

2016. 10. 4

반도체 Overweight

디스플레이 Overweight

전기전자 Neutral

이베스트 생각 시리즈 1

Analyst 어규진  
02 3779 8425  
kjsyndrome@ebestsec.co.kr

“

어규진's  
생각

나는 생각한다  
고로 반도체다

”



이베스트투자증권 IT담당 **어규진**입니다.

이베스트투자증권은 금번 생각시리즈를 통하여  
담당 섹터에 대한 각 애널리스트의 의견을 가감없이 분석해 보았습니다.  
그 첫 번째로 IT업황에 대한 어규진의 생각을 정리해 보았습니다.

결론부터 말씀 드리면

IT대형주에 대한 투자우선 순위는 반도체 > 디스플레이 > 전기전자  
IT중소형주에 대한 투자 우선 순위는 소재 > 장비 > 부품입니다.

2016년 IT업황의 최고 화두는 3D NAND와 플렉서블 OLED입니다.  
3D NAND는 서버, SSD, 고사양 스마트폰 등 수요가 급격히 증가하고 있으며  
이런 시장 성장에 대응하고자 삼성전자는 대규모 신규라인 투자를 집행 중입니다.  
플렉서블 OLED는 2017년 애플 아이폰 탑재에 따른 수요 급증이 예상되고  
그에 따른 삼성디스플레이의 대규모 증설이 진행되고 있습니다.

3D NAND 호재와 DRAM 턴어라운드로 반도체 업황은 2017년까지  
실적개선세가 이어진다고 판단되는바  
**삼성전자, SK하이닉스**를 **대형주 Top pick**으로 제시합니다.

3D NAND 및 플렉서블OLED 신규라인 증설에 따른 장비업체 수주 증가로  
에스에프에이, 원익IPS, AP시스템을 다크호스로 추천 드리고,  
실적의 연속성 측면에서 매력적인 소재업체를 소형주 Top pick으로 제시 드립니다.  
이는 특수가스업체 SK머티리얼즈와 에천트업체 솔브레인입니다.

감사합니다.

# 어규진's 생각 연구

## 이베스트 생각 시리즈 1

반도체 Overweight

디스플레이 Overweight

전기전자 Neutral

# CONTENTS

Part I	어규진의 생각	4
Part II	어규진의 판단	7
Part III	종목별 투자 의견	22
	<b>종목분석</b>	<b>27</b>
Top Picks	■ 삼성전자 (005930)	28
	■ SK하이닉스 (000660)	34
	■ SK머티리얼즈 (036490)	38
	■ 솔브레인 (036830)	43
	<b>목표주가 및 투자 의견 변경</b>	
	■ 에스에프에이 (056190)	47
	■ 원익IPS (240810)	50
	■ AP시스템 (054620)	53
	■ 삼성SDI (006400)	56
	■ 실리콘웍스 (108320)	60

# Part I

반도체/디스플레이/전기전자

## 생각의 틀

### 반도체 맑음

2016년 3D NAND 수요 증가와 DRAM 턴어라운드 기록  
2017년 메모리 호황기 지속 전망

### 디스플레이 겹

2016년 LCD패널가격 반등 성공, 업황 개선  
OLED패널 지속 맑은 업황 유지

### 전기전자/배터리 흐림

2016년 세트 판매 성장 제한, 부품 수익성 부진  
중국 배터리 보조금 이슈로 업황 부진

### 장비/소재 맑음

3D NAND, 플렉서블 OLED 대규모 투자로 수주 급증  
신규라인 투자에 따른 소재 공급 증가



# 반도체, 내년은 더 좋다

## 반도체, 디스플레이에 대한 생각

반도체 업황에 대한 생각은 맑음으로 대형주 중 가장 우선순위의 투자의견을 제시한다. 특히 최근 NAND부분에서 서버, SSD, 고용량 스마트폰 등 3D NAND에 대한 수요가 급격히 증가하고 있고, 그에 따른 삼성전자를 필두로 한 대규모 3D NAND 투자가 본격화 되면서 2017년까지 NAND 업황은 활황이 될 전망이다. 또한 3D NAND에 집중된 투자로 상대적으로 DRAM투자가 제한적인 가운데, 고성능 DRAM 수요 증가와 재고 정상화, 그에 따른 DRAM가격 상승 등의 영향으로 DRAM업황도 개선될 전망이다. 이에 반도체 부분을 가장 우선순위의 투자의견으로 제시한다.

2016년 초반까지 흐렸던 디스플레이 업황도 점차 개선되고 있다. 중국 8세대 신규라인 증설이 점차 마무리 국면에 접어드는 상황에서 대면적, 고해상도 패널 수요는 점진적으로 증가하고 있다. 또한 충분히 낮아진 패널가격은 추가적인 하향압력 보다는 반등에 민감한 모습을 보이면서 하반기 성수기 시즌 진입과 함께 패널가격 상승과 업황 개선이 진행되고 있다. 또한 OLED패널 업황은 중소형과 대형 모두 꾸준한 수요 성장과 함께 2017년까지 맑은 업황이 지속될 전망이다.

표1 반도체/디스플레이

업종	사업부분	Key Indicator	종목
<b>반도체</b> 	DRAM	- 20nm/ 18nm 미세화 진척 속도 - 업체별, 투자 규모 - 신제품 DRAM 채용 용량 증가 속도 - DRAM 가격 Trend	- SEC - SKH
	NAND	- 스마트폰 NAND 용량 확대속도 - Server/SSD 수요 증가 폭과 고용량 스마트폰 3D NAND 채택 - 3D NAND 단수 증가와 수율 - NAND 가격 Trend	- SEC - SKH
	System LSI	- 14nm 핀셋 확대 적용 속도 - 외부 고객 확대 - 해외 주요 거래선 판운드리 적용 비중	- SEC
<b>디스플레이</b> 	LCD	- 대면적 TV 수요 증가 폭 - 중국 로컬 신규라인 증설 속도 - 패널가격 Trend	- LGD - SDC
	OLED	- 중소형 OLED 수요 증가 속도 - F-OLED 투자 규모 - OLED TV 시장 침투율	- LGD - SDC



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 전기/전자, 장비/소재에 대한 생각

전기/전자 업황에 대한 생각은 흐림으로 IT업종 투자의견 우선순위에서 가장 후 순위라고 판단된다. 스마트폰 판매 의존도가 높은 전자부품 부분에서도 스마트폰의 성장세가 둔화된 가운데 디스플레이 해상도 및 카메라 화소수의 진화 속도가 예전만 못하면서 전반적인 업황 부진이 예상된다. 듀얼카메라, 지문인식 정도가 향후 대중화 가능성이 큰 먹거리가 될 것으로 판단된다. 배터리 부분은 상황이 더욱 안 좋다. 이미 글로벌 선두 위치를 차지하고 있는 중국은 최근 보조금 인증에서 한국업체를 제외했으며 아직 5차 인증도 이루어 지고 있지 않다. 또한 한국업체가 주로 사용하는 삼원계(NCM) 계열의 양극활 물질 사용 금지 등의 이슈 발생으로 아직까지 어려운 업황이 이어지고 있다.

중소형 업체로서 IT장비/소재의 업황은 맑다. 특히 삼성전자의 3D NAND, 플렉서블 OLED패널의 대규모 신규 투자로 그에 관련된 반도체, 디스플레이 장비 업체의 실적은 급격히 개선되고 있다. 관련 업체들의 수주는 이미 연초부터 대규모로 발생하고 있고, 매출인식은 올해 하반기부터 점진적으로 발생하며 분기 최대 실적을 지속 갱신할 전망이다. 장비업체는 3D NAND 민감도, 중국 OLED패널 공급 등이 우선순위로 판단된다. 소재업체는 신규라인 가동까지 꾸준히 실적 성장이 이어지고, 마찬가지로 3D NAND, 플렉서블 OLED패널향 소재 공급이 많은 업체 중심으로 투자의견 우선순위를 제시한다.

표2 전기/전자 그리고 장비/소재

업종	사업부분	Key Indicator	종목
 전기/전자	부품	- 스마트폰(업체별/지역별) 판매 추이 - 하드웨어 spec 상황 추이 - 신기술 (Dual 카메라, 지문인식 등) 채택 범위	- SEMCO - LGI
	가전	- TV 판매량 추이 - 백색가전(냉장고/에어컨) 판매추이	- LGE - SEC
	배터리	- 중국 보조금 인증 여부 - 삼원계 양극활 물질 (중국) 적용 여부 - 전기차 판매 속도	- SDI - LGC
 장비/소재	반도체	- 3D NAND 투자 규모 및 속도 - DRAM 투자 규모 및 속도 - 적용 공정 변화	원익IPS 유진테크 SKM 솔브레인 원익머트리얼즈 S&S T 케이씨텍
	디스플레이	- 플렉서블 OLED 투자 규모 및 속도 - 중국 OLED/LCD 투자 규모 및 속도	APS, SFA 비아트론, 테라세미콘

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

# Part II

반도체/디스플레이/전기전자

## 어규진의 판단

### 대형주 투자 우선순위

반도체 > 디스플레이 > 전기전자/배터리

반도체 시장은 3D NAND시장 개화와 DRAM 턴어라운드  
2017년 까지 업황호조 이어질 전망

디스플레이는 제한적인 업황개선 전망

반면 배터리는 중국 보조금 이슈 등으로 부진한 흐름 전망

### 중소형주 투자 우선순위

소재 > 장비 > 부품

3D NAND, 플렉서블OLED 대규모 투자로 소재, 장비 실적 호조

호실적의 연속성 측면에서 장비 보다는 소재를 선호

IT부품은 세트판매 부진으로 어려운 업황 지속 전망

## 반도체와 IT소재

### 대형주 투자 우선순위

#### 반도체 > 디스플레이 > 전기/전자/배터리

앞서 살펴 본 것 처럼 IT업황에 대한 투자의견은 반도체를 최 우선으로 판단하고 있다. 3D NAND의 경우 2017년 삼성전자 평택 신규라인 증설까지 대규모로 빠르게 진행되고 있는 상황이고, DRAM의 경우도 2017년 업체들의 제한적인 투자 집행과 수급개선, 그에 따른 DRAM가격 상승이 지속되며 업황 호조세가 지속될 전망이다.

디스플레이의 경우 패널가격 반등에 따른 업황 개선이 진행중이고, 2017년 상반기까지 개선 추세는 이어질 전망이다. 다만, 중국 패널업체의 초대면적 LCD패널 투자가 2018년 이후 집행되면서 중장기적 LCD패널 업황은 우려감이 공존하고 있다. 반면, OLED패널의 경우는 중소형 플렉서블 OLED와 대면적 TV용 OLED 모두 2017년까지 업황 호조세가 이어질 전망이다.

전기전자, 배터리의 경우 IT대형주 투자의견은 가장 후 순위다. 특히 배터리의 경우 중국 보조금 인증 이슈, 중국 전기버스 삼원계 양극활 물질 적용 이슈 등 아직 풀어야 될 매듭이 있다고 판단되는바 현 시점에서 보수적 접근을 권고한다.

### 중소형주 투자 우선순위

#### 소재 > 장비 > 부품

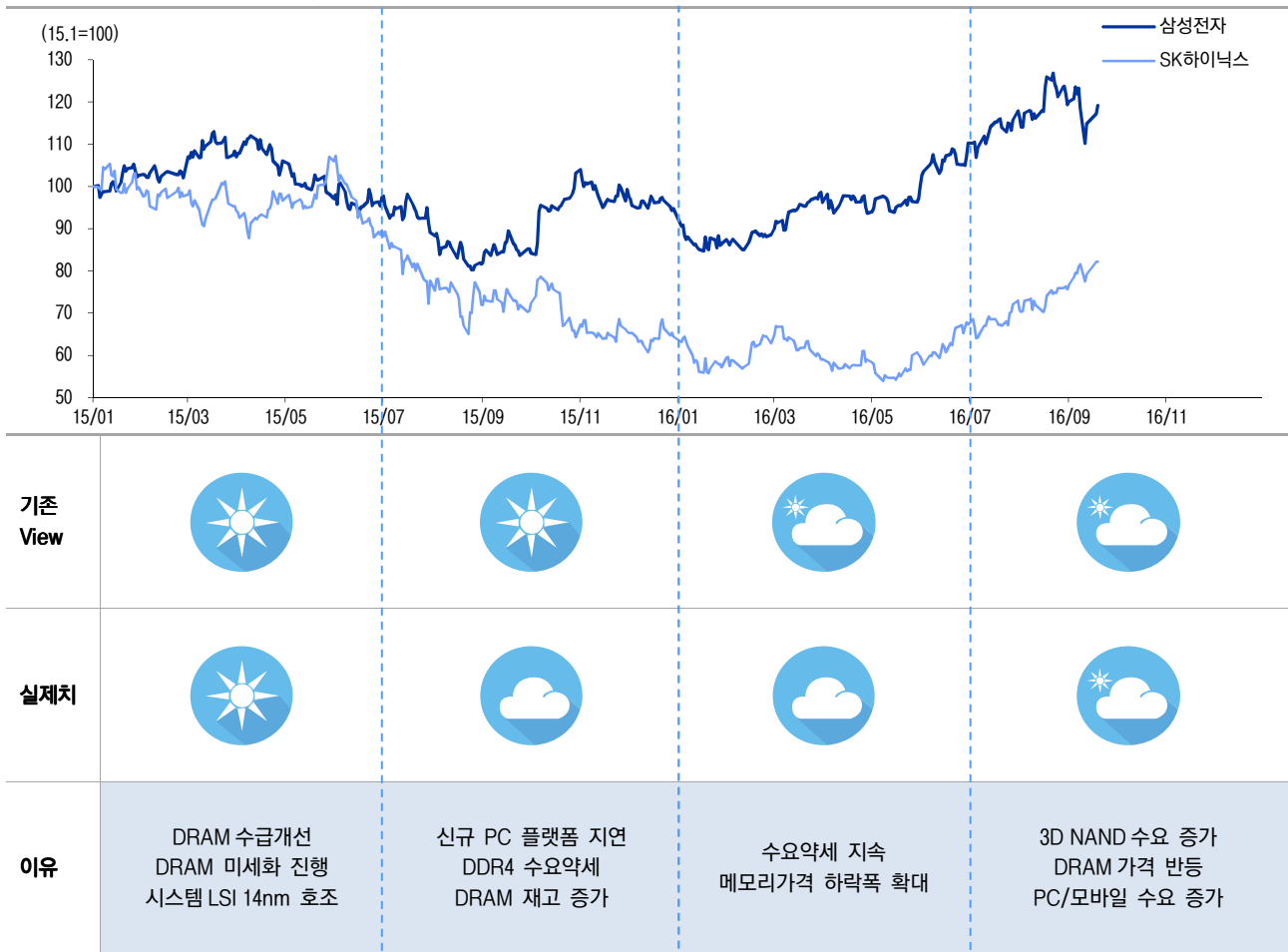
IT 대형주에 대한 투자의견이 반도체가 우선순위인 만큼 그에 따른 소재, 장비 업체의 업황도 호조세를 이어질 전망이다. 또한 반도체, 디스플레이 모두 사업을 영위하는 업체들이 많은 만큼 3D NAND, 플렉서블 OLED패널 투자에 따른 이들 업체의 실적호조세는 지속될 전망이다. 단 소재업체의 경우는 신규라인의 증설 외에도 기존라인의 가동율 상승과 스텝수 증가 등의 수혜를 받을 수 있으므로 현 주가에서 실적의 연속성 측면에서는 장비업체 보다는 소재업체의 투자의견 우선순위가 더 높다고 판단된다.

