애플과 삼성이 이중 61%인 954억달러를 차지한 것으로 집계된다. 한편, 스마트폰 제조업체 영업이익 합계는 241억달러로 인터스트리 전체 평균 영업이익률은 15.5% 수준이다. 그러나, 이중에서 애플과 삼성의 두 회사의 영업이익 합계가 차지하는 비중은 100%를 넘는다. 두 회사를 제외한 나머지 업체들의 평균 영업이익률은 마이너스 상태라는 것이 스마트폰의 현실이다.

그림 18. 스마트폰 산업에서 애플과 삼성의 매출 비중



자료: 업계자료, IBK투자증권

그림 19. 스마트폰 산업 영업이익률의 현실

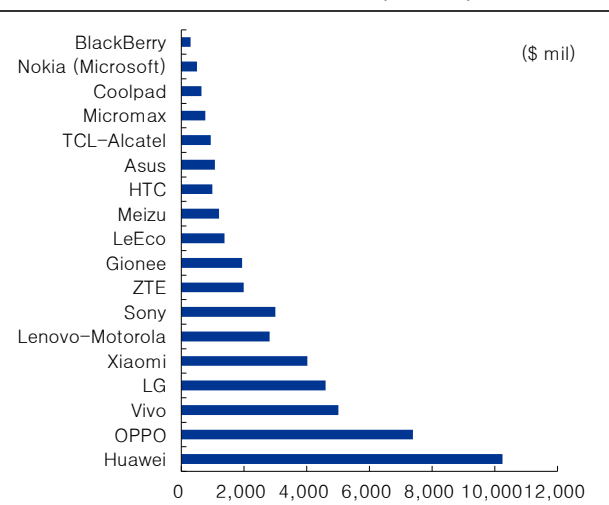


자료: 업계자료, IBK투자증권

애플과 삼성전자를 제외한 스마트폰 업체들 중 2016년 상반기 기준으로 3% 이상의 마진을 기록한 업체는 화웨이, 오포, 비보, 샤오미 등 중국 상위 4개사 밖에 없다. 그 이외의 모든 업체들은 적자를 기록하고 있다고 봐도 무방하다.

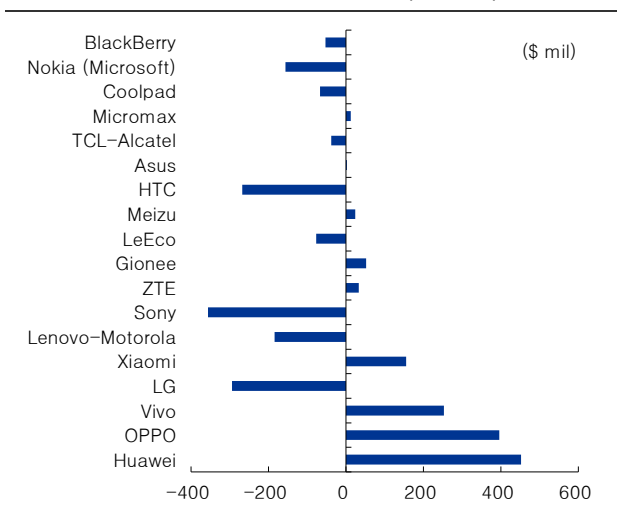
결국, 스마트폰 사업에 대해서는 성장성에 대한 기대감 뿐만 아니라 수익성에 대한 막연한 기대도 버리고 현실에 맞는 전략을 수립하는 것이 필요해 보인다. 삼성과 애플을 제외한다면, 특정 지역 또는 특정 가격대 세그먼트에 집중하거나, 고정비를 줄여 사업을 효율화 해가라는 것이 현실적인 선택이라 판단된다.

그림 20. 3위 이하 스마트폰 업체 매출액 (2016.1H)



자료: IBK투자증권, 업체자료 취합

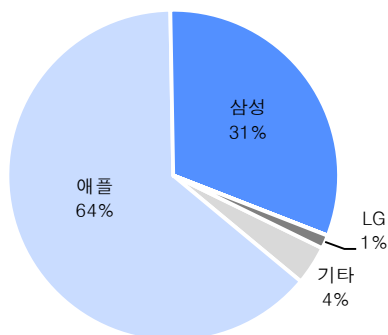
그림 21. 3위 이하 스마트폰 업체 영업이익 (2016.1H)



자료: IBK투자증권, 업체자료 취합

한편, 삼성전자의 경우는 규모의 경제를 바탕으로 거의 모든 가격대별 카테고리에서 고른 시장점유율을 유지하고 있다. 애플은 500달러 이상의 플래그십 세그먼트에서 전체 시장의 3분의 2를 장악하고 있다.

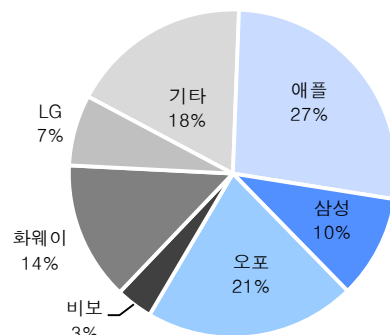
그림 22. 플래그십급 (500달러 이상) 점유율



애플과 삼성이 500달러 이상 시장을 거의 장악
다른 업체들이 들어갈 틈이 사실상 없는 시장

자료: IBK투자증권

그림 23. 프레스티지급 (300~499달러) 점유율



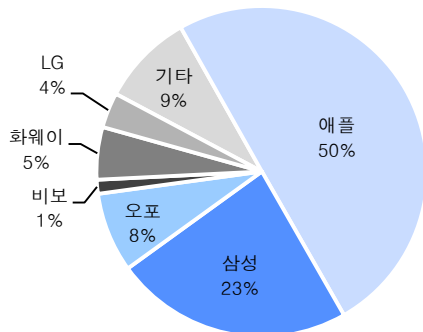
300~500달러대의 프레스티지급에서
오포가 애플에 이어 2위를 차지하며 두각

자료: IBK투자증권

오포는 300~499달러대의 프레스티지 급에서 애플에 이어 점유율 2위를 기록하며 두각을 나타내고 있다. 비보는 200달러대의 미드하이 세그먼트에서 삼성에 이어 점유율 2위를 기록했다. 두 회사는 LG전자와는 달리 특정 세그먼트에 집중하며 좀 더 명확한 시장을 타겟으로 삼고 있다.

한편, 화웨이는 100달러대 세그먼트에서 역시 삼성에 이은 2위를 차지하고 있다. 소니는 대규모 구조조정을 통해 고정비를 절감하고 하이엔드에만 집중하면서 3분기부터는 흑자로 전환했다.

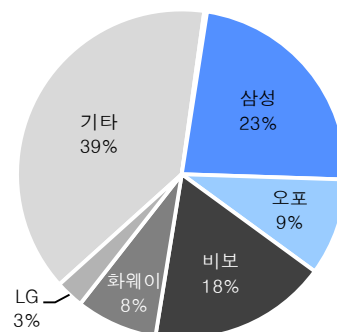
그림 24. 프리미엄 세그먼트 (300달러 이상) 점유율



300달러 이상의 프리미엄 세그먼트에서 애플이 절반, 나머지에서 삼성이 절반을 차지

자료: IBK투자증권

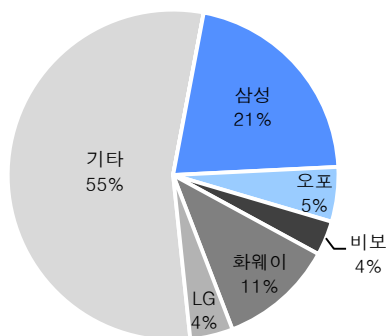
그림 25. 하이엔드 세그먼트 (191~299달러) 점유율



200달러대의 미드하이엔드급에서는 삼성 1위인 가운데 비보 2위로 두각

자료: IBK투자증권

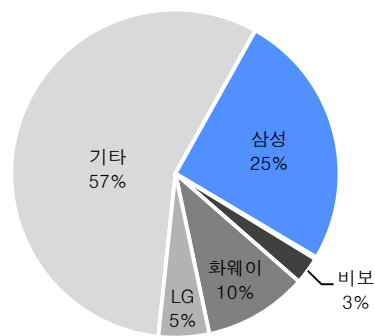
그림 26. 미드하이엔드 세그먼트 (100~190달러) 점유율



100달러대의 미드엔드급, 삼성 1위, 화웨이 2위

자료: IBK투자증권

그림 27. 로우엔드 세그먼트 (36~99달러) 점유율



100달러 미만의 로우엔드급, 삼성 1위, 화웨이 2위

자료: IBK투자증권

PC 수요 전망

좋은 건 아니나, 우려했던 것보다는 양호

글로벌 PC 수요가 침체 국면에서 벗어나지 못하고 있다. 2015년 8.3% 감소한 데 이어 2016년에도 6.9% 감소가 예상된다. 그러나, 분기별로 보면 1분기 -11.7%를 저점으로 YY 감소폭이 2분기 -5.9%, 3분기 -5.7%로 줄어들었다. 기대감이 워낙 낮아, 이 정도의 수치만으로도 체감수요는 나쁘지 않게 느껴지고 있다. 이는 첫째, 미국을 중심으로 정부 및 기업용 PC 수요가 비교적 안정적인 흐름을 보이고 있고, 둘째, 게임용 PC 시장 규모가 지속적으로 증가하고 있기 때문이다.

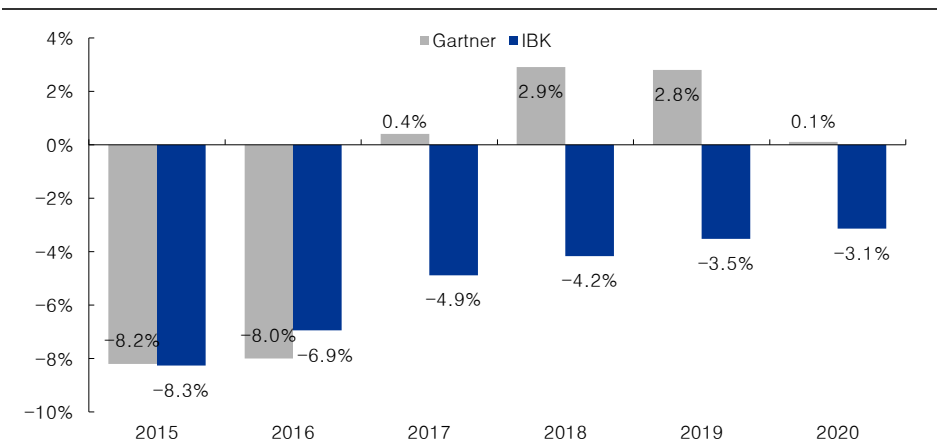
이런 가운데 시장조사기관 가트너는 PC 판매량이 바닥을 치고 올라와 2017년은 +0.4%, 2018년은 +2.9%로 플러스 성장률을 기록할 것이라는 전망을 발표했다. 지난 2년간 PC 성장률이 마이너스 7~8% 었다는 점을 감안하면, 이 같은 가트너의 전망 수치는 매우 이례적이다.

가트너는 아이패드 프로 등 하이엔드 태블릿이 비즈니스 환경에 제대로 적응하지 못한 것으로 평가한다. 기업 유저들은 여전히 윈도우 기반의 고성능 컴퓨팅 기기를 선호하고 있다. 이같은 기업용 PC 수요의 회복과 PC 교체주기가 맞물려 서서히 PC 판매량이 안정화될 것이라는 전망이다.

그러나, 현실적으로 이 같은 가트너의 전망치가 현실화될 가능성은 높지 않은 것으로 판단된다. IBK는 2017년과 2018년 PC 출하량 성장률을 -3.2%, -2.1%로 감소폭이 줄어드는 정도로 예상한다.

PC 수요의 감소폭은 점차 줄어들 것으로 전망

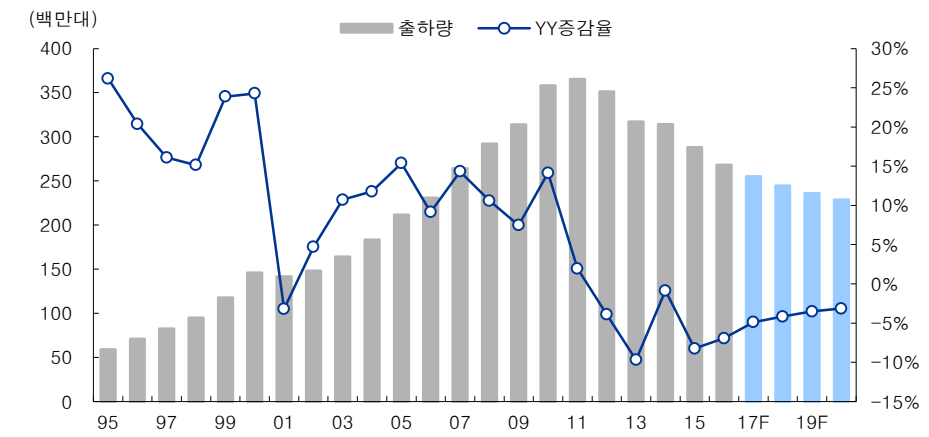
그림 28. PC 수요 성장률 비교 (가트너 vs IBK)



자료: IBK투자증권, 가트너

PC 성장률은 2015년,
2016년 큰 폭의 마이너스
이후 점차 감소폭이 줄어들
것으로 전망된다...

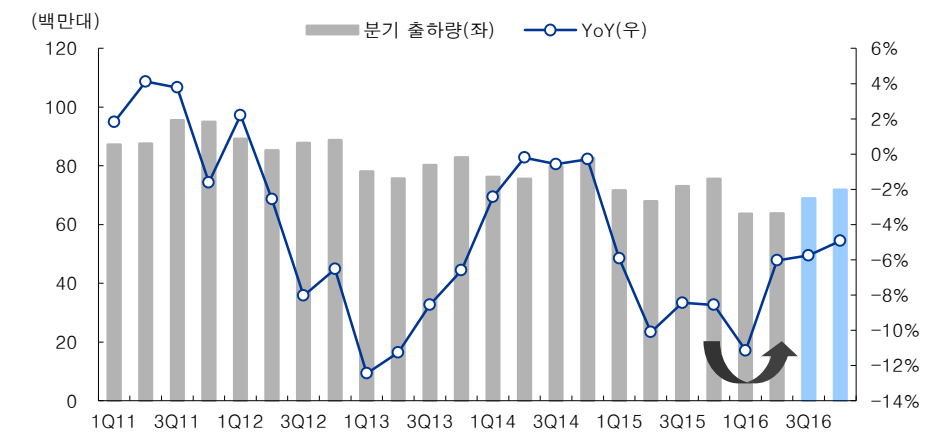
그림 29. PC 출하량 추이 및 전망



자료: IBK투자증권, 가트너

전년비 PC 출하 증가율이
2016년 1분기 -11.7%를
바닥으로 2분기, 3분기
들어 감소율 폭이
줄어들었다...

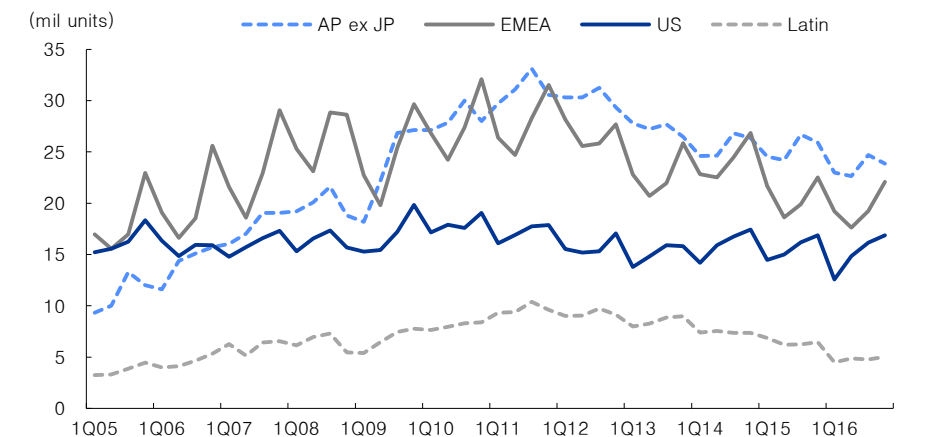
그림 30. 분기별 PC 출하량 추이 및 전망



자료: IBK투자증권, 가트너

지역별로는 아시아, 라틴,
유럽 등 미국을 제외한 전
지역이 부진하다. PC
수요는 상대적으로
견조하다

그림 31. 주요 지역별 PC 출하량 추이



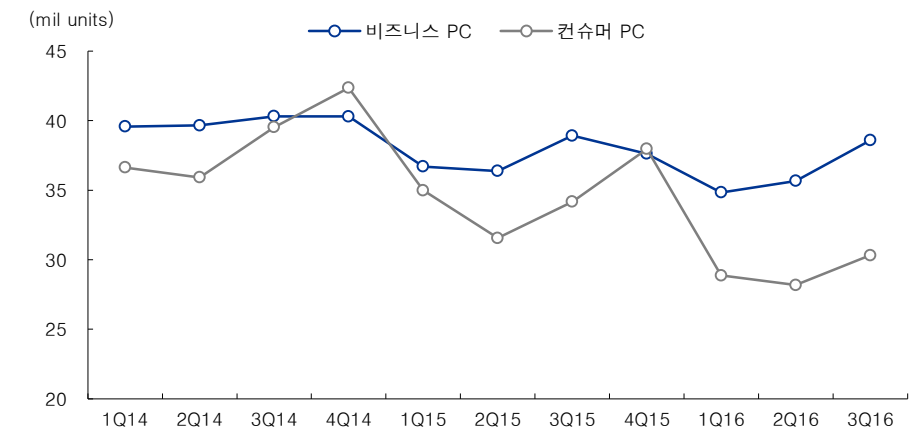
자료: IBK투자증권, 가트너

컨슈머 PC 수요 부진은 지속되나, 비즈니스 PC 수요는 안정화되고 있고...

일반 컨슈머 PC 수요는 여전히 매우 좋지 않다. PC는 더 이상 졸업이나, 신학기 시즌의 머스트해브 프로덕트가 아니기 때문이다. PC보다는 태블릿이나 스마트폰으로 컨슈머용 시장은 옮겨갔다고 보는 편이 나올 것이다. 반면, 올해 2분기 이후 미국의 비즈니스 섹터를 중심으로 PC 수요가 안정화되는 조짐이 나타나고 있다.

비즈니스 PC 수요가
컨슈머 PC 출하량을
상회하고 있다...

그림 32 비즈니스 PC vs. 컨슈머 PC 출하량 비교

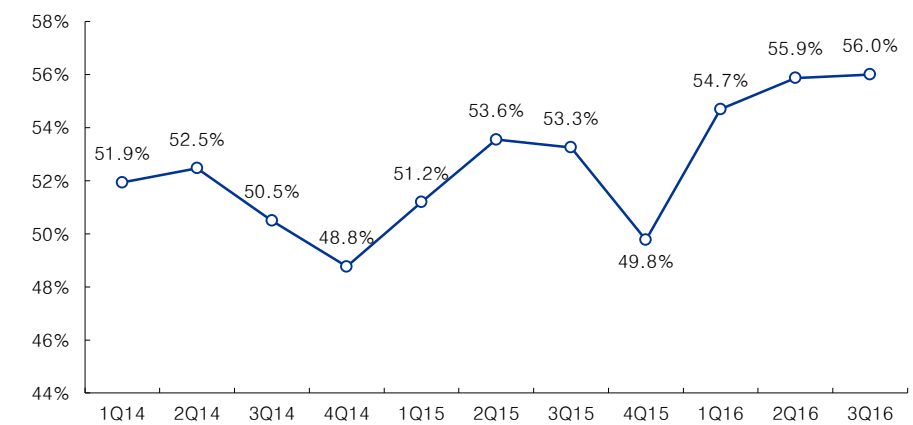


자료: IBK투자증권, 가트너

미국 정부와 관공서를 중심으로 보안성이 좋은 윈도우10 PC로의 업그레이드 및 교체가 진행되고 있는 것이 주요 원인이다. 윈도우10으로의 업그레이드 및 교체 수요는 적어도 향후 2~3년간 PC 수요 안정화를 이끄는 강력한 요인이 될 것으로 보인다. 가트너 자료에 의하면 3분기 출하된 PC 중 비즈니스 용도의 비중은 56%까지 높아졌다.

2016년 3분기 기준
비즈니스 PC의 비중은
전체 PC의 56%에 달한다

그림 33. 전체 PC에서 비즈니스 PC가 차지하는 비중



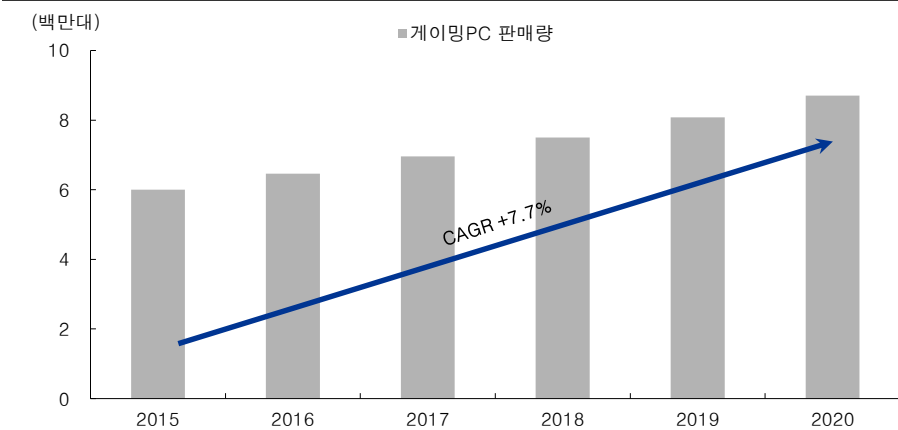
자료: IBK투자증권, 가트너

게임용 PC의 성장률은 상당히 견조하다.

PC 시장 전체 출하량은 계속 감소할 것으로 보이나, 게임용 PC 시장규모는 출하량 기준으로 2015년 600만대에서 2020년 870만대로 CAGR 7.7% 성장할 것으로 예상된다. 소비자 지출 금액 기준으로는 2015년 67억달러에서 2020년 90억달러로 CAGR 6.6% 성장할 전망이다. 같은 기간 PC 전체의 소비 지출이 CAGR 9.6% 감소할 것으로 예측된다.

게임용 PC 출하량은
2020년까지 CAGR 7.7%
성장할 것으로 예상

그림 34. 게이밍 PC 출하량 전망



자료: IBK투자증권, 가트너

니치마켓이었던 게임용 PC 시장의 규모가 확대되면서, 델과 ASUS 등 메이저 업체들이 'AlienWare', 'ROG' 등 게임용 PC 브랜드를 런칭하며 적극적인 마케팅에 나서고 있다. 게임을 위해 PC를 교체하는 유저들은 2015년 5%에서 12%로 늘어날 것으로 예상된다.

그림 35. 델의 AlienWare와 아수스의 ROG



자료: 각사, IBK투자증권

현재 일반 PC 라이프타임은 4~5년 수준이지만, 게임용 데스크탑 PC의 교체 사이클은 3.25년, 노트북의 교체 주기는 2.75년 수준으로 추정된다. 특히, VR과 같은 프리미엄 조건을 만족해야하기 때문에 앞으로 PC 라이프타임은 12~18개월까지로 줄어든 것으로 전망된다. 게임용 PC의 ASP는 \$1,065(데스크탑 \$1,000, 노트북 \$1,200)에 달해, 일반 PC에 비해 110%의 가격 프리미엄이 있는 것으로 추정된다.

인공지능, 머신러닝, 빅데이터에 대한 산업적 관심 고조

돌이켜 보면, 2016년 IT 산업의 가장 충격적인 사건은 ‘알파고’와 이세돌 9단의 대국이라 해도 과언이 아닌 것 같다. 지난 3월 구글 딥마인드의 인공지능(AI) 알파고와 인류 대표 이세돌 9단과의 세기의 바둑 대국이 있었다. 모두의 예상을 뒤엎고 알파고가 이세돌 9단을 상대로 4승 1패의 성적으로 승리를 거두었다.

그림 36. 인간 대 인공지능의 대결 역사



인간 대 인공지능의 대결				
프로 9단 이세돌	1967년	체스	체스 프로그램 '마텔' vs 윌리엄 쉘리	백목숨
	1996년	체스	IBM 슈퍼컴퓨터 '딥블루' vs 체스 세계 챔피언 게리 카스파로프	카스파로프 승 (3승 2무 1패)
	1997년	체스	IBM 슈퍼컴 '딥블루' vs 카스파로프	딥블루 승 (2승 3무 1패)
	2011년	퀴즈	IBM 슈퍼컴 '왓슨' vs 퀴즈 챔피언 제임스 하틀	왓슨 우승
	2013년	장기	장기 프로그램 '아레이크' vs 일본 프로기사 연합	아레이크 승 (3승 3무 1패)
	2015년	포커	포커 프로그램 '폴리우디코' vs 프로 포커 선수 4명	프로 선수 승리
	2015년	바둑	구글 '알파고' vs 프로 바둑기사 천후이(9단)	알파고 승 (4승 1패)
	2016년 3월	바둑	알파고 vs 프로 9단 이세돌	?

자료: 조선일보 자료 재인용

인공지능의 미래가 긍정적이든 또는 부정적이든 현대 인류사회에 충격은 상당히 커 보인다. 어쩌면 알파고와 이세돌 9단과의 대결은 뉴턴의 사과나 와트의 증기기관처럼 인류 역사에 한 획을 긋는 상징적인 장면이 될 지도 모른다.

그러나, 딥마인드의 CEO인 데미스 하사비스가 밝혔듯이 인공지능의 목표는 체스나 바둑 게임 등에서 이기는게 아니라 실제 산업 및 사회에 적용시키는 것이다. 구글은 인공지능을 의료, 법률, 금융, 회계 등 다양한 분야에 접목시켜 새로운 비즈니스 영역을 만들어 낸다는 계획이고, 삼성도 비브랩스를 인수해 스마트폰과 가전제품에 인공지능을 이식한다는 목표를 공식화했다.

각국의 다양한 경기 부양 정책에도 불구하고 글로벌 매크로 상황은 좀처럼 나아지지 못하고 있다. 글로벌 저성장 기조에 빠졌다는 것은 우울하지만, 받아들이지 않을 수 없는 우리에게 닥친 현실이다.

이 같은 우울한 상황에서 알파고의 드라마틱한 데뷔는 인공지능과 머신러닝, 빅데이터, 자연어 처리 기술 등이 새로운 성장 해법이 될 수도 있겠다는 기대감과 함께 이들 IT 기술에 대한 산업적 관심을 폭발적으로 증가하게 만들었다. 이에 따라 관련 기술을 발전시키는데 필요한 고성능 데이터센터와 서버 및 스토리지 기술에 대한 투자를 확대시키는데도 적지않은 도움이 되고 있는 것으로 보인다.

실제로 애플, 구글, 마이크로소프트, 페이스북 등 글로벌 IT 메이저들은 3년간 인공지능에 대한 투자를 크게 늘리고 있다. 삼성전자도 최근 인공지능 업체 비브(VIV Labs)를 인수하고 이 기술을 근간으로 최근 갤럭시S8에 인공지능을 탑재하겠다는 방침을 공개하고, 스마트폰 외에도 TV냉장고 등 다양한 기기와 서비스를 인공지능에 접목시키는 인공지능 생태계를 구축한다는 계획이다.

비브는 애플의 음성 비서 서비스 ‘시리(Siri)’ 핵심 개발진이었던 다그 키틀로스, 애덤 체이어, 크리스 브링엄이 애플을 떠나 2012년 창업한 회사로 사람의 말을 알아듣는 자연어 인식 기반의 인공지능 기술을 갖고 있어, 다양한 기업의 서비스를 쉽게 접목시킬 수 있다는 특징이 있고, 개방형 생태계 구축에 적극이라는 평가를 받는다.