반면 부품업체의 경우는 전방산업 부진의 영향으로 실적 개선세를 낙관하기는 어려울 것으로 판단된다. 듀얼카메라, 지문인식, VR 등 성장하는 아이템도 존재하지만, 기존 사업의 수익성 부진이 실적에는 더 영향을 끼칠 전망이다. 이에 IT부품 중소형주에 대해서도 보수적인 접근을 권고한다.



## 1. 반도체 업황 View history 점검 & 조정

그림1 반도체 - View History 점검 & 조정












자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2015년 반도체 업황은 전형적인 상고하저의 흐름을 기록하였다. 2015년 PC용 DDR4 수요 증가와 그에 따른 삼성전자의 20nm대 DRAM 미세화 투자로 DRAM 업황 개선이 기대되었지만, PC수요 약세와 그에 따른 인텔의 신규 6세대 스카이레이크 출시 지연 등의 영향으로 DDR4 수요가 예상만큼 증가하지 않았다. 결국 2015년 하반기~2016년 상반기 DRAM 재고 증가와 가격 하락폭이 이베스트 추정치 대비 확대되면서 반도체 업체의 주가는 예상대비 크게 하락하였다.

반면 2016년 중반 이후 서버, SSD 중심의 3D NAND수요 확대와 DRAM재고 축소, 신규 IT제품 출시 등의 영향으로 메모리가격은 상승추세에 진입하였고, 이베스트 추정치와 유사하게 업황과 주가는 반등에 성공하였다. 특히 3D NAND 중심의 업황 개선이 빠르게 진행 되었고, DRAM업황도 주요 3업체의 보수적인 투자 계획에 따른 가격 상승과 업황 개선세가 진행되고 있다.

표3 향후 전망 : 2016.2H ~ 2017 전망

전망	2016.2H	2017.1H	2017.2H	업체
DRAM				SEC SKH
NAND				SEC SKH
시스템 LSI				SEC

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

앞서 살펴 본 것처럼 IT업황에 대한 투자 의견은 반도체가 최 우선이다. 삼성전자는 2016년 하반기 기존 16라인 및 17라인의 3D NAND 신규 및 전환투자를 시작으로 2017년 평택 신규라인 증설까지 3D NAND에 대한 대규모 투자를 집행할 계획이다. 또한 삼성전자뿐 아니라 SK하이닉스를 포함한 글로벌 경쟁업체들의 3D NAND투자도 2017년 이후 본격화될 전망이다. 그럼에도 고성능 SSD, 서버, 고용량 스마트폰 등 3D NAND 수요 증가세는 공급증가세를 앞질러 2016년, 2017년 글로벌 NAND 공급/수요 비중은 1%대 이하를 기록하며 견조한 수급밸런스를 유지할 전망이다. 이에 2017년 까지 반도체 업황은 맑은 상태를 이어갈 전망이다.

NAND에 비해 상대적으로 약하긴 하지만 DRAM 또한 점진적인 업황 개선세가 진행될 전망이다. 이는 주요 메모리 업체들이 3D NAND에 집중된 투자집행으로 상대적으로 신규라인 증설이 제한되는 상황에서 공정미세화를 통한 공급증가만이 예상되는 반면, 수요는 견조한 DRAM 채널 재고 상황에서 성수기 진입에 따른 PC 및 스마트폰 수요 증가세가 발생하면서 2017년 공급/수요 비중은 2%대 수준을 유지하며 점진적으로 개선될 것으로 판단되기 때문이다.

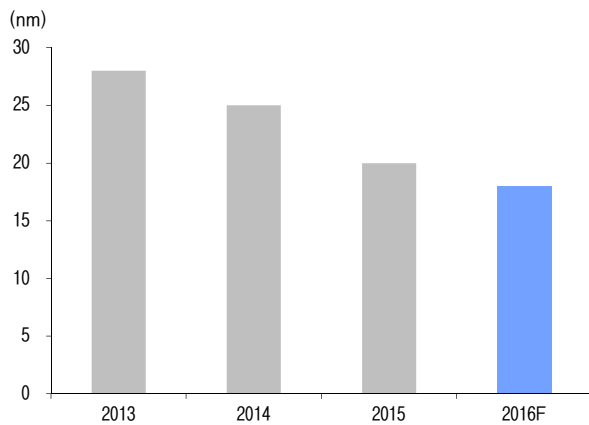
반면 시스템LSI의 경우 파운드리 고객 확대 및 14nm 핀셋 기술 적용 확대로 점진적인 개선이 기대되고, 개선 강도는 내년 하반기 이후 본격화 될 것으로 판단되지만, 상대적으로 메모리 반도체 대비 업황 반등은 후행 될 것으로 판단된다.

표4 국내 반도체 업체 투자 전망

업체	제품	Fab	내용	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
삼성전자	DRAM	17	migration	■							
	NAND	16 3D	전환		■						
		시안	단수증가			■					
		17 3D	신규 1차				■				
	평택 3D	신규 1차					■				
	?	평택	신규 2차							■	
		17	신규 2차							■	
SK하이닉스	DRAM	M14	이설		■						
	NAND	청주 3D	전환			■					
			3D					■			

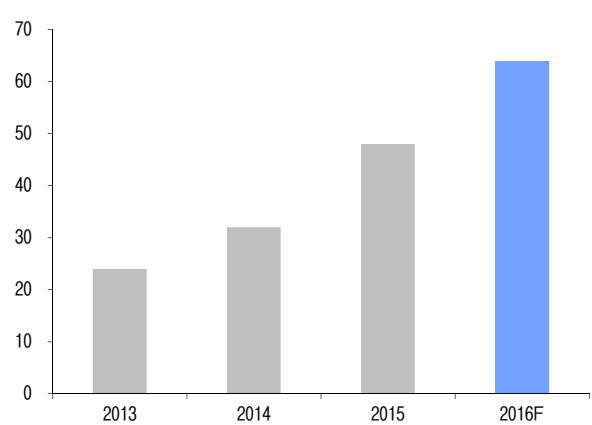
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 DRAM 미세화 추이



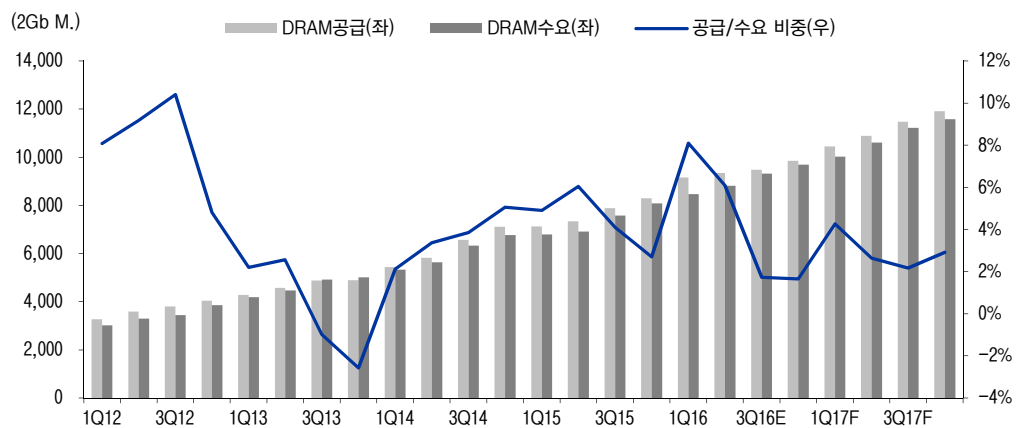
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 3D NAND 단수 추이



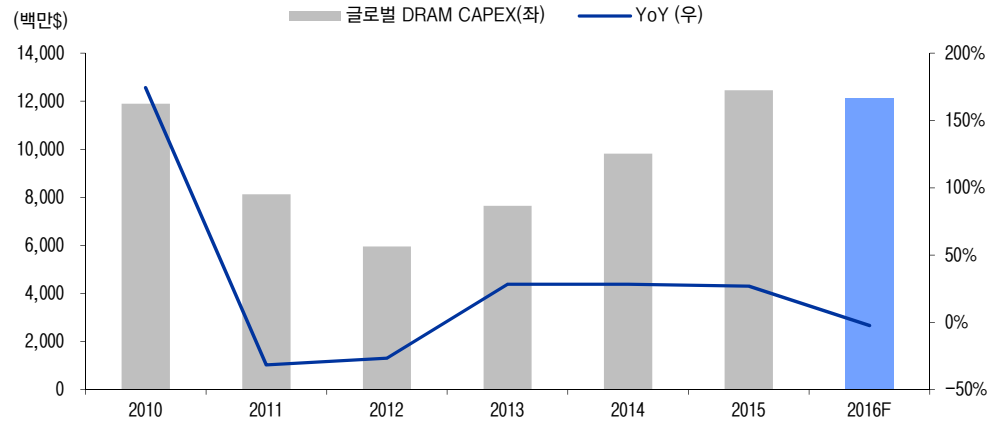
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 전세계 DRAM 수급 전망



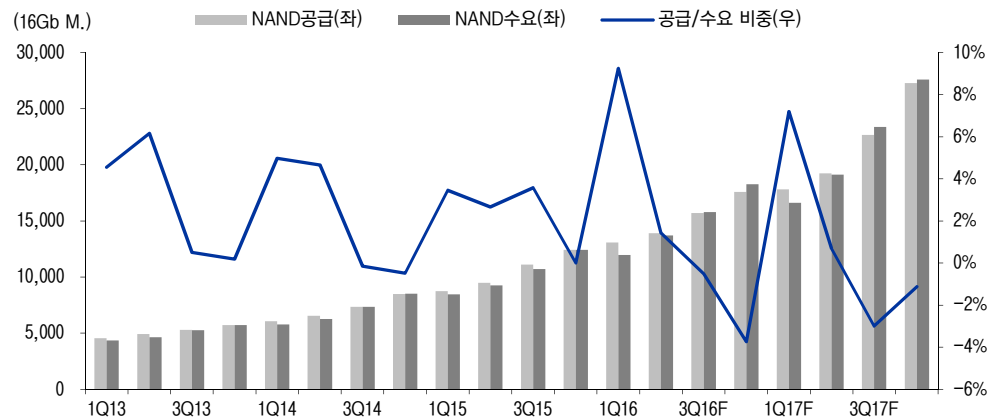
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 전세계 DRAM CAPEX 전망



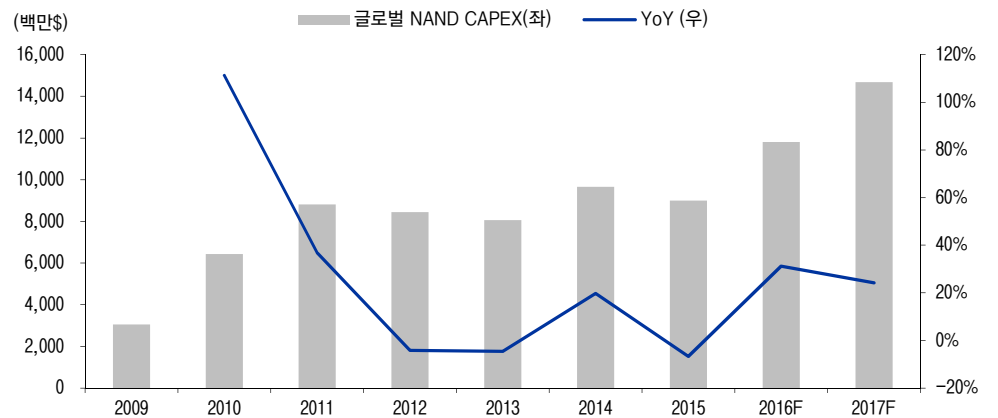
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 전세계 NAND 수급 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

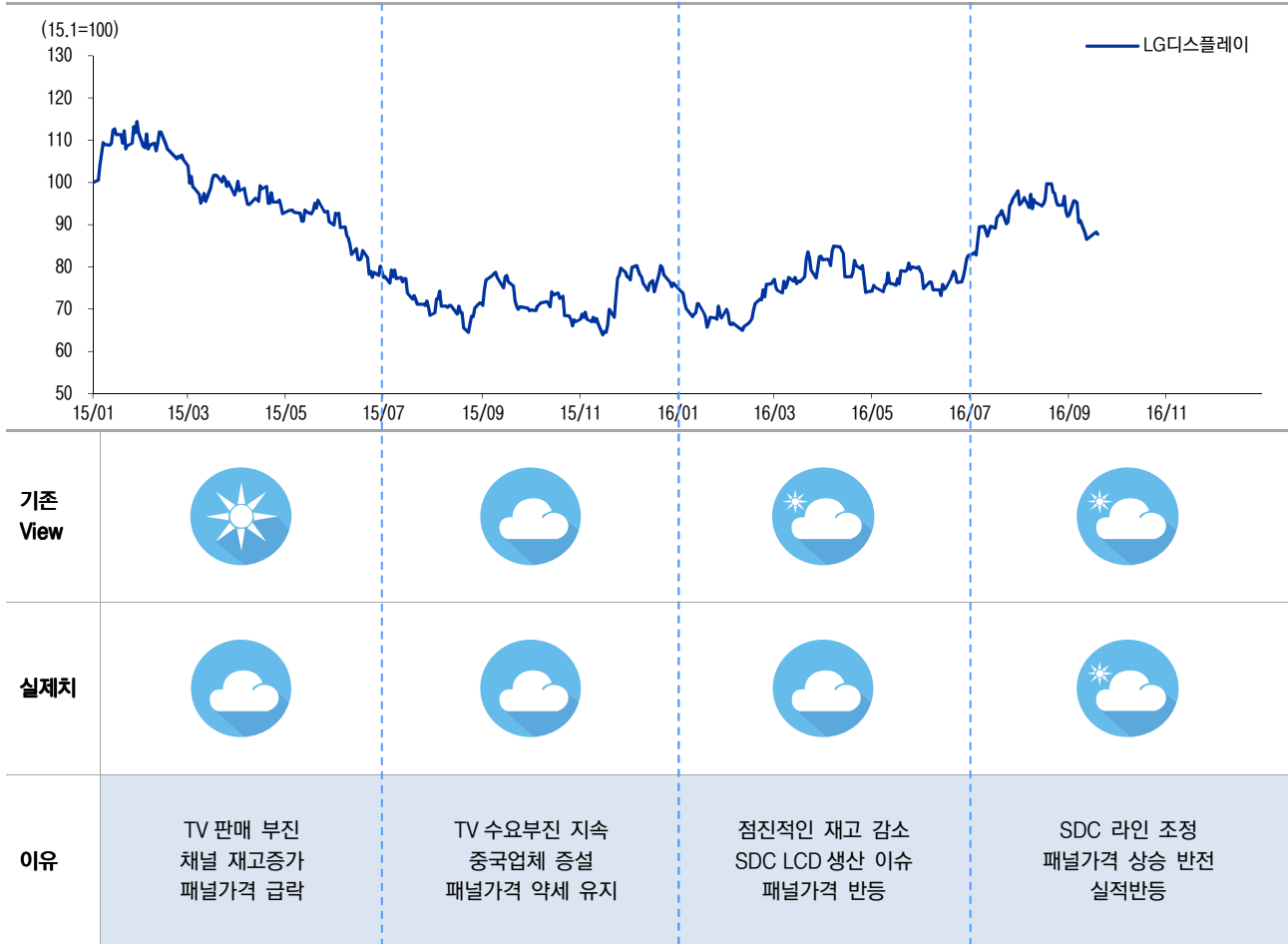
그림7 전세계 NAND CAPEX 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 2. 디스플레이 업황 View history 점검 & 조정

그림8 디스플레이 - View History 점검 & 조정









자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2015년 디스플레이 업황은 전형적인 상고하저의 흐름을 기록하였다. 2015년 초반까지 대면적 TV수요 증가와 중국을 중심으로 한 32인치 TV용 패널 판매 증가로 호조세를 기록한 디스플레이 업황은 이후 글로벌 TV판매 부진과 그에 따른 유통단 재고 증가, TV세트에 비해 높아진 패널가격 수준 등의 영향으로 2016년 초반까지 판매부진과 패널가격 급락의 어려운 업황에 마주치게 되었다. 이 기간 동안 이베스트 추정 대비 높은 수준의 패널가격 하락세가 기록 되었고, 그에 따른 패널업체의 실적하락 폭은 예상치를 상회하였다.

반면 2016년 중반 삼성디스플레이의 LCD패널 생산 품질 이슈, 7세대 라인 전환 결정, 견조한 채널 재고 진입 속 충분히 낮아진 패널가격 수준 등의 영향으로 패널가격은 드라마틱한 반등에 성공하였고, 업황은 기대대비 빠르게 정상화 되고 있는 상황이다.

표5 향후 전망 : 2016.2H ~ 2017 전망

전망	2016.2H	2017.1H	2017.2H	업체
LCD				LGD
OLED				SEC

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

향후 디스플레이 업황에 대한 전망은 OLED가 LCD대비 맑아 보인다. LCD의 경우 현재 급격한 패널가격 반등과 그에 따른 패널 업체 실적 개선으로 점진적인 개선세에 진입한 것은 분명해 보인다. 다만 최근 BOE, CSOT 등 중국 로컬 패널업체들의 10.5G급 대면적 LCD패널투자 발표로 중장기적 전망은 낙천적으로만 보이지 않는다. 또한 TV 절대판매 대수의 증가가 뚜렷하지 않은 상황에서 패널가격의 상대적인 급등과 그에 따른 세트업체의 실적 하락은 향후 패널가격에 부정적 영향으로 연계될 가능성이 높다. 이에 LCD업황에 대해서는 당분간 맑은 흐름을 이어가다가 2017년 하반기부터 소폭 부진할 가능성이 있다고 판단한다.

반면 OLED산업에 대해서는 지속적으로 긍정적인 투자의견 유지한다. 중소형 OLED패널의 경우 애플 아이폰의 플렉서블 OLED채택에 따른 2017년 급격한 시장 성장이 기대된다. 또한 중국 스마트폰 업체들의 OLED채택 추세도 증가하고 있으므로, 당분간 중소형 OLED패널 산업은 맑을 것으로 전망된다.

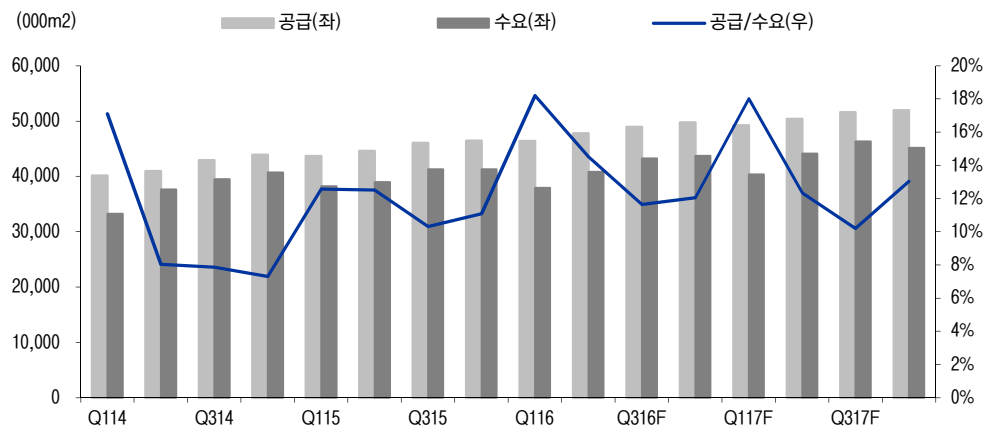
대형 OLED패널에 대해서도 긍정적인 투자의견을 유지한다. LG디스플레이는 55인치 OLED TV에서 이미 골드수율을 달성하며 비용 절감을 빠르게 기록하고 있다. 여기에 상대적으로 65인치 이상 대면적 수요 증가에 따른 면적기준 출하량 증가와 믹스개선 등의 영향으로 OLED TV 산업도 목표대로 성장하고 있다. 그러므로 하이엔드 시장에서 OLED TV 판매 호조세는 2017년에도 지속될 전망이다.

표6 중국 패널업체 투자 계획

구분	업체	Fab	Tech	Capa	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
중소형	BOE	B7 LTPS	LCD & OLED	48K								
	Truly	6G LTPS	OLED	15K								
	Visionox	Kunsan LTPS	OLED	15K								
	Tianma	6G LTPS	OLED	30K								
	CSOT	Wuhan LTPS	OLED	15K								
	EverDisplay	LTPS	OLED	25K								
대형	BOE	B9	10.5G LCD	90K								
		B10	8.5G LCD	120K								
	CSOT	G8.5	LCD & OLED	60K								
		G11	11G LCD	60K								
	HKC	Chongqing 1	LCD	70K								
		Chongqing 2	LCD	70K								

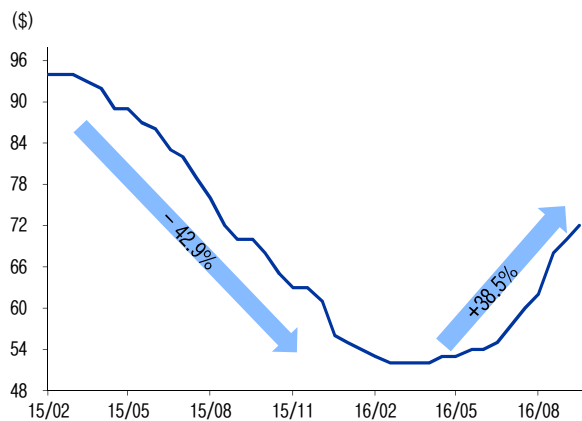
자료: IHS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 중대형 LCD 패널 수급 전망



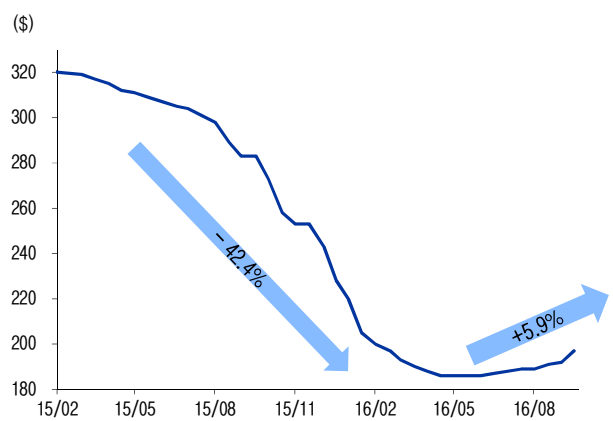
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 32인치 TV 용 패널가격 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

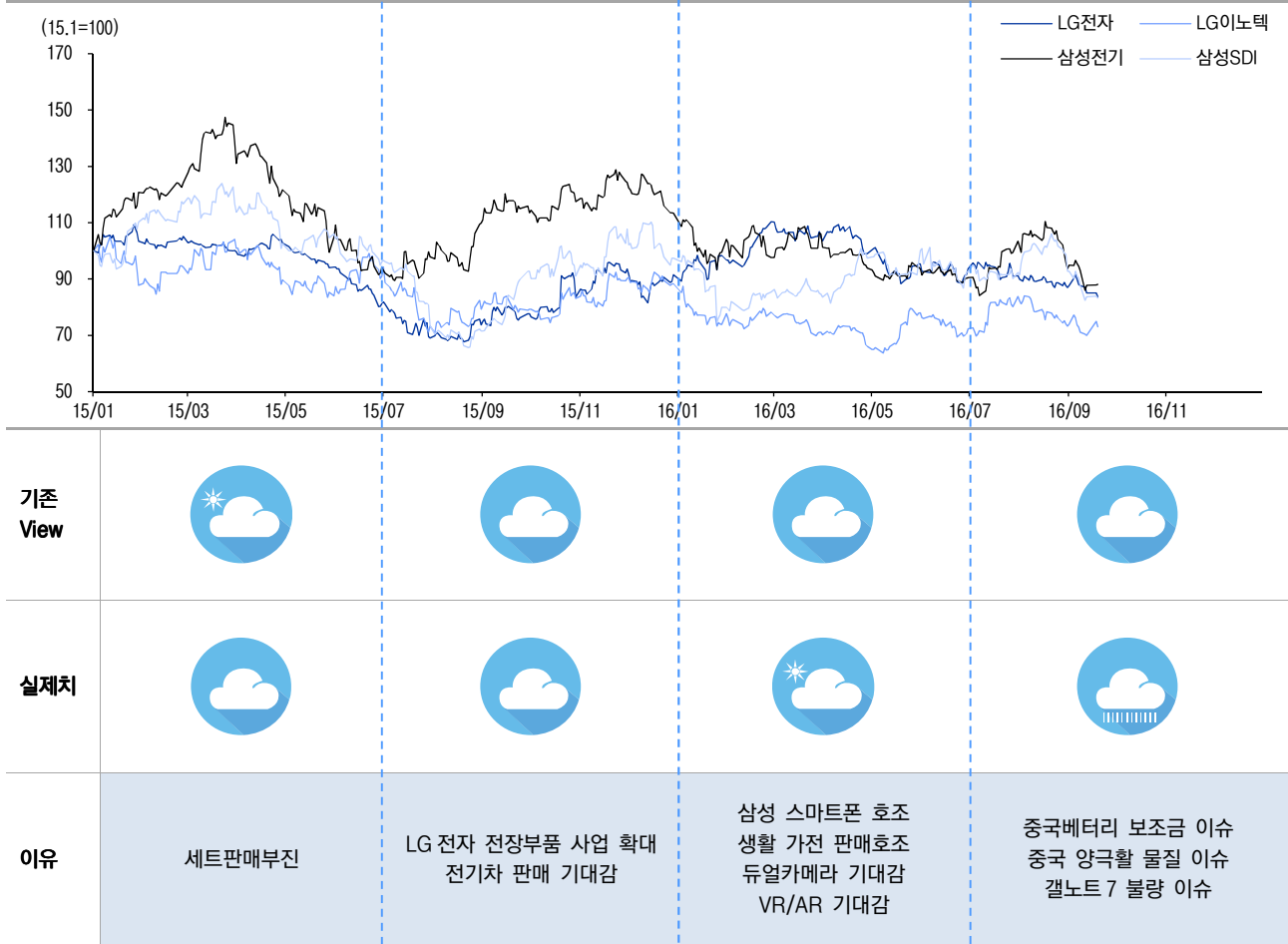
그림11 55인치 TV 용 패널가격 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### 3. 전기/전자/배터리 업황 View history 점검 & 조정

그림12 전기/전자/배터리 - View History 점검 & 조정












자료: 이베스트투자증권 리서치센터

최근 IT업황에서 전기/전자/배터리 부분은 좀처럼 부진을 면치 못하고 있고, 투자의견도 가장 후 순위로 판단된다. 스마트폰을 포함한 IT세트의 판매가 전반적으로 기대치에 미치지 못하고 있는 가운데 하드웨어 차별에 따른 부품가격 상승도 제한적이었기 때문이다. 다만 2015년 중반 이후 LG전자에서 비롯된 전장부품으로의 IT산업 진출과 테슬라를 포함한 글로벌 완성차 업체들의 전기차 포트폴리오 다각화로 관련 부품을 담당하는 전자부품 업체들의 주가는 반등에 성공하였다. 2016년 상반기 에어컨, TV, 냉장고 등 생활가전 부분에서 예상보다 견조한 판매와 수익성이 기록되며 가전부분의 실적이 예상치를 넘어서기도 했지만, 최근에는 갤럭시노트7 화재, 중국 배터리 보조금 인증 문제 및 삼원계(NCM) 양극활 물질 금지 등의 이슈로 전기/전자/배터리 부분의 상황은 예상대비 더 부진한 상황이다.