표 5. 주요 IT 기업들의 최근 3년간 AI관련 투자 내역

기업	년도	내용
	2014.01	스마트TV와 냉장고, 에어컨 등 가전기기 간 데이터를 연결하는 ‘스마트홈’ 서비스 공개
	2014.08	미국 스마트싱스 인수로 IoT플랫폼 확장
	2015.08	미국 인공지능 벤처기업 바카리우스에 2000만달러 투자
	2015.10	인공지능 연구조직 인텔리전스팀 신설
	2016.09	IBM 왓슨연구소 출신 김민경 상무 영입
	2016.10	영국 인공지능 벤처기업 ‘그래프코어’에 보쉬 등과 3000만달러 공동 투자
	2016.10	미국 인공지능 벤처기업 ‘비브랩스’ 인수 및 갤럭시S8 및 가전제품에 탑재할 계획
	2016.10	삼성전자, 인공지능 앱 ‘빅스비(Bixby)’ 상표 등록
	2014.01	영국 벤처기업 딥마인드 약7000억원에 인수
	2014.01	영국 인공지능 비즈니스 업체 비전팩토리 인수
	2014.08	여행정보 가이드 애플리케이션 첫팩 인수
	2014.10	딥러닝 소프트웨어 다크블루랩스 인수
	2014.10	문서인식과 딥러닝 소프트웨어 비전팩토리 인수
	2015.05	텍스트 및 이미지를 활용해 사용자가 필요로 하는것을 찾아주는 구글 나우 온 탭 발표
	2015.10	스마트워치 개발업체로 중국어로 된 음성 인식과 검색 기술이 강점인 몸보이 인수
	2014.04	사이트에서 필요한 정보를 찾아 음성으로 답변하는 음성인식 코르타나(cortana) 지원 시작
	2015.11	머신러닝을 이용한 감정인식 프로그램 개발 착수
	2015.12	음성인식 코타나 출시
	2016.02	인공지능 스타트업 스위프트키 인수
	2016.03	인공지능 채팅로봇 태이 공개
	2016.06	SNS 링크드인 262인수로 AI비서 코타나와 시너지 기대
	2016.06	채팅앱 완드 인수로 AI비서 기술 개발 촉진
	2014.04	프로토지오(핀란드) 건강관리 앱 인수
	2015.01	팔로알토에 소재한 음성인식 솔루션 개발업체인 위트 에이아이(Wit.ai)를 인수
	2015.01	오픈소스 기반 딥러닝 SW 프로젝트인 토치(Torch)에서 사용되는 기술 오픈소스로 공개
	2015.08	인공지능과 인간 지능을 혼합한 가상비서 서비스 ‘M’ 을 출시 및 테스트 시작
	2015.12	인공지능 빅서의 설계 공개 (사진 내용 인식, 뉴스피드 내용 필터링, 자동 텍스트 번역)
	2015.10	자연어 이해 능력을 높이는 기술을 개발하는 영국 인공지능(AI) 스타트업 보컬Q(VocalQ) 인수
	2015.10	적은 데이터를 사용해 학습하는 기술에 강점인 딥러닝 소프트웨어 기업 퍼셉티오 인수
	2016.01	람 얼굴 표정을 인식하는 기술을 개발하는 인공지능 기업 ‘이모션트(Emotient)’를 인수
	2016.08	‘애플캐’를 자율주행차로 만들기 위한 인공지능 스타트업 투리 2억달러에 인수
	2016.08	인도 머신러닝 스타트업 튜플점프(Tuplejump) 인수

자료: 언론보도자료 취합, IBK투자증권

또한, 인공지능과 자연어 처리 및 딥러닝 기술의 발전으로 가정용 로봇 시장이 개화되기 시작하고 있다. 단순한 로봇 청소기의 형태를 벗어나 반려 로봇으로서의 성공 가능성이 상당히 높게 점쳐지고 있는 상황이다.

소프트뱅크는 페퍼라는 안드로이드형 로봇을 출시했다. 페퍼는 일본어, 영어, 프랑스어, 스페인어로 사람과 대화할 수 있고, 여러 가지 언어로 상황에 맞는 대답을 할 수 있다. 특히, 탑재된 카메라와 여러 센서들을 통해 인간의 기분과 감정까지 읽어내는 능력을 지닌 것으로 알려지고 있다. 올해 2월 정식 출시된 페퍼는 공개 1분만에 준비된 1,000대가 완판되는 성공을 거두었다. 이밖에 탁상 스피커 모양의 지보와 이동이 가능한 버디, 아수스의 젬보 등은 언론 등을 통해 잘 알려진 제품들이다.

표 6. 시장에 출시된 가정용 로봇 현황

제품	RT.1/RT.2	Budgee	Pepper	Palmi	RoBoHon	Jibo	Buddy	Zenbo
								
제조사	RT Works	파이브엘리먼츠 로보틱스	소프트뱅크 & 알데바란 로보틱스	후지소프트	샤프	지보	블루프로그 로보틱스	아수스
가격	\$2,300	\$1,399	\$2,000	\$3,000	\$2,000	\$749	\$699	\$599
크기	82cm~102cm 74cm~86cm	42cm	120cm	40cm	19.5cm	28cm	56cm	50~60cm
분류	특수용/ 가사업무용	특수용/ 신체도움용	다목적용/ 이동식 휴머노이드	다목적용/ 이동식 휴머노이드	다목적용/ 이동식 휴머노이드	다목적용/ 고정식	다목적용/ 이동식	다목적용/ 이동식
시장	일본	미국, 이스라엘 홍콩, 덴마크 이탈리아	미국, 프랑스 일본, 대만	일본	일본	북미, 유럽 (2016년)	북미, 유럽 아시아 (4Q16)	북미, 대만 (2016년)
기능 및 특징	GPS 통해 노인 이나 장애인을 대상으로 모니터링이 가능	22.7Kg의 무게를 들을 수 있고 스마트폰이나 태블릿을 통해 커뮤니케이션 가능	바퀴 통해 이동 가능. 터치스크린 활용. 영어, 일어, 불어, 스페인어 음성인식. 클라우드 기반 AI. 러닝기술 장착	두 개의 다리가 있고 노래, 춤, 음악 등 엔터테인먼트 활동이 가능. 임베디드 AI 방식으로부터 얼굴 및 음성 인식 지원	보행 가능. 물건을 들을 수 있음. LTE/3G 기반으로 음성 인식 지원. 애플리케이션 다운로드 가능. 프로젝트 기능. 사용자 인식하면 의사소통 더욱 원활	터치스크린이 있고 음성&얼굴 인식 지원. 사진 촬영, 메시지, 스케줄관리 등 엔터테인먼트 활동 가능. AI 알고리즘으로 사용자의 스타일과 요구사항 스스로 반영	바퀴와 터치스크린 장착. 음성 인식과 글 읽는 기능이 있으며 사람이나 물체의 움직임을 관찰. 가전제품과 연동이 가능하며 주로 노인을 대상으로 사용	바퀴, 10인치 터치스크린. 물체 및 음성인식 기능이 있으며 가전제품과 호환 가능

자료: IBK투자증권, 가트너

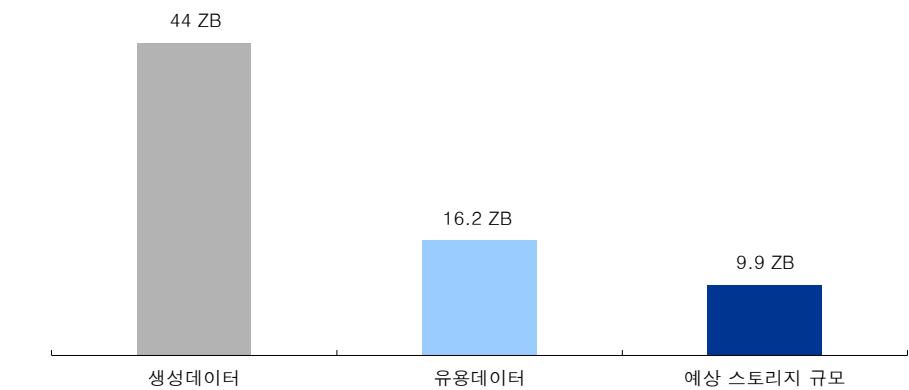
빅데이터와 머신러닝 발전으로 데이터의 생성과 저장 수요 급증

세계 최대 스토리지 업체인 EMC와 IT전문 시장조사기관인 IDC가 2014년 공동으로 발표한 'Digital Universe'라는 연구자료에 따르면 2020년에 이르면 전세계에서 생성되는 디지털 데이터의 양은 2013년에 비해 10배 확대된 총 44제타바이트(Zetta Byte, 1 ZB = 1조 GB)에 이를 것으로 예측되었다.

이중 저장 가능한 '유용 데이터'는 전체 데이터의 약 37%인 16.2제타바이트가 될 것으로 예상되는데, 이에 비해 데이터를 저장하기 위한 스토리지 공간은 9.9 제타바이트에 불과할 것으로 예측되고 있다. 따라서 이는 결국, 데이터를 저장하기 위한 스토리지 공간의 건설 필요성이 그만큼 크다는 것을 의미하는 것이다.

2020년 생성되는 디지털
데이터 중 37% 정도만
저장이 가능한 데이터

그림 37. 2020년 데이터 시장에 대한 전망



자료: IDC & EMC

데이터센터의 시장규모는 조사기관마다 정의와 기준이 달라 큰 편차를 보여 구체적인 숫자를 말하기가 어렵지만, 공통적으로 제시되고 있는 것은 데이터센터 매출액 및 건설투자, IT장비 성장률이 공히 2020년까지 두자리수의 성장세를 기록할 것으로 예측된다는 점이다.

그림 38. 초대형 데이터센터 업체 스위치사가 네바다 사막에 건설중인 SuperNap Taeho Reno



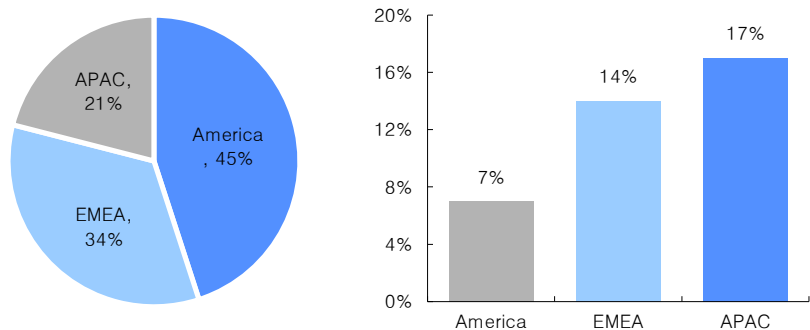
자료: SuperNap

리서치 기관 Technavio 전망 자료에 따르면, 전세계 데이터센터의 사이트수는 약 7,500곳 이상이며, IoT 디바이스와 빅데이터 분석에 대한 수요 증가로 클라우드 서비스가 확대되고 있어, 2016년~2020년 사이 전세계 데이터센터 건설은 CAGR 12% 이상 성장할 것으로 전망되고 있다.

지역별로는 현재 전세계 데이터센터의 약 45%가 미주(북미, 중남미)에 집중되어 있고, EMEA(유럽, 중동, 아프리카)가 34%, APAC(아시아, 태평양)이 전체의 21%를 차지하고 있다. 2020년까지 지역별 데이터센터 건설 투자 성장률은 미주 7%, EMEA 14%, APAC 17%로 예상된다.

글로벌 데이터센터
건설투자는 2020년까지
투자자리수 증가할 것으로
전망된다.

그림 39. 데이터센터 지역별 시장 비중 및 건설투자 증가율 전망 (2016~2020)



자료: Technavio, IBK투자증권

특히, 중국의 경우 차이나텔레콤, 차이나모바일, 차이나유니콤, 알리바바, 텐센트 등 이동통신 업체들과 인터넷 업체들을 중심으로 초대형 데이터센터 건설이 계속되고 있는 것으로 파악되고 있다.

중국에 건설 중인
통신업체들의 초대형
데이터센터의 규모는 현존
최대 규모 데이터센터의
4~7배에 이른다...

그림 40. 중국에 건설중인 초대형 데이터센터 현황



차이나텔레콤, 내몽고 Information Park
사이즈 : 100만m2



차이나모바일, 호훗 데이터센터
사이즈 : 72만m2



차이나모바일, 하얼빈 데이터센터
사이즈 : 66만m2



레인지테크놀로지, International Info Hub
사이즈 : 61만m2

자료: IBK투자증권

II. DRAM 산업 전망

2017년 DRAM 시장 규모 11% 증가한 451억달러 예상

2017년 DRAM 수요증가율은 +21% 올해(+28%)보다 낮을 것으로 전망한다. 올해 서버와 모바일 분야 기기당 용량 증가율이 예상보다 높았는데, 내년에는 올해 성장률보다 다소 낮아질 것으로 예상된다. 어플리케이션별 DRAM 수요 빗그로스는 PC가 올해 0%에서 내년 +7%로 높아질 것으로 보이는 반면, 서버와 모바일 DRAM의 빗그로스는 올해 +40%, +42%에서 내년에는 각각 +27%로 둔화될 것으로 보인다.

2017년 공급증가율도 올해 +28%보다 낮은 +20%를 예상한다. 업체별로는 삼성전자가 올해 +34%에서 내년 +18%로, SK하이닉스가 지난해 +24%에서 내년 +18%로 둔화될 것으로 예상되며, 마이크론은 올해 +23%에서 내년 +28%로 증가율이 소폭 높아질 것으로 예상된다.

IBK DRAM 수급모델에 따른, DRAM S/D Ratio(수급 밸런스 비율)은 올해 1.012에서 내년에는 1.005으로 낮아져 수급이 더 타이트해질 것으로 전망된다. 기기바이트당 ASP(평균판가) 하락율은 올해 -29%에서 -8%로 악화될 전망이다. 따라서, 시장규모는 451억달러로 올해의 408억달러보다 약 11% 가량 확대될 것으로 전망된다.

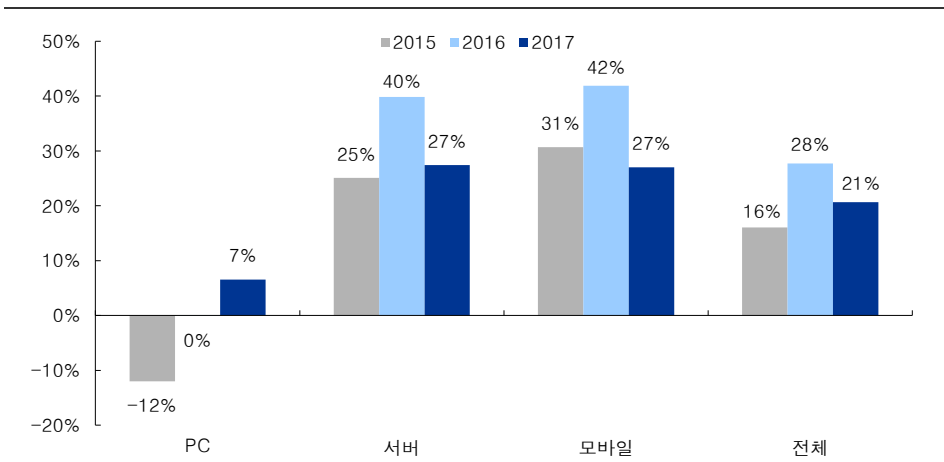
표 7. IBK DRAM 수요-공급 모델

DRAM Model	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
수요가정										
PC Units growth	1.9%	-3.9%	-9.7%	-0.9%	-8.3%	-6.9%	-4.9%	-4.2%	-3.5%	-3.1%
GB/box growth	21.7%	10.9%	12.4%	5.3%	1.7%	7.4%	13.1%	9.1%	9.2%	9.3%
스마트폰 Units growth	63.8%	42.7%	42.3%	29.0%	12.0%	3.1%	2.7%	2.8%	3.1%	4.5%
GB/box growth	59.9%	59.3%	39.2%	36.2%	30.7%	38.0%	26.7%	20.0%	20.0%	20.0%
수요증가율										
PC	28%	12%	6%	11%	-12%	0%	7%	1%	3%	4%
서버	41%	63%	47%	37%	25%	40%	27%	24%	24%	26%
모바일	100%	109%	87%	58%	31%	42%	27%	24%	21%	23%
기타	11%	4%	38%	38%	23%	19%	11%	6%	10%	9%
전체	31%	29%	35%	34%	16%	28%	21%	17%	18%	20%
공급증가율										
삼성전자	49%	27%	25%	54%	28%	34%	18%	17%	20%	18%
SK하이닉스	53%	52%	34%	34%	24%	24%	18%	17%	19%	15%
마이크론	37%	51%	110%	75%	-3%	23%	28%	18%	19%	14%
전체	40%	28%	29%	36%	18%	28%	20%	17%	20%	19%
S/D Ratio	1.031	1.021	0.976	0.992	1.010	1.012	1.005	1.005	1.020	1.016
ASP (\$/GB)	10.9	7.5	7.8	7.7	6.3	4.4	4.1	3.7	2.9	2.4
YoY	-47%	-31%	4%	-2%	-19%	-29%	-8%	-10%	-22%	-18%
출하량 (GB bil)	2.70	3.46	4.47	6.08	7.19	9.20	11.02	12.93	15.46	18.41
YoY	40%	28%	29%	36%	18%	28%	20%	17%	20%	19%
시장규모 (\$ bil)	29.4	26.1	35.0	46.9	45.0	40.8	45.1	47.7	44.6	43.3
YoY	-25%	-11%	34%	34%	-4%	-9%	11%	6%	-7%	-3%

자료: IBK투자증권 DRAM Model

2017년 DRAM 수요
빛그로스는 23%로 낮아질
전망

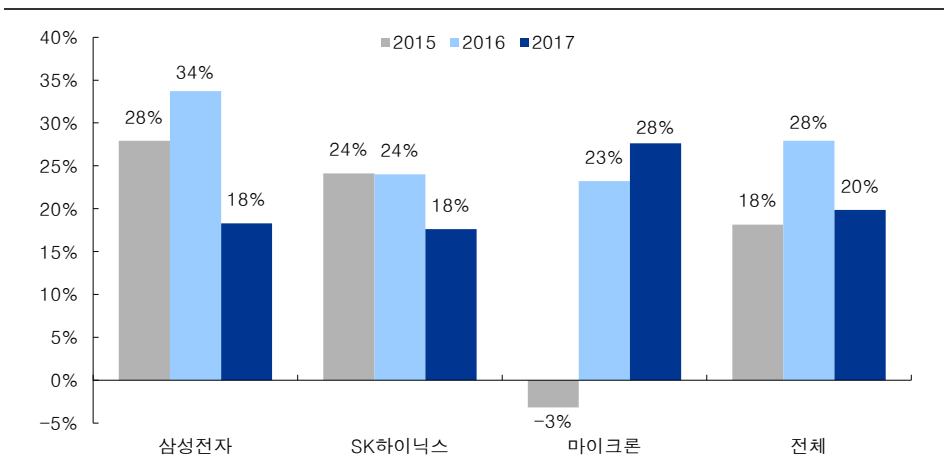
그림 41. DRAM 어플리케이션별 수요 증가율 비교



자료: IBK투자증권 DRAM Model

그러나, 2017년 DRAM
공급증가율도 낮아질 전망

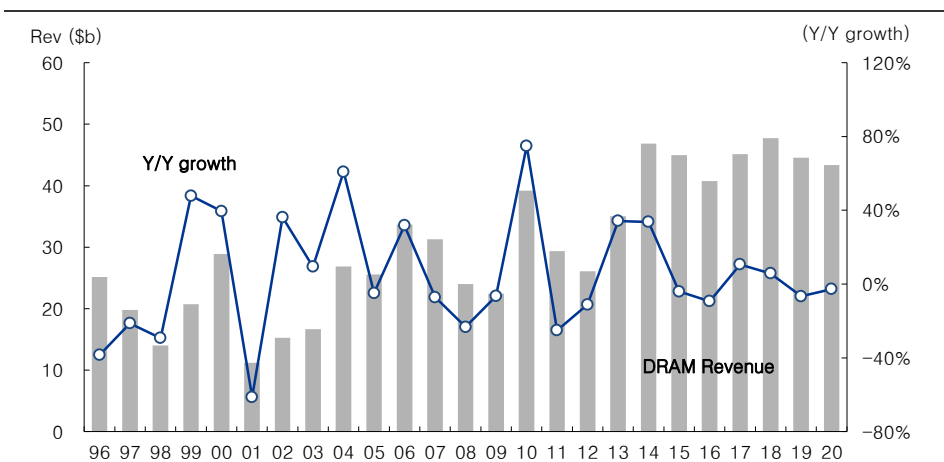
그림 42. 주요 DRAM 업체별 공급증가율 비교



자료: IBK투자증권 DRAM Model

DRAM 시장 성장률은
안정화될 것으로 예상

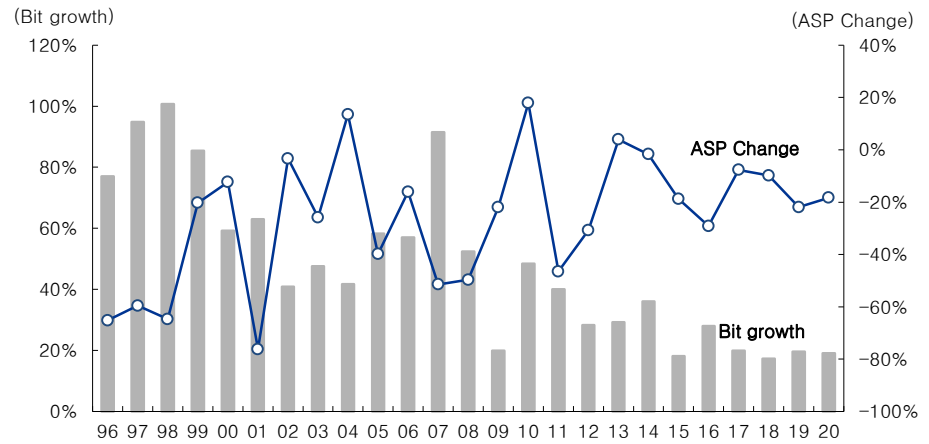
그림 43. DRAM 매출 장기 추이



자료: IBK투자증권 DRAM Model

빗그로스과 ASP 변화율의
진폭 감소

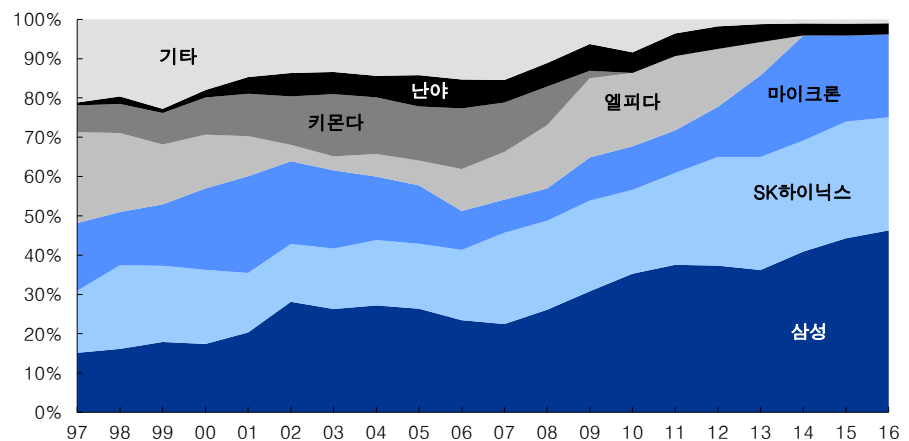
그림 44. DRAM 빗그로스 vs ASP



자료: IBK투자증권 DRAM Model

빅3가 시장의 96% 이상을
차지하는 과점화 상태

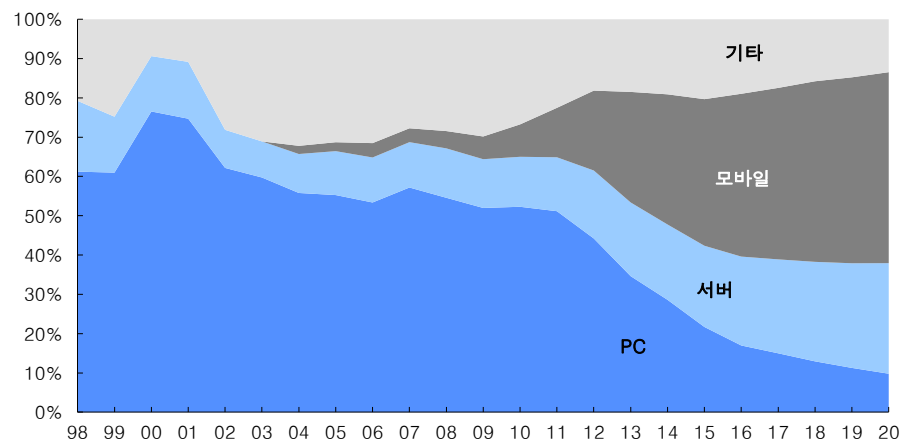
그림 45. DRAM 플레이어 점유율 추이



자료: IBK투자증권 DRAM Model

모바일과 서버 비중 계속
확대

그림 46. 주요 어플리케이션별 DRAM 수요 비중 추이 및 전망



자료: IBK투자증권 DRAM Model

업체별 기술 격차 비교

삼성전자, SK 하이닉스, 마이크론의 DRAM 캐파와 연간 출하량을 비교하면, 각 업체 별 웨이퍼당 비트 생산량을 추산할 수 있다. 2016년 연평균 DRAM 캐파는 삼성전자 360K, SK하이닉스 270K, 마이크론 285K로, DRAM 출하량은 삼성전자 42.57억GB, SK하이닉스 26.47억GB, 마이크론 19.41억GB로 추정된다. 이에 따라, 웨이퍼당 비트 수를 계산하면 삼성전자 985기가바이트, SK하이닉스 817기가바이트, 마이크론 567기가바이트가 된다.

표 8. DRAM 빅3 기술력 비교

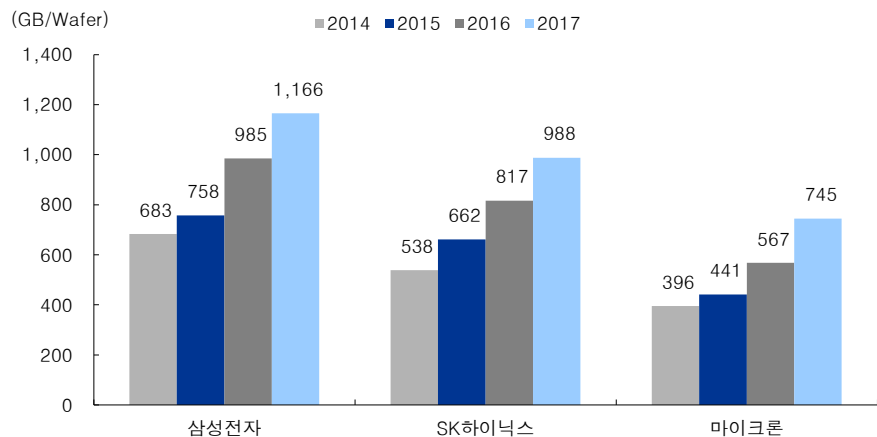
업체명	캐파 / 출하량	2014	2015	2016	2017
삼성전자	캐파 합계 (KWPM)	304	350	360	360
	출하량 (GB mil)	2,489	3,184	4,257	5,035
	GB/Wafer	683	758	985	1,166
SK하이닉스	캐파 합계 (KWPM)	266	269	270	263
	출하량 (GB mil)	1,720	2,134	2,647	3,113
	GB/Wafer	538	662	817	988
마이크론	캐파 합계 (KWPM)	343	298	285	277
	출하량 (GB mil)	1,626	1,575	1,941	2,476
	GB/Wafer	396	441	567	745
상대비교 (삼성=100)					
S하이닉스	캐파 합계 (KWPM)	88	77	75	73
	출하량 (GB mil)	69	67	62	62
	GB/Wafer	79	87	83	85
마이크론	캐파 합계 (KWPM)	113	85	79	77
	출하량 (GB mil)	65	49	46	49
	GB/Wafer	58	58	58	64

자료: IBK투자증권 DRAM Model

2016년 기준 삼성전자를 100을 놓고 보면, 웨이퍼 캐파는 삼성전자 100, SK하이닉스 75, 마이크론 79이며, 출하량은 삼성전자 100, SK하이닉스 62, 마이크론 46, 웨이퍼 당 평균 비트생산량은 삼성전자 100, SK하이닉스 83, 마이크론 58 수준이 된다. 웨이퍼당 평균 비트 생산량 기준으로 삼성전자와 SK하이닉스의 기술격차는 약 1년, SK하이닉스와 마이크론의 기술격차는 1년 이상인 것으로 볼 수 있다.

삼성전자와 SK하이닉스의 기술격차는 약 1년, SK하이닉스와 마이크론의 기술격차는 1년 이상인 것으로 추정된다

그림 47. DRAM 빅3 웨이퍼당 평균 비트생산량 비교



자료: IBK투자증권 DRAM Model

III. NAND 산업 전망

NAND 수급 모델

공급이 늘어나는 만큼
수요가 증가할 것으로
보이지 않는다...

2017년 NAND 수급은 올해보다 좀 더 타이트해질 것으로 전망된다. NAND 수요 증가는 41%로 올해보다 다소 낮아질 것으로 보이나, 공급증가율도 올해 47%에서 41%로 둔화될 전망이다. 이에 따라, 칩 기준 시장규모(WSTS 기준)도 올해 311억달러 대비 약 8% 증가한 336억달러에 달할 것으로 예상된다. 그러나, SSD 시장의 성장률이 커 SSD 비중이 높은 업체들은 더 높은 매출 증가가 가능할 전망이다.