표7 향후 전망 : 2016.2H ~ 2017 전망

전망	2016.2H	2017.1H	2017.2H	업체
핸드셋부품				LG이노텍 삼성전기
가전				LG전자
배터리				삼성SDI

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

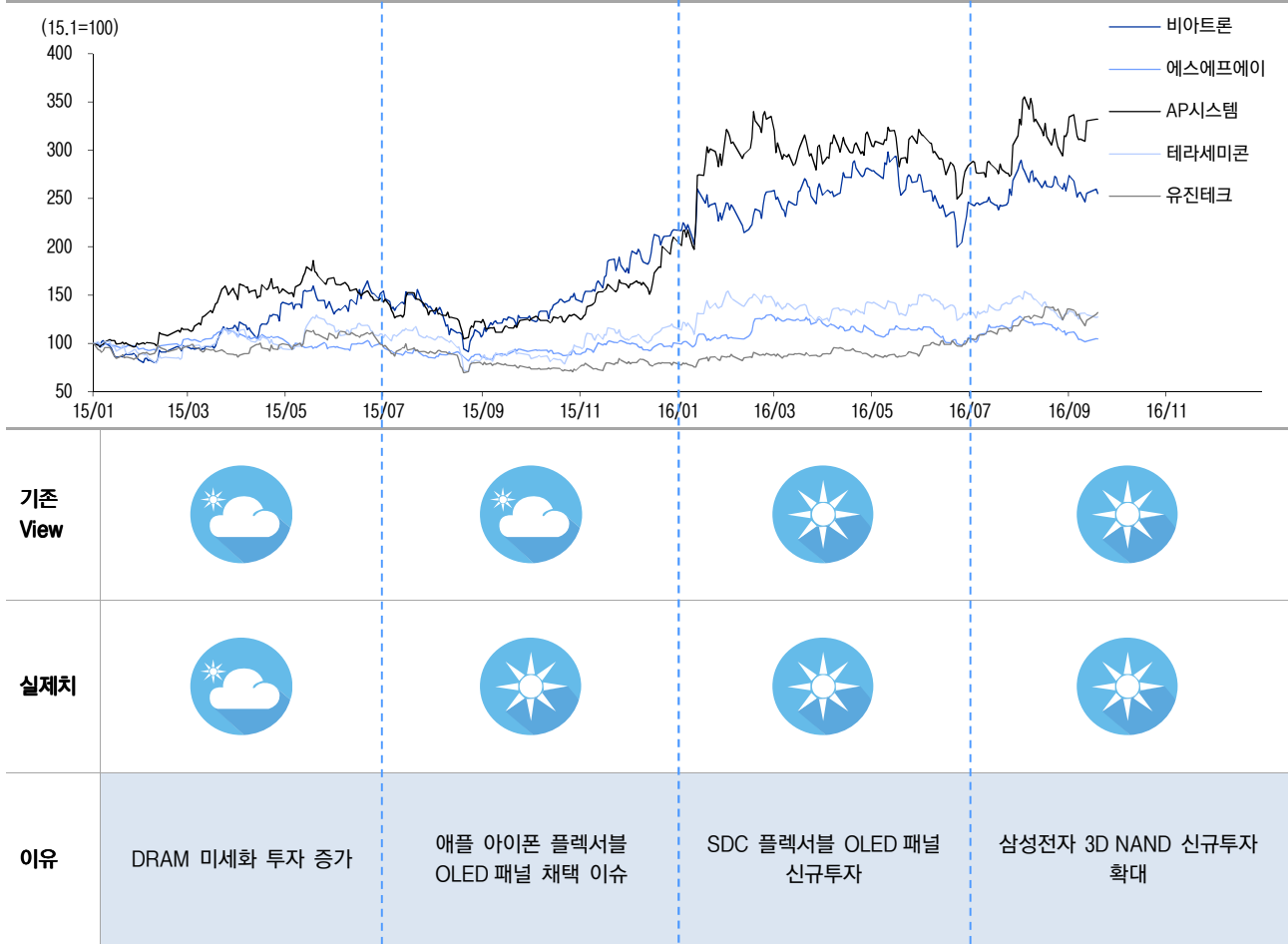
전기/전자/배터리 업황의 개선은 좀처럼 뚜렷하게 발생하긴 어려울 것으로 판단되어 투자 의견을 반도체, 디스플레이 보다 후 순위라고 판단한다. 스마트폰 출시 이후 관련 부품의 성장을 주로 이끌었던 디스플레이 고해상도 및 카메라 고화소 경쟁이 제한적인 상황에서 이를 대체할 만한 뚜렷한 신규 제품군이 나타나지 않고 있기 때문이다.

물론 2017년은 플렉서블 OLED 디스플레이 채택과 듀얼카메라 채택이라는 굵직한 먹거리가 기다리고 있다. 여기에 높은 기술력으로 초기 시장을 장악하는 업체는 경쟁사 대비 높은 수익성과 외형성장을 기록할 수 있는 기회임은 분명하다. 또한 가전부분도 하이엔드 중심의 수익성 우선 정책으로 견조한 실적이 유지될 것으로 판단한다.

배터리의 경우 아직 중국발 보조금 이슈와 양극활물질 이슈가 해소되지 않았다. 또한 삼성SDI의 경우 최근 붙어진 갤럭시노트7 화재 이슈로 브랜드에 치명적인 타격을 입었다. 하지만 그에 못지 않게 전기차 시장의 성장세도 급격하게 이루어 지고 있다는 점은 분명하다. 이에 중국발 보조금 이슈가 빠른 시기에 해결되고 계획했던 사업이 순조롭게 진행 된다면, 배터리 산업도 2017년 이후 점진적인 개선이 진행될 전망이다.

### 4. 장비/소재 업황 View history 점검 & 조정

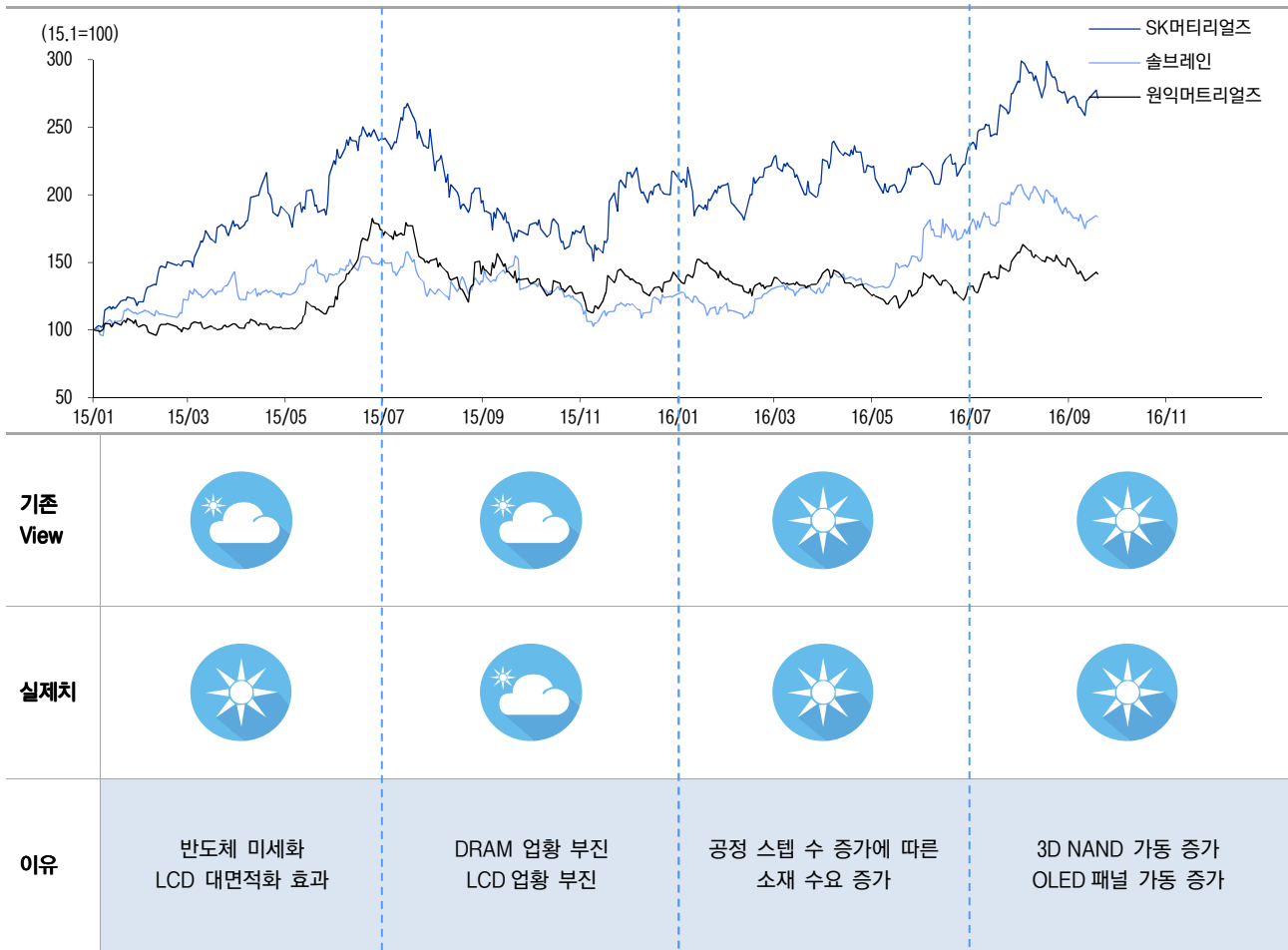
그림13 장비- View History 점검 & 조정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2015년 이후 반도체, 디스플레이 장비업체 주가는 대체적으로 큰 폭으로 상승했다. 2015년 하반기 차기 애플 아이폰에 플렉서블 OLED패널이 채택된다는 이슈로 OLED 장비업체인 AP시스템, 테라세미콘, 비아트론 등의 주가가 큰 폭으로 상승했다. 이후 2016년 초반부터 삼성디스플레이향 장비수주가 집중되면서 주가는 지속 견조한 상승세를 기록했다. 2016년 중반 이후는 삼성전자 3D NAND투자 집행으로 테스, 원익IPS, 유진테크 등의 반도체 장비업체의 주가 상승세가 눈에 띄었다. 특히 64단 3D NAND 개발의 성공으로 삼성전자는 기존 16라인, 17라인에 이어 평택 신규라인까지 3D NAND투자 집행을 계획하고 있으며, 이에 반도체/ 디스플레이 장비업체 업황은 맑은 상황이다.










그림14 소재- View History 점검 & 조정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

반도체 및 디스플레이 소재의 경우도 장비업체와 유사한 흐름으로 2015년 이후 대체적으로 큰 폭의 상승폭을 기록하고 있다. 소재의 경우는 장비업체와는 다르게 신규라인 증설 이슈 외에도 기존 라인 가동율과 실적이 밀접한 연관이 있다. 2015년 하반기 DRAM 및 LCD패널 업황 부진에 따른 가격 급락 등의 영향으로 소재업체의 주가는 정체된 모습을 나타낸다. 하지만 이후 뚜렷한 신규라인 가동이 존재하지 않는 상황에서도 DRAM 미세화 및 3D NAND 단수 증가에 따른 제품당 공정수 증가, 대면적 패널 채택 증가에 따른 소재 사용량 증가, OLED 가동율 상승에 따른 소재 사용량 증가 등의 이유로 견조한 주가 상승을 기록하게 된다. 최근에는 3D NAND 신규라인 증설 및 플렉서블 OLED 대규모 라인 증설로 반도체/ 디스플레이 소재업체 업황은 맑은 상황이다.

표8 향후 전망 : 2016.2H ~ 2017 전망

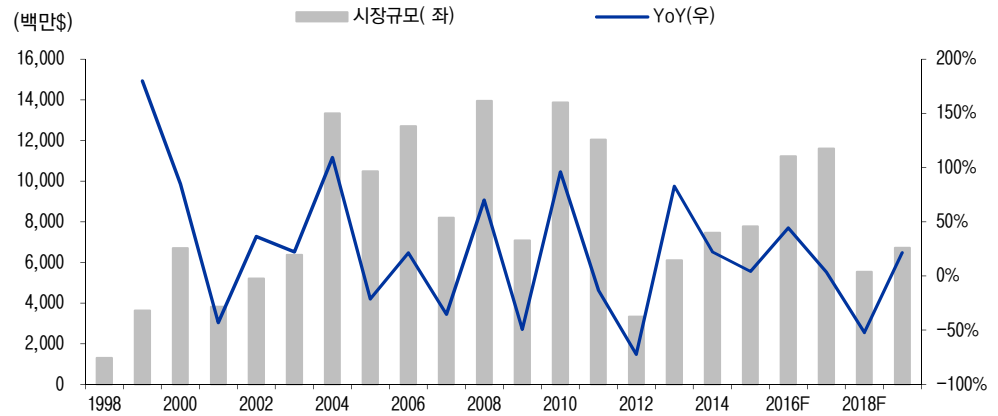
전망	2016.2H	2017.1H	2017.2H	업체
반도체 장비				원익IPS 유진테크 케이씨텍
디스플레이 장비				에스에프에이 비아트론 AP시스템 테라세미콘
소재				SK머티리얼즈 솔브레인 원익머트리얼즈

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

IT 중소형 업체 중 투자 최우선 순위는 반도체, 디스플레이 장비/ 소재 부분이고, 이베스트 증권은 중장기적으로 소재부분이 더 안정적인 주가 상승을 기록할 것으로 판단한다. 앞서 살펴 봤듯이 삼성전자의 대규모 3D NAND 및 플렉서블 OLED 신규 투자는 진행 중이다. 3D NAND의 경우는 2016년 하반기부터 점진적으로 양산제품이 증가할 전망이고, 플렉서블 OLED의 경우는 2017년 하반기부터 급격하게 생산이 증가할 전망이다. 이에 장비업체의 실적은 2016년 하반기부터 2017년까지 급격히 증가할 전망이다.

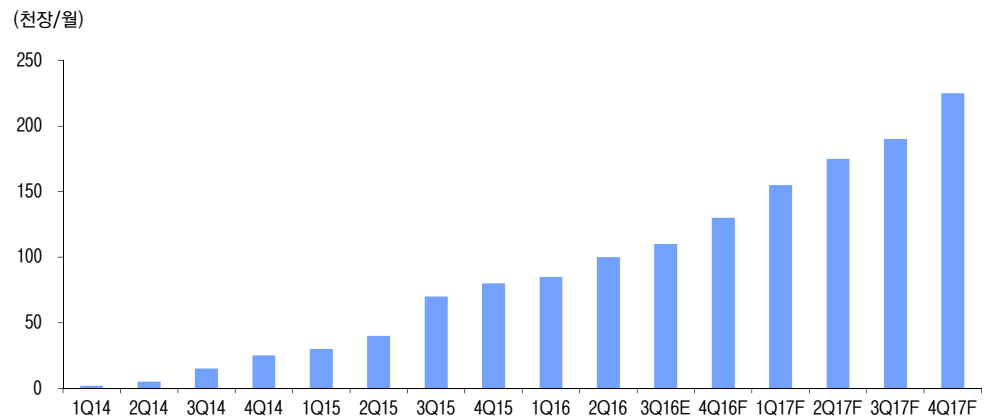
반면 소재업체의 경우 신규라인 증설 외에도 기존 라인 미세화 전환이나 3D NAND 단수 증가 등 공정 스텝수 증가에 따른 추가적인 수혜가 발생하는 업체들이 존재한다. NF3, WF6 등 특수가스를 담당하는 SK머티리얼즈와 에천트를 담당하는 솔브레인, 블랭크마스크를 담당하는 에스앤에스텍 등이 그런 부류에 해당되는 업체들이다. 이 업체들은 신규라인 증설에 따른 소재 사용량 증가 외에도, 기존 라인 미세화 및 해당 스펙에 맞는 특수 소재 사용량 급증이라는 호재도 같이 작용한다. 이에 이베스트 증권은 IT중소형 업체 중 소재부분이 가장 매력있다고 판단한다.

그림15 디스플레이 장비투자 시장 규모 전망



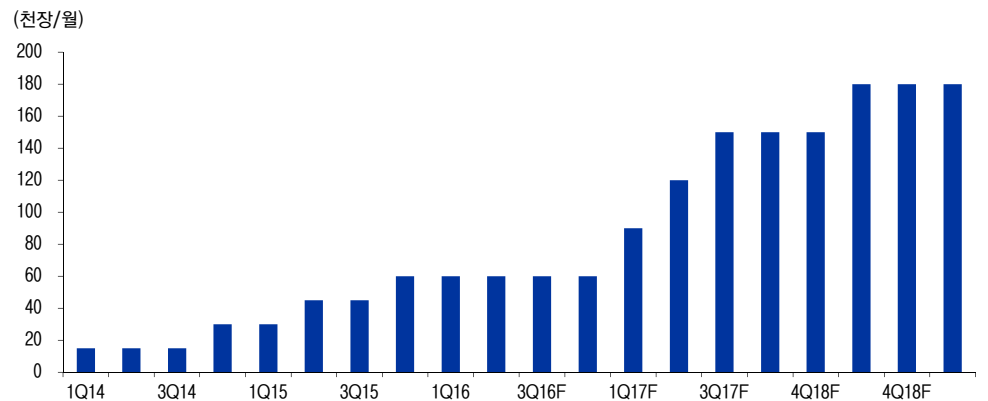
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 삼성전자 3D NAND 생산 증가 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 삼성디스플레이 플렉서블 OLED 생산 증가 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

# Part III

반도체/디스플레이/전기전자

## 종목별 투자 의견

### Top pick

반도체 수혜 삼성전자, SK하이닉스  
반도체, OLED 수혜 SK머티리얼즈, 솔브레인

### 다크호스

신규 장비군 양산 가능성 있는 장비업체  
에스에프에이, 원익IPS, AP시스템

### Hold

중국 배터리 이슈 발생한 삼성SDI  
단기 실적 부진이 불가피한 실리콘웍스

## 종목별 투자의견

### 1. Top picks

#### - 대형주 : 삼성전자, SK 하이닉스

IT대형주 Top-pick으로 삼성전자와 SK하이닉스를 추천한다. 삼성전자는 현재로서 3D NAND와 플렉서블 OLED 부분에서 경쟁사가 없는 상황으로 대규모의 신규라인 증설을 진행 중이다. 2017년 3D NAND수요 급증과 플렉서블 OLED시장 개화의 수혜로 DS부분 중심으로 큰 폭의 실적 성장이 기대된다. SK하이닉스의 경우 DRAM 업황 턴어라운드와 21nm 비중 확대, NAND부분 흑자 전환으로 2017년 수익성이 크게 개선될 전망이다.

#### - 중소형주 : SK 머티리얼즈, 솔브레인

IT중소형주 Top-pick으로 SK머티리얼즈와 솔브레인을 추천한다. 두 업체 모두 삼성전자의 3D NAND 및 플렉서블OLED 대규모 증설에 따른 기존 특수가스 및 유기 에천트의 수요가 큰 폭으로 증가하는 가운데, 3D NAND에 특화된 소재를 공급함으로써 수혜의 폭은 타 소재업체 대비 차별화될 전망이다.

### 2. 다크호스

#### - 원익 IPS, AP 시스템, 에스에프에이

IT 중소형주 다크호스로 장비업체인 에스에프에이, 원익IPS, AP시스템을 추천한다. AP시스템과 에스에프에이는 대표적인 삼성디스플레이향 OLED장비업체로 신규 플렉서블 OLED 투자에 따른 대규모 장비 수주가 발생하고 있다. 원익IPS는 3D NAND에 특화된 증착장비를 공급함으로써 삼성전자 반도체 투자의 수혜를 받고 있다. 현재로서 주가가 단기간에 크게 상승한 부담감은 존재하지만, 에스에프에이는 중국향 증착기 수주, AP시스템은 신규 장비군 납품, 원익IPS는 테라세미콘과의 합병 시너지 등 이슈들이 성공적으로 해결된다면 추가적인 상승 여력은 충분하다고 판단된다. 이에 상기 업체들은 현 주가에서 관심을 가져야 하는 다크호스라고 판단된다.

### 3. Hold & Sell

#### - 삼성 SDI, 실리콘웍스

삼성SDI와 실리콘웍스의 투자 의견을 Hold로 하향한다. 삼성SDI는 갤럭시노트7 발화 이슈, 중국 보조금 인증 및 삼원계 양극활 물질 사용 이슈 등 아직은 풀어야 할 매듭이 존재한다. 실리콘웍스는 자동차용 반도체, OLED용 IC, 모바일용 TDDI 등 증장기 먹거리를 위한 연구개발 확대와 그에 따른 단기 실적 부진이 불가피해 보인다.

### 4. 커버리지 제외

#### - 이오테크닉스, 테라세미콘

금번 자료에서 기존 중립 의견을 제시했던 이오테크닉스를 커버리지 제외한다. 반도체 미세화 추세에 따른 기대했던 신규장비 수주가 지속 지연되면서 실적이 예상치를 지속 하회하고 있기 때문이다. 테라세미콘의 경우는 원익IPS와의 인수합병 계획이므로 현시점에서 커버리지에서 제외한다.

표9 추천종목 투자 의견 및 Valuation Table

(십억원)	삼성전자	SKH	삼성SDI	SKM	솔브레인	SFA	원익IPS	AP시스템	실리콘웍스
<b>투자 의견</b>	Buy	Buy	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold
목표주가 (원)	2,000,000	50,000	110,000	200,000	80,000	75,000	30,000	31,000	30,000
현주가 (원)	1,598,000	40,200	96,000	157,600	60,900	53,900	25,500	24,500	29,850
상승여력 (%)	25.16%	24.38%	14.58%	26.90%	31.36%	39.15%	17.65%	26.53%	0.50%
시가총액	226,388	29,266	6,601	1,662	1,009	968	1,052	627	485
<b>주가상승률 (%)</b>									
2015	-5.05%	-35.60%	-1.72%	127.34%	26.44%	-0.40%	n/a	113.11%	54.00%
2016 YTD	26.83%	30.73%	-15.79%	35.40%	49.82%	9.00%	n/a	88.46%	-22.47%
<b>EPS상승률 (%)</b>									
2015	-19.01%	1.50%	흑전	386.42%	108.73%	-25.38%	n/a	569.09%	50.53%
2016F	23.18%	-53.68%	631.13%	58.41%	26.68%	132.67%	n/a	73.37%	-10.84%
<b>PER (x)</b>									
2015	9.9	5.2	150.4	18.6	8.3	28.8	n/a	35.3	12.9
2016F	10.2	14.6	17.3	15.9	9.9	13.5	24.3	38.4	11.2
<b>PBR (x)</b>									
2015	1.2	1.0	0.7	3.3	1.4	1.8	n/a	2.9	1.8
2016F	1.4	1.3	0.6	4.0	1.7	1.7	4.7	4.5	1.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터



표10 커버종목 투자포인트

구분	종목	투자의견	목표주가(원)	변경이력	투자포인트
Top picks	삼성전자	Buy	2,000,000	변경없음	*갤럭시노트7 발화 이슈로 IM부분 실적 예상치 하회 *반도체 가격 상승 폭 예상치 상회로 반도체 실적 개선 뚜렷 *OLED판매 호조세 예상치 부합수준, 실적 호조 지속
	SK하이닉스	Buy	50,000	목표주가 상향	*DRAM가격 상승폭 기존 기대치 상회 *DRAM업황 개선 수준 기존 기대치 상회 *DRAM업황 호조에 따른 2016년까지 실적 개선세 뚜렷
	SK머티리얼즈	Buy	200,000	목표주가 상향	*반도체, 디스플레이 업황 호조로 특수가스 수요 증가 *예상 못한 WF6 신규라인 증설로 실적 상승 폭 상향 *SK에어가스 실적 예상치 부합 수준
	솔브레인	Buy	80,000	목표주가 상향	*반도체, 디스플레이 업황 호조로 에천트 수요 증가 *3D NAND 수요 증가로 특수 에천트 공급 증가 *경쟁사 3D NAND 범용 에천트 공급 시작 이슈 발생
Dark Horse	에스에프에이	Buy	75,000	목표주가 하향	*삼성디스플레이 플렉서블 OLED 투자 예상대로 진행 *그에 따른 물류장비 수주 예상대로 진행 *중국 증착기 공급 유무 이슈 존재
	원익IPS	Buy	30,000	신규	*삼성전자 3D NAND 투자 예상대로 진행 *그에 따른 증착장비 수주 예상대로 진행 *테라세미콘 합병 관련 이슈 존재
	AP시스템	Buy	31,000	투자의견 및 목표주가 상향	*삼성디스플레이 플렉서블 OLED 투자 예상대로 진행 *그에 따른 ELA, LLO장비 수주 예상대로 진행 *신규 장비군 공급 유무 이슈 존재
	LG전자	Buy	73,000	변경없음	*스마트폰 사업부 실적 예상치 하회 *가전 사업부 연간 실적 호조세는 지속 *VC사업부의 본격적인 매출 인식 시점 근접
	삼성전기	Buy	70,000	변경없음	*예상치 못한 갤럭시노트7 리콜에 따른 부품 공급 이슈 발생, 그에 따른 실적 예상치 하회 전망 *팬아웃 관련 개발 이슈 존재
	원익머티리얼즈	Buy	80,000	변경없음	*반도체, 디스플레이 업황 호조로 특수가스 수요 증가 *신규라인 증설에 따른 비용 발생으로 단기 실적은 부진 *2017년 이후 신규 가스 런칭 및 실적 정상화 기대
	LG디스플레이	Buy	36,000	변경없음	*LCD패널가격 강세 예상치 상회하며 업황은 개선 *원달러환율 예상치 하회하며 단기 실적 부담 존재
	유진테크	Buy	23,000	변경없음	*일부장비 이월로 16년 하반기 실적 기대치 미달 전망 *2017년 평택 신규라인 증설로 실적 개선세 뚜렷할 듯
	비아트론	Buy	33,000	변경없음	*중국패널업체 신규라인 증설로 열처리 장비 수주 지속 *LGD 플렉서블 OLED 투자 규모 이슈
	케이씨텍	Buy	18,000	변경없음	*반도체용 장비 확대 적용 및 신제품 런칭 지연 중 *디스플레이 장비 판매 호조와 소재 판매 호조 지속
Hold	삼성SDI	Hold	110,000	투자의견 및 목표주가 하향	*갤럭시노트7 발화 이슈로 소형전지 실적 부진 *중국 전기차 보조금 인증, 삼원계 양극활 물질 사용 이슈 *단기 실적 예상치 하회 불가피 할 듯
	실리콘웍스	Hold	30,000	투자의견 및 목표주가 하향	*차량용 반도체, OLED 등 미래 먹거리를 위한 투자 시기 *투자에 따른 비용 발생, 단기 실적 부진 불가피할 듯
커버제외	이오테크닉스	커버제외		커버제외	*기대 대비 신제품 출시 지연 등으로 실적 부진세 지속
	테라세미콘	커버제외		커버제외	*원익IPS와 흡수합병을 통한 상장폐지

자료: 이베스트투자증권 리서치센터



# 종목분석

## Top Picks

삼성전자 (005930)	28
SK하이닉스 (000660)	34
SK머티리얼즈 (036490)	38
솔브레인 (036830)	43

## 목표주가 및 투자의견 변경

에스에프에이 (056190)	47
원익IPS (240810)	50
AP시스템 (054620)	53
삼성SDI (006400)	56
실리콘웍스 (108320)	60

### Universe

종목명	투자판단	목표주가
삼성전자	Buy (유지)	200,000원(유지)
SK하이닉스	Buy (유지)	50,000원(상향)
SK머티리얼즈	Buy (유지)	200,000원(상향)
솔브레인	Buy (유지)	80,000원(상향)
에스에프에이	Buy (유지)	75,000원(하향)
원익IPS	Buy (신규)	30,000원(신규)
AP시스템	Buy (상향)	31,000원(상향)
삼성SDI	Hold (하향)	110,000원(하향)
실리콘웍스	Hold (하향)	30,000원(하향)

# 삼성전자 (005930)

## DS가 이끄는 삼성전자

2016. 10. 4 반도체/디스플레이

Analyst 어뷰진

02. 3779-8425

kjsyndrome@ebestsec.co.kr

**Buy (maintain)**

목표주가 **2,000,000 원**

현재주가 **1,598,000 원**

### 눈앞에 암초를 만났지만

삼성전자의 3분기 실적은 매출액 51.7조원(Flat, YoY), 영업이익 7.4조원(-0.3%, YoY)으로 갤럭시노트7 리콜 비용에 따른 실적 하락이 불가피할 전망이다. 기존 이베스트 영업이익 추정치는 8.33조원으로 IM부분 추정치를 기존 4.0조원에서 2.79조원으로 하향한 부분을 반영하였다. 3분기 스마트폰 판매량도 갤럭시노트7 리콜 및 판매중지분을 반영하여 7,720만대로 하향하였다. 3분기 리콜관련 비용을 모두 반영한다고 가정하였고, 향후 삼성SDI와의 비용 인가 부분이나 리콜제품 활용 등의 이슈는 우선 실적에 반영하지 않았다

### DS가 이끄는 삼성전자

반면 3분기 이후 반도체와 디스플레이사업부의 실적 호조세는 본격화될 전망이다. 3분기 세트부분 비수기 진입에도 하반기 신규 스마트폰 출시 등 IT부품 성수기 진입에 따른 수요 증가와 메모리 가격 안정세 진입 및 패널가격 상승 효과로 3분기 동사의 DS부분 영업이익은 전분기비 41.6% 증가한 3.94조원을 기록하며 실적 성장에 기여할 전망이다. 일회성 리콜비용 발생에도 동사의 2016년 연간 실적은 매출액 203.6조원(+1.5%), 영업이익 30.3조원(+14.6%)을 기록하며 견조한 실적 성장세가 지속될 전망이다