어플리케이션별 수요 빗그로는 SSD +63%, 핸드폰 +29%, 기타 12%로 예상된다. 빅데이터와 인공지능 산업에 대한 관심이 높아지면서, 고성능 스토리지에 대한 수요가 계속 늘고 있다. 따라서, 데이터센터용 스토리지 시스템에 필요한 3D NAND SSD 수요가 강세를 보일 전망이다. 수요가 어느 정도 한정되어 있는 DRAM과 달리 NAND의 경우는 가격 하락에 따라서는 추가적으로 수요가 탄력적으로 변화될 여지가 있으나, 삼성을 제외한 나머지 업체들의 3D NAND 양산 수율에 따라서는 수급 상황이 변화될 리스크를 배제할 수 없다.

업체별 공급 증가율은 삼성전자가 올해 +66%에서 내년 +46%로 둔화될 것으로 보이고, 도시바와 SK하이닉스도 올해 각각 +36%, +48%에서 +31%, +42%로 소폭 낮아질 전망이다. 마이크론의 공급증가율은 올해 +14%에서 내년에는 +40% 높아질 것으로 전망된다.

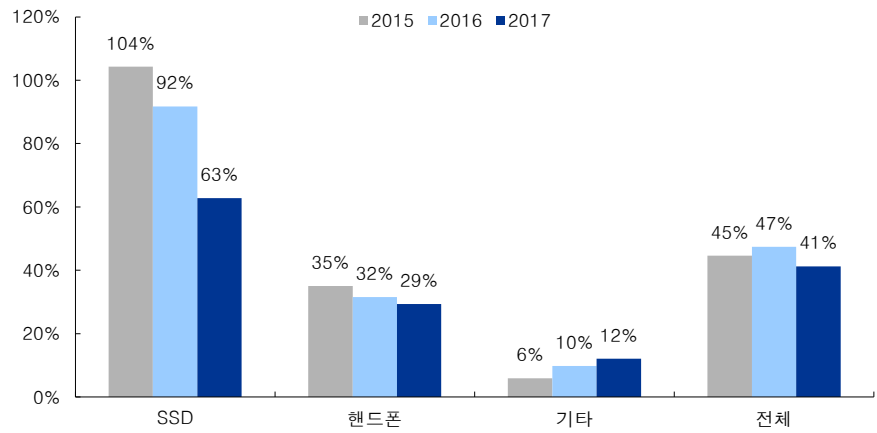
표 9. IBK NAND 수요-공급 모델 (칩기준)

NAND Model	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
수요증가율										
SSD	389%	127%	128%	122%	104%	92%	63%	59%	55%	47%
핸드폰	97%	78%	51%	49%	35%	32%	29%	25%	23%	25%
기타	36%	37%	22%	4%	6%	10%	12%	11%	12%	14%
전체	71%	64%	48%	47%	45%	47%	41%	40%	40%	37%
공급증가율										
삼성전자	80%	53%	58%	47%	54%	66%	46%	45%	38%	40%
도시바	75%	66%	52%	37%	43%	36%	31%	45%	39%	27%
SK하이닉스	148%	55%	45%	57%	50%	48%	42%	48%	44%	39%
마이크론	52%	152%	22%	70%	30%	14%	40%	43%	41%	32%
전체	78%	61%	48%	47%	46%	47%	41%	45%	41%	37%
S/D Ratio	1.023	1.006	1.007	1.009	1.017	1.011	1.007	1.042	1.051	1.048
ASP (\$/GB)	1.46	0.95	0.69	0.48	0.34	0.25	0.19	0.14	0.10	0.07
YoY	-37%	-35%	-27%	-31%	-30%	-26%	-23%	-27%	-29%	-26%
출하량 (GB bil)	16.8	27.1	40.1	58.9	85.9	125.9	177.2	257.5	362.6	496.6
YoY	78%	61%	48%	47%	46%	47%	41%	45%	41%	37%
시장규모 (\$ bil)	24.4	25.8	27.7	28.2	28.8	31.1	33.6	35.6	35.6	36.1
YoY	12%	6%	7%	2%	2%	8%	8%	6%	0%	1%

자료: IBK투자증권 NAND Model

SSD 수요 확대가 NAND
수요 증가를 계속 견인

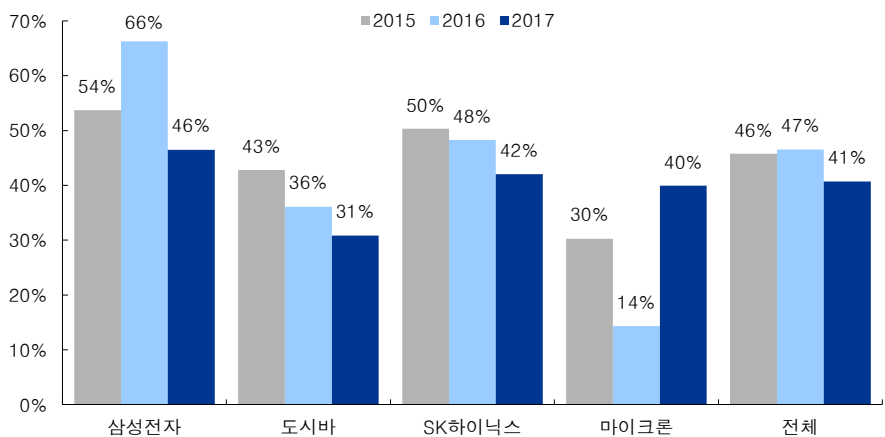
그림 48. NAND 어플리케이션별 수요 증가율 비교



자료: IBK투자증권 NAND Model

NAND 투자는 확대되도,
기술과 비용 부담으로
빗그로스는 둔화될 듯

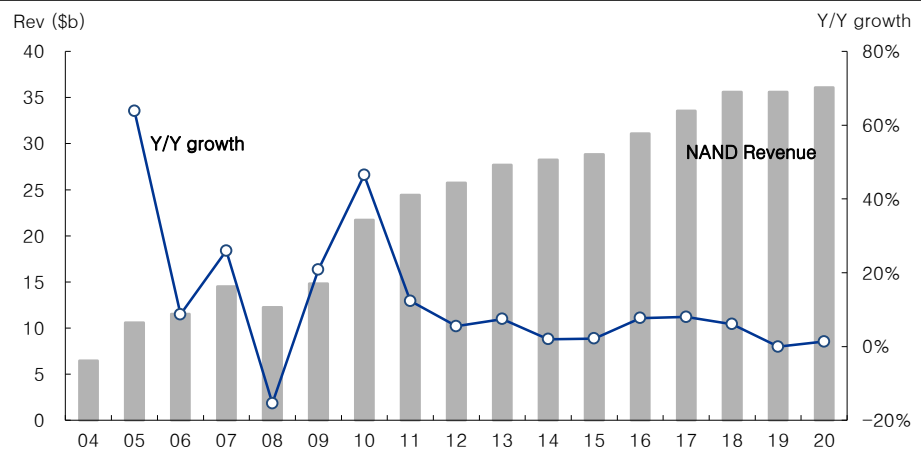
그림 49. 주요 NAND 업체별 공급증가율 비교



자료: IBK투자증권 NAND Model

안정적인 성장세 이어질 듯

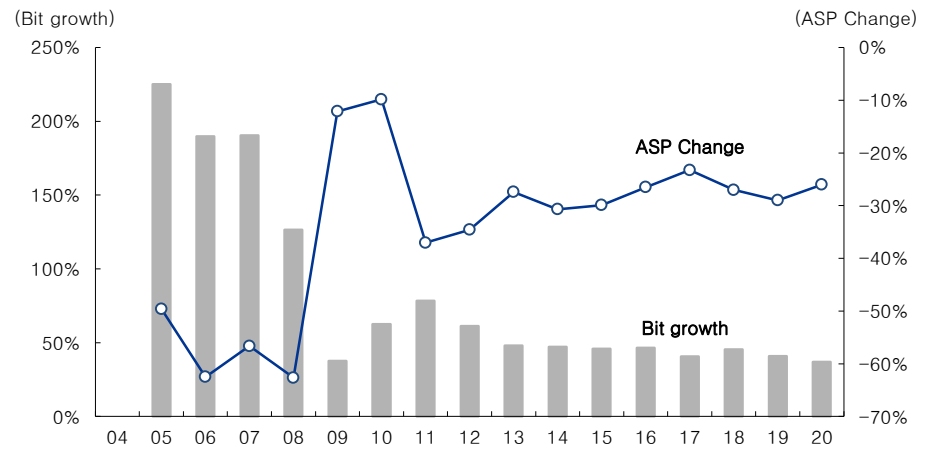
그림 50. NAND 매출(칩기준) 장기 추이 및 전망



자료: IBK투자증권 NAND Model

장기적인 NAND
빛그로스는 연 40% 수준

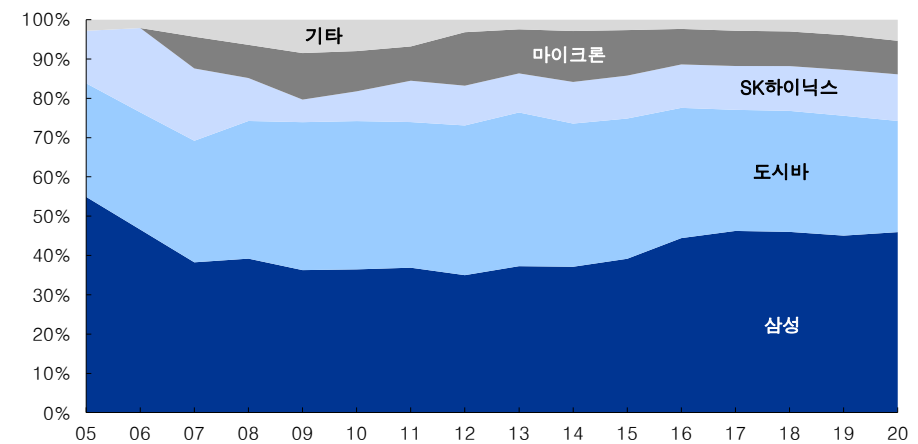
그림 51. NAND 빛그로스 vs ASP



자료: IBK투자증권 NAND Model

2강 2중 상태 큰 변수는
없을 것으로 보이나,
2019년 이후 중국 점유율
점차 확대될 것으로 예상

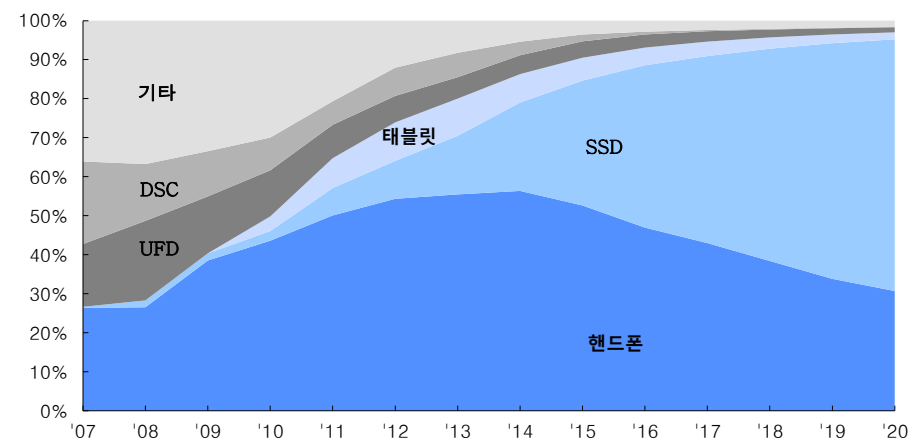
그림 52. NAND 플레이어 점유율 추이 및 전망



자료: IBK투자증권 NAND Model

2020년 SSD는 전체 NAND
수요의 2/3 가량을
차지하게 될 전망

그림 53. 주요 어플리케이션별 DRAM 수요 비중 추이 및 전망



자료: IBK투자증권 NAND Model

가격 하락으로 PC용 SSD 스토리지 확대

SSD의 독보적인 기업은
삼성전자

기술 발전으로 SSD의 가격이 지속적으로 하락 중이다. 이에 따라, PC용 SSD의 채택 용량은 계속 증가할 것으로 전망된다. 2016년 기준 500GB~1TB의 하드디스크와 비슷한 가격대 SSD 용량은 대략 128GB 수준이나, 2018년에는 256GB SSD까지 동일 예산으로구매가 가능해질 것으로 예상된다. 2020년에는 500GB HDD와 SSD의 가격차이가 더욱 줄어들 것으로 전망된다.

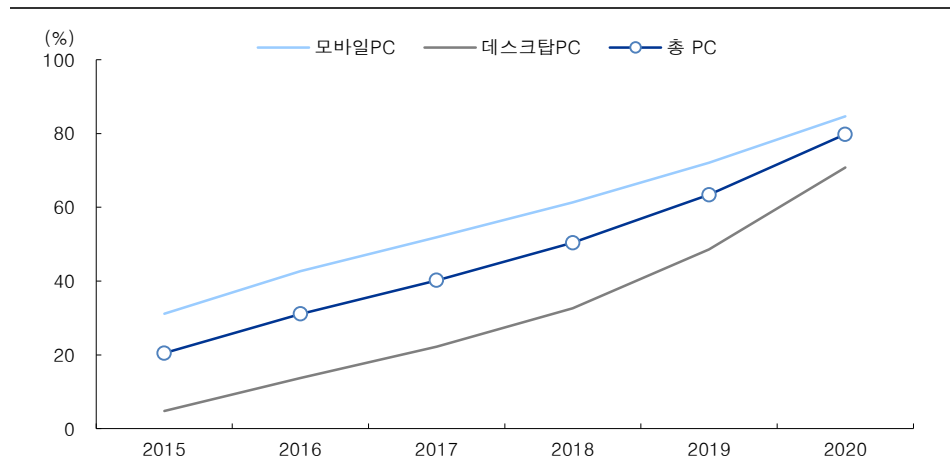
표 10. HDD와 SSD 가격 전망

스토리지 테크놀로지	2015	2016	2017	2018	2019	2020
노트북 500GB HDD	35.8	35.4	34.5	34.3	33.5	33.0
노트북 1TB HDD	45.0	42.0	40.0	39.0	38.0	37.0
데스크탑 500GB HDD	41.1	38.0	37.0	36.0	35.0	35.0
데스크탑 1TB HDD	42.0	41.0	40.0	38.2	37.6	35.0
128GB SSD	51.5	37.5	32.4	22.5	17.5	13.4
256GB SSD	89.8	74.9	58.9	40.8	31.8	24.3
512GB SSD	177.9	143.3	112.0	77.6	60.4	46.2

자료: 가트너

2020년 전체 PC의 SSD
채택 비율은 79%를
상회할 전망

그림 54. PC 세그먼트별 SSD 채택 비율 전망



자료: 가트너

IV. 반도체 투자 전망

다운턴같지 않은 다운턴

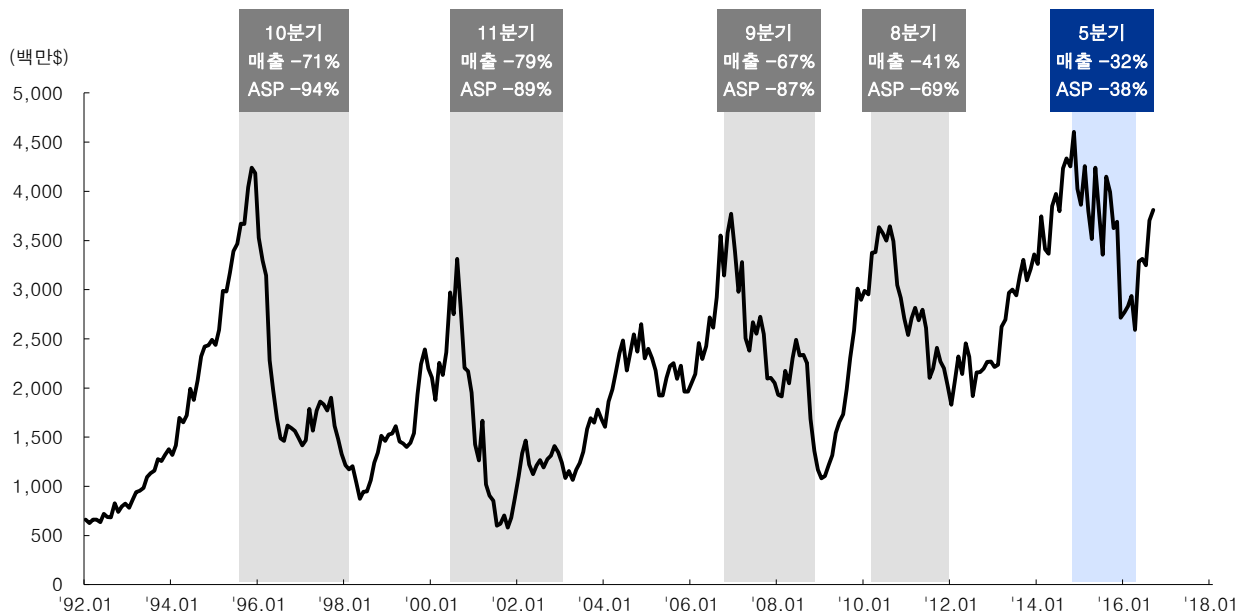
1990년~ 2010년까지 20년간 DRAM 다운턴은 세차례 있었다. 다운턴 기간은 평균 10분기 동안 계속되었고, 매출액은 70% 이상, ASP는 80% 넘게 하락했다. 큰 폭의 가격 하락으로 1위 업체인 삼성전자도 큰 폭의 적자를 기록할 수 밖에 없었고, 기술력이나 사업규모가 뒤쳐진 업체들은 캐쉬버닝에 시달리다 결국 DRAM 시장에서 퇴출되는 일이 반복적으로 일어났다.

사이클 바닥에서조차 이익률이 30%대를 상회..

그러나, 2015년 하반기부터 진행된 이번 DRAM 하락사이클은 과거 다운턴보다 훨씬 짧은 다섯분기만에 마무리될 것으로 보인다. ASP와 매출 하락폭도 이전의 하락사이클 보다는 훨씬 적은 폭인 30%대에 그칠 전망이다. 다운턴의 깊이가 깊어지지 않으면서, 삼성전자는 업황 사이클의 저점에서조차 무려 30%대 이상의 높은 영업이익률을 유지할 것으로 보인다.

시장 2위인 SK하이닉스도 두자리수의 양호한 이익률을 기록할 것으로 보여 다운턴이라는 말이 무색해진다. DRAM 빅3의 시장 점유율이 96%를 넘는 극심한 과점화 상태로 되면서, DRAM 산업의 사이클은 과거와는 완전히 달라진 셈이다.

그림 55. DRAM 다운턴 사례 비교



자료: WSTS, 가트너, IBK투자증권

PC 시장의 본격적인 개화로 1994년부터 1995년 DRAM 시장은 전례없는 초황을 맞았다. 그러나, 수요를 맞추기 위한 급격한 캐파 증설로 공급과잉에 빠지면서 DRAM 가격은 이후 1996년부터 3년간 매년 70% 하락하는 상황을 경험하게 된다. 이 같은 3년에 걸친 다운턴 여파로 모토로라와 지멘스의 DRAM JV인 '화이트오크 반도체' (White Oak Semiconductor)가 시장에서 퇴출되었고, LG반도체가 현대전자로 합병되어 시장에서 사라졌다.

이후 일본의 DRAM 빅3인 NEC, 히다치, 미쯔비시가 엘피다로 합쳐졌고, 도시바는 DRAM 팹을 마이크론에 매각했다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 독일 키몬다와 대만 파워칩, 프로모스가 차례로 DRAM 사업을 접었고, 일본의 통합 DRAM 업체인 엘피다마저 마이크론에 인수되며, 역사 속의 이름으로 남게 되었다.

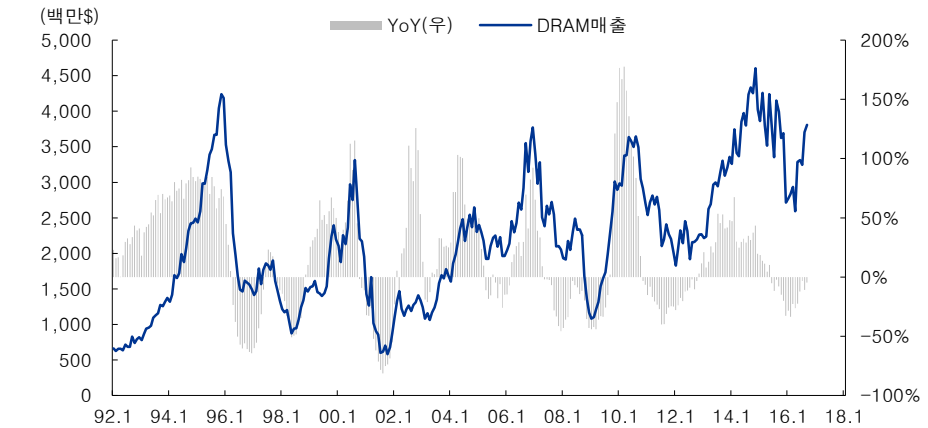
표 11. DRAM 다운턴에서의 사업철수 사례 비교

회사	최전성기		철수연도			내용
		점유율		점유율	매출비중	
인텔	1974	83%	1995	0%	1%	CPU라는 독점적 시장 개척 + 일본 공세로 사업 철수
TI	1976	26%	1998	6%	18%	DRAM 사업 마이크론에 매각
모토로라	1982	9%	1998	1%	2%	다운턴으로 지멘스와 사업 통합했으나, 결국 철수
LG반도체	1998	8%	1999	8%	78%	이른바 빅딜로 현대전자에 피인수
NEC	1986	17%	2000	9%	20%	엘피다로 통합
히타치	1985	19%	2000	5%	17%	엘피다로 통합
도시바	1988	19%	2001	6%	12%	마이크론에 매각
IBM	1993	8%	2002	1%	0%	점유율 하락과 경쟁력 약화로 철수
미쯔비시	1986	14%	2002	2%	8%	엘피다에 흡수 통합
모셀비텔릭	2003	3%	2004	3%	100%	경쟁력 약화로 철수 (프로모스의 파운드리 역할)
키몬다	2003	15%	2009	10%	27%	파산으로 이노테라 지분 매각
파워칩	2006	4%	2011	2%	89%	2013년 팹(킹스턴 파운드리) 매각 및 시장 철수
프로모스	2006	4%	2012	1%	100%	DRAM시장 철수, 반도체 디자인으로 사업 변경
엘피다	2009	16%	2013	13%	100%	마이크론에 매각

자료: 가트너, IBK투자증권

DRAM 다운턴은 2016년
3분기를 끝으로 마감될
전망

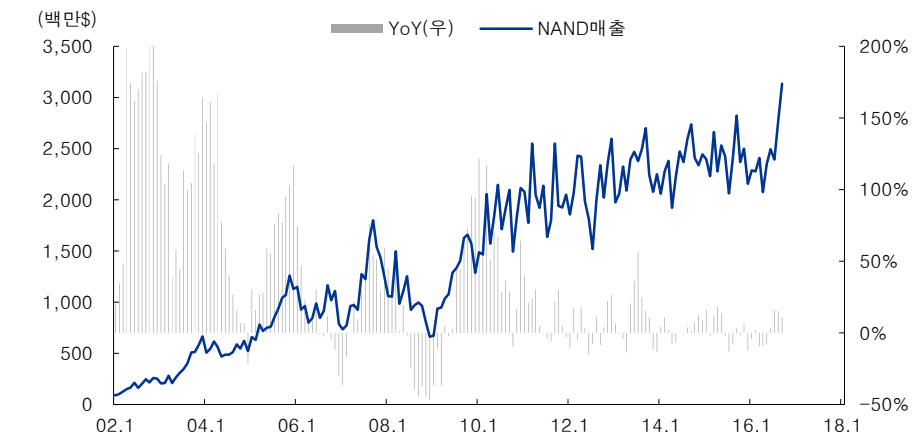
그림 56. DRAM 월별 매출 추이 및 전년비 증감율



자료: WSTS, IBK투자증권

NAND는 뚜렷한 사이클이
보이지 않는 가운데,
점진적으로 매출 증가

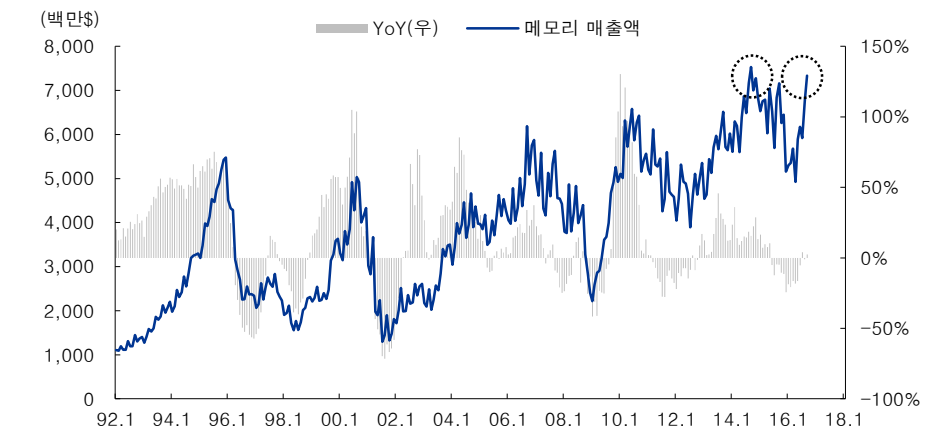
그림 57. NAND 월별 매출 추이 및 전년비 증감율



자료: WSTS, IBK투자증권

2016년 10월 메모리 전체
매출액은 사상 최고치를
경신할 것으로 기대

그림 58. 메모리 월별 매출 추이 및 전년비 증감율



자료: WSTS, IBK투자증권

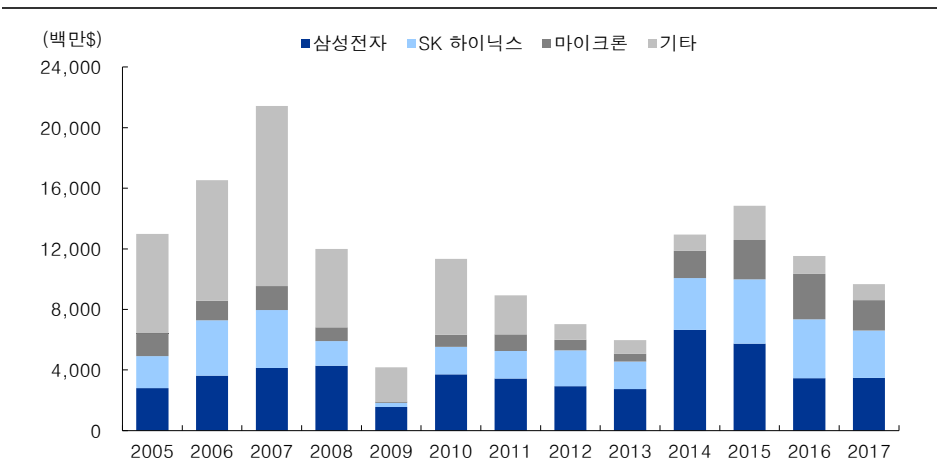
메모리 캐팩스 현황 및 전망

세계 경제의 불안과 국내외 정국 불안으로 인해 DRAM의 수요 증가를 확신하지 못하고 있다. 또한, 투자의 우선 순위는 DRAM보다는 NAND에 있다. 심지어 DRAM 업체들은 올해 하반기 DRAM 가격의 강력한 상승세에도 불구하고, DRAM 생산 캐팩스를 늘리지 않거나, 또는 못하고 있는 상황이다.

2017년 글로벌 DRAM 설비투자 규모는 올해 대비 감소하거나, 최소한 증가하지 못할 것으로 예상된다. 이로 인해, DRAM 수급의 균형적인 상태는 2018년까지 이어질 가능성이 높다.

NAND 투자 확대로 인해 메모리 업체들이 DRAM 캐팩스를 늘리기가 쉽지 않을 것으로 보인다

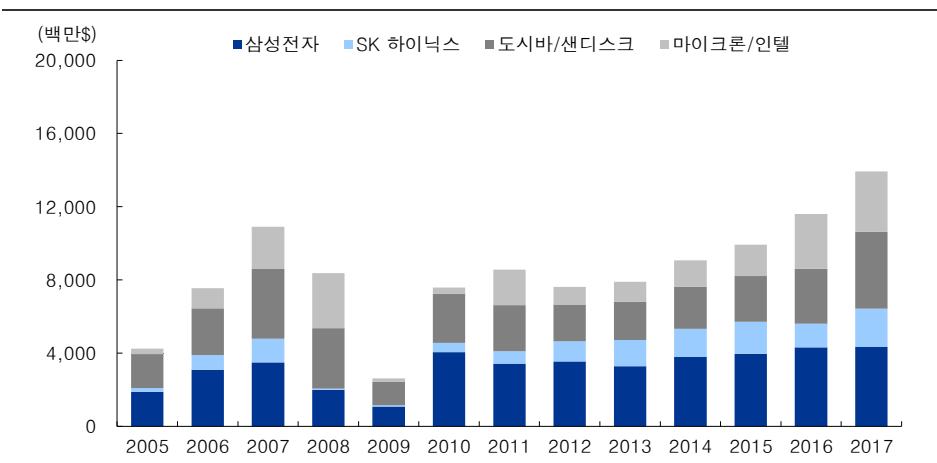
그림 59. DRAM 캐팩스 추이 및 전망



자료: 각사, IBK투자증권

메모리 투자의 우선순위는 단연 NAND

그림 60. NAND 캐팩스 추이 및 전망



자료: 각사, IBK투자증권

현재 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론의 DRAM 생산개파는 월기준 각각 360K, 270K, 285K 수준으로 추정된다. 삼성전자는 화성에 11, 13, 15, 17라인에서 4개의 DRAM 생산라인을 갖고 있고, SK하이닉스는 이천에 M10, M14과 중국 우시에 총 3개의 DRAM 팹을 가동 중이다. 마이크론은 버지니아와 타이페이, 타이중, 히로시마에 각 1개씩 4개의 팹을 가동하고 있다.

이중 향후 개파가 늘어날 수 있는 팹은 삼성의 17라인과 SK하이닉스의 M14라인이다. 그런데, M14의 경우 M10의 장비를 일부 이전하고 있기 때문에, 전체 총 개파가 늘어 나지는 않을 것으로 보인다. 결국, 향후 DRAM 생산 개파가 늘어날 수 있는 팹은 삼성의 17라인 뿐이다.

그러나, 17라인에 대한 우선 순위도 NAND에 초점이 맞춰져 있다. DRAM은 내년 상반기 수요가 다시 둔화될 리스크를 배제할 수 없기 때문에, 급하게 램프업을 하지 않을 가능성이 높다. 2016년말 ~ 2017년초부터 삼성은 17라인에서 3D NAND 생산을 시작할 것으로 보인다.

표 12. 주요 DRAM 팹 현황

업체명	라인명	위치	월개파(K)	코멘트
삼성전자	11라인	화성	40	2015년 중반 이후 가동, 램프업
	13라인	화성	100	
	15라인	화성	170	
	17라인	화성	50	
	합계		360	
SK하이닉스	M10	이천	100	M10 장비 일부 이전 설치
	C2	중국 우시	130	
	M14	이천	40	
	합계		270	
마이크론	Fab 6	버지니아	25	이노테라 엘피다 렉스칩
	Fab 11	타이완	100	
	Fab 15	히로시마	90	
	Fab 16	타이완	70	
	합계		285	

자료: IBK투자증권

NAND 생산 캐파는 삼성전자 약 420K, SK하이닉스 230K, 도시바/샌디스크 450K, 마이크론 270K 정도로 추정된다. 이중 3D NAND 캐파는 2016년말 기준으로 삼성전자 140K, SK하이닉스 40K, 도시바/샌디스크 30K, 마이크론 40K에서 2018년에는 삼성전자 340K, SK하이닉스 140K, 도시바/샌디스크 280K, 마이크론 120K로 확대될 것으로 보인다. 또한, 메이저 NAND 메이커들 이외에 인텔과 XMC도 3D NAND 생산을 시작할 것으로 보여, 글로벌 3D NAND 캐파는 올해말 240K에서 2018년 960K로 4배나 증가할 것으로 예상된다.

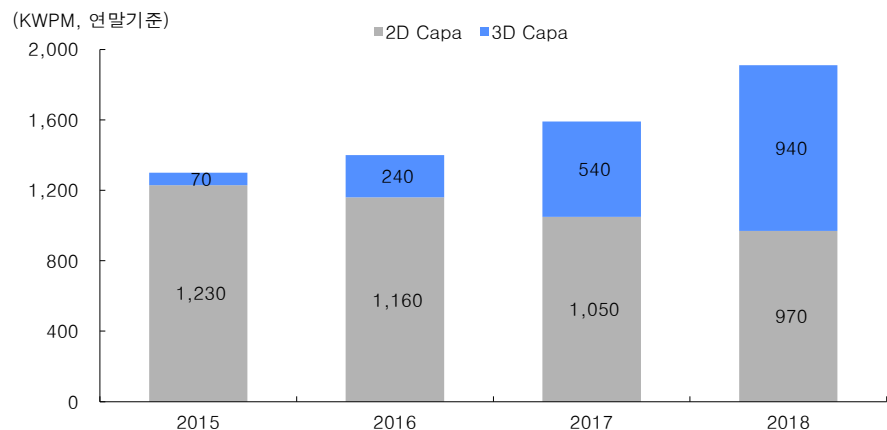
표 13. 주요 NAND 팹 현황

업체명	라인명	위치	월캐파(K)	코멘트
삼성전자	12라인	화성	120	
	16라인	화성2	190	2D 160K, 3D 30K
	시안팹	중국	110	3D 전용
	17라인	화성2	-	2017년 초부터 3D 양산 (2018년 50K)
	18라인	평택	-	2017년 중반 3D NAND 양산 (2018년 100K)
	합계		420	
SK하이닉스	3D		140	2018년 340K까지 확대 예상
	M 11	청주	140	
	M 12	청주	90	2D 60K, 3D 30K
	M14	이천	-	2017년부터 2층에서 3D 양산 예정
	합계		230	
도시바 샌디스크	3D		40	2018년 140K까지 확대 예상
	Fab 2	요카이치	-	3D 라인으로 리모델링중 (2018년 120K)
	Fab 3	요카이치	150	
	Fab 4	요카이치	200	
	Fab 5	요카이치	100	3D 30K
	New Fab	요카이치	-	2018년 양산 준비중 (2020년 130K)
마이크론	합계		450	
	3D		30	2018년 280K까지 확대 예상
	Fab 6	버지니아	40	유타팹 (IMFT)
	IMFT	유타	70	
	Fab 10W	싱가폴	60	과거 테크팹
	Fab 10N	싱가폴	60	싱가폴 팹으로 2D NAND 양산중
	Fab 10X	싱가폴	40	3D 라인 (디자인 캐파 140K)
	합계		270	
	3D		40	2018년 120K까지 확대 예상

자료: IBK투자증권

글로벌 3D NAND 캐파는
2016년말 240K에서
2018년말 960K로 4배
가까이 확대될 전망

그림 61. 글로벌 2D 및 3D NAND 캐파 전망



자료: 가트너

3D NAND 플래시 투자에 따른 환경 변화

NAND 제조업체들의 2D NAND 공정 개발이 중단되지는 않을 것으로 보이지만, 물리적 한계로 인해 원가 개선의 효과가 제한적인 상황이다. 따라서, NAND 캐팩스는 3D NAND를 중심으로 집행될 것이다. 이에 따라, PC와 서버용 SSD의 비트 생산량이 늘어날 것이다. 3D NAND의 비트 비중은 2016년 15%에서 2019년에는 66%까지 높아질 전망이다.

표 14. 디바이스별 3D NAND 채택 비중

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
카드 & USB 플래시 메모리	0%	2%	11%	23%	38%	55%
스마트폰	0%	0%	2%	6%	14%	21%
태블릿	0%	1%	4%	10%	20%	27%
PC SSD	1%	17%	24%	40%	68%	84%
데이터센터 SSD	0%	5%	18%	33%	55%	71%
전체 비율	0.4%	6.8%	15.3%	28.8%	50.1%	65.8%

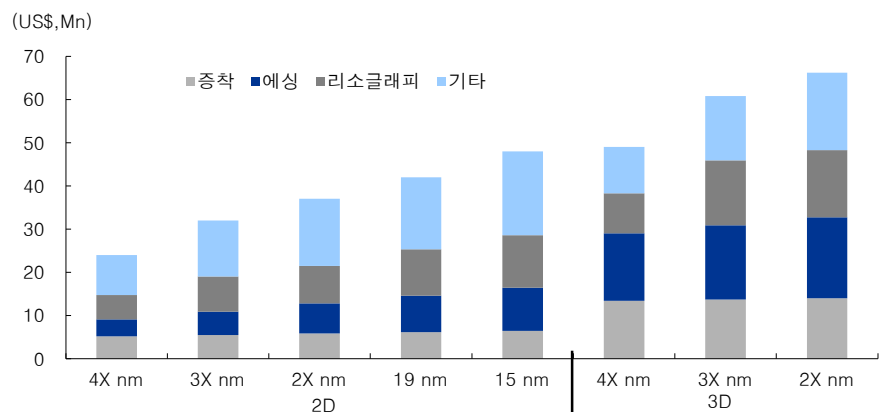
자료: 가트너

3D NAND 설비 투자는 2014년부터 2019년까지 연평균 10.9%씩 성장할 전망이다. 2015년 대비 2019년 NAND 설비 투자 증가액은 91억달러에 달할 것으로 보이고, 이중 3D NAND 투자 증가분이 71억달러로 전체 투자 비용의 75% 이상을 차지할 것으로 예상된다.

3D NAND 구조는 기존의 평면 NAND 생산보다 패터닝이 쉬워지는 반면, 에칭과 증착 과정이 복잡해지고 어려워진다. 따라서, 에칭 및 증착 장비 업체들의 수혜가 예상된다. 3D NAND의 비트 코스트를 줄이기 위해서는 셀 사이즈 축소, 레이어 수 증가, 셀당 비트 증가 등이 뒷받침되어야 한다. 때문에 단순히 반도체 장비 자체의 기술 발전보다는 NAND 업체와 장비업체들의 공동 개발이 더욱 중요해질 것으로 예측된다.

3D NAND에서는
리소그래피보다 증착, 에칭
장비의 비중이 높아진다...

그림 62. 웨이퍼 1K/월 당 NAND 플래시 장비 비용



자료: 가트너

V. 중국의 반도체 굴기

피할 수 없는 어젠다, 중국의 반도체 야심

중국은 세계 최대의 반도체 소비국이다. 핸드폰과 PC 등 주요 IT/전자 기기의 3분의2 가량이 중국에서 생산되기 때문이다. 중국의 연간 반도체 및 전자회로 수입액은 2,000억 달러를 상회하고 있어, 연간 원유 수입액(약 1,300억달러) 및 철광석 수입액(약 600억달러)를 훨씬 넘어선다. 따라서, 중국 입장에서 중국의 반도체 굴기 전략은 추진할 수 밖에 없는 어젠다인 것이다.

중국 정부의 반도체 산업 육성 목표를 보면 2020년에는 미세공정 기술로 대량생산에 나서고 핵심 영역 기술을 확보해 IC 디자인, 패키징과 테스트, 재료, 장비에서 모두 세계적 수준에 올라선다는 것이다. 이로 인해 다양한 방면에 걸친 M&A가 계속해서 시도되고 있는 상황이다.

표 15. 중국의 반도체 업체 인수 현황

피인수 업체	국가	주요제품	인수업체	인수규모	날짜
Bridgelux	—	LED 칩 & 시스템	PuHuaRui : CEC (China Electronics Corp) ChongQing Linkong Development Investment	1.3억달러	2015.7
STATS ChipPAC	싱가폴	패키징 & 테스트	JCET-SC : JCET SMIC NICIF (National IC Industry Investment Fund)	7.8억달러	2015.8
NXP (RF Power)	네덜란드	RF ICs	JAC Capital	18억달러	2015.12
Mattson Technology	미국	전공정장비	E-Town Dragon	3억달러	2015.12
ISSI	미국	SRAM DRAM	Uphill Investment : Summitview Capita Hua Capital Management E-Town Capita Huaqing Jiye Investment Management	6.4억달러	2015.12
OmniVision Technology	미국	이미지센서	Hua Capital Management CITIC Capital Golden Stone Investment	19억달러	2016.1
NXP (Standard product)	네덜란드	디스크리트 로직, 파워IC	JAC Capital Wise Road Capital	27.5억달러	2016.6
Exar	미국	아날로그 PMIC	E-Town Chipone	1.36억달러	2016.6
LFoundry	이탈리	자동차 IC	SMIC	4900만유로 (지분 70%)	2016.7

자료: 가트너, IBK투자증권

중국과 한국 그리고 미국의 동상이몽(同床異夢)

중국의 메모리 반도체 산업에 대한 야심은 의심할 바 없이 명확하다. 여러 정황들을 근거로 파악할 때, 2018년까지 중국의 자체 DRAM 팹이 건설될 것으로 보이고, 2019년에는 중국 브랜드의 DRAM 제품이 시장에 출시될 것으로 예상된다.

표 16. 중국의 메모리 투자 계획

투자주체	파트너	투자규모	착공목표	가동목표	주요 제품
허베이시	시노킹	70억 달러	2016년 중	2018년 하반기	LP DRAM (32나노)
푸젠성	UMC	55억 달러	2016년 7월	2018년 9월	LP DRAM (32나노)
YRST	칭화, XMC	240억 달러	2016년 3월	2018년	NAND / DRAM

자료: IBK투자증권

한국과 미국 정부의 반대로 사실상 메모리 업체 인수가 쉽지 않은 상황에서 현실적으로 중국이 선택할 수 있는 최선의 길은 중국은 생산 캐파를 제공하고 대신 기술을 이전받는 전략적 제휴일 것이다. 그러나, DRAM 업체들 입장에서는 중국의 DRAM 시장 진입을 원치 않기 때문에, 가급적이면 중국과 협력을 하지 않거나 최대한 늦추고자 할 것이다.

SK하이닉스나 마이크론의 입장에서는 중국의 DRAM 시장 진입이 달갑지 않다. 그러나, 어차피 언젠가는 중국 DRAM 시장에서의 영향력을 확대할 것이고, 만일 둘 중 한 업체가 중국과 먼저 손을 잡게 되면, 매우 불리한 포지션에 내몰리게 된다. 따라서, 오히려 먼저 중국과 협력을 진행하는 편이 리스크를 줄이지 않을까 하는 고민을 할 수 밖에 없을 것이다. 그러나, 이 경우 삼성전자가 어떻게 대응을 하게 될 지 알 수 없다는 점이 또 다른 불확실성이 될 수 있다.

삼성전자의 입장에서도 중국이 DRAM 시장에서의 영향력을 확대하는 것은 원치 않는 시나리오다. 그러나, 만약 시장이 다운턴에 빠지게 되어, 2, 3위 업체들의 수익성이 악화되는 경우가 발생하면, 이들과 중국과의 협력 가능성은 높아지게 될 것이다. 그러므로, 시장점유율을 확대할 수 있는 기회를 포기하더라도 2, 3위 업체들도 충분히 자생할 수 있는 상황을 만드는 편이 중장기적으로 더 나은 선택이 될 수 있다. 그렇기 때문에, 삼성전자의 투자도 캐파 확대를 최대한 자제하는 수준에서 진행될 가능성이 높을 것으로 판단된다.

반도체 빅3를 노리는 칭화그룹

칭화유니그룹은 올해 초 자회사인 유니스플렌더를 통해 미국 반도체회사 웨스턴디지털에 투자하려던 계획을 접었다. 웨스턴디지털을 통해 미국 샌디스크를 인수하려는 계획이었지만 미국 규제당국이 국가 안보를 이유로 이에 대한 조사를 시작하자 아예 웨스턴디지털에 대한 투자를 포기했다. 지난해에는 마이크론테크놀로지 인수를 위해 230억 달러를 제안했다가 역시 미국 의회와 규제당국의 제동에 가로막혔다.

대형 메모리 업체 인수가 미국 정부의 반대로 번번이 실패하자 칭화그룹은 래티스반도체와 마벨테크놀로지, 이미지네이션 등에 소규모 지분을 투자해 미국 정부를 자극하지 않는 방식으로 선회했다.

또한, 자국 국영 반도체 기업인 우한신신(XMC)을 인수해 YRST(양쯔리버 스토리지 테크놀로지)를 설립했다. YRST 지분의 50% 이상은 칭화유니그룹이 보유하며, 나머지는 중국 국립집적회로투자펀드와 우한시 정부가 보유한다. YRST의 CEO는 칭화의 자오웨이궈 회장이 맡을 예정이다.

YRST는 향후 240억달러를 투자해 최대 월 300K의 웨이퍼 생산공장을 짓는다는 계획이고, 이와 별도로 칭화유니그룹도 유니그룹 귀신의 유상증자에 참여해 총 120억달러를 투자해 파운드리 팹을 건설한다는 계획을 발표한 것으로 알려져 있다.

표 17. 칭화그룹의 반도체 관련 행보

날짜	주요 내용
2013.05	스프레드트림 LBO로 인수
2014.09	인텔로부터 15억 달러, 지분 20% 투자 받음
2015.05	HP 자회사인 H3C 지분 51% 인수 (23억달러)
2015.07	마이크론에 230억 달러 인수 제안
2015.09	대만 반도체 전문가 찰스카우 영입
2015.09	유니스플렌더, 웨스턴디지털 지분 15% 취득 (최대주주 등극 계획)
2015.10	웨스턴디지털, 189억 달러에 샌디스크 인수 발표
2015.11	대만 패키징 업체 PTI 인수 (6억 달러)
2015.11	칭화동팡의 자회사인 동팡귀신 최대주주 등극 (지분 36.4%)
2015.11	동팡귀신은 100억달러 이상 투자해, 중국내 메모리 팹 건설 계획 발표
2015.11	SK하이닉스 칭화유니 인수/협력 제안 거절
2015.12	패키징 업체 SPIL 지분 24.9%(17억 달러), ChipMOS 지분 25%(3.6억 달러) 인수
2016.02	웨스턴 디지털 지분 인수 포기
2016.04	래티스 세미컨덕터 지분 6% 인수
2016.05	칭화홀딩스, 마벨 지분 2% 인수
2016.05	칭화유니, 이미지네이션스 지분 3% 인수
2016.08	XMC 지분 51% 인수, YRST 설립

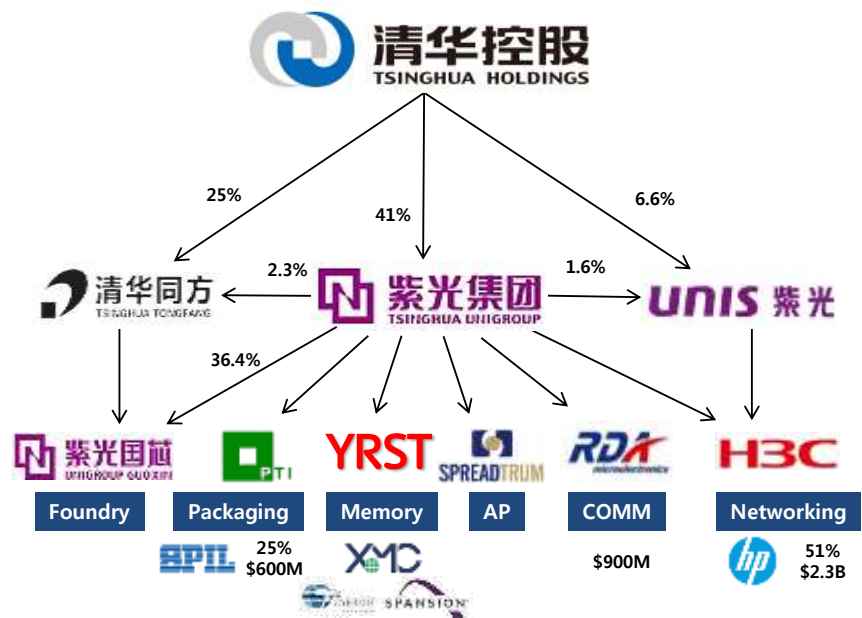
자료: IBK투자증권

칭화홀딩스는 칭화유니그룹을 통해 반도체 및 기술 기업들에 대한 투자에 나서고 있다. 칭화유니그룹 이외에 칭화동광과 유니스플랜더도 칭화홀딩스 및 칭화유니그룹의 자회사로 관련 투자에 참여하고 있다.

칭화유니그룹은 2013년 스프레드트럼 인수를 시작으로, HP로부터 서버 네트워크 업체인 H3C 지분을 인수했고, 패키징 업체인 대만 PTI도 인수했다. 그리고, 칭화동광의 자회사인 동광귀신(유니그룹 귀신)에 유상증자 형태로 약 100억달러를 투자하기도 했다. 그리고, 지난 8월 XMC의 지분을 인수해 YRST를 설립했다.

칭화홀딩스가 최종적으로 목표하고 있는 것은 DRAM이나 NAND 업체가 아니라, 삼성전자나 인텔, 퀄컴 등과 견줄만한 반도체 업체를 만드는 것이다.

그림 63. 칭화그룹의 반도체 포트폴리오 현황



자료: IBK투자증권

중국의 반도체 설비투자 진행 상황

2015년 중국 정부의 반도체 굴기 정책 이후, 현재 중국에서는 20여개의 설비 투자가 진행 중인 것으로 파악되고 있다. 중국의 설비 투자 금액은 전체 시장에서 약 10%를 차지하고 있으나, 2020년에는 전체 시장에서 18~19%를 차지할 것으로 보인다. 예정된 투자 프로젝트가 모두 진행된다면 중국의 웨이퍼 생산량은 월 415K 수준에서, 2020년에는 월 1,270K까지 늘어날 것으로 전망된다.

해외 기업 중에서는 인텔과 TSMC가 투자를 확정했다. 삼성전자도 시안팹 투자규모를 확대할 가능성을 배제할 수 없다. 로컬 업체중에서는 SMIC와 XMC가 투자를 주도할 전망이다. 현재 월 67.5K의 생산개파를 갖고 있는 SMIC는 2020년 최대 210K까지 생산능력을 키울 예정이고, XMC도 현재 28K에서 2020년 260K까지 생산능력을 늘릴 계획이다. 따라서, 적어도 향후 5년간 중국의 적극적인 반도체 투자에 따른 장비업체들의 수혜가 기대된다.

표 18. 중국의 반도체 팹 현황 및 투자 계획

업체명	도시	팹명	제품	생산년도	생산개파(KWPM)		실현 가능성
					현재	2020년	
해외기업 합계					285	520	
인텔	대련	Fab 68	NAND	2010	35	100	100%
삼성	시안	China Fab	DRAM	2014	120	250	70%
SK하이닉스	우시	C2	DRAM	2006	130	130	100%
TSMC	장쑤성	Nanjing	Foundry	2018	-	40	100%
중국기업 합계					130.5	750	
SMIC					67.5	210	
SMIC	상하이	Fab 8	Foundry	2007	15.5	25	90%
SMIC	상하이	-	Foundry	2019	-	35	70%
SMIC Beijing	베이징	B1	Foundry	2004	37	45	100%
SMIC Beijing	베이징	B2	Foundry	2015	15	35	100%
SMIC Beijing	베이징	B3	Foundry	2018	-	35	90%
SMIC Shenzhen	선전	-	Foundry	2017	-	35	70%
XMC					28	260	
UMC	-	Fab 12X	Foundry	2016	3	50	90%
XMC	우한	Fab A/Fab B	NOR	2008	25	60	90%
XMC	우한	Fab 2	NAND	2017	-	100	40%
XMC	우한	Fab 3	DRAM	-	-	100	50%
Shanghai Huali					35	75	
Shanghai Huali Microelec	상하이	Fab 2	Foundry	2011	35	35	70%
Shanghai Huali Microelec	상하이	Fab 2	Foundry	2018	-	40	70%
Alpha & Omega Semi	충칭	-	Discrete	-	-	25	50%
Fujian Jinhua IC	루젠성	-	Foundry	2018	-	60	50%
JV (GF and Chongqing City)	충칭	-	Foundry	2017	-	20	50%
Nexchip (PSC & Heferi City)	안휘	-	Logic	2017	-	50	60%
총합계					415.5	1,270	

자료: 가트너, IBK투자증권



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
삼성전자 (005930)	매수(유지)	1,850,000원
SK하이닉스 (000660)	매수(유지)	53,000원
LG전자 (066570)	매수(유지)	64,000원
SK머티리얼즈 (036490)	매수(유지)	190,000원
원익PS (240810)	매수(신규)	29,000원
주성엔지니어링 (036930)	매수(유지)	12,000원
유진테크 (084370)	매수(유지)	22,000원

매수 (유지)

목표주가 1,850,000원
현재가 (11/15) 1,539,000원

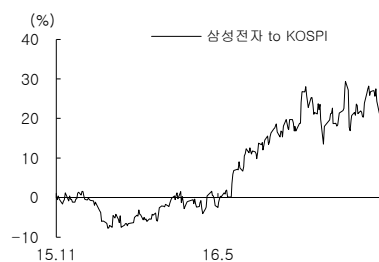
KOSPI (11/15)	1,967.53pt
시가총액	241,306십억원
발행주식수	161,193천주
액면가	5,000원
52주 최고가	1,706,000원
최저가	1,126,000원
60일 일평균거래대금	462십억원
외국인 지분율	50.6%
배당수익률 (2016F)	1.4%

주주구성	
삼성물산 외 9 인	18.45%
국민연금	8.83%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	0%	23%	19%
절대기준	-2%	23%	18%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	1,850,000	1,850,000	-
EPS(16)	131,319	130,972	▲
EPS(17)	150,191	147,704	▲

삼성전자 상대주가 (%)



삼성전자 (005930)

반도체 + OLED + HARMAN의 3중주 기대

투자의견 매수, 목표가 185만원 유지

투자의견 매수를 유지하고 목표가 185만원을 유지한다. 목표가는 2017년 기준 P/E 12.5배, P/B 1.7배, EV/EBITDA 4.5배 평균으로 산출했다. 최근 벌어지고 있는 일련의 논란과 악재에도 불구하고 반도체와 OLED에 힘입어 실적은 개선될 것으로 보이고, 하만 인수로 불투명해 보였던 중장기 성장 밑그림이 진일보한 것으로 평가되고, 지배구조 변화에 따른 기업가치 상승 기대감도 주가에 긍정적 변수로 판단된다.

하만 인수 효과 vs 환율 효과 vs 트럼프 효과

2017년 실적은 매출액 205.8조원(+3% YY), 영업이익 32.8조원(+18% YY), 지배주주 순이익 24.7조원(+14% YY)으로 예상된다. 하만 인수로 당초 예상보다 매출은 약 9조원, 영업이익은 0.9조원 증가효과가 기대된다. 부문별 영업이익은 반도체가 올해 12.9조원에서 15.8조원으로, 디스플레이가 1.8조원에서 4.0조원으로 증가할 것으로 보이는 반면, IM과 CE 영업이익은 각각 올해 10.2조원에서 10조원으로, 3.0조원에서 2.3조원으로 감소할 것으로 예상된다.

세계 초일류를 위한 신뢰 회복 노력 필요

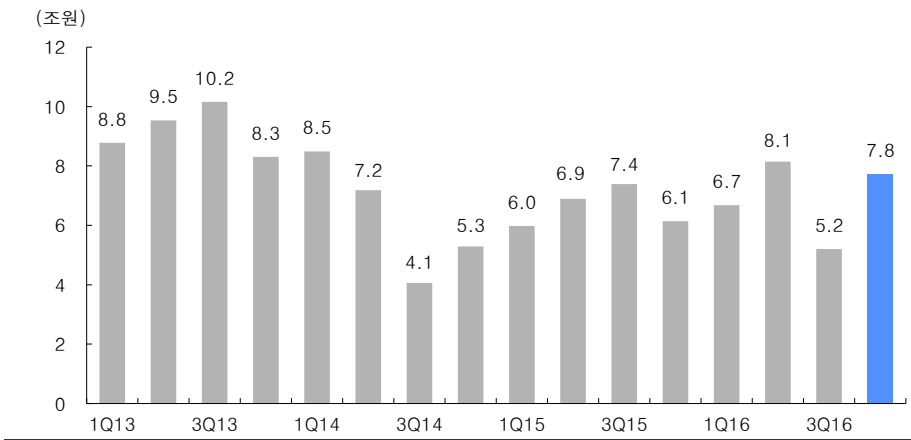
비록 늦긴 했지만 하만 인수는 불확실해 보였던 중장기 성장 설계를 수립해 가는 데 있어 의미있는 첫걸음으로 평가한다. 그러나, 갤럭시7과 세탁기 리콜, 국내외 정국 불안, 압수수색 및 경영진 검찰소환 등 삼성전자를 둘러싼 부담스러운 사건들이 발생하고 있다. 이러한 일들이 삼성의 실적에 얼마나 영향을 미칠 것인지는 예측하기 어렵다. 그러나, 세계 초일류를 지향하는 삼성이라면 정치, 경제, 사회적 신뢰 회복 과정이 필요해 보인다.