### 투자 의견 매수, 목표주가 2,000,000원 유지

동사는 단기 주가가 급등한 상황에서 갤럭시노트7 리콜이라는 부정적 이슈가 발생하며 주가의 흔들림이 커지고 있다. 하지만 세트 판매 호조에 따른 수익성 개선세가 진행 중인 상황에서, 3D NAND, 플렉서블OLED 등 신기술 리더쉽도 경쟁사 대비 월등하여 향후 차별화된 수익성 달성이 가능하다고 판단된다. 이에 동사에 대해 투자 의견 매수와 목표주가 200만원 유지한다

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

### Stock Data

KOSPI (9/30)		2,043.63pt
시가총액		2,263,876 억원
발행주식수		141,669 천주
52 주 최고가/최저가	1,687,000 / 1,112,000 원	
90 일 일평균거래대금		3,690.41 억원
외국인 지분율		50.7%
배당수익률(16.12E)		1.3%
BPS(16.12E)		1,144,221 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-3.0%
	6 개월	20.1%
	12 개월	36.8%
주주구성	이건희외 10인	18.2%
	국민연금공단	8.7%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	206,206	25,025	27,875	23,394	156,705	-22.6	43,078	8.5	3.9	1.4	15.1
2015	200,653	26,413	25,961	19,060	126,916	-19.0	47,344	9.9	3.2	1.2	11.2
2016E	203,582	30,275	31,284	22,913	156,337	23.2	52,340	10.2	3.3	1.4	12.7
2017E	213,668	34,784	36,423	26,741	183,513	17.4	58,542	8.5	2.7	1.2	13.4
2018E	230,602	37,638	39,363	28,900	198,580	8.2	62,752	7.9	2.2	1.1	12.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

실적 추이 및 전망

표11 삼성전자 실적 추이 및 전망

(십억원)	2015	2016F	2017F	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
<b>매출액</b>	<b>200,653</b>	<b>203,582</b>	<b>213,668</b>	<b>49,782</b>	<b>50,937</b>	<b>51,687</b>	<b>51,176</b>	<b>49,623</b>	<b>54,883</b>	<b>54,893</b>	<b>54,268</b>
YoY	-2.7%	1.5%	5.0%	5.7%	4.9%	0.0%	-4.0%	0%	8%	6%	6%
QoQ				-6.6%	2.3%	1.5%	-1.0%	-3%	11%	0%	-1%
DS	75,056	74,978	78,656	17,192	18,422	19,860	19,504	18,000	19,051	20,677	20,928
반도체	47,567	49,076	52,764	11,150	12,002	12,907	13,018	12,103	12,493	13,781	14,387
디스플레이	27,489	25,902	25,892	6,042	6,421	6,954	6,485	5,897	6,558	6,896	6,541
IM	103,517	100,484	101,870	27,600	26,559	24,925	21,400	24,555	27,969	26,347	22,999
CE	46,901	46,506	47,077	10,620	11,550	11,259	13,077	10,524	11,271	11,474	13,808
기타	-24,821	-18,386	-13,935	-5,630	-5,594	-4,359	-2,804	-3,455	-3,408	-3,605	-3,467
<b>영업이익</b>	<b>26,414</b>	<b>30,275</b>	<b>34,785</b>	<b>6,674</b>	<b>8,163</b>	<b>7,373</b>	<b>8,066</b>	<b>7,719</b>	<b>9,176</b>	<b>9,028</b>	<b>8,861</b>
YoY	5.5%	14.6%	14.9%	11.6%	18.3%	-0.3%	31.3%	16%	12%	22%	10%
QoQ				8.6%	22.3%	-9.7%	9.4%	-4%	19%	-2%	-2%
DS	15,003	13,175	18,185	2,360	2,785	3,942	4,088	3,916	4,347	4,937	4,985
반도체	12,730	12,013	15,233	2,630	2,644	3,309	3,430	3,383	3,554	4,092	4,204
디스플레이	2,273	1,162	2,952	-270	141	633	658	533	793	845	781
IM	10,132	14,196	14,204	3,892	4,324	2,793	3,186	3,418	4,079	3,557	3,151
CE	1,251	2,990	2,394	508	1,054	637	791	386	750	533	725
기타											
<b>영업이익률</b>	<b>13.2%</b>	<b>14.9%</b>	<b>16.3%</b>	<b>13.4%</b>	<b>16.0%</b>	<b>14.3%</b>	<b>15.8%</b>	<b>15.6%</b>	<b>16.7%</b>	<b>16.4%</b>	<b>16.3%</b>
DS	20.0%	17.6%	23.1%	13.7%	15.1%	19.9%	21.0%	21.8%	22.8%	23.9%	23.8%
반도체	26.8%	24.5%	28.9%	23.6%	22.0%	25.6%	26.3%	28.0%	28.4%	29.7%	29.2%
디스플레이	8.3%	4.5%	11.4%	-4.5%	2.2%	9.1%	10.2%	9.0%	12.1%	12.3%	11.9%
IM	9.8%	14.1%	13.9%	14.1%	16.3%	11.2%	14.9%	13.9%	14.6%	13.5%	13.7%
CE	2.7%	6.4%	5.1%	4.8%	9.1%	5.7%	6.1%	3.7%	6.7%	4.6%	5.2%
영업외손익	-453	1,009	1,638	448	-91	337	314	545	401	357	334
세전이익	25,961	31,284	36,423	7,122	8,072	7,710	8,380	8,265	9,578	9,385	9,195
순이익	19,060	22,913	26,741	5,253	5,847	5,660	6,152	6,068	7,032	6,891	6,751
EPS(원)	126,916	156,337	183,513								
PER	9.9	10.2	8.5								
BPS(원)	1,016,129	1,144,221	1,286,237								
PBR	1.2	1.4	1.2								

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### 반도체 사업부 Key Data

표1 삼성전자 반도체 사업부 출하 가정

	2015	2016F	2017F	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
<b>DRAM</b>											
출하량 (mil, 1Gb eq)	26,549	35,413	41,387	7,151	8,475	9,876	9,911	9,791	9,941	10,600	11,053
Q/Q, Y/Y	28%	33%	17%	1%	19%	17%	0%	-1%	2%	7%	4%
ASP (\$/1Gb)	0.8	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Q/Q, Y/Y	-17%	-31%	-6%	-11%	-9%	-5%	-2%	-1%	0%	0%	-1%
<b>NAND</b>											
출하량 (mil, 16Gb eq)	16,861	26,603	35,402	5,428	6,206	7,308	7,660	7,732	8,290	9,560	9,821
Q/Q, Y/Y	49%	58%	33%	8%	14%	18%	5%	1%	7%	15%	3%
ASP (\$/16Gb)	0.7	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
Q/Q, Y/Y	-26%	-26%	-17%	-6%	-6%	-5%	-5%	-5%	-4%	-3%	-5%
<b>System LSI</b>											
AP출하량 (mil)	319	472	535	89	113	125	146	102	114	142	178
Q/Q, Y/Y	25%	48%	13%	-37%	27%	10%	17%	-30%	12%	24%	25%
ASP(\$)	19.3	16.5	14.9	18.0	17.1	16.3	15.5	16.2	15.4	14.6	13.9
Q/Q, Y/Y	8%	-14%	-10%	-5%	-5%	-5%	-5%	5%	-5%	-5%	-5%

자료: 이베스트투자증권 리서치본부

### 무선 사업부 Key Data

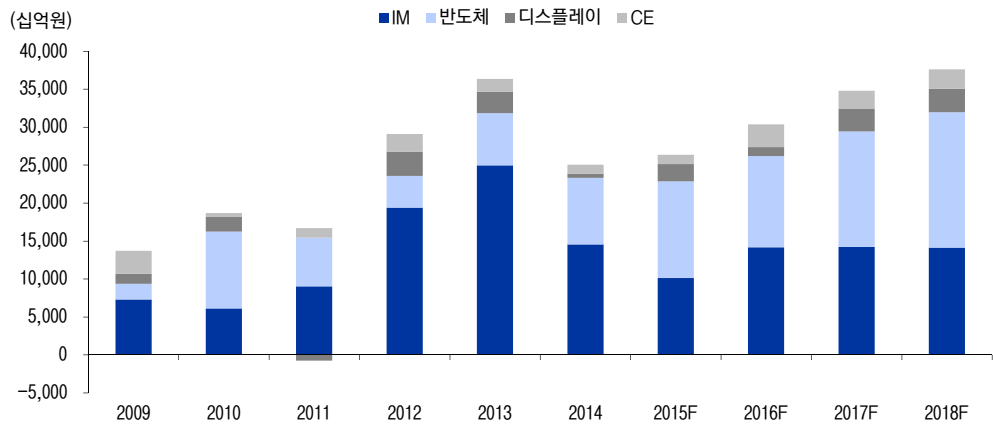
표2 삼성전자 무선 사업부 출하 가정

(십억원)	2015	2016F	2017F	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
<b>출하량(백만)</b>	<b>424</b>	<b>379</b>	<b>377</b>	<b>98.1</b>	<b>95.8</b>	<b>94.9</b>	<b>90.2</b>	<b>92.7</b>	<b>95.5</b>	<b>96.3</b>	<b>92.6</b>
핸드폰 출하량	390	354	352	92.1	89.7	88.6	83.7	86.5	89.4	89.8	86.0
스마트폰	324	305	311	78.7	76.4	77.2	72.7	75.8	79.0	79.8	76.3
피쳐폰	67	49	41	13.4	13.4	11.4	11.0	10.7	10.4	10.1	9.8
태블릿	34	25	25	6.0	6.0	6.3	6.5	6.1	6.1	6.4	6.6
<b>출하량(QoQ, YoY)</b>	<b>-5.4%</b>	<b>-10.7%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-7%</b>	<b>-2%</b>	<b>-1%</b>	<b>-5%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>	<b>1%</b>	<b>-4%</b>
핸드폰 출하량	-4.7%	-9.2%	-0.7%	-5%	-3%	-1%	-5%	3%	3%	1%	-4%
스마트폰	2.2%	-5.7%	1.9%	-5%	-3%	1%	-6%	4%	4%	1%	-4%
피쳐폰	-28.2%	-26.1%	-16.8%	-4%	0%	-15%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
태블릿	-12.5%	-27.1%	1.7%	-33%	0%	5%	2%	-5%	0%	5%	2%
<b>ASP (\$)</b>											
스마트폰	244	254	263	261.1	266.9	251.9	231.8	259.9	288.4	266.1	238.4
피쳐폰	31	31	30	30.9	31.3	30.6	30.6	30.3	30.6	30.0	30.0
태블릿	183	180	183	177.3	180.8	180.8	180.8	179.9	183.5	183.5	183.5
평균 ASP	206	379	377	98.1	95.8	94.9	90.2	92.7	95.5	96.3	92.6

자료: 이베스트투자증권 리서치본부

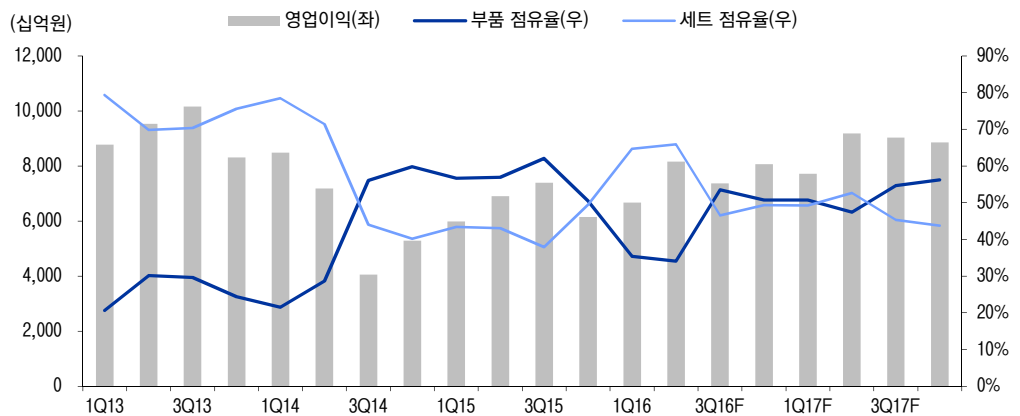
### 사업부별 분석

그림18 사업부별 영업이익 추이 및 전망



자료: 삼성전자, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 부품 vs 세트 영업이익 기여도 전망



자료: 삼성전자, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 삼성전자 영업이익 vs 주가



자료: 삼성전자, 이베스트투자증권 리서치센터

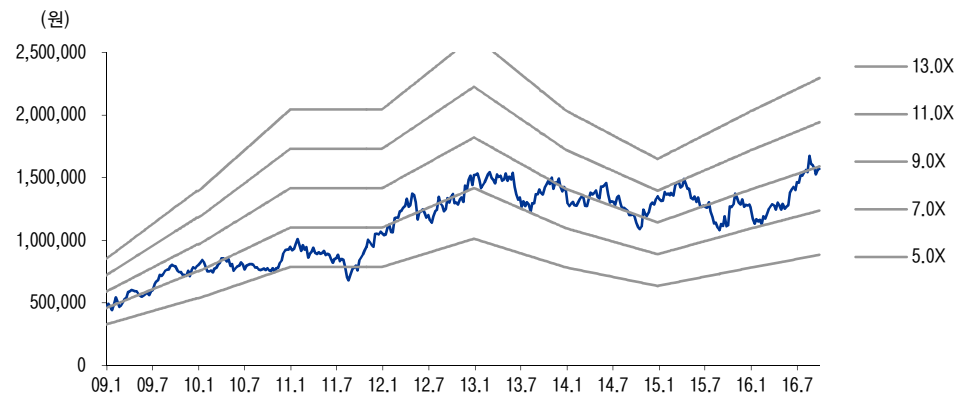
## 밸류에이션

그림2 삼성전자 PBR밴드 차트



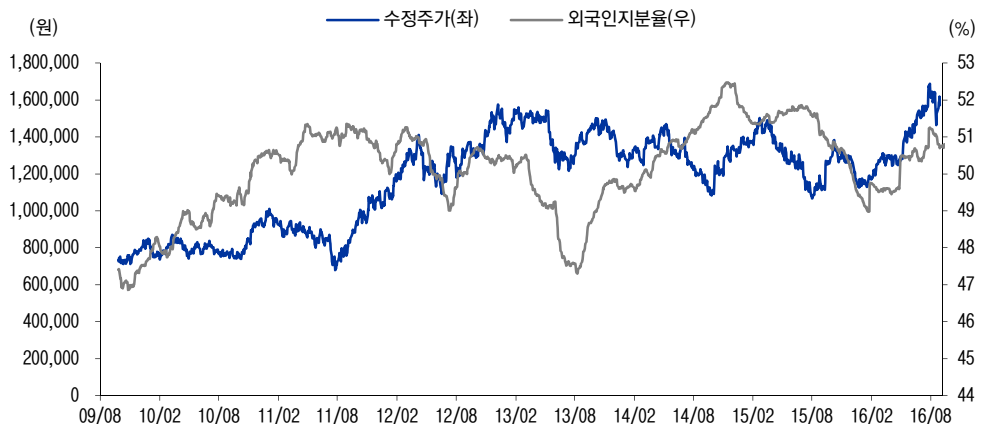
자료: 삼성전자, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 삼성전자 PER밴드 차트