(단위: 십억원, 배)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	206,206	200,653	199,046	205,832	205,409
영업이익	25,025	26,413	27,815	32,847	33,068
세전이익	27,875	25,961	29,449	33,807	34,868
지배주주순이익	23,082	18,695	21,587	24,690	25,528
EPS(원)	135,673	109,883	131,319	150,191	155,291
증가율(%)	-22.6	-19.0	19.5	14.4	3.4
영업이익률(%)	12.1	13.2	14.0	16.0	16.1
순이익률(%)	11.3	9.5	10.9	12.1	12.5
ROE(%)	15.1	11.2	12.8	14.2	14.3
PER	9.8	11.5	11.8	10.3	10.0
PBR	1.4	1.2	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA	4.1	3.4	4.0	3.5	3.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

세탁기 리콜 영향으로
4분기 영업이익은 당초
8.0조원에서 7.8조원으로
하향 조정

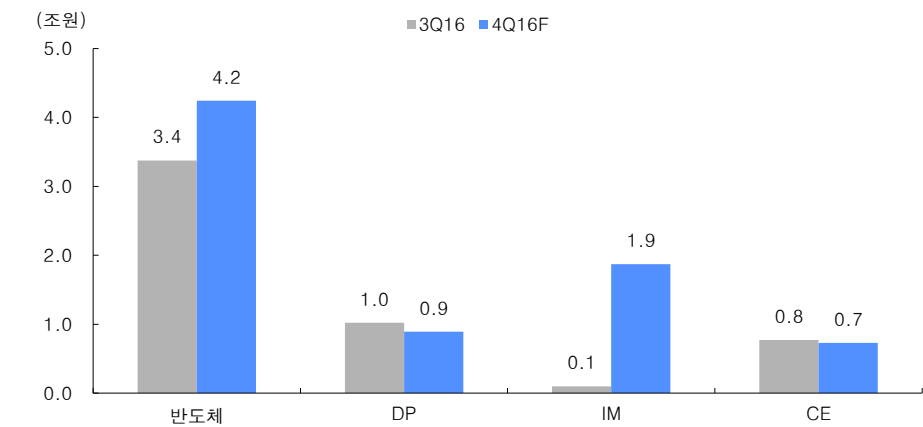
그림 64. 삼성전자 분기 영업이익 추이



자료: IBK투자증권

반도체와 IM 이익 개선으로
4분기 전사 영업이익 대폭
증가 예상

그림 65. 삼성전자 부문별 3분기 영업이익과 4분기 전망



자료: IBK투자증권

미 선거 결과
vs.
하만 인수효과

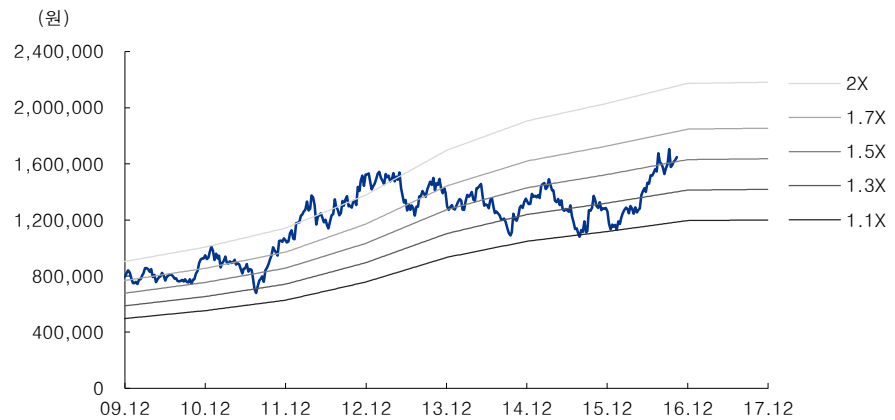
표 19. 연간 부분별 실적 전망 변경 요약

(조원)	2017			2018		
	기존	신규	차이	기존	신규	차이
매출액	195.5	205.8	5.3%	197.4	205.4	4.1%
반도체	55.5	55.9	0.8%	62.5	61.5	-1.5%
DP	30.2	30.4	0.7%	32.9	33.6	2.2%
IM	84.4	85.0	0.7%	79.4	78.1	-1.6%
CE	46.5	47.1	1.3%	47.2	46.6	-1.3%
HAR	~	9.0	~	~	9.9	~
영업이익	32.7	32.8	0.4%	34.2	33.1	-3.3%
반도체	16.1	15.8	-1.8%	18.2	17.7	-2.9%
DP	4.1	4.0	-2.2%	4.5	4.4	-3.0%
IM	10.0	10.0	-0.2%	8.9	8.0	-9.9%
CE	2.5	2.3	-10.0%	2.6	2.1	-19.2%
HAR	~	0.9	~	~	1.0	~
세전이익	33.6	33.8	0.6%	36.2	34.9	-3.7%
순이익	24.8	24.9	0.6%	26.8	25.7	-4.0%
EPS (원)	149,278	150,191	0.6%	161,816	155,291	-4.0%

자료: IBK투자증권

이익 증가에 의한 ROE 개선이 기대되어, P/B 레벨이 현재 1.5배에서 1.7배 이상으로 상향조정될 것으로 기대한다...

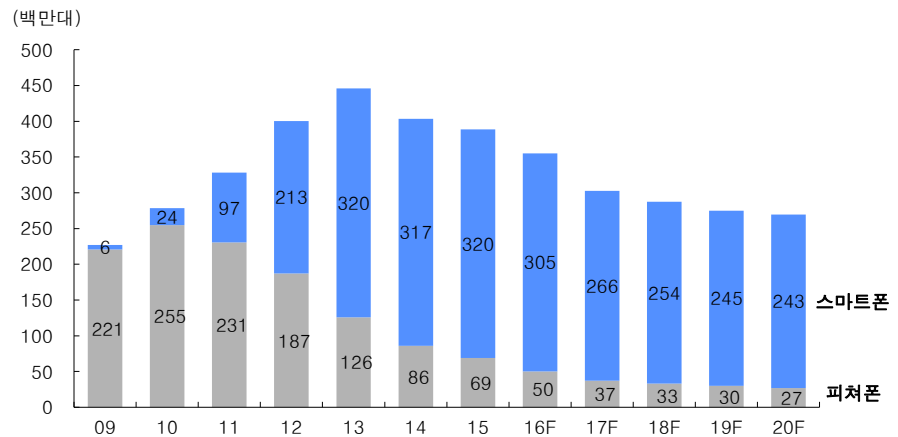
그림 66. 삼성전자 P/B 밴드



자료: IBK투자증권

스마트폰 출하량 감소세는 이미 진행 중에 있었고, 갤럭시7 게이트로 인해 좀더 가속화될 가능성이 높아졌다.

그림 67. 삼성전자 핸드폰 출하량 추이 및 전망



자료: IBK투자증권

표 20. 삼성전자 실적전망 주요 가정

주요가정	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2014	2015	2016F	2017F	2018F
원/달러	1,201	1,163	1,121	1,152	1,170	1,170	1,170	1,170	1,053	1,131	1,159	1,170	1,170
DRAM B/G	-2%	18%	26%	0%	-3%	5%	5%	-4%	54%	28%	34%	18%	17%
DRAM ASP	-11%	-9%	-4%	5%	-6%	-7%	6%	0%	-6%	-16%	-28%	-8%	-9%
NAND B/G	8%	14%	21%	15%	1%	11%	10%	8%	47%	54%	66%	46%	45%
NAND ASP	-6%	-4%	-2%	1%	-11%	-9%	-4%	-2%	-29%	-28%	-24%	-20%	-25%
스마트폰(백만)	79.0	77.6	75.4	72.5	65.0	70.0	68.5	62.3	317	320	305	266	254
핸드폰(백만)	92.2	90.2	89.0	83.5	74.0	79.0	78.5	71.3	403	389	355	303	287
무선 ASP(\$)	215	219	189	183	198	221	205	205	211	199	202	208	199
OLED (백만)	86.2	100.1	103.0	92.8	103.1	111.9	122.6	135.4	182	251	382	473	565
TV 출하 (백만)	10.0	10.6	11.0	16.0	10.0	10.0	10.6	16.0	51.9	47.7	47.6	46.6	45.7

자료: IBK투자증권

표 21. 삼성전자 실적 전망 요약

(조원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	49.8	50.9	47.8	50.5	47.7	52.1	52.2	53.8	206.2	200.7	199.0	205.8	205.4
반도체	11.2	12.0	13.2	14.6	13.1	13.4	14.5	14.9	39.7	47.6	50.9	55.9	61.5
DP	6.0	6.4	7.1	6.8	6.7	7.2	8.0	8.5	25.7	27.5	26.3	30.4	33.6
IM	27.6	26.6	22.5	21.1	20.1	23.3	21.5	20.1	111.8	103.6	97.8	85.0	78.1
CE	10.6	11.6	11.2	13.8	10.5	11.2	11.6	13.9	50.2	46.9	47.3	47.1	46.6
HAR					2.1	2.4	2.2	2.3				9.0	9.9
영업이익	6.7	8.1	5.2	7.8	7.3	8.1	8.7	8.8	25.0	26.4	27.8	32.8	33.1
반도체	2.6	2.6	3.4	4.3	3.6	3.4	4.3	4.5	8.8	12.8	12.9	15.8	17.7
DP	-0.3	0.1	1.0	0.9	0.8	0.9	1.1	1.2	0.7	2.3	1.8	4.0	4.4
IM	3.9	4.3	0.1	1.9	2.3	2.8	2.6	2.2	14.6	10.1	10.2	10.0	8.0
CE	0.5	1.0	0.8	0.7	0.4	0.7	0.5	0.7	1.2	1.3	3.0	2.3	2.1
HAR					0.2	0.2	0.2	0.2				0.9	1.0
영업외손익	0.4	-0.1	0.8	0.5	0.2	0.2	0.2	0.3	2.8	-0.5	1.6	1.0	1.8
세전이익	7.1	8.1	6.0	8.3	7.6	8.3	8.9	9.1	27.9	26.0	29.4	33.8	34.9
순이익	5.3	5.8	4.5	6.1	5.6	6.1	6.6	6.7	23.4	19.1	21.7	24.9	25.7
지배주주이익	5.3	5.8	4.4	6.1	5.5	6.1	6.6	6.7	23.1	18.7	21.6	24.7	25.5
EPS(원)									135,673	109,883	131,319	150,191	155,291
QQ / YY													
매출액	-7%	2%	-6%	6%	-6%	9%	0%	3%	-10%	-3%	-1%	3%	0%
영업이익	9%	22%	-36%	50%	-6%	10%	8%	1%	-32%	6%	5%	18%	1%
세전이익	51%	13%	-26%	39%	-9%	9%	7%	2%	-27%	-7%	13%	15%	3%
순이익	63%	11%	-22%	34%	-9%	9%	8%	2%	-23%	-19%	14%	15%	3%
EPS									-23%	-19%	20%	14%	3%
영업이익률	13.4%	16.0%	10.9%	15.4%	15.3%	15.5%	16.6%	16.3%	12.1%	13.2%	14.0%	16.0%	16.1%
반도체	23.6%	22.0%	25.7%	29.5%	27.2%	25.3%	29.8%	30.4%	22.1%	26.9%	25.4%	28.3%	28.7%
DP	-4.5%	2.2%	14.5%	13.2%	12.2%	13.0%	13.4%	13.9%	2.6%	8.3%	6.8%	13.2%	13.0%
IM	14.1%	16.3%	0.4%	8.9%	11.6%	12.2%	12.0%	11.0%	13.0%	9.8%	10.4%	11.7%	10.3%
CE	4.8%	8.9%	6.9%	5.1%	4.1%	5.9%	4.4%	4.7%	2.4%	2.7%	6.4%	4.8%	4.5%
HAR					9.2%	9.8%	10.0%	10.4%				9.9%	10.0%
순이익률	10.6%	11.5%	9.5%	12.0%	11.7%	11.7%	12.6%	12.4%	11.3%	9.5%	10.9%	12.1%	12.5%
법인세율	26.3%	27.6%	24.0%	26.6%	26.5%	26.5%	26.0%	26.0%	16.1%	26.6%	26.3%	26.2%	26.2%
매출 비중													
반도체	22%	24%	28%	29%	28%	26%	28%	28%	19%	24%	26%	27%	30%
DP	12%	13%	15%	13%	14%	14%	15%	16%	12%	14%	13%	15%	16%
IM	55%	52%	47%	42%	42%	45%	41%	37%	54%	52%	49%	41%	38%
CE	21%	23%	24%	27%	22%	22%	22%	26%	24%	23%	24%	23%	23%
HAR					13%	12%	13%	17%				4%	5%
기타	-11%	-11%	-13%	-12%	-10%	-10%	-11%	-11%	-10%	-12%	-12%	-11%	-12%
영업이익 비중													
반도체	39%	32%	65%	55%	49%	42%	50%	51%	35%	48%	47%	48%	53%
DP	-4%	2%	20%	11%	11%	12%	12%	13%	3%	9%	6%	12%	13%
IM	58%	53%	2%	24%	32%	35%	30%	25%	58%	38%	37%	30%	24%
CE	8%	13%	15%	9%	6%	8%	6%	7%	5%	5%	11%	7%	6%
HAR												3%	3%
기타	-1%	0%	-1%	0%	2%	3%	2%	3%	-1%	0%	0%	2%	3%

자료: IBK투자증권

표 22. 삼성전자 부문별 상세 실적 전망

실적요약	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액 (조원)	49.8	50.9	47.8	50.5	47.7	52.1	52.2	53.8	206.2	200.7	199.0	205.8	205.4
반도체	11.2	12.0	13.2	14.6	13.1	13.4	14.5	14.9	39.7	47.6	50.9	55.9	61.5
메모리	7.9	8.4	9.9	10.9	10.0	9.9	10.9	11.0	29.3	34.3	37.2	41.8	45.0
DRAM	4.8	4.9	5.8	6.2	5.7	5.6	6.3	6.0	19.1	22.4	21.6	23.6	25.3
NAND	3.2	3.5	4.1	4.7	4.3	4.3	4.6	4.9	10.1	11.9	15.5	18.2	19.7
SLSI	3.1	3.4	3.2	3.5	3.0	3.3	3.5	3.7	9.7	12.6	13.1	13.5	15.9
DP	6.0	6.4	7.1	6.8	6.7	7.2	8.0	8.5	25.7	27.5	26.3	30.4	33.6
LCD	2.4	2.6	2.8	3.0	2.3	2.4	2.4	2.2	15.1	14.6	10.7	9.3	8.0
OLED	3.6	3.9	4.2	3.8	4.3	4.8	5.6	6.3	10.6	12.9	15.5	21.1	25.6
IM	27.6	26.6	22.5	21.1	20.1	23.3	21.5	20.1	111.8	103.6	97.8	85.0	78.1
무선	26.9	26.1	22.1	20.5	19.5	22.8	21.0	19.5	107.4	100.5	95.6	82.8	75.9
NW/기타	0.7	0.5	0.5	0.7	0.6	0.5	0.4	0.6	4.4	3.0	2.3	2.2	2.2
CE	10.6	11.6	11.2	13.8	10.5	11.2	11.6	13.9	50.2	46.9	47.3	47.1	46.6
VD	6.4	6.6	6.6	9.2	6.3	6.3	6.8	9.3	32.5	29.2	28.8	28.8	27.8
가전/기타	3.9	4.6	4.4	4.4	4.0	4.8	4.7	4.5	15.4	15.9	17.2	18.4	18.8
HAR					2.1	2.4	2.2	2.3				9.0	9.9
기타	-5.6	-5.6	-6.2	-5.8	-4.8	-5.5	-5.5	-5.9	-21.2	-24.9	-23.2	-21.6	-24.3
영업이익 (조원)	6.7	8.1	5.2	7.8	7.3	8.1	8.7	8.8	25.0	26.4	27.8	32.8	33.1
반도체	2.6	2.6	3.4	4.3	3.6	3.4	4.3	4.5	8.8	12.8	12.9	15.8	17.7
메모리	2.4	2.4	3.2	4.2	3.5	3.3	4.1	4.3	9.9	12.4	12.2	15.2	16.6
DRAM	1.9	1.7	2.2	2.6	2.3	2.1	2.8	2.8	7.9	10.8	8.4	10.0	11.4
NAND	0.6	0.7	1.0	1.5	1.2	1.1	1.3	1.5	1.9	1.6	3.8	5.2	5.2
SLSI	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	-1.1	0.4	0.7	0.6	1.1
DP	-0.3	0.1	1.0	0.9	0.8	0.9	1.1	1.2	0.7	2.3	1.8	4.0	4.4
LCD	-0.7	-0.5	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1	0.0	0.3	1.1	-0.9	0.4	0.2
OLED	0.5	0.7	0.9	0.6	0.7	0.8	1.0	1.1	0.4	1.2	2.7	3.7	4.1
IM	3.9	4.3	0.1	1.9	2.3	2.8	2.6	2.2	14.6	10.1	10.2	10.0	8.0
무선	3.9	4.3	0.0	1.8	2.3	2.8	2.6	2.2	14.5	10.0	10.1	9.9	8.0
NW/기타	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
CE	0.5	1.0	0.8	0.7	0.4	0.7	0.5	0.7	1.2	1.3	3.0	2.3	2.1
VD	0.4	0.7	0.5	0.7	0.3	0.4	0.3	0.6	1.2	1.0	2.3	1.6	1.5
가전/기타	0.1	0.3	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.1	0.0	0.2	0.7	0.7	0.6
HAR					0.2	0.2	0.2	0.2				0.9	1.0
기타	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
영업이익률	13%	16%	11%	15%	15%	15%	17%	16%	12%	13%	14%	16%	16%
반도체	24%	22%	26%	30%	27%	25%	30%	30%	22%	27%	25%	28%	29%
메모리	31%	29%	32%	38%	35%	33%	38%	39%	34%	36%	33%	36%	37%
DRAM	39%	36%	38%	43%	40%	38%	44%	46%	42%	48%	39%	42%	45%
NAND	18%	20%	25%	32%	28%	26%	29%	31%	19%	14%	24%	29%	26%
SLSI	6%	6%	5%	4%	2%	4%	6%	5%	-12%	3%	5%	4%	7%
DP	-4%	2%	14%	13%	12%	13%	13%	14%	3%	8%	7%	13%	13%
LCD	-31%	-20%	3%	10%	5%	5%	3%	2%	2%	7%	-8%	4%	3%
OLED	13%	17%	22%	16%	16%	17%	18%	18%	4%	9%	17%	17%	16%
IM	14%	16%	0%	9%	12%	12%	12%	11%	13%	10%	10%	12%	10%
무선	14%	16%	0%	9%	12%	12%	12%	11%	14%	10%	11%	12%	10%
NW/기타	-2%	5%	14%	8%	4%	4%	6%	6%	1%	4%	6%	5%	3%
CE	5%	9%	7%	5%	4%	6%	4%	5%	2%	3%	6%	5%	5%
VD	7%	11%	8%	7%	4%	6%	4%	6%	4%	3%	8%	5%	5%
가전/기타	2%	7%	5%	0%	4%	5%	4%	1%	0%	2%	4%	4%	3%
HAR					9%	10%	10%	10%				10%	10%

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	206,206	200,653	199,046	205,832	205,409
증가율(%)	-9.8	-2.7	-0.8	3.4	-0.2
매출원가	128,279	123,482	117,880	119,105	120,195
매출총이익	77,927	77,171	81,166	86,727	85,213
매출총이익률(%)	37.8	38.5	40.8	42.1	41.5
판매비	52,902	50,758	53,351	53,880	52,145
판매비율(%)	25.7	25.3	26.8	26.2	25.4
영업이익	25,025	26,413	27,815	32,847	33,068
증가율(%)	-32.0	5.5	5.3	18.1	0.7
영업이익률(%)	12.1	13.2	14.0	16.0	16.1
순금융손익	966	483	681	591	1,169
이자손익	1,240	985	1,066	944	1,538
기타	-275	-502	-384	-353	-369
기타영업외손익	1,542	-2,037	629	108	361
중속/관계기업손익	343	1,102	324	262	269
세전이익	27,875	25,961	29,449	33,807	34,868
법인세	4,481	6,901	7,731	8,869	9,150
법인세율	16.1	26.6	26.3	26.2	26.2
계속사업이익	23,394	19,060	21,718	24,938	25,717
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	23,394	19,060	21,718	24,938	25,717
증가율(%)	-23.2	-18.5	13.9	14.8	3.1
당기순이익률(%)	11.3	9.5	10.9	12.1	12.5
지배주주당기순이익	23,082	18,695	21,587	24,690	25,528
기타포괄이익	-1,993	76	-458	-191	-324
총포괄이익	21,401	19,136	21,260	24,299	24,904
EBITDA	43,078	47,344	49,340	56,235	56,818
증가율(%)	-19.1	9.9	4.2	14.0	1.0
EBITDA마진율(%)	20.9	23.6	24.8	27.3	27.7

투자지표

(12월 결산)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	135,673	109,883	131,319	150,191	155,291
BPS	953,266	1,016,129	1,087,945	1,091,825	1,124,043
DPS	20,000	21,000	21,000	23,000	23,000
밸류에이션(배)					
PER	9.8	11.5	11.8	10.3	10.0
PBR	1.4	1.2	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA	4.1	3.4	4.0	3.5	3.5
성장성지표(%)					
매출증가율	-9.8	-2.7	-0.8	3.4	-0.2
EPS증가율	-22.6	-19.0	19.5	14.4	3.4
수익성지표(%)					
배당수익률	1.5	1.7	1.4	1.8	1.5
ROE	15.1	11.2	12.8	14.2	14.3
ROA	10.5	8.1	8.9	10.0	10.1
ROIC	25.1	18.9	19.8	22.3	23.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	37.1	35.3	35.5	38.1	37.0
순차입금 비율(%)	-28.1	-30.2	-27.7	-28.1	-27.3
이자보상배율(배)	42.2	34.0	50.3	69.7	71.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.3	8.0	7.9	7.9	7.7
재고자산회전율	11.3	11.1	11.2	11.2	11.2
총자산회전율	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	115,146	124,815	115,912	117,127	118,465
현금및현금성자산	16,841	22,637	22,693	34,204	35,221
유가증권	41,690	44,229	39,446	28,520	26,657
매출채권	24,695	25,168	25,908	26,683	27,776
재고자산	17,318	18,812	18,200	17,834	18,509
비유동자산	115,277	117,365	129,894	134,562	138,092
유형자산	80,873	86,477	92,208	93,705	94,101
무형자산	4,785	5,396	5,781	5,960	6,214
투자자산	17,900	13,609	20,681	23,276	24,242
자산총계	230,423	242,180	245,806	251,688	256,558
유동부채	52,014	50,503	49,987	54,407	55,495
매입채무및기타채무	7,915	6,187	7,247	7,635	7,549
단기차입금	8,029	11,155	9,974	9,776	9,091
유동성장기부채	1,779	222	1,379	1,335	1,221
비유동부채	10,321	12,617	14,405	15,085	13,752
사채	1,356	1,230	51	35	36
장기차입금	24	194	456	438	417
부채총계	62,335	63,120	64,392	69,493	69,247
지배주주지분	162,182	172,877	175,211	175,994	181,188
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
자본조정등	-8,495	-13,592	-11,367	-11,367	-11,367
기타포괄이익누계액	-4,154	-3,965	-4,280	-4,366	-4,323
이익잉여금	169,530	185,132	185,557	186,426	191,576
비지배주주지분	5,906	6,183	6,045	6,201	6,123
자본총계	168,088	179,060	181,414	182,196	187,311
비이자부채	51,069	50,246	52,532	57,908	58,481
총차입금	11,266	12,874	11,860	11,584	10,765
순차입금	-47,265	-53,992	-50,279	-51,139	-51,112

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	36,975	40,062	46,094	49,809	34,242
당기순이익	23,394	19,060	21,718	24,938	25,717
비현금성 비용 및 수익	22,324	29,611	24,490	23,658	10,112
유형자산감가상각비	16,910	19,663	20,161	22,001	22,346
무형자산상각비	1,143	1,268	1,365	1,388	1,404
운전자본변동	-3,837	-4,682	-1,560	-21	-4,854
매출채권등의 감소	-177	208	-101	-775	-1,093
재고자산의 감소	267	-2,616	-64	366	-675
매입채무등의 증가	-266	-1,871	-444	388	-86
기타 영업현금흐름	-4,906	-3,927	1,446	1,235	3,267
투자활동 현금흐름	-32,806	-27,168	-32,645	-30,067	-24,168
유형자산의 증가(CAPEX)	-22,043	-25,880	-27,000	-24,500	-23,000
유형자산의 감소	386	357	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1,293	-1,501	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-7,869	3,975	0	0	0
기타	-1,988	-4,119	-5,645	-5,567	-1,168
재무활동 현금흐름	-3,057	-6,574	-13,294	-8,276	-9,056
차입금의 증가(감소)	0	0	263	-18	-22
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-3,057	-6,574	-13,557	-8,258	-9,034
기타 및 조정	-556	-524	-99	44	0
현금의 증가	556	5,796	57	11,511	1,017
기초현금	16,285	16,841	22,637	22,693	34,204
기말현금	16,841	22,637	22,693	34,204	35,221

매수 (유지)

목표주가 53,000원
현재가 (11/15) 39,700원

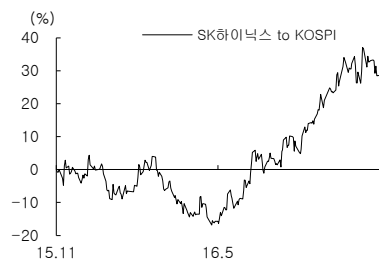
KOSPI (11/15)	1,967.53pt
시가총액	28,902십억원
발행주식수	728,002천주
액면가	5,000원
52주 최고가	43,000원
최저가	25,750원
60일 일평균거래대금	124십억원
외국인 지분율	51.3%
배당수익률 (2016F)	0.0%

주주구성	
SK텔레콤 외 5 인	20.77%
국민연금	8.23%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-2%	52%	28%
절대기준	-4%	52%	27%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	53,000	55,000	▼
EPS(16)	3,113	3,111	▲
EPS(17)	4,394	4,747	▼

SK하이닉스 상대주가 (%)



SK하이닉스 (000660)

안정적 숨고르기 후 안정적 성장

투자의견 매수, 목표가 53,000원

투자의견 매수, 목표가 53,000원을 제시한다. 목표가는 2017년 기준 P/B 1.5배, EV/EBITDA 3.9배의 평균으로 산출했다. 국내외 정국 불안으로 인한 경기 둔화와 IT 수요 감소 가능성을 배제할 수 없다. 이 같은 리스크 요인을 반영해 실적 전망치를 소폭 하향한다. 그러나, '죄수의 딜레마' 게임에 빠진 DRAM 산업은 결국 큰 흔들림 없는 안정적 수급 밸런스를 유지할 것으로 보여, 향후 실적은 안정적 성장을 기대한다.

4분기 및 2017년 실적 개선 기대

DRAM과 NAND 가격의 동반 강세와 달러 강세 효과로 4분기 실적은 매출액 4.9조원, 영업이익 1.24조원으로 3분기 대비 각각 16%, 71% 급증할 것으로 예상된다. 지난해 하반기부터 다섯분기 동안 이어진 다운턴의 영향으로 2016년 연간 실적은 전년대비 감소하나, 2017년 실적은 매출 18.5조원, 영업이익 4.3조원, 순이익 3.2조원으로 각각 9%, 44%, 41% 개선될 것으로 전망된다.

마이크론에 대한 상대적 우위 지속될 것으로 기대

SK하이닉스와 삼성전자와의 기술력 격차가 작지 않은 것이 사실이다. 그러나, 마이크론과 SK하이닉스와의 격차는 더욱 크다. 따라서, SK하이닉스의 상대적인 우위는 계속될 가능성이 높다. 특히, 약점으로 지적받아온 3D NAND의 수율이 개선되고, 회사의 계획대로 전략 고객에 대한 전략 제품 공급이 시작될 경우 경쟁력에 대한 불안감도 상당 부분 희석될 것으로 기대된다.

(단위: 십억원 배)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	17,126	18,798	16,772	18,492	19,256
영업이익	5,109	5,336	2,985	4,304	4,787
세전이익	5,048	5,269	2,824	4,053	4,622
지배주주순이익	4,195	4,322	2,266	3,199	3,663
EPS(원)	5,842	5,937	3,113	4,394	5,032
증가율(%)	42.5	1.6	-47.6	41.2	14.5
영업이익률(%)	29.8	28.4	17.8	23.3	24.9
순이익률(%)	24.5	23.0	13.6	17.4	19.1
ROE(%)	27.0	21.9	11.0	13.3	13.7
PER	8.2	5.2	12.8	9.0	7.9
PBR	1.9	1.0	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.1	2.3	3.9	3.0	2.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

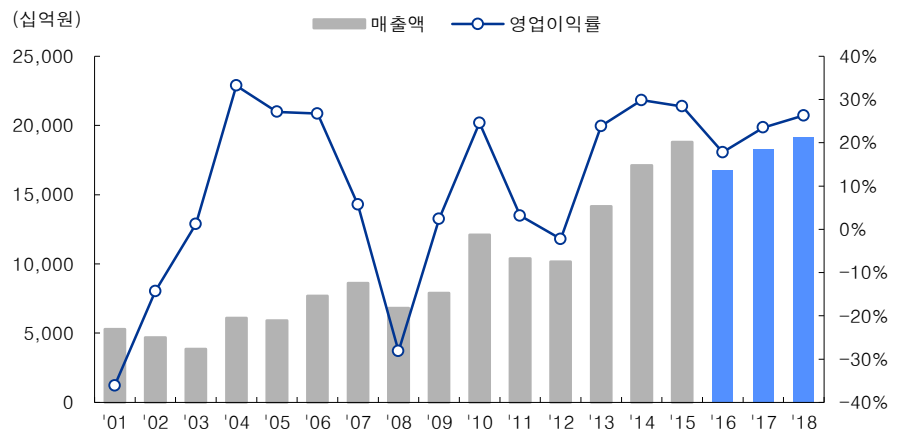
표 23. 실적 추정 변경 내용 요약

(십억원)	3Q16P	4Q16F	2016F	2017F	2018F	17/16	18/17
매출액	4,244	4,932	16,772	18,492	19,256	10.3%	4.1%
기존추정치	4,244	4,889	16,729	18,831	20,102	12.6%	6.7%
차이	0.0%	0.9%	0.3%	-1.8%	-4.2%		
영업이익	726	1,244	2,985	4,304	4,787	44.2%	11.2%
기존추정치	726	1,233	2,974	4,535	5,322	52.5%	17.4%
차이	0.0%	0.9%	0.4%	-5.1%	-10.0%		
세전이익	704	1,178	2,824	4,053	4,622	43.6%	14.0%
기존추정치	704	1,177	2,822	4,390	5,221	55.6%	18.9%
차이	0.0%	0.1%	0.1%	-7.7%	-11.5%		
지배순이익	597	939	2,266	3,199	3,663	41.2%	14.5%
기존추정치	597	938	2,264	3,456	4,133	52.7%	19.6%
차이	0.0%	0.1%	0.1%	-7.4%	-11.4%		
EPS (원)			3,113	4,394	5,032	41.2%	14.5%
기존추정치			3,111	4,747	5,678	52.6%	19.6%
차이			0.1%	-7.4%	-11.4%		

자료: IBK투자증권

안정적 숨고르기 이후
안정적 성장세 지속

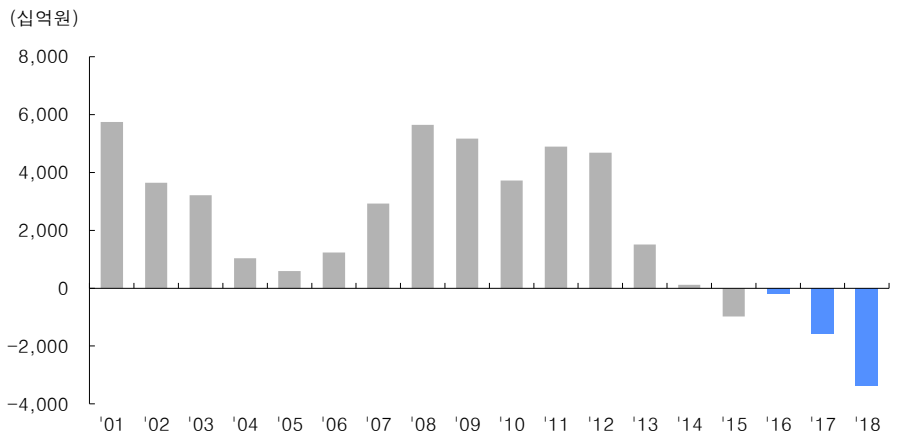
그림 68. SK하이닉스 매출액, 영업이익률 추이



자료: IBK투자증권

지금과 같은 캐팩스와
영업상황 고려하면, 순현금
규모 확대될 전망

그림 69. SK하이닉스 순차입금 차이



자료: IBK투자증권

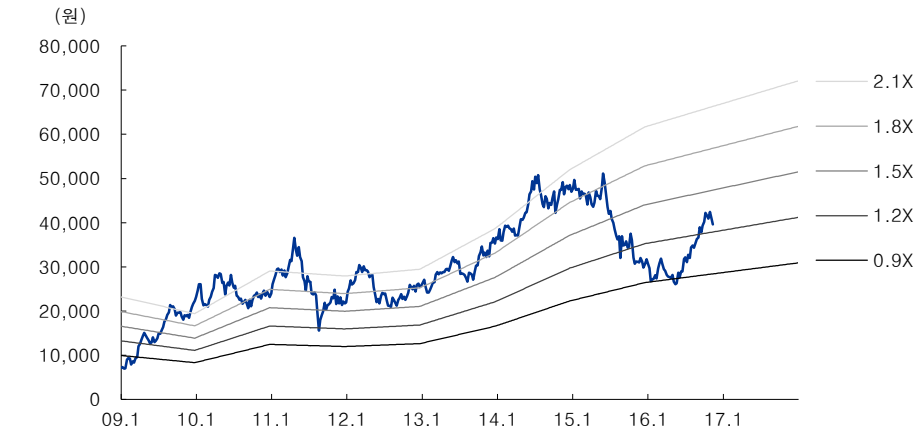
2017년 상반기 실적 둔화
우려 있으나, 추세는
우상향

그림 70. SK하이닉스 분기 영업이익 vs 주가



자료: IBK투자증권

그림 71. SK하이닉스 P/B 밴드



자료: IBK투자증권

표 24. SK하이닉스 실적 추정 요약

SK하이닉스	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주요가정													
원/달러	1,201	1,163	1,121	1,152	1,170	1,170	1,170	1,170	1,053	1,131	1,159	1,170	1,160
DRAM B/G	-3%	18%	8%	11%	-3%	1%	4%	6%	34%	24%	24%	18%	17%
DRAM ASP	-14%	-11%	0%	6%	-7%	-7%	5%	0%	1%	-21%	-32%	-8%	-9%
NAND B/G	-11%	52%	12%	1%	9%	6%	7%	16%	57%	50%	48%	42%	48%
NAND ASP	-12%	-11%	7%	3%	-12%	-9%	-4%	-3%	-35%	-28%	-30%	-18%	-25%
매출액 (십억원)	3,656	3,941	4,244	4,932	4,531	4,303	4,642	5,016	17,126	18,798	16,772	18,492	19,256
DRAM	2,787	2,815	2,940	3,540	3,234	3,049	3,330	3,543	13,312	14,064	12,082	13,157	13,877
NAND	768	1,025	1,190	1,268	1,193	1,150	1,195	1,341	3,368	4,182	4,250	4,879	4,900
DRAM 비중	76%	71%	69%	72%	71%	71%	72%	71%	78%	75%	72%	71%	72%
NAND 비중	21%	26%	28%	26%	26%	27%	26%	27%	20%	22%	25%	26%	25%
총영업코스트	3,094	3,488	3,518	3,687	3,592	3,501	3,481	3,614	12,016	13,462	13,787	14,188	14,468
감가상각비	1,079	1,126	1,106	1,155	1,177	1,218	1,251	1,290	3,444	3,953	4,466	4,936	5,100
캐쉬코스트	2,015	2,362	2,412	2,533	2,415	2,282	2,230	2,324	8,572	9,509	9,321	9,252	9,368
EBITDA (십억원)	1,640	1,579	1,832	2,399	2,116	2,021	2,411	2,692	8,553	9,289	7,451	9,240	9,888
% of Sales	44.9%	40.1%	43.2%	48.6%	46.7%	47.0%	51.9%	53.7%	49.9%	49.4%	44.4%	50.0%	51.3%
영업이익	562	453	726	1,244	939	803	1,160	1,401	5,109	5,336	2,985	4,304	4,787
DRAM	674	491	702	1,157	926	803	1,087	1,228	5,222	5,275	3,025	4,043	4,821
NAND	-110	-40	24	85	11	-2	72	172	-109	56	-41	254	-43
영업이익률	15.4%	11.5%	17.1%	25.2%	20.7%	18.7%	25.0%	27.9%	29.8%	28.4%	17.8%	23.3%	24.9%
DRAM	24.2%	17.5%	23.9%	32.7%	28.6%	26.3%	32.6%	34.7%	39.2%	37.5%	25.0%	30.7%	34.7%
NAND	-14.4%	-3.9%	2.0%	6.7%	0.9%	-0.2%	6.1%	12.8%	-3.2%	1.3%	-1.0%	5.2%	-0.9%
세전이익	558	383	704	1,178	881	731	1,099	1,342	5,048	5,269	2,824	4,053	4,622
순이익	448	286	598	943	696	570	868	1,073	4,195	4,324	2,275	3,208	3,672
지배주주순이익	444	286	597	939	695	569	866	1,070	4,195	4,322	2,266	3,199	3,663
EPS (원)									5,842	5,937	3,113	4,394	5,032
YoY									43%	2%	-48%	41%	15%
BPS (원)									24,775	29,377	31,853	36,595	41,668
QQ / YY													
매출(\$)	-20%	11%	12%	13%	-10%	-5%	8%	8%	26%	2%	-13%	9%	5%
매출(십억원)	-17%	8%	8%	16%	-8%	-5%	8%	8%	21%	10%	-11%	10%	4%
영업이익	-43%	-19%	60%	71%	-25%	-14%	45%	21%	51%	4%	-44%	44%	11%
순이익	-49%	-36%	109%	58%	-26%	-18%	52%	24%	46%	3%	-47%	41%	14%
EPS (원)									43%	2%	-48%	41%	15%

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	17,126	18,798	16,772	18,492	19,256
증가율(%)	20.9	9.8	-10.8	10.3	4.1
매출원가	9,462	10,515	10,383	10,080	11,487
매출총이익	7,664	8,283	6,389	8,412	7,769
매출총이익률 (%)	44.8	44.1	38.1	45.5	40.3
판매비	2,554	2,947	3,404	4,108	2,982
판매비율(%)	14.9	15.7	20.3	22.2	15.5
영업이익	5,109	5,336	2,985	4,304	4,787
증가율(%)	51.2	4.4	-44.1	44.2	11.2
영업이익률(%)	29.8	28.4	17.8	23.3	24.9
순금융손익	-121	17	-151	-215	-175
이자손익	-118	-78	-94	-83	-80
기타	-3	95	-57	-132	-94
기타영업외손익	36	-108	-59	36	-11
중속/관계기업손익	23	25	25	19	21
세전이익	5,048	5,269	2,824	4,053	4,622
법인세	853	946	549	845	950
법인세율	16.9	17.9	19.4	20.8	20.6
계속사업이익	4,195	4,324	2,275	3,208	3,672
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,195	4,324	2,275	3,208	3,672
증가율(%)	46.0	3.1	-47.4	41.1	14.5
당기순이익률 (%)	24.5	23.0	13.6	17.4	19.1
지배주주당기순이익	4,195	4,322	2,266	3,199	3,663
기타포괄이익	-52	18	-187	-156	-171
총포괄이익	4,143	4,342	2,088	3,053	5,793
EBITDA	8,553	9,289	7,451	9,240	9,888
증가율(%)	32.4	8.6	-19.8	24.0	7.0
EBITDA마진율(%)	49.9	49.4	44.4	50.0	51.3

투자지표

(12월 결산)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	5,842	5,937	3,113	4,394	5,032
BPS	24,775	29,377	31,853	36,595	41,668
DPS	300	500	500	500	500
밸류에이션(배)					
PER	8.2	5.2	12.8	9.0	7.9
PBR	1.9	1.0	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.1	2.3	3.9	3.0	2.6
성장성지표(%)					
매출증가율	20.9	9.8	-10.8	10.3	4.1
EPS증가율	42.5	1.6	-47.6	41.2	14.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.6	1.6	0.0	0.0	0.0
ROE	27.0	21.9	11.0	13.3	13.7
ROA	17.6	15.3	7.6	10.0	10.3
ROIC	26.0	23.1	10.8	13.8	14.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	49.1	38.8	31.4	26.8	24.3
순차입금 비율(%)	0.7	-4.5	-0.8	-5.8	-10.4
이자보상배율(배)	30.0	45.0	22.8	34.2	37.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.0	5.9	5.3	6.7	6.5
재고자산회전율	12.8	11.0	9.7	8.1	8.2
총자산회전율	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	10,364	9,760	9,339	11,734	13,866
현금및현금성자산	437	1,176	1,533	1,594	1,962
유가증권	3,618	3,616	2,814	3,934	5,113
매출채권	3,733	2,628	2,617	2,871	3,297
재고자산	1,498	1,923	1,943	2,625	2,730
비유동자산	16,520	19,918	21,131	22,046	23,839
유형자산	14,090	16,966	17,971	18,495	19,980
무형자산	1,337	1,705	1,854	1,999	2,140
투자자산	232	260	275	288	296
자산총계	26,883	29,678	30,470	33,780	37,706
유동부채	5,765	4,841	3,142	3,161	3,394
매입채무및기타채무	788	791	672	813	849
단기차입금	734	148	48	39	36
유동성장기부채	1,021	865	657	581	557
비유동부채	3,082	3,450	4,134	3,972	3,972
사채	1,157	1,293	1,550	1,613	1,662
장기차입금	1,263	1,512	1,896	1,749	1,662
부채총계	8,847	8,290	7,276	7,134	7,366
지배주주지분	18,036	21,387	23,189	26,641	30,334
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,144	4,144	4,144	4,144
자본조정등	0	-772	-772	-772	-772
기타포괄이익누계액	-42	-2	-110	-152	-131
이익잉여금	10,277	14,359	16,270	19,764	23,436
비지배주주지분	0	1	5	6	5
자본총계	18,036	21,388	23,194	26,647	30,339
비이자부채	4,672	4,472	3,125	3,151	3,450
총차입금	4,175	3,819	4,151	3,982	3,916
순차입금	120	-973	-196	-1,546	-3,159

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	5,867	9,320	5,556	6,935	7,640
당기순이익	4,195	4,324	2,275	3,208	3,672
비현금성 비용 및 수익	4,768	5,201	4,106	4,585	4,811
유형자산감가상각비	3,270	3,695	4,121	4,654	4,780
무형자산상각비	174	258	345	283	320
운전자본변동	-2,657	832	-761	-795	-495
매출채권등의 감소	-1,629	1,260	11	-254	-426
재고자산의 감소	-315	-415	-22	-682	-105
매입채무등의 증가	69	-156	-202	141	37
기타 영업현금흐름	-439	-1,038	-64	-63	-349
투자활동 현금흐름	-6,088	-7,126	-5,305	-6,427	-7,212
유형자산의 증가(CAPEX)	-4,801	-6,775	-5,979	-6,000	-6,500
유형자산의 감소	199	220	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-336	-616	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	273	-14	0	0	0
기타	-1,423	59	674	-427	-712
재무활동 현금흐름	28	-1,462	120	-454	-66
차입금의 증가(감소)	28	-472	384	-147	-87
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	0	-990	-264	-307	21
기타 및 조정	-2	7	-13	7	7
현금의 증가	-195	739	358	60	368
기초현금	632	437	1,176	1,533	1,594
기말현금	437	1,176	1,533	1,594	1,962

매수 (유지)

목표주가 64,000원
현재가 (11/15) 47,050원

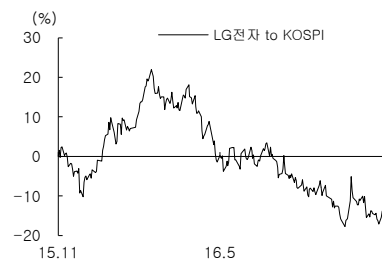
KOSPI (11/15)	1,967.53pt
시가총액	8,107십억원
발행주식수	180,834천주
액면가	5,000원
52주 최고가	64,900원
최저가	45,700원
60일 일평균거래대금	40십억원
외국인 지분율	22.2%
배당수익률 (2016F)	0.8%

주주구성	
LG 외 3 인	33.67%
국민연금	7.53%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-4%	-12%	-14%
절대기준	-6%	-12%	-14%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	64,000	64,000	-
EPS(16)	2,601	2,715	▼
EPS(17)	3,106	3,521	▼

LG전자 상대주가 (%)



LG전자 (066570)

미련에 대한 미련

투자의견 매수, 목표가 64,000원

투자의견 매수와 목표주가 64,000원을 유지한다. 목표가 산출 기준은 P/B 1.0배와 EV/EBITDA 5.2배의 평균이다. 현재 주가 기준 PBR이 0.8배를 밑돌고 있어 다운사이드는 제한적이다. 올해 이례적으로 높은 수익성을 낸 HE와 H&A의 실적 둔화 가능성이 높지만, MC의 적자가 크게 감소할 것으로 보인다. VC 사업에 대한 시장의 높은 기대감은 계속될 것으로 전망된다.

2017년 실적 개선 예상되나 폭은 제한적일 듯

2017년 연결 실적은 매출 56.2조원, 영업이익 1.65조원, 지배순이익 0.56조원으로 예상되어, 전년비 각각 2%, 5% 19% 개선될 전망이다. HE와 H&A의 영업이익 합계가 올해 2.7조원에서 내년에는 1.8조원으로 감소할 것으로 예상하나, MC의 적자규모는 올해 1.1조원에서 내년 0.3~0.4조원으로 대폭 줄어들 것으로 보인다.

스마트폰 사업 다운사이징 및 효율화 필요

글로벌 탑2(애플, 삼성)와 중국 탑2(BBK, 화웨이)를 제외한 대부분의 스마트폰 업체들은 이익을 내지 못하면서도 미련을 버리지 못하고 있다. 스마트폰의 전략적 가치는 높지만, 성장률은 둔화되고 있고, 경쟁은 더욱 치열해지고 있어, 사업적 가치는 커보이지 않는다. 스마트폰 사업에 대한 강박과 미련을 버리고, 충격을 최소화하면서 질서있게 다운사이징을 할 필요가 있다.

(단위:십억원 배)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	59,041	56,509	55,059	56,205	54,497
영업이익	1,829	1,192	1,567	1,649	1,674
세전이익	1,218	593	877	1,065	956
지배주주순이익	399	124	470	562	558
EPS(원)	2,208	688	2,601	3,106	3,087
증가율(%)	125.9	-68.9	278.2	19.4	-0.6
영업이익률(%)	3.1	2.1	2.8	2.9	3.1
순이익률(%)	0.8	0.4	0.9	1.1	1.1
ROE(%)	3.4	1.1	4.1	4.8	4.8
PER	26.8	78.2	17.8	14.9	15.0
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.8	5.3	4.5	4.5	4.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

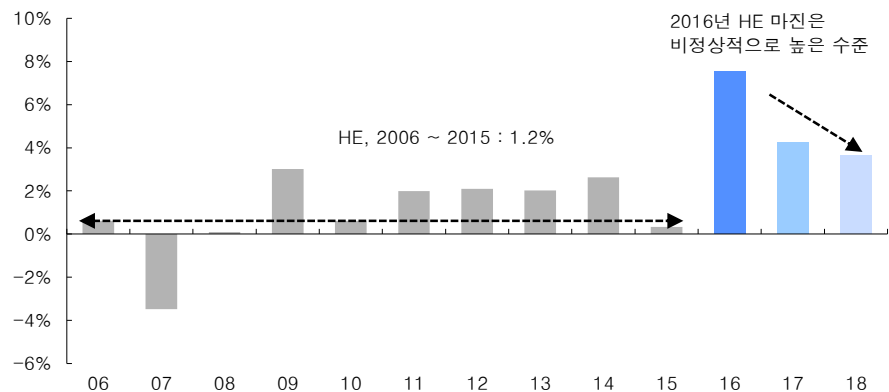
표 25. LG전자 수익전망 조정

(십억원)	3Q16	4Q16F	2016F	2017F	2018F	17/16	18/17
매출액	13,224	14,470	55,059	56,205	54,497	2.1%	-3.0%
기존추정치	13,221	14,312	54,898	55,467	54,166	1.0%	-2.3%
차이	0.0%	1.1%	0.3%	1.3%	0.6%		
영업이익	283	194	1,567	1,649	1,674	5.2%	1.6%
기존추정치	283	175	1,548	1,676	1,782	8.3%	6.3%
차이	0.0%	10.7%	1.2%	-1.6%	-6.0%		
세전이익	48	72	877	1,065	956	21.5%	-10.3%
기존추정치	192	68	1,016	1,177	1,081	15.8%	-8.2%
차이	-75.0%	6.6%	-13.7%	-9.5%	-11.6%		
지배주주이익	-62	71	470	562	558	19.4%	-0.6%
기존추정치	139	91	692	715	715	3.4%	0.0%
차이	NA	NA	-32.0%	-21.5%	-21.9%		
EPS(원)			2,601	3,106	3,087	19.4%	-0.6%
기존추정치			2,715	3,521	3,725	29.7%	5.8%
차이			-4.2%	-11.8%	-17.1%		

자료: IBK투자증권

2016년 HE 마진은 과거 10년 평균보다 6배나 높은 수준이다. OLED TV 전략과 LCD 패널 가격에 따라 수익성이 영향을 받을 수 있다. 그러나, 향후 마진은 2016년 수준보다는 하락할 가능성이 높다.

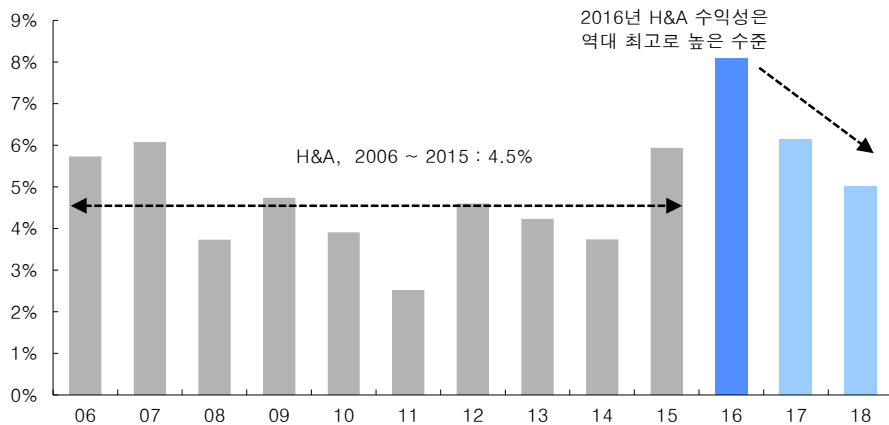
그림 72. HE 사업부 마진 추이



자료: IBK투자증권

2016년 H&A 마진은 8.1%로 역대 가장 높은 수준을 기록했다. 프리미엄 제품 확대와 원재료 가격 하락이 영향을 미친 것으로 평가된다. '17년~' 18년 수익성은 올해보다 낮아질 것으로 보인다.

그림 73. H&A 사업부 마진 추이



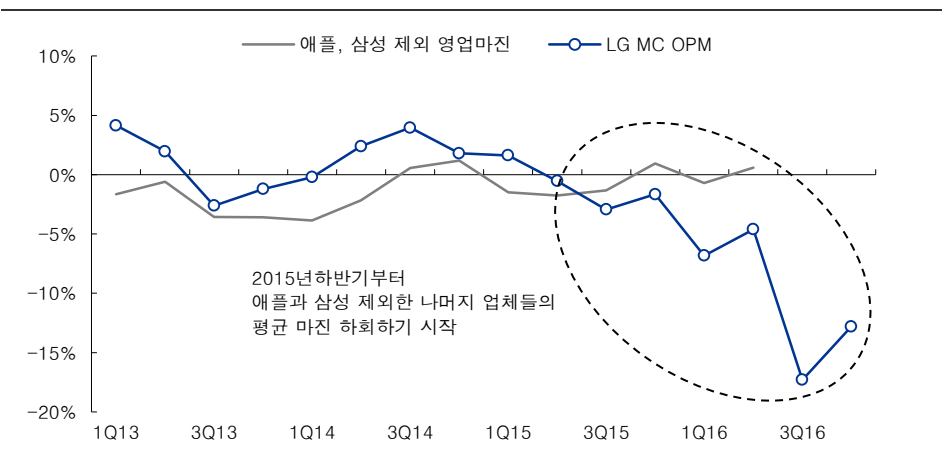
자료: IBK투자증권

애플과 삼성전자 이외에 3% 이상의 영업이익률을 내는 업체는 중국의 탑 2인 BBK (오포, 비보) 그룹과 화웨이 정도 뿐이다. 이외의 대부분의 업체들은 이익을 내지 못하고 있다.

LG전자의 경우 2006년부터 2015년까지 MC 사업부에서 누적 평균 2.5%의 영업이익률을 기록했으나, 올해는 1조원 이상의 대규모 적자를 낼 것으로 보인다. 특히, 지난해 상반기까지만 해도 LG전자 MC 사업부의 마진은 애플, 삼성을 제외한 인터스트리의 평균 마진을 상회했으나, 지난해 하반기 G4의 실패 이후부터는 인터스트리 평균을 밑돌기 시작했고, 올해 G5가 대 실패를 겪으면서, 적자규모가 크게 확대 되었다.

지난해 상반기까지 LG전자 MC 마진은 인터스트리 마진 평균(삼성, 애플 제외)을 상회했으나, 지난해 하반기부터 이를 밑돌고 있다...

그림 74. 시장 평균에도 크게 못 미치는 LG전자 스마트폰 수익성

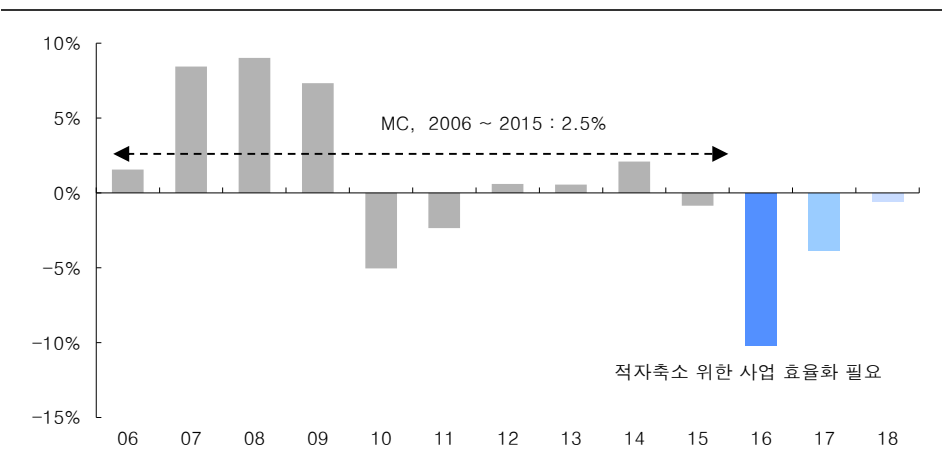


자료: 각사, 시장 정보, IBK투자증권

결국, LG전자의 스마트폰 사업은 경쟁에서 밀렸다고 봐도 무방하다. 지금까지의 핸드폰 산업의 역사를 봤을 때, 경쟁에서 밀린 업체가 다시 이전 수준의 점유율이나, 수익성을 회복했던 적은 없었다. 따라서, LG전자도 스마트폰 사업에 대해서는 미래를 버리고, 다운사이징 및 효율화를 추구하는 것이 바람직하다는 판단이다.

MC 사업부의 대규모 적자를 줄이는 것이 무엇보다 당면한 과제다...