자료: 삼성전자, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 삼성전자 외국인 지분율 vs 주가



자료: 삼성전자, 이베스트투자증권 리서치센터



## 삼성전자 (005930)

### 재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	115,146	124,815	142,050	161,827	183,035
현금 및 현금성자산	16,841	22,637	36,176	50,717	66,346
매출채권 및 기타채권	28,234	28,521	28,890	30,636	32,532
재고자산	17,318	18,812	18,390	19,501	20,708
기타유동자산	52,753	54,845	58,594	60,973	63,449
<b>비유동자산</b>	115,277	117,365	116,636	122,497	129,226
관계기업투자등	17,900	13,609	12,589	13,100	13,632
유형자산	80,873	86,477	87,102	92,156	97,999
무형자산	4,785	5,396	5,138	4,954	4,810
<b>자산총계</b>	<b>230,423</b>	<b>242,180</b>	<b>258,686</b>	<b>284,324</b>	<b>312,261</b>
<b>유동부채</b>	52,014	50,503	50,475	52,391	54,433
매입채무 및 기타채무	18,233	15,052	17,162	18,199	19,325
단기금융부채	9,808	11,377	11,649	11,649	11,649
기타유동부채	23,973	24,074	21,664	22,543	23,459
<b>비유동부채</b>	10,321	12,617	14,317	14,743	15,187
장기금융부채	1,458	1,497	595	595	595
기타비유동부채	8,863	11,120	13,722	14,148	14,591
<b>부채총계</b>	<b>62,335</b>	<b>63,120</b>	<b>64,792</b>	<b>67,135</b>	<b>69,620</b>
<b>자배주주지분</b>	162,182	172,877	187,690	210,985	236,437
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	169,530	185,132	197,733	221,028	246,481
비지배주주지분(연결)	5,906	6,183	6,204	6,204	6,204
<b>자본총계</b>	<b>168,088</b>	<b>179,060</b>	<b>193,894</b>	<b>217,189</b>	<b>242,641</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>36,975</b>	<b>40,062</b>	<b>47,702</b>	<b>49,711</b>	<b>53,111</b>
당기순이익(손실)	23,394	19,060	22,913	26,741	28,900
비현금수익비용가감	22,324	29,611	27,488	24,167	25,541
유형자산감가상각비	16,910	19,663	20,752	22,505	23,900
무형자산상각비	1,143	1,268	1,331	1,253	1,214
기타현금수익비용	-348	-1,076	5,405	409	426
영업활동 자산부채변동	-3,837	-4,682	650	-1,197	-1,329
매출채권 감소(증가)	-879	414	-141	-1,746	-1,896
재고자산 감소(증가)	267	-2,616	-253	-1,111	-1,207
매입채무 증가(감소)	787	-1,220	1,693	1,037	1,126
기타자산, 부채변동	-4,012	-1,259	-649	622	648
<b>투자활동 현금</b>	<b>-32,806</b>	<b>-27,168</b>	<b>-25,481</b>	<b>-31,724</b>	<b>-34,035</b>
유형자산처분(취득)	-21,657	-25,523	-21,947	-27,559	-29,743
무형자산 감소(증가)	-1,293	-1,501	-1,152	-1,070	-1,070
투자자산 감소(증가)	-7,833	-4,161	-4,067	-2,616	-2,723
기타투자활동	-2,023	4,017	1,685	-479	-499
<b>재무활동 현금</b>	<b>-3,057</b>	<b>-6,574</b>	<b>-8,768</b>	<b>-3,446</b>	<b>-3,447</b>
차입금의 증가(감소)	274	1,593	-503	0	0
자본의 증가(감소)	-2,206	-3,127	-2,925	-3,446	-3,447
배당금의 지급	2,234	3,130	2,925	3,446	3,447
기타재무활동	-1,125	-5,040	-5,341	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>556</b>	<b>5,796</b>	<b>13,539</b>	<b>14,541</b>	<b>15,629</b>
기초현금	16,285	16,841	22,637	36,176	50,717
기말현금	16,841	22,637	36,176	50,717	66,346

주: IFRS 연결 기준  
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>206,206</b>	<b>200,653</b>	<b>203,582</b>	<b>213,668</b>	<b>230,602</b>
매출원가	128,279	123,482	121,760	126,998	134,057
<b>매출총이익</b>	<b>77,927</b>	<b>77,171</b>	<b>81,822</b>	<b>86,670</b>	<b>96,545</b>
판매비 및 관리비	52,902	50,758	51,565	51,887	58,907
<b>영업이익</b>	<b>25,025</b>	<b>26,413</b>	<b>30,275</b>	<b>34,784</b>	<b>37,638</b>
(EBITDA)	43,078	47,344	52,340	58,542	62,752
금융손익	2,427	659	1,204	1,619	1,705
이자비용	593	777	530	491	491
관계기업등 투자손익	343	1,102	22	17	17
기타영업외손익	81	-2,213	-200	3	3
<b>세전계속사업이익</b>	<b>27,875</b>	<b>25,961</b>	<b>31,284</b>	<b>36,423</b>	<b>39,363</b>
계속사업법인세비용	4,481	6,901	8,371	9,682	10,463
계속사업이익	23,394	19,060	22,913	26,741	28,900
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>23,394</b>	<b>19,060</b>	<b>22,913</b>	<b>26,741</b>	<b>28,900</b>
지배주주	23,082	18,695	22,902	26,680	28,835
<b>총포괄이익</b>	<b>21,222</b>	<b>19,250</b>	<b>22,900</b>	<b>26,741</b>	<b>28,900</b>
매출총이익률 (%)	37.8	38.5	40.2	40.6	41.9
영업이익률 (%)	12.1	13.2	14.9	16.3	16.3
EBITDA 마진률 (%)	20.9	23.6	25.7	27.4	27.2
당기순이익률 (%)	11.3	9.5	11.3	12.5	12.5
ROA (%)	10.4	7.9	9.1	9.8	9.7
ROE (%)	15.1	11.2	12.7	13.4	12.9
ROIC (%)	21.7	18.8	20.9	23.6	24.1

### 주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	8.5	9.9	10.2	8.5	7.9
P/B	1.4	1.2	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	3.9	3.2	3.3	2.7	2.2
P/CF	4.9	4.4	5.1	5.1	4.7
배당수익률 (%)	1.5	1.7	1.3	1.3	1.3
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-9.8	-2.7	1.5	5.0	7.9
영업이익	-32.0	5.5	14.6	15.0	8.2
세전이익	-27.3	-6.9	20.5	16.4	8.1
당기순이익	-23.2	-18.5	20.2	16.7	8.1
EPS	-22.6	-19.0	23.2	17.4	8.2
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	37.1	35.3	33.4	30.9	28.7
유동비율	221.4	247.1	281.4	308.9	336.3
순차입금/자기자본 (x)	-30.1	-32.7	-39.3	-42.8	-45.6
영업이익/금융비용 (x)	42.2	34.0	57.1	70.8	76.6
총차입금 (십억원)	11,266	12,874	12,245	12,245	12,245
순차입금 (십억원)	-50,552	-58,619	-76,191	-92,854	-110,692
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	156,705	126,916	156,337	183,513	198,580
BPS	953,266	1,016,129	1,144,221	1,286,23	1,441,40
CFPS	268,720	286,077	305,654	310,355	331,887
DPS	20,000	21,000	21,010	21,020	21,030

# SK하이닉스 (000660)

2016. 10. 4 **반도체/디스플레이**

Analyst **어규진**

02. 3779-8425

kjsyndrome@ebestsec.co.kr

## 완전한 봄

### 3분기 이후 완전한 턴어라운드

SK하이닉스의 3분기 실적은 매출액 4.1조원(+3.6%, QoQ), 영업이익 7,117억원(+57.1%, QoQ)으로 수익성이 큰 폭으로 개선될 전망이다. 3분기 IT세트 성수기 진입 및 신규 스마트폰 출시에 따른 메모리 수요 증가와 그에 따른 최근 DRAM 및 NAND가 격이 상승 반등에 성공했기 때문이다. 또한 동사는 21nm DRAM 양산 비중이 3분기를 기점으로 본격적으로 증가하여 4분기 영업이익은 전분기비 31.1% 증가한 9,330억원을 기록하며 완전한 턴어라운드에 진입할 전망이다.

## Buy (maintain)

목표주가 **50,000 원**

현재주가 **40,200 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### 2017년 큰 폭의 실적개선 전망

2017년 SK하이닉스의 실적은 매출액 17.9조원(+12.3%, YoY), 영업이익 4.5조원(+69.7%, YoY)으로 큰 폭의 실적개선이 기대된다. 올해 3분기를 기점으로 상승세에 진입한 DRAM가격은 2017년 상반기까지 안정적인 가격 흐름이 지속될 것으로 판단되는 가운데, 수요 강세에 따른 NAND의 흑자전환도 예상되기 때문이다. 현재 타이트한 DRAM 재고상황, 모바일 DRAM수요 강세, PC DRAM가격 상승 등이 동사의 실적성장을 이끌 전망이다.

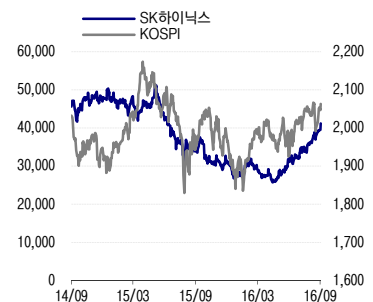
### 투자 의견 매수 유지, 목표주가 50,000원으로 상향

최근 안정세에 접어든 메모리 가격 및 타이트한 DRAM재고수준, 그리고 NAND수요 강세 등의 요인으로 동사의 2017년 실적 추정치를 상향하고 목표주가를 50,000원으로 상향한다. 동사의 주가는 최근 DRAM가격 반등에 따른 실적 개선 기대감으로 올해 5월 기록한 저점대비 60% 이상 급등했다. 하지만 2017년 메모리 업황 호조로 급격한 실적 성장이 기대되는 시점에서 현주가 PBR은 1.3배(2016년 추정치), 1.1배(2017년 추정치) 수준으로 여전히 밸류에이션 매력도 충분하다. 이에 동사에 대해 투자 의견 매수를 유지한다.

### Stock Data

KOSPI (9/30)	2,043.63pt
시가총액	292,657 억원
발행주식수	728,002 천주
52 주 최고가 / 최저가	41,150 / 25,750 원
90 일 일평균거래대금	1,064.36 억원
외국인 지분율	51.8%
배당수익률(16.12E)	1.2%
BPS(16.12E)	31,637 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 12.3%
	6 개월 37.2%
	12 개월 13.6%
주주구성	에스케이텔레콤의 5 인 20.1%
	국민연금공단 8.2%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	17,126	5,109	5,048	4,195	5,849	42.6	8,553	8.2	4.1	1.9	27.0
2015	18,798	5,336	5,269	4,324	5,937	1.5	9,289	5.2	2.3	1.0	21.9
2016E	15,906	2,659	2,491	2,006	2,750	-53.7	7,340	14.6	4.1	1.3	9.0
2017E	17,866	4,514	4,373	3,589	4,929	79.2	9,758	8.3	3.0	1.1	14.6
2018E	20,454	5,318	5,186	4,255	5,845	18.6	11,031	7.0	2.5	1.0	15.1

자료: SK하이닉스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

### 실적 추이 및 전망

표3 SK 하이닉스 수익추정

(십억원)	2015	2016F	2017F	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
<b>매출액</b>	<b>18,798</b>	<b>15,907</b>	<b>17,866</b>	<b>3,656</b>	<b>3,941</b>	<b>4,082</b>	<b>4,228</b>	<b>4,204</b>	<b>4,445</b>	<b>4,581</b>	<b>4,635</b>
(QoQ, YoY)	9.8%	-15.4%	12.3%	-17.2%	7.8%	3.6%	3.6%	-0.6%	5.7%	3.1%	1.2%
DRAM	14,107	11,608	12,778	2,799	2,824	2,919	3,066	3,017	3,174	3,262	3,324
NAND	4,346	4,057	4,839	809	1,054	1,094	1,100	1,125	1,207	1,255	1,251
<b>매출원가</b>	<b>10,547</b>	<b>10,097</b>	<b>10,274</b>	<b>2,338</b>	<b>2,689.1</b>	<b>2,573</b>	<b>2,497</b>	<b>2,506</b>	<b>2,591</b>	<b>2,610</b>	<b>2,567</b>
매출원가율	56%	63%	58%	64%	68%	63%	59%	60%	58%	57%	55%
<b>매출총이익</b>	<b>8,251</b>	<b>5,809</b>	<b>7,592</b>	<b>1,318</b>	<b>1,252</b>	<b>1,508</b>	<b>1,731</b>	<b>1,698</b>	<b>1,855</b>	<b>1,971</b>	<b>2,068</b>
판관비	2,915	3,150	3,078	756	799.0	797	798	734	763	785	797
<b>영업이익</b>	<b>5,336</b>	<b>2,660</b>	<b>4,514</b>	<b>562</b>	<b>453</b>	<b>712</b>	<b>933</b>	<b>964</b>	<b>1,092</b>	<b>1,186</b>	<b>1,271</b>
(QoQ, YoY)	4.4%	-50.2%	69.7%	-43.2%	-19.4%	57.1%	31.1%	3.3%	13.3%	8.6%	7.2%
DRAM	5,317	2,827	4,383	680	488	729	929	961	1,061	1,144	1,217
NAND	8	-166	110	-115	-34	-19	2	0	25	36	49
<b>영업이익률</b>	<b>28.4%</b>	<b>16.7%</b>	<b>25.3%</b>	<b>15.4%</b>	<b>11.5%</b>	<b>17.4%</b>	<b>22.1%</b>	<b>22.9%</b>	<b>24.6%</b>	<b>25.9%</b>	<b>27.4%</b>
DRAM	37.7%	24.3%	34.3%	24.3%	17.3%	25.0%	30.3%	31.8%	33.4%	35.1%	36.6%
NAND	0.2%	-4.1%	2.3%	-14.2%	-3.3%	-1.7%	0.2%	0.0%	2.0%	2.9%	3.9%
당기순이익	4,324	2,006	3,589	448	286	550	722	772	875	940	1,001
순이익률	23.0%	12.6%	20.1%	12.3%	7.3%	13.5%	17.1%	18.4%	19.7%	20.5%	21.6%
EPS(원)	5,937	2,750	4,929								
PER	5.2	14.6	8.3								
BPS(원)	29,377	31,637	36,066								
PBR	1.0	1.3	1.1								