그림 75. MC 사업부 마진 추이



자료: IBK투자증권

표 26. LG전자 실적추정 요약

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주요 데이터													
FX (\$/원, Avg)	1,201	1,163	1,121	1,152	1,170	1,170	1,170	1,170	1,053	1,131	1,159	1,170	1,160
핸드폰 출하	16.6	17.6	18.3	17.8	14.9	16.5	15.9	16.2	78.1	72.1	70.3	63.5	55.9
스마트폰 (M)	13.5	13.9	13.5	13.8	11.9	13.5	13.4	13.7	59.6	59.7	54.7	52.5	46.0
LCD TV (M)	6.5	6.2	6.8	8.0	6.3	6.0	6.6	8.0	30.3	28.1	27.4	26.9	24.0
OLED TV (M)	0.11	0.13	0.13	0.26	0.16	0.18	0.20	0.28		0.31	0.63	0.82	1.00
매출액 (연결)	13,362	14,003	13,224	14,470	13,081	14,193	13,841	14,983	59,041	56,509	55,059	56,205	54,497
사업부 합계	12,503	13,185	12,137	13,082	12,034	13,184	12,696	13,645	54,090	51,740	50,907	51,667	49,700
HE	4,333	4,157	4,142	5,081	4,242	4,238	4,228	5,125	19,379	17,398	17,713	17,832	16,458
HA	4,220	4,700	4,271	3,962	4,191	4,774	4,323	3,985	16,772	16,531	17,153	17,273	16,954
MC	2,963	3,326	2,517	2,763	2,450	2,968	2,702	2,720	15,105	14,003	11,569	10,839	9,482
VC	593	640	675	771	750	835	900	1,299		1,832	2,678	3,784	4,790
기타	394	362	533	506	402	369	543	516	2,834	1,976	1,795	1,938	2,016
*LG이노텍	1,195	1,120	1,384	1,815	1,396	1,332	1,498	1,763	6,466	6,056	5,514	5,988	6,218
영업이익 (연결)	505	585	283	194	274	517	473	385	1,829	1,192	1,567	1,649	1,674
사업부 합계	505	620	272	136	240	483	428	327	1,517	970	1,533	1,478	1,471
HE	335	357	382	263	167	161	186	242	510	57	1,336	756	602
HA	408	434	343	202	327	358	216	159	626	982	1,386	1,061	848
MC	-202	-154	-436	-323	-247	-39	21	-82	316	-120	-1,115	-347	-82
VC	-16	-17	-16	-5	-15	-8	-9	-3		5	-54	-35	62
기타	-20	-1	0	0	8	11	14	10	65	45	-20	43	40
*LG이노텍	0	-34	21	69	43	42	60	73	314	224	56	217	256
영업이익률 (연결)	3.8%	4.2%	2.1%	1.3%	2.1%	3.6%	3.4%	2.6%	3.1%	2.1%	2.8%	2.9%	3.1%
사업부 합계	4.0%	4.7%	2.2%	1.0%	2.0%	3.7%	3.4%	2.4%	2.8%	1.9%	3.0%	2.9%	3.0%
HE	7.7%	8.6%	9.2%	5.2%	3.9%	3.8%	4.4%	4.7%	2.6%	0.3%	7.5%	4.2%	3.7%
HA	9.7%	9.2%	8.0%	5.1%	7.8%	7.5%	5.0%	4.0%	3.7%	5.9%	8.1%	6.1%	5.0%
MC	-6.8%	-4.6%	-17.3%	-11.7%	-10.1%	-1.3%	0.8%	-3.0%	2.1%	-0.9%	-9.6%	-3.2%	-0.9%
VC	-2.7%	-2.6%	-2.4%	-0.7%	-2.0%	-1.0%	-1.0%	-0.2%		0.3%	-2.0%	-0.9%	1.3%
기타	-5.0%	-0.2%	0.1%	0.0%	2.0%	3.0%	2.5%	2.0%	2.3%	2.3%	-1.1%	2.2%	2.0%
*LG이노텍	0.0%	-3.0%	1.5%	3.8%	3.1%	3.1%	4.0%	4.1%	4.9%	3.7%	1.0%	3.6%	4.1%
세전이익	282	475	48	72	115	370	337	244	1,218	593	877	1,065	956
순이익	198	269	-82	88	80	203	202	150	501	249	473	636	597
지배주주순이익	191	271	-62	71	67	192	181	121	399	124	470	562	558
EPS (원)									2,208	688	2,601	3,106	3,087
BPS (원)									64,808	64,294	62,975	64,500	65,812
QQ / YY													
연결 매출	-8%	5%	-6%	9%	-10%	9%	-2%	8%	4%	-4%	-3%	2%	-3%
사업부 매출	-6%	5%	-8%	8%	-8%	10%	-4%	7%	4%	-4%	-2%	1%	-4%
연결 영업이익	45%	16%	-52%	-32%	42%	89%	-9%	-18%	46%	-35%	31%	5%	2%
사업부 영업이익	68%	23%	-56%	-50%	76%	102%	-12%	-23%	34%	-36%	58%	-4%	-1%
세전이익	133%	69%	-90%	51%	59%	221%	-9%	-28%	107%	-51%	48%	21%	-10%
순이익	~	36%	~	~	-9%	153%	0%	-26%	125%	-50%	90%	34%	-6%
EPS									126%	-69%	278%	19%	-1%

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	59,041	56,509	55,059	56,205	54,497
증가율(%)	4.0	-4.3	-2.6	2.1	-3.0
매출원가	45,299	43,635	41,774	42,761	41,647
매출총이익	13,742	12,874	13,285	13,336	12,850
매출총이익률 (%)	23.3	22.8	24.1	23.7	23.6
판매비	11,913	11,682	11,719	11,688	11,176
판매비율(%)	20.2	20.7	21.3	20.8	20.5
영업이익	1,829	1,192	1,567	1,649	1,674
증가율(%)	46.4	-34.8	31.4	5.2	1.6
영업이익률(%)	3.1	2.1	2.8	2.9	3.1
순금융손익	-336	-360	-372	-397	-396
이자손익	-326	-359	-326	-350	-350
기타	-10	-2	-46	-47	-46
기타영업외손익	-579	-598	-363	-418	-376
종속/관계기업손익	304	360	72	232	53
세전이익	1,218	593	877	1,065	956
법인세	540	340	404	430	359
법인세율	44.3	57.3	46.0	40.3	37.6
계속사업이익	679	253	473	636	597
중단사업손익	-177	-4	0	0	0
당기순이익	501	249	473	636	597
증가율(%)	125.1	-50.3	90.0	34.3	-6.1
당기순이익률 (%)	0.8	0.4	0.9	1.1	1.1
지배주주당기순이익	399	124	470	562	558
기타포괄이익	-405	-148	-468	-328	-398
총포괄이익	97	101	6	1,309	409
EBITDA	3,770	3,125	3,319	3,419	3,525
증가율(%)	18.6	-17.1	6.2	3.0	3.1
EBITDA마진율(%)	6.4	5.5	6.0	6.1	6.5

투자지표

(12월 결산)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	2,208	688	2,601	3,106	3,087
BPS	64,808	64,294	62,975	64,500	65,812
DPS	400	400	400	400	400
밸류에이션(배)					
PER	26.8	78.2	17.8	14.9	15.0
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.8	5.3	4.5	4.5	4.5
성장성지표(%)					
매출증가율	4.0	-4.3	-2.6	2.1	-3.0
EPS증가율	125.9	-68.9	278.2	19.4	-0.6
수익성지표(%)					
배당수익률	0.7	0.7	0.8	0.7	0.8
ROE	3.4	1.1	4.1	4.8	4.8
ROA	1.4	0.7	1.3	1.7	1.6
ROIC	3.7	1.8	3.7	4.7	4.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	185.3	179.7	194.1	193.4	195.7
순차입금 비율(%)	51.5	46.4	45.3	48.5	49.4
이자보상배율(배)	4.3	2.6	3.7	3.7	3.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.0	7.6	7.7	8.0	8.1
재고자산회전율	11.2	10.7	10.1	10.8	10.4
총자산회전율	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	17,483	16,398	16,813	17,248	16,921
현금및현금성자산	2,244	2,710	3,201	2,719	2,767
유가증권	68	87	115	148	144
매출채권	7,684	7,093	6,684	6,968	6,759
재고자산	5,711	4,873	5,144	5,509	5,295
비유동자산	19,586	19,916	20,227	20,624	21,899
유형자산	10,597	10,460	10,704	10,857	11,365
무형자산	1,394	1,473	1,564	1,771	1,916
투자자산	4,897	5,107	4,986	5,107	5,466
자산총계	37,068	36,314	37,040	37,872	38,820
유동부채	15,681	14,780	15,307	15,426	15,915
매입채무및기타채무	6,742	6,087	6,345	6,482	6,534
단기차입금	1,165	910	821	854	897
유동성장기부채	1,411	1,416	1,607	1,562	1,593
비유동부채	8,397	8,551	9,137	9,539	9,778
사채	4,295	4,256	4,703	4,894	5,041
장기차입금	2,132	2,245	1,887	1,813	1,867
부채총계	24,077	23,330	24,445	24,964	25,693
지배주주지분	11,719	11,627	11,388	11,664	11,901
자본금	904	904	904	904	904
자본잉여금	2,923	2,923	2,923	2,923	2,923
자본조정등	-45	-45	-45	-45	-45
기타포괄이익누계액	-1,144	-1,172	-1,670	-2,031	-2,152
이익잉여금	9,081	9,017	9,276	9,912	10,271
비지배주주지분	1,272	1,357	1,208	1,244	1,226
자본총계	12,991	12,983	12,596	12,908	13,127
비이자부채	15,075	14,503	15,427	15,842	16,295
총차입금	9,002	8,827	9,017	9,123	9,398
순차입금	6,690	6,030	5,701	6,256	6,486

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	2,029	2,619	2,622	1,478	4,607
당기순이익	501	249	473	636	597
비현금성 비용 및 수익	4,721	4,261	3,409	2,197	4,994
유형자산감가상각비	1,518	1,514	1,339	1,358	1,429
무형자산감가상각비	423	419	413	412	421
운전자본변동	-2,320	-1,163	-983	-1,092	-689
매출채권등의 감소	-919	314	442	-284	208
재고자산의 감소	-1,231	462	-320	-366	215
매입채무등의 증가	1,284	-406	275	136	52
기타 영업현금흐름	-874	-728	-277	-263	-295
투자활동 현금흐름	-2,397	-1,933	-2,082	-2,094	-2,621
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,166	-1,747	-1,704	-1,708	-2,200
유형자산의 감소	101	82	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-401	-482	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	20	44	0	0	0
기타	50	170	-379	-386	-421
재무활동 현금흐름	64	-189	53	105	202
차입금의 증가(감소)	138	-81	-358	-74	54
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-73	-108	411	180	148
기타 및 조정	-98	-31	-102	29	-2,140
현금의 증가	-401	466	491	-482	48
기초현금	2,645	2,244	2,710	3,201	2,719
기말현금	2,244	2,710	3,201	2,719	2,767

매수 (유지)

목표주가 190,000원
현재가 (11/15) 159,800원

KOSDAQ (11/15)	617.43pt
시가총액	1,686십억원
발행주식수	10,548천주
액면가	500원
52주 최고가	165,000원
최저가	84,000원
60일 일평균거래대금	8십억원
외국인 지분율	15.3%
배당수익률 (2016F)	1.9%

주주구성	
SK 외 2 인	49.14%
국민연금	5.06%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	13%	65%	102%
절대기준	5%	45%	86%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	190,000	180,000	▲
EPS(16)	9,753	9,648	▲
EPS(17)	10,617	10,018	▲

SK머티리얼즈 상대주가 (%)



SK머티리얼즈 (036490)

기존 사업 호조 지속 + 포트폴리오 확장

투자의견 매수, 목표가 190,000원 상향

투자의견 매수를 유지하고 목표가를 190,000원(2017년 기준 P/E 18배 적용)으로 소폭 상향한다. DRAM 미세화와 3D NAND 투자 확대, 그리고 디스플레이의 대면적화 및 고해상도화 추세에 따라 NF3, WF6, SiH4 등 특수가스의 수요가 계속 증가할 것으로 기대된다. 또한, 전략적인 신사업 진출로 매출 포트폴리오는 안정화될 전망이다. 국내 대표 IT 소재주로 비중확대를 권고한다.

실란계 특수가스 실적도 정상화 궤도

하반기 메모리와 패널 업황 호조로 NF3 판매가 증가했고, 2분기 중 있었던 실란계 생산 공장에 대한 대정비로 기타 특수가스 사업의 실적도 정상 궤도에 올랐다. 4분기 실적은 매출 1,293억원, 영업이익 405억원으로 예상된다. 이에 따라, 2016년 실적은 매출액 4,668억원, 영업이익 1,544억원(OPM 33.1%), 지배주주순이익 1,029억원으로 각각 전년비 38%, 37%, 56% 증가할 것으로 전망된다.

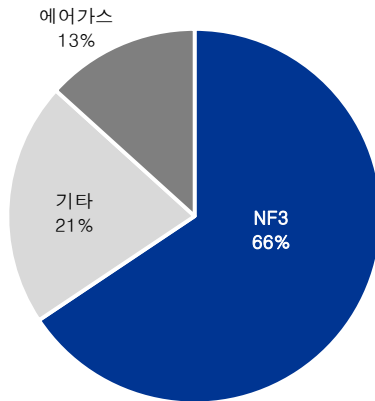
2020년까지 실적 개선 계속될 것으로 기대

2017년 실적은 매출액 5,341억원, 영업이익 1,724억원(OPM 32.3%), 지배주주순이익 1,120억원으로 전년비 14%, 12%, 9% 증가할 것으로 전망된다. 특수가스의 사용량의 지속적인 증가와 SK에어가스, SK트리켄의 외형 확대로 2020년까지 실적 개선세가 이어질 것이기 때문이다. SK에어가스와 SK트리켄의 매출 비중은 2016년 13%에서 2020년에는 30%를 상회할 것으로 전망된다.

(단위:십억원 배)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	212	338	467	534	568
영업이익	26	113	154	172	179
세전이익	17	88	141	155	164
지배주주순이익	14	66	103	112	118
EPS(원)	1,289	6,270	9,753	10,617	11,193
증가율(%)	3,765.1	386.3	55.5	8.9	5.4
영업이익률(%)	12.5	33.4	33.1	32.3	31.6
순이익률(%)	6.4	19.6	22.5	21.5	21.3
ROE(%)	4.3	18.9	28.8	28.0	27.4
PER	39.7	18.6	16.1	14.8	14.0
PBR	1.7	3.3	4.2	3.9	3.5
EV/EBITDA	9.7	8.2	8.5	6.9	6.6

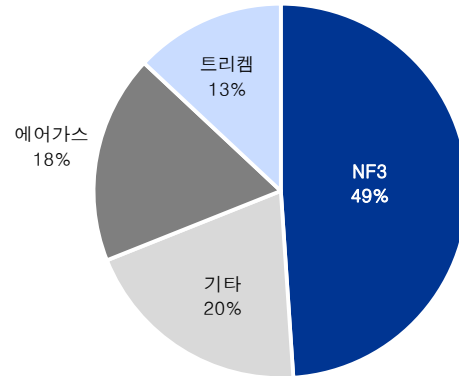
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 76. 2016년 예상 매출 포트폴리오



자료: IBK투자증권

그림 77. 2020년 예상 매출 포트폴리오



자료: IBK투자증권

표 27. SK머티리얼즈 수익 전망

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16F	2014	2015	2016F	2017F	2018F
연결매출액	75.2	75.3	90.6	96.9	97.3	116.5	123.7	129.3	211.7	338.0	466.8	534.1	568.0
특수가스	75.2	75.3	90.6	96.9	97.3	96.5	103.5	107.5	211.7	338.0	404.8	440.5	440.6
NF3	57.1	57.5	69.4	73.8	75.0	75.0	75.9	80.5	173.1	257.8	306.3	324.3	315.1
기타	18.1	17.8	21.2	23.1	22.3	21.5	27.6	27.0	38.6	80.2	98.5	116.2	125.5
에어가스						20.0	20.2	21.8			62.0	88.6	97.4
트리캠												5.0	30.0
매출비중													
특수가스	100%	100%	100%	100%	100%	83%	84%	83%	100%	100%	87%	82%	78%
에어가스						17%	16%	17%	~	~	13%	17%	17%
트리캠									~	~		1%	5%
영업이익	21.7	22.4	32.5	36.2	34.4	38.8	40.6	40.5	26.4	112.8	154.4	172.4	179.3
OPM	28.9%	29.8%	35.8%	37.3%	35.4%	33.3%	32.9%	31.3%	12.5%	33.4%	33.1%	32.3%	31.6%
세전이익	20.1	21.2	28.5	18.1	32.9	35.1	36.1	36.4	17.4	87.9	140.6	154.8	163.8
영업외손익	-1.6	-1.3	-4.0	-18.1	-1.5	-3.7	-4.5	-4.1	-9.0	-24.9	-13.8	-17.6	-15.4
순이익	15.7	16.8	21.5	12.1	24.5	26.7	27.0	26.6	13.6	66.2	104.8	114.7	121.0
NPM	20.9%	22.4%	23.7%	12.5%	25.2%	23.0%	21.8%	20.6%	6.4%	19.6%	22.5%	21.5%	21.3%
지배순이익	15.7	16.8	21.5	12.1	24.5	26.0	26.4	26.0	13.6	66.1	102.9	112.0	118.1
EPS (원)									1,289	6,270	9,753	10,617	11,193
BPS (원)									30,604	35,670	36,440	40,275	44,319
QoQ/YoY													
매출액	21%	0%	20%	7%	0%	20%	6%	4%	11%	60%	38%	14%	6%
영업이익	56%	3%	45%	11%	-5%	13%	5%	0%	265%	328%	37%	12%	4%
순이익	104%	7%	28%	-44%	102%	9%	1%	-2%	3786%	386%	58%	9%	5%

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	212	338	467	534	568
증가율(%)	10.8	59.7	38.1	14.4	6.4
매출원가	164	199	276	321	345
매출총이익	48	139	191	214	223
매출총이익률 (%)	22.6	41.1	40.9	40.0	39.2
판매비	21	26	37	41	43
판매비율(%)	10.1	7.8	7.9	7.7	7.6
영업이익	26	113	154	172	179
증가율(%)	265.0	327.5	36.8	11.6	4.0
영업이익률(%)	12.5	33.4	33.1	32.3	31.6
순금융손익	-10	-16	-11	-16	-13
이자손익	-9	-7	-11	-11	-10
기타	-1	-10	0	-5	-3
기타영업외손익	1	-8	-3	-2	-2
중속/관계기업손익	-1	0	0	0	0
세전이익	17	88	141	155	164
법인세	4	22	36	40	43
법인세율	21.9	24.8	25.4	25.9	26.2
계속사업이익	14	66	105	115	121
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	14	66	105	115	121
증가율(%)	3,766.1	386.4	58.5	9.4	5.4
당기순이익률 (%)	6.4	19.6	22.5	21.5	21.3
지배주주당기순이익	14	66	103	112	118
기타포괄이익	-2	-2	-3	-3	-3
총포괄이익	11	64	102	131	175
EBITDA	76	169	227	270	275
증가율(%)	22.0	120.8	34.7	19.0	2.0
EBITDA마진율(%)	36.1	49.9	48.6	50.5	48.5

투자지표

(12월 결산)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	1,289	6,270	9,753	10,617	11,193
BPS	30,604	35,670	37,236	40,275	44,319
DPS	1,000	2,560	3,000	3,000	3,000
밸류에이션(배)					
PER	39.7	18.6	16.1	14.8	14.0
PBR	1.7	3.3	4.2	3.9	3.5
EV/EBITDA	9.7	8.2	8.5	6.9	6.6
성장성지표(%)					
매출증가율	10.8	59.7	38.1	14.4	6.4
EPS증가율	3,765.1	386.3	55.5	8.9	5.4
수익성지표(%)					
배당수익률	2.0	2.2	1.9	2.6	1.9
ROE	4.3	18.9	28.8	28.0	27.4
ROA	2.3	10.5	14.1	13.8	14.4
ROIC	2.6	12.8	17.4	17.3	18.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	82.7	76.7	110.2	96.0	81.7
순차입금 비율(%)	62.5	40.2	69.1	51.5	32.6
이자보상배율(배)	2.8	15.7	14.1	15.7	16.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.8	7.7	9.4	8.5	7.9
재고자산회전율	4.7	6.5	8.2	7.5	7.2
총자산회전율	0.4	0.5	0.7	0.7	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	119	165	168	218	255
현금및현금성자산	18	41	19	43	67
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	33	54	66	72	78
재고자산	46	58	68	85	90
비유동자산	471	500	658	615	595
유형자산	450	480	634	589	565
무형자산	3	3	5	6	7
투자자산	2	0	0	0	0
자산총계	590	665	826	833	850
유동부채	105	145	232	241	240
매입채무및기타채무	13	13	17	20	21
단기차입금	18	22	55	53	48
유동성장기부채	45	43	70	68	62
비유동부채	161	144	201	167	142
사채	90	50	50	49	44
장기차입금	67	77	117	92	67
부채총계	267	289	433	408	382
지배주주지분	323	376	384	425	467
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	68	68	34	34	34
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	1	2	1	1	1
이익잉여금	249	301	344	384	427
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	323	376	393	425	468
비이자부채	47	96	142	145	162
총차입금	220	193	291	262	220
순차입금	202	151	272	219	153

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	54	150	219	214	293
당기순이익	14	66	105	115	121
비현금성 비용 및 수익	69	105	105	130	193
유형자산감가상각비	49	55	72	97	95
무형자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본변동	-18	-10	19	-20	-11
매출채권등의 감소	0	0	2	-6	-6
재고자산의 감소	2	-12	-9	-17	-6
매입채무등의 증가	0	0	34	3	1
기타 영업현금흐름	-10	-11	-10	-11	-10
투자활동 현금흐름	-26	-83	-234	-130	-195
유형자산의 증가(CAPEX)	-31	-87	-114	-60	-80
유형자산의 감소	12	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-1	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	-2	0	0	0
기타	-6	6	-120	-70	-115
재무활동 현금흐름	-29	-43	-8	-60	-74
차입금의 증가(감소)	-16	15	39	-25	-25
자본의 증가	0	0	-33	0	0
기타	-13	-58	-13	-35	-49
기타 및 조정	0	0	0	1	0
현금의 증가	0	24	-23	24	24
기초현금	18	18	42	19	43
기말현금	18	41	19	43	67

매수 (신규)

목표주가 29,000원
현재가 (11/15) 22,700원

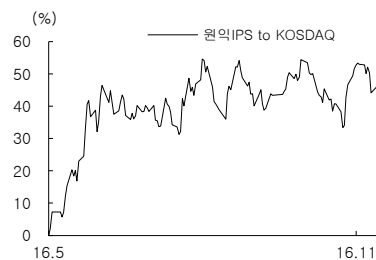
KOSDAQ (11/15) 617.43pt
시가총액 937십억원
발행주식수 41,273천주
액면가 500원
52주 최고가 26,000원
최저가 16,650원
60일 일평균거래대금 8십억원
외국인 지분율 22.9%
배당수익률 (2016F) -

주주구성
원익홀딩스 외 5 인 33.32%
삼성전자 외 1 인 8.97%

	1M	6M	12M
주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	4%	32%	0%
절대기준	-4%	16%	0%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	29,000	-	-
EPS(16)	116	-	-
EPS(17)	140	-	-

원익IPS 상대주가 (%)



원익IPS (240810)

평택 3D NAND팹 투자 최대 수혜주

투자의견 매수, 목표가 29,000원 제시

투자의견 매수와 목표가 29,000원(2017년 EPS 기준 PER 15배)으로 커버리지를 재개한다. 회사의 주요 제품은 반도체 CVD 장비와 디스플레이 식각 장비이며, 반도체 부문이 매출의 약 80%를 차지한다. 테라세미 콘과의 합병무산에 따른 실망 매물이 나오고 있으나, 삼성전자의 평택 신규라인 투자에 따른 최대 수혜주로 평가된다.

2016년 실적은 당초 시장의 기대 대비 부진한 편

4분기 실적은 매출 1,085억원, 영업이익 161억원으로 개선될 것으로 예상되나, 2016년 실적은 연초 기대했던 시장의 눈높이에는 부합하지 못할 듯 보인다. 매출액은 동일 사업부 기준 전년비 1% 감소한 3,488억 원에 그칠 전망이다. 부분별 매출은 반도체 2,718억원(매출비중 78%), 디스플레이 741억원(매출비중 21%)으로 예상되며, 연간 영업이익은 497억원(OPM 14.2%), 순이익은 408억원으로 추정된다.

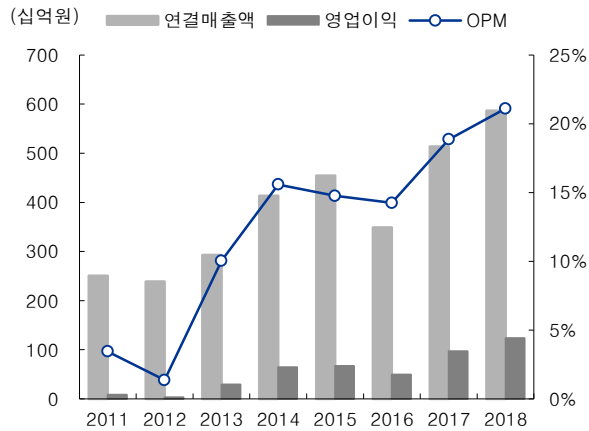
평택 투자 확대로 2017년 실적 대폭 개선 기대

그러나, 2017년 연간 실적은 매출 5,134억원, 영업이익 968억원(OPM 18.9%), 지배주주순이익 796억원으로 개선될 것으로 전망된다. 삼성전자의 평택 라인 램프업에 힘입어, 반도체를 중심으로 실적이 대폭 개선될 것으로 보이기 때문이다. 또한, 삼성전자의 OLED 투자로 디스플레이 실적도 개선될 것으로 기대된다. 반도체 매출액은 전년비 50% 이상 증가한 4,118억원, 디스플레이 매출은 30% 이상 증가한 988억원을 예상한다.

(단위:십억원 배)	2016F	2017F	2018F
매출액	349	513	586
영업이익	50	97	124
세전이익	50	98	126
지배주주순이익	41	80	100
EPS(원)	61	116	140
증가율(%)	~	88.9	20.9
영업이익률(%)	14.2	18.9	21.1
순이익률(%)	11.7	15.5	17.1
ROE(%)	20.1	36.0	44.8
PER	22.6	11.8	9.3
PBR	4.6	4.2	3.8
EV/EBITDA	15.0	7.8	6.4

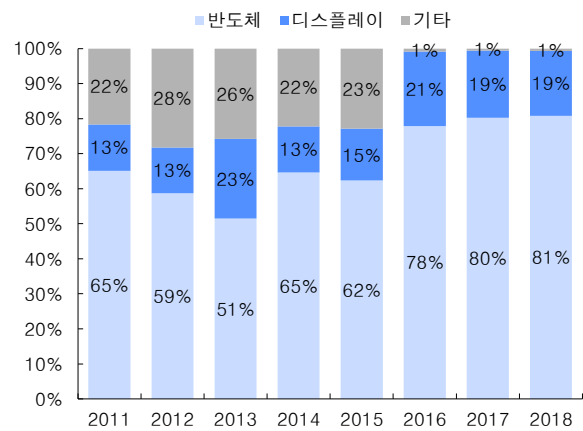
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 78. 매출액 및 영업이익 추이



자료: IBK투자증권

그림 79. 매출비중 추이



자료: IBK투자증권

표 28. 원익PS 수익 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2014	2015	2016F	2017F	2018F
연결매출액	92.1	52.5	95.6	108.5	119.0	116.8	138.6	139.0	413.3	454.7	348.8	513.4	586.3
반도체	87.0	35.9	62.6	86.3	91.2	94.6	108.0	118.0	267.1	283.3	271.8	411.8	473.6
디스플레이	5.1	14.0	32.9	22.2	27.4	21.6	29.8	20.0	54.4	67.3	74.1	98.8	108.7
기타	0.1	2.7	0.1	0.0	0.4	0.6	0.8	1.0	91.7	104.1	2.9	2.8	4.0
매출비중													
반도체	94%	68%	65%	80%	77%	81%	78%	85%	65%	62%	78%	80%	81%
디스플레이	5%	27%	34%	20%	23%	18%	22%	14%	13%	15%	21%	19%	19%
기타	0%	5%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	22%	23%	1%	1%	1%
영업이익	19.3	3.7	10.6	16.1	20.9	22.4	27.3	26.1	64.4	67.1	49.7	96.8	123.7
OPM	21.0%	7.1%	11.1%	14.8%	17.6%	19.2%	19.7%	18.8%	15.6%	14.8%	14.2%	18.9%	21.1%
세전이익	19.3	4.0	10.5	16.2	21.3	22.8	27.7	26.6	0.0	0.0	50.0	98.4	125.5
영업외손익	0.0	0.3	-0.1	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4	-64.4	-67.1	0.3	1.6	1.8
순이익	15.7	2.8	8.8	13.4	16.9	18.3	22.7	21.8	38.9	56.2	40.8	79.6	100.4
NPM	17.0%	5.4%	9.2%	12.4%	14.2%	15.6%	16.4%	15.7%	9.4%	12.4%	11.7%	15.5%	17.1%
지배순이익	15.7	2.8	8.8	13.4	16.9	18.3	22.7	21.8	38.9	56.2	40.8	79.6	100.4
EPS (원)											1,005	1,929	2,433
BPS (원)											4,904	5,360	5,968
QQ / YY													
매출액	-5%	-43%	82%	13%	10%	-2%	19%	0%	41%	10%	-23%	47%	14%
영업이익	218%	-81%	186%	51%	30%	7%	22%	-4%	119%	4%	-26%	95%	28%
순이익	165%	-82%	212%	52%	26%	8%	24%	-4%	134%	44%	-27%	95%	26%

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2016F	2017F	2018F
매출액	349	513	586
증가율(%)	~	47.2	14.2
매출원가	222	336	372
매출총이익	126	178	214
매출총이익률 (%)	36.2	34.6	36.5
판매비	77	81	91
판매비율(%)	22.0	15.8	15.4
영업이익	50	97	124
증가율(%)	~	94.8	27.8
영업이익률(%)	14.2	18.9	21.1
순금융손익	0	1	1
이자손익	0	1	1
기타	0	0	0
기타영업외손익	0	1	1
중속/관계기업손익	0	0	0
세전이익	50	98	126
법인세	10	19	25
법인세율	19.2	19.1	20.0
계속사업이익	40	80	100
중단사업손익	0	0	0
당기순이익	41	80	100
증가율(%)	~	95.3	26.1
당기순이익률 (%)	11.7	15.5	17.1
지배주주당기순이익	41	80	100
기타포괄이익	-1	0	-1
총포괄이익	24	24	24
EBITDA	61	116	140
증가율(%)	~	88.9	20.9
EBITDA마진율(%)	17.5	22.5	23.8

투자지표

(12월 결산)	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)			
EPS	1,005	1,929	2,433
BPS	4,904	5,360	5,968
DPS	0	0	0
밸류에이션(배)			
PER	22.6	11.8	9.3
PBR	4.6	4.2	3.8
EV/EBITDA	15.0	7.8	6.4
성장성지표(%)			
매출증가율	~	47.2	68.1
EPS증가율	~	26.1	142.2
수익성지표(%)			
배당수익률	0.0	0.0	0.0
ROE	20.1	36.0	44.8
ROA	15.2	27.9	31.4
ROIC	20.1	39.9	48.7
안정성지표(%)			
부채비율(%)	33.0	36.5	36.8
순차입금 비율(%)	-2.3	-15.3	-15.7
이자보상배율(배)	970.7	984.7	1,258.3
활동성지표(배)			
매출채권회전율	14.5	15.2	18.5
재고자산회전율	5.2	6.6	7.4
총자산회전율	1.3	1.7	1.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2016F	2017F	2018F
유동자산	138	160	185
현금및현금성자산	11	39	44
유가증권	0	0	0
매출채권	24	34	39
재고자산	67	77	91
비유동자산	131	142	152
유형자산	108	117	128
무형자산	12	14	13
투자자산	6	6	6
자산총계	269	302	337
유동부채	51	61	70
매입채무및기타채무	24	34	39
단기차입금	7	5	5
유동성장기부채	0	0	0
비유동부채	16	20	20
사채	0	0	0
장기차입금	0	0	0
부채총계	67	81	91
지배주주지분	202	221	246
자본금	21	21	21
자본잉여금	175	175	175
자본조정등	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0
이익잉여금	7	25	51
비지배주주지분	0	0	0
자본총계	202	221	246
비이자부채	60	75	86
총차입금	7	5	5
순차입금	-5	-34	-39

현금흐름표

(십억원)	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	29	60	35
당기순이익	41	80	100
비현금성 비용 및 수익	25	-10	-53
유형자산감가상각비	10	17	15
무형자산상각비	1	1	1
운전자본변동	-36	-10	-13
매출채권등의 감소	12	-10	-6
재고자산의 감소	-13	-10	-13
매입채무등의 증가	-28	10	6
기타 영업현금흐름	0	1	1
투자활동 현금흐름	-20	-33	-30
유형자산의 증가(CAPEX)	-15	-26	-25
유형자산의 감소	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	0
기타	-5	-7	-5
재무활동 현금흐름	2	-1	-1
차입금의 증가(감소)	0	0	0
자본의 증가	196	0	0
기타	-193	-1	-1
기타 및 조정	-1	2	0
현금의 증가	11	28	4
기초현금	0	11	39
기말현금	11	39	44

매수 (유지)

목표주가 12,000원
현재가 (11/15) 9,200원

KOSDAQ (11/15)	617.43pt
시가총액	444십억원
발행주식수	48,249천주
액면가	500원
52주 최고가	11,250원
최저가	6,050원
60일 일평균거래대금	5십억원
외국인 지분율	15.4%
배당수익률 (2016F)	0.0%

주주구성
황철주 외 4 인 27.78%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	2%	31%	53%
절대기준	-5%	14%	41%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	12,000	13,000	▼
EPS(16)	611	650	▼
EPS(17)	806	892	▼

주성엔지니어링 상대주가 (%)



주성엔지니어링 (036930)

제품 및 고객사 확대 기대

투자의견 매수, 목표가 12,000원 제시

투자의견 매수와 목표가 12,000원(17년 EPS 기준 PER 15배)을 제시한다. 장비 산업의 특성상 불확실성이 크지만, 제품군과 고객사가 확대될 가능성이 높다. 기대를 모았던 중국/대만으로의 OLED 장비 매출이 4분기~1분기 중 성과를 낼 것으로 기대한다. 또한, 반도체 주요 고객사인 SK하이닉스가 3D NAND 투자를 본격화하면서, 반도체 매출도 DRAM 장비 일변도에서 벗어날 수 있을 것으로 보인다.

2016년 4분기 실적 회복 기대

2016년 3분기까지의 실적은 시장 기대 수준에 미치지 못했다. 그러나, 3분기 중 대규모의 디스플레이 장비 수주가 연달아 있었기 때문에, 4분기 매출액은 크게 증가할 전망이다. 2016년 연간 실적은 매출 2,671억원(+52% YY), 영업이익 372억원(+144% YY), 순이익 295억원(+283%)로 예상된다. 매출 비중은 반도체 44%, 디스플레이가 48%를 차지할 것으로 추정된다.

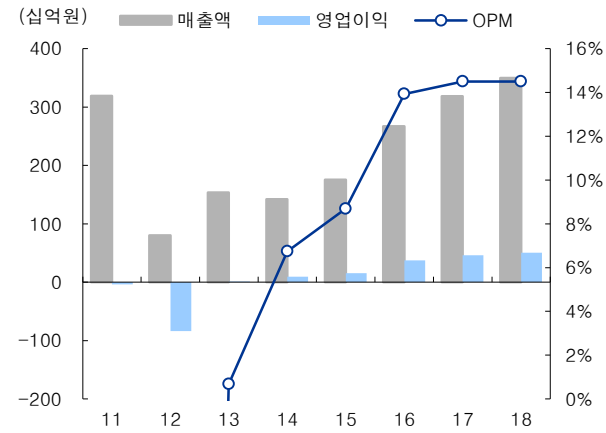
3D NAND 장비 매출로 2017년 실적 개선 기대

2017년 실적은 매출 3,183억원(+19% YY), 영업이익 462억원(+24%), 순이익 389억원(+32% YY)으로 예상된다. DRAM 일변도의 반도체 장비 매출이 3D NAND 장비로 확대될 가능성이 높다. 주요 고객사의 3D NAND 수율 안정화로 투자가 늘어날 것으로 보이기 때문이다. 디스플레이에서는 해외 고객으로의 매출이 증가할 것으로 기대된다. 반도체와 디스플레이 매출 비중은 각각 48%, 45%로 추정된다.

(단위:십억원배)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	142	176	267	318	350
영업이익	10	15	37	46	51
세전이익	-20	8	31	41	45
지배주주순이익	-21	8	29	39	41
EPS(원)	-462	160	611	806	842
증가율(%)	적지	흑전	282.7	31.8	4.5
영업이익률(%)	6.7	8.7	13.9	14.5	14.5
순이익률(%)	-14.8	4.4	11.0	12.2	11.6
ROE(%)	-20.5	7.0	24.9	31.7	30.6
PER	-7.2	49.3	15.3	11.6	11.1
PBR	1.5	3.3	3.5	3.4	3.3
EV/EBITDA	14.3	17.3	9.3	8.1	7.3

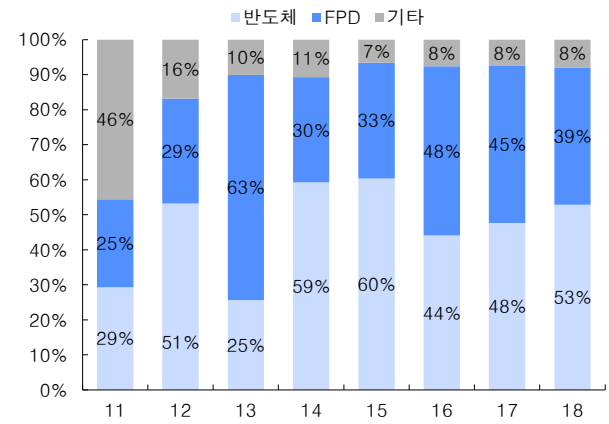
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 80. 매출액 및 영업이익 추이



자료: IBK투자증권

그림 81. 매출비중 추이



자료: IBK투자증권

표 29. 주성엔지니어링 수익 전망

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16F	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	34.1	41.3	51.7	48.6	54.3	69.6	62.9	80.3	142.0	175.6	267.1	318.3	349.9
반도체	26.8	31.0	29.4	18.8	41.8	28.0	31.0	17.0	83.2	106.0	117.8	151.7	184.9
FPD	2.0	8.1	20.2	27.7	8.8	37.1	26.0	57.0	42.2	58.0	128.9	142.6	137.0
기타	5.3	2.2	2.1	2.1	3.6	4.5	5.9	6.3	15.0	11.6	20.4	24.0	28.0
매출비중													
반도체	79%	75%	57%	39%	77%	40%	49%	21%	59%	60%	44%	48%	53%
FPD	6%	20%	39%	57%	16%	53%	41%	71%	30%	33%	48%	45%	39%
기타	15%	5%	4%	4%	7%	6%	9%	8%	11%	7%	8%	8%	8%
영업이익	0.7	1.9	8.7	3.9	8.0	9.3	8.2	11.6	9.6	15.3	37.2	46.2	50.7
OPM	2.2%	4.6%	16.8%	8.1%	14.7%	13.4%	13.1%	14.5%	6.7%	8.7%	13.9%	14.5%	14.5%
세전이익	-1.1	0.6	7.6	0.6	6.8	7.2	6.5	10.4	-19.7	7.8	30.9	41.2	45.1
영업외손익	-1.9	-1.3	-1.1	-3.3	-1.2	-2.1	-1.8	-1.2	-29.2	-7.5	-6.3	-5.0	-5.6
순이익	-1.1	0.6	7.6	0.6	6.8	6.7	6.3	9.7	-21.1	7.7	29.5	38.9	40.6
NPM	-3.2%	1.5%	14.7%	1.2%	12.5%	9.7%	10.0%	12.0%	-14.8%	4.4%	11.0%	12.2%	11.6%
지배순이익	-1.1	0.6	7.6	0.6	6.8	6.7	6.3	9.7	-21.1	7.7	29.5	38.9	40.6
EPS (원)									-462	160	611	806	842
BPS (원)									2,218	2,365	2,688	2,724	2,823
QQ / YY													
매출액	-12%	21%	25%	-6%	12%	28%	-10%	28%	-8%	24%	52%	19%	10%
영업이익	-86%	157%	358%	-55%	104%	16%	-11%	41%	820%	60%	144%	24%	10%
순이익	NA	NA	1129%	-93%	1111%	-1%	-6%	53%	-42%	-137%	283%	32%	4%

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	142	176	267	318	350
증가율(%)	-7.6	23.7	52.1	19.2	9.9
매출원가	87	98	160	199	222
매출총이익	55	77	107	119	128
매출총이익률 (%)	39.0	44.0	40.2	37.5	36.5
판매비	46	62	67	73	77
판매비율(%)	32.2	35.3	25.0	23.0	22.0
영업이익	10	15	37	46	51
증가율(%)	819.1	59.5	143.5	24.1	9.9
영업이익률(%)	6.7	8.7	13.9	14.5	14.5
순금융손익	-30	-11	-8	-7	-8
이자손익	-10	-7	-2	-2	-2
기타	-20	-4	-6	-5	-6
기타영업외손익	1	2	1	2	1
중속/관계기업손익	0	1	1	0	1
세전이익	-20	8	31	41	45
법인세	1	0	1	2	5
법인세율	-7.1	1.1	4.4	5.6	10.0
계속사업이익	-21	8	29	39	41
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-21	8	29	39	41
증가율(%)	적지	흑전	283.1	31.8	4.5
당기순이익률 (%)	-14.8	4.4	11.0	12.2	11.6
지배주주당기순이익	-21	8	29	39	41
기타포괄이익	10	-1	1	0	1
총포괄이익	-11	7	31	74	49
EBITDA	20	26	48	57	61
증가율(%)	86.8	26.2	88.6	17.0	8.2
EBITDA마진율(%)	14.3	14.6	18.2	17.8	17.5

투자지표

(12월 결산)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	-462	160	611	806	842
BPS	2,218	2,365	2,688	2,724	2,823
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-7.2	49.3	15.3	11.6	11.1
PBR	1.5	3.3	3.5	3.4	3.3
EV/EBITDA	14.3	17.3	9.3	8.1	7.3
성장성지표(%)					
매출증가율	-7.6	23.7	52.1	19.2	9.9
EPS증가율	적지	흑전	282.7	31.8	4.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-20.5	7.0	24.9	31.7	30.6
ROA	-6.2	2.5	9.5	12.2	12.2
ROIC	-9.6	3.8	16.1	22.9	24.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	183.4	169.4	139.2	148.1	147.5
순차입금 비율(%)	120.9	56.7	0.7	6.9	-3.4
이자보상배율(배)	1.0	2.2	15.3	17.4	19.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.8	10.2	8.8	11.1	7.2
재고자산회전율	2.7	3.5	5.7	5.8	6.8
총자산회전율	0.4	0.6	0.9	1.0	1.1

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	116	133	147	164	181
현금및현금성자산	15	30	40	36	43
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	17	18	44	40	53
재고자산	49	52	44	59	59
비유동자산	188	174	163	162	156
유형자산	140	133	128	123	118
무형자산	13	15	12	11	9
투자자산	23	20	19	21	22
자산총계	303	308	310	326	337
유동부채	177	145	118	137	138
매입채무및기타채무	31	41	51	68	71
단기차입금	119	74	41	37	34
유동성장기부채	17	18	0	8	4
비유동부채	19	49	62	57	63
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	8	2	0	0	0
부채총계	196	193	181	195	201
지배주주지분	107	114	130	131	136
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	146	146	146	146	146
자본조정등	1	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	12	12	13	12	12
이익잉여금	-76	-68	-54	-51	-47
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	107	114	130	131	136
비이자부채	52	99	140	150	163
총차입금	144	94	41	45	38
순차입금	129	65	1	9	-5

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	40	30	51	-20	2
당기순이익	-21	8	29	39	41
비현금성 비용 및 수익	47	36	16	-64	-25
유형자산감가상각비	10	9	8	8	8
무형자산상각비	1	2	3	2	3
운전자본변동	24	-8	8	7	-11
매출채권등의 감소	36	-10	-15	5	-13
재고자산의 감소	7	-3	8	-14	-1
매입채무등의 증가	-16	10	15	16	3
기타 영업현금흐름	-10	-6	-2	-2	-2
투자활동 현금흐름	-6	-5	-6	-7	-7
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-1	-3	-3	-3
유형자산의 감소	1	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-6	-4	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	1	-1	0	0	0
기타	1	0	-3	-3	-4
재무활동 현금흐름	-44	-10	-35	22	11
차입금의 증가(감소)	-2	-6	-2	0	0
자본의 증가	21	0	0	0	0
기타	-63	-4	-33	22	11
기타 및 조정	0	0	0	1	0
현금의 증가	-10	15	9	-4	7
기초현금	24	15	31	40	36
기말현금	15	30	40	36	43

매수 (유지)

목표주가 22,000원
현재가 (11/15) 16,200원

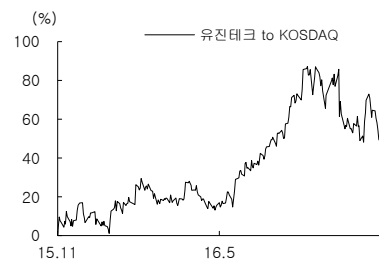
KOSDAQ (11/15) 617.43pt
시가총액 371십억원
발행주식수 22,916천주
액면가 500원
52주 최고가 22,200원
최저가 11,330원
60일 일평균거래대금 5십억원
외국인 지분율 33.1%
배당수익률 (2016F) 0.0%

주주구성
업평용 외 15 인 37.91%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-5%	30%	53%
절대기준	-12%	14%	41%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	22,000	24,000	▼
EPS(16)	1,478	1,583	▼
EPS(17)	1,476	1,616	▼

유진테크 상대주가 (%)



유진테크 (084370)

숨고르기 후, 성장엔진 재시동

투자의견 매수, 목표가 22,000원

투자의견 매수를 유지하고, 목표가를 22,000원(2017년 EPS 기준 PER 15배)으로 소폭 하향한다. 플라스마 트리트먼트 장비 매출이 다소 줄어들 리스크가 있어 2017년 실적 개선폭은 당초 기대만큼 크지 않을 것으로 보인다. 그러나, 해외 유력 업체가 신규 고객으로 추가될 가능성이 높아, 중장기 성장 추세는 이어질 전망이다. 주가 약세시 비중확대를 권고한다.

2016년 실적은 상고하저 패턴

3분기에 이어 4분기 실적도 다소 부진할 전망이다. 2016년 연간 실적은 매출 1,422억원(+50% YY), 영업이익 394억원(+112% YY), OPM 27.7%), 순이익 327억원(+62% YY)로 지난해 대비 대폭 개선될 것으로 보인다. 장비의 매출 비중은 LPCVD 43%, 플라스마 장비 48%, 기타가 8%를 차지할 전망이다.

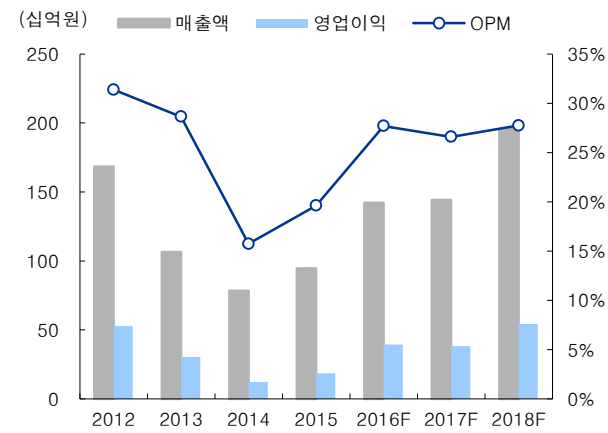
2017년도 주춤할 것으로 보이나, 2018년은 개선 폭 커질 듯

2015년~2016년 큰 폭의 매출 성장세를 기록했던 플라스마 트리트먼트 장비 매출은 다소 주춤할 가능성이 있다. 이에 따라, 2017년 실적은 매출 1,443억원, 영업이익 384억원, 순이익 327억원에 그칠 것으로 보여, 실적 개선세가 주춤할 것으로 전망된다. 그러나, 고객 확대 효과로 인해 2018년 실적은 매출 1,954억원, 영업이익 542억원, 순이익 454억원으로 큰 폭으로 개선될 전망이다.

(단위:십억원 배)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	78	95	142	144	195
영업이익	12	19	39	38	54
세전이익	16	21	42	41	57
지배주주순이익	16	20	33	33	46
EPS(원)	678	892	1,478	1,476	2,047
증가율(%)	-59.5	31.6	65.6	-0.1	38.6
영업이익률(%)	15.7	19.6	27.7	26.6	27.7
순이익률(%)	19.1	21.2	23.0	22.6	23.2
ROE(%)	9.4	11.5	17.7	16.8	21.5
PER	23.8	14.6	11.0	11.0	0.0
PBR	2.1	1.6	1.8	1.7	0.0
EV/EBITDA	16.2	7.1	2.5	2.4	0.0

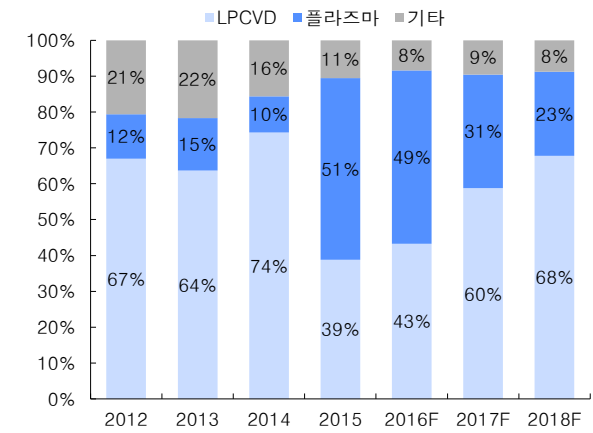
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 80. 매출액 및 영업이익 추이



자료: IBK투자증권

그림 81. 매출비중 추이



자료: IBK투자증권

표 30. 유진테크 수익전망

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16F	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	16.8	31.8	32.9	13.2	54.0	40.7	29.2	18.2	78.4	94.7	142.2	144.3	195.4
LPCVD	12.3	8.3	14.6	1.6	23.7	17.7	12.5	7.6	58.2	36.8	61.5	84.8	132.5
플라스마	3.2	21.3	15.1	8.3	27.7	20.6	13.5	7.0	7.9	47.9	68.8	45.8	45.8
기타장비	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
파츠/자회사	1.3	2.2	3.2	3.3	2.7	2.5	3.2	3.6	12.3	10.0	11.9	13.8	17.2
매출비중													
LPCVD	73%	26%	44%	12%	44%	43%	43%	42%	74%	39%	43%	59%	68%
플라스마	19%	67%	46%	63%	51%	51%	46%	38%	10%	51%	48%	32%	23%
기타장비	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
파츠/자회사	8%	7%	10%	25%	5%	6%	11%	20%	16%	11%	8%	10%	9%
영업이익	2.4	7.7	8.7	-0.2	14.9	11.6	8.5	4.4	12.3	18.6	39.4	38.4	54.2
OPM	14.5%	24.2%	26.4%	-1.8%	27.6%	28.5%	29.1%	24.0%	15.7%	19.6%	27.7%	26.6%	27.7%
세전이익	4.3	8.3	9.7	-1.3	15.5	12.0	9.1	4.9	15.8	20.9	41.6	41.5	57.2
영업외손익	1.8	0.6	1.0	-1.0	0.6	0.4	0.6	0.6	3.4	2.3	2.2	3.1	3.0
순이익	3.6	6.7	7.6	2.2	12.0	9.4	7.1	4.2	15.0	20.1	32.7	32.7	45.4
NPM	22%	21%	23%	16%	22%	23%	24%	23%	19%	21%	23%	23%	23%
지배순이익	3.7	6.8	7.7	2.2	12.1	9.5	7.2	4.3	15.5	19.8	33.1	33.0	45.8
EPS (원)									715	914	1,478	1,476	2,047
BPS (원)									7,924	8,164	9,045	9,438	9,964
QQ / YY													
매출액	12%	89%	4%	-60%	309%	-25%	-28%	-38%	-26%	21%	50%	2%	35%
영업이익	NA	215%	13%	NA	NA	-22%	-27%	-49%	-60%	51%	112%	-3%	41%
순이익	36%	85%	14%	-72%	456%	-21%	-25%	-40%	-61%	35%	62%	0%	39%

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	78	95	142	144	195
증가율(%)	-26.3	20.8	50.2	1.5	35.4
매출원가	41	50	75	69	94
매출총이익	37	44	68	75	101
매출총이익률 (%)	47.5	46.9	47.6	51.9	51.9
판매비	25	26	28	36	47
판매비율(%)	31.8	27.3	19.9	25.3	24.1
영업이익	12	19	39	38	54
증가율(%)	-59.5	50.6	112.1	-2.5	41.2
영업이익률(%)	15.7	19.6	27.7	26.6	27.7
순금융손익	3	2	2	3	3
이자손익	3	2	2	3	3
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	0	0	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	16	21	42	41	57
법인세	1	1	9	9	12
법인세율	5.0	3.7	21.5	21.2	20.6
계속사업이익	15	20	33	33	45
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	15	20	33	33	45
증가율(%)	-60.5	34.5	62.4	0.0	39.0
당기순이익률 (%)	19.1	21.2	23.0	22.6	23.2
지배주주당기순이익	16	20	33	33	46
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
총포괄이익	14	20	32	42	60
EBITDA	14	22	43	42	58
증가율(%)	-54.9	56.1	95.1	-2.4	37.8
EBITDA마진율(%)	18.2	23.5	30.5	29.4	29.9

투자지표

(12월 결산)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	678	892	1,478	1,476	2,047
BPS	7,512	7,970	9,041	9,438	9,964
DPS	150	200	250	300	300
밸류에이션(배)					
PER	23.8	14.6	11.0	11.0	0.0
PBR	2.1	1.6	1.8	1.7	0.0
EV/EBITDA	16.2	7.1	2.5	2.4	0.0
성장성지표(%)					
매출증가율	-26.3	20.8	50.2	1.5	35.4
EPS증가율	-59.5	31.6	65.6	-0.1	38.6
수익성지표(%)					
배당수익률	1.0	1.5	0.0	0.0	0.0
ROE	9.4	11.5	17.7	16.8	21.5
ROA	7.7	10.2	14.7	13.4	17.8
ROIC	34.7	43.7	-337.5	-53.8	-76.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	10.3	9.6	19.8	15.1	19.1
순차입금 비율(%)	-69.9	-72.6	-129.7	-126.6	-124.9
이자보상배율(배)	6,631.3	32,751.3	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.3	14.4	11.8	32.3	14.7
재고자산회전율	10.5	12.7	26.1	17.2	29.4
총자산회전율	0.4	0.5	0.7	0.6	0.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	142	150	187	185	205
현금및현금성자산	32	43	160	157	160
유가증권	89	91	104	112	120
매출채권	12	1	12	8	14
재고자산	7	8	4	9	9
비유동자산	49	52	56	59	62
유형자산	36	37	41	44	47
무형자산	9	10	10	10	9
투자자산	2	3	3	3	3
자산총계	191	202	244	244	267
유동부채	16	16	37	30	40
매입채무및기타채무	7	9	13	13	18
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1	2	3	3	3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	18	18	40	32	43
지배주주지분	172	183	202	211	223
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	5	4	4	4	4
자본조정등	-2	-9	-9	-9	-9
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	159	176	196	205	216
비지배주주지분	1	1	1	1	1
자본총계	173	184	203	212	224
비이자부채	17	18	40	32	43
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-121	-134	-264	-269	-280

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	10	36	55	38	55
당기순이익	15	20	33	33	45
비현금성 비용 및 수익	4	7	21	2	9
유형자산감가상각비	2	2	2	2	2
무형자산상각비	0	2	2	2	2
운전자본변동	-8	6	0	0	-2
매출채권등의 감소	6	11	-12	5	-7
재고자산의 감소	2	-1	4	-5	0
매입채무등의 증가	-11	1	7	0	5
기타 영업현금흐름	-1	2	2	3	3
투자활동 현금흐름	-20	-15	-29	-35	-45
유형자산의 증가(CAPEX)	-4	-3	-4	-4	-4
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-5	-5	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	-10	-7	-24	-31	-41
재무활동 현금흐름	-3	-10	-4	-5	-7
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	1	0	0	0
기타	-3	-10	-4	-5	-7
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	-12	11	22	-3	3
기초현금	44	32	139	160	157
기말현금	32	43	160	157	160

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2015.10.01~2016.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	112	90.3
중립	12	9.7
매도	0	0.0

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

삼성전자 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2014.12.21	매수	1,600,000원	2016.01.28	매수	1,480,000원
	2015.01.29	매수	1,700,000원	2016.04.01	매수	1,520,000원
	2015.03.31	매수	1,800,000원	2016.05.10	매수	1,550,000원
	2015.05.29	매수	1,750,000원	2016.06.06	매수	1,650,000원
	2015.06.16	매수	1,670,000원	2016.07.04	매수	1,730,000원
	2015.07.07	매수	1,570,000원	2016.08.17	매수	1,800,000원
	2015.07.30	매수	1,500,000원	2016.10.06	매수	1,900,000원
	2015.08.07	매수	1,460,000원	2016.10.12	매수	1,800,000원
	2015.10.07	매수	1,500,000원	2016.10.27	매수	1,850,000원
	2015.10.29	매수	1,750,000원	2016.11.15	매수	1,850,000원
	2016.01.10	매수	1,540,000원			
	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2014.11.17	매수	64,000원	2016.09.06	매수	48,000원
	2015.06.16	매수	61,000원	2016.10.03	매수	55,000원
	2015.07.23	매수	54,000원	2016.11.15	매수	53,000원
	2015.08.07	매수	46,000원			
	2015.10.22	매수	43,000원			
	2016.01.11	매수	38,000원			
	2016.03.15	매수	36,000원			
	2016.05.10	매수	34,000원			
	2016.06.14	매수	36,000원			
	2016.07.26	매수	39,000원			

LG전자 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2014.11.21	매수	84,000원	2016.08.04	매수	70,000원
	2014.12.23	매수	75,000원	2016.10.04	매수	64,000원
	2015.02.01	중립	-	2016.11.15	매수	64,000원
	2015.12.21	매수	63,000원			
	2016.01.26	매수	70,000원			
	2016.02.22	매수	74,000원			
	2016.03.22	매수	78,000원			
	2016.04.11	매수	82,000원			
	2016.05.10	매수	78,000원			
	2016.06.03	매수	74,000원			
SK머티리얼즈 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2016.04.21	매수	170,000원			
	2016.10.11	매수	180,000원			
	2016.11.15	매수	190,000원			
원익IPS 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2016.11.15	매수	29,000원			
주성엔지니어링 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2015.11.10	매수	8,000원			
	2016.03.29	매수	11,000원			
	2016.10.11	매수	13,000원			
	2016.11.15	매수	12,000원			