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 SK 하이닉스 출하 가정

	2015	2016F	2017F	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
<b>DRAM (1Gb eq)</b>											
출하량 (백만개)	17,265	21,266	25,607	4,412	5,198	5,658	5,997	5,922	6,253	6,563	6,868
Bit growth	23.0%	23.2%	20.4%	-3.1%	17.8%	8.9%	6.0%	-1.2%	5.6%	5.0%	4.6%
ASP (US\$)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
QoQ growth	-19.7%	-33.4%	-5.3%	-14.4%	-11.4%	-1.7%	1.8%	-1.2%	-0.4%	-2.1%	-2.6%
<b>NAND (16Gb eq)</b>											
출하량 (백만개)	5,367	8,012	11,409	1,335	2,027	2,252	2,398	2,548	2,778	2,973	3,110
Bit growth	66.3%	49.3%	42.4%	-11.1%	51.9%	11.1%	6.5%	6.2%	9.1%	7.0%	4.6%
ASP (US\$)	0.7	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
QoQ growth	-29.7%	-37.8%	-13.4%	-12.2%	-11.3%	-3.3%	-3.0%	-4.5%	-1.6%	-2.8%	-4.7%

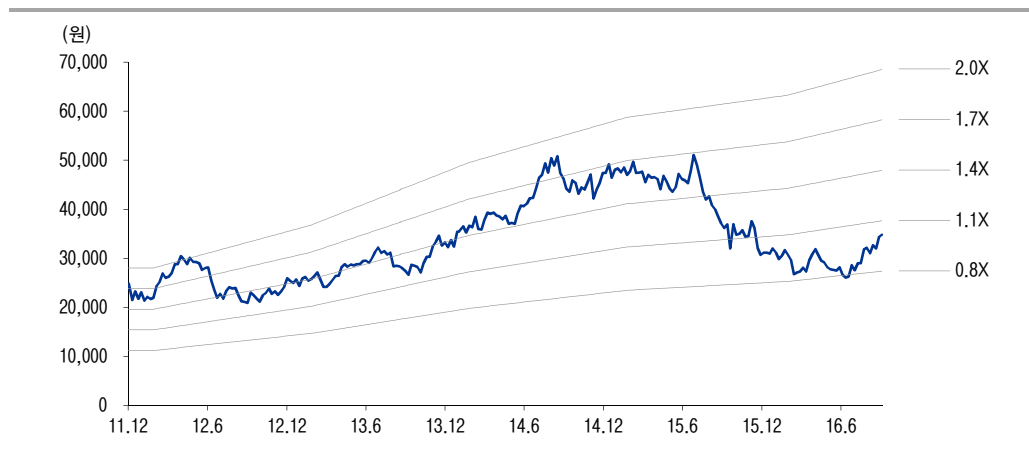
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 SK 하이닉스 목표주가 산출

항목	산출내역	비고
BPS (원)	31,637	2016년 Forward BPS
적정 PBR(배)	1.58	과거 10년 평균 PBR
프리미엄 (%)		
적정주가 (원)	50,079	
목표주가 (원)	50,000	
현재주가 (원)	40,200	2016.9.30 증가 기준
상승여력 (%)	24.4%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 SK하이닉스 PBR밴드 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 SK하이닉스 외국인 지분율 vs 주가



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## SK하이닉스 (000660)

## 재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	10,364	9,760	9,246	10,722	12,734
현금 및 현금성자산	437	1,176	1,499	2,392	3,724
매출채권 및 기타채권	4,388	2,666	2,561	2,807	3,057
재고자산	1,498	1,923	2,256	2,473	2,781
기타유동자산	4,041	3,995	2,930	3,049	3,173
비유동자산	16,520	19,918	21,755	23,475	25,662
관계기업투자등	224	254	265	275	286
유형자산	14,090	16,966	18,600	20,104	22,094
무형자산	1,337	1,705	1,853	2,017	2,159
<b>자산총계</b>	<b>26,883</b>	<b>29,678</b>	<b>31,000</b>	<b>34,197</b>	<b>38,396</b>
유동부채	5,765	4,841	3,587	3,833	4,313
매입채무 및 기타채무	2,147	2,129	2,224	2,438	2,886
단기금융부채	1,755	1,013	589	589	589
기타유동부채	1,864	1,698	774	806	838
비유동부채	3,082	3,450	4,378	4,104	3,932
장기금융부채	2,420	2,806	3,667	3,367	3,167
기타비유동부채	661	644	711	737	765
<b>부채총계</b>	<b>8,847</b>	<b>8,290</b>	<b>7,965</b>	<b>7,937</b>	<b>8,245</b>
지배주주지분	18,036	21,387	23,032	26,256	30,148
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,144	4,144	4,144	4,144
이익잉여금	10,277	14,359	16,004	19,229	23,120
비지배주주지분(연결)	0	1	4	4	4
<b>자본총계</b>	<b>18,036</b>	<b>21,388</b>	<b>23,036</b>	<b>26,260</b>	<b>30,151</b>

## 현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>5,867</b>	<b>9,320</b>	<b>5,828</b>	<b>8,578</b>	<b>9,856</b>
당기순이익(손실)	4,195	4,324	2,006	3,589	4,255
비현금수익비용가감	4,768	5,201	5,062	5,226	5,696
유형자산감가상각비	3,270	3,695	4,350	4,936	5,381
무형자산상각비	174	258	331	308	332
기타현금수익비용	25	60	382	-18	-17
영업활동 자산부채변동	-2,657	832	-583	-236	-95
매출채권 감소(증가)	-1,629	1,260	83	-247	-250
재고자산 감소(증가)	-315	-415	-335	-217	-308
매입채무 증가(감소)	-37	-216	210	214	448
기타자산, 부채변동	-678	203	-541	14	14
<b>투자활동 현금</b>	<b>-6,088</b>	<b>-7,126</b>	<b>-5,610</b>	<b>-7,021</b>	<b>-7,960</b>
유형자산처분(취득)	-4,602	-6,555	-6,243	-6,439	-7,372
무형자산 감소(증가)	-336	-616	-483	-473	-473
투자자산 감소(증가)	-1,381	35	1,138	-68	-72
기타투자활동	231	9	-23	-42	-44
<b>재무활동 현금</b>	<b>28</b>	<b>-1,462</b>	<b>112</b>	<b>-664</b>	<b>-564</b>
차입금의 증가(감소)	28	-472	465	-300	-200
자본의 증가(감소)	0	-218	-353	-364	-364
배당금의 지급	0	218	353	364	364
기타재무활동	0	-772	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-195</b>	<b>739</b>	<b>324</b>	<b>893</b>	<b>1,331</b>
기초현금	632	437	1,176	1,499	2,392
기말현금	437	1,176	1,499	2,392	3,724

주: IFRS 연결 기준

자료: SK하이닉스, 이베스트투자증권 리서치센터

## 손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>17,126</b>	<b>18,798</b>	<b>15,906</b>	<b>17,866</b>	<b>20,454</b>
매출원가	9,462	10,515	10,097	10,274	11,520
<b>매출총이익</b>	<b>7,664</b>	<b>8,283</b>	<b>5,809</b>	<b>7,592</b>	<b>8,934</b>
판매비 및 관리비	2,554	2,947	3,150	3,078	3,616
<b>영업이익</b>	<b>5,109</b>	<b>5,336</b>	<b>2,659</b>	<b>4,514</b>	<b>5,318</b>
(EBITDA)	8,553	9,289	7,340	9,758	11,031
금융손익	12	-19	-114	-86	-77
이자비용	170	119	126	120	112
관계기업등 투자손익	23	25	36	44	44
기타영업외손익	-96	-73	-90	-99	-100
<b>세전계속사업이익</b>	<b>5,048</b>	<b>5,269</b>	<b>2,491</b>	<b>4,373</b>	<b>5,186</b>
계속사업법인세비용	853	946	485	785	931
계속사업이익	4,195	4,324	2,006	3,589	4,255
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>4,195</b>	<b>4,324</b>	<b>2,006</b>	<b>3,589</b>	<b>4,255</b>
지배주주	4,195	4,322	2,002	3,589	4,255
<b>총포괄이익</b>	<b>4,262</b>	<b>4,364</b>	<b>2,006</b>	<b>3,589</b>	<b>4,255</b>
매출총이익률 (%)	44.8	44.1	36.5	42.5	43.7
영업이익률 (%)	29.8	28.4	16.7	25.3	26.0
EBITDA 마진률 (%)	49.9	49.4	46.1	54.6	53.9
당기순이익률 (%)	24.5	23.0	12.6	20.1	20.8
ROA (%)	17.6	15.3	6.6	11.0	11.7
ROE (%)	27.0	21.9	9.0	14.6	15.1
ROIC (%)	26.2	23.0	9.9	15.4	16.7

## 주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	8.2	5.2	14.6	8.3	7.0
P/B	1.9	1.0	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.1	2.3	4.1	3.0	2.5
P/CF	3.8	2.4	4.2	3.4	3.0
배당수익률 (%)	0.6	1.6	1.2	1.2	1.2
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	20.9	9.8	-15.4	12.3	14.5
영업이익	51.2	4.4	-50.2	69.7	17.8
세전이익	64.2	4.4	-52.7	75.5	18.6
당기순이익	46.0	3.1	-53.6	78.9	18.6
EPS	42.6	1.5	-53.7	79.2	18.6
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	49.1	38.8	34.6	30.2	27.3
유동비율	179.8	201.6	257.7	279.7	295.2
순차입금/자기자본 (x)	0.6	-4.6	1.1	-3.9	-8.9
영업이익/금융비용 (x)	30.0	45.0	21.0	37.6	47.6
총차입금 (십억원)	4,175	3,819	4,256	3,956	3,756
순차입금 (십억원)	117	-976	258	-1,037	-2,674
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	5,849	5,937	2,750	4,929	5,845
BPS	24,775	29,377	31,637	36,066	41,412
CFPS	12,496	13,084	9,709	12,107	13,669
DPS	300	500	500	500	500

# SK머티리얼즈 (036490)

2016. 10. 4 | 반도체/디스플레이

## 좋은 업황, 좋은 증설

Analyst 어뷰진

02. 3779-8425

kjsyndrome@ebestsec.co.kr

### 특수가스 수요 증가 지속

현재 반도체 및 디스플레이 시장에서 특수가스의 수요는 지속 증가하고 있다. 이는 1) 3D NAND시장 개화에 따른 삼성전자를 필두로 SK하이닉스, 마이크론 등의 공격적인 신규라인 증설이 지속되는 가운데, 2) DRAM의 미세화 및 3D NAND의 단수 증가로 칩당 공정수가 증가하고 있다. 또한 3) 중국 패널업체의 대면적 LCD 및 플렉서블 OLED 신규라인 증설이 지속되는 상황에서, 4) 2017년 애플 아이폰의 플렉서블 OLED패널 채택에 따른 국내업체 신규라인 증설 및 제품당 공정수 증가 등의 영향으로 산업적인 면에서 특수가스 수요가 증가하고 있다

## Buy (maintain)

목표주가 **200,000 원**

현재주가 **157,600 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### 신사업으로 안정성에 성장성을 더하다

동사는 2016년 OCI에서 SK로 인수된 이후 2가지 굵직한 사업확대를 진행했다. 지난 4월 진행된 SK에어가스 지분 인수와 5월 SK트리켄 합작법인 설립이 그것이다. SK에어가스는 산업용 가스 전문업체로 중장기적 수주를 바탕으로 안정적인 실적 성장이 지속되고 있다. 2016년 2분기부터 동사에 연결기준으로 인식되며 올해 실적에 기여할 전망이다. SK트리켄은 일본의 프리커서 전문업체 트리케미칼과 설립한 합작법인으로 2017년 고부가가치 프리커서 시장으로의 사업진출을 목표로 하고 있다. 이에 동사는 본업인 특수가스 사업의 탄탄한 성장과 함께 안정적인 산업용 가스 사업 진출, 그리고 고부가가치 프리커서 신사업 진출로 탄탄한 사업포트폴리오를 확보했다고 판단된다

### Stock Data

KOSDAQ (9/30)	681.21pt
시가총액	16,623 억원
발행주식수	10,548 천주
52 주 최고가 / 최저가	160,000 / 80,700 원
90 일 일평균거래대금	100.63 억원
외국인 지분율	15.3%
배당수익률(16.12E)	1.6%
BPS(16.12E)	39,868 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 4.7%
	6개월 45.1%
	12개월 34.0%
주주구성	SK(주)외 2인 49.2%

### 투자 의견 매수 유지, 목표주가 200,000원으로 상향

SK머티리얼즈에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 200,000원으로 상향한다. 목표주가 상향은 NF3, WF6 신규라인 증설 및 SK에어가스 매출인식으로 인한 연간 실적 상향과 목표주가 산정을 위한 실적 적용 기간을 12MF로 변경함에 따른 것이다. 동사는 반도체 및 디스플레이 미세화, 단수증가, 대면적화, 고해상도화 추세에 따른 특수가스 수요 증가가 지속되는 가운데, 신사업 진출로 안정적이고 고부가가치의 사업확대가 기대된다. 그럼에도 동사의 PER은 2016년 15.9배, 2017년 13.3배 수준으로 평균 이하에서 거래되고 있다. 이에 현 주가에서 동사에 대해 매수 추천한다

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	212	26	17	14	1,289	3,765.1	76	39.7	9.6	1.7	4.3
2015	338	113	88	66	6,270	386.3	169	18.6	8.2	3.3	18.9
2016E	471	160	139	106	9,932	58.4	232	15.9	8.3	4.0	26.3
2017E	562	187	164	125	11,841	19.2	273	13.3	7.0	3.2	26.6
2018E	598	214	191	145	13,776	16.3	308	11.4	6.0	2.6	25.2

자료: SK머티리얼즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

실적 추이 및 전망

표6 SK 머티리얼즈 실적 전망

(십억원)	2015	2016F	2017F	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
<b>매출액</b>	<b>338.0</b>	<b>470.8</b>	<b>562.2</b>	<b>97.3</b>	<b>116.5</b>	<b>123.8</b>	<b>133.1</b>	<b>135.0</b>	<b>136.5</b>	<b>142.8</b>	<b>147.9</b>
%YoY	60%	39.3%	19.4%	29.5%	54.7%	36.6%	37.3%	38.7%	17.2%	15.3%	11.1%
%QoQ				0.4%	19.7%	6.3%	7.5%	1.4%	1.1%	4.6%	3.6%
특수가스	338.0	410.0	455.9	97.3	96.6	103.4	112.7	113.5	114.0	114.1	114.3
SK에어가스		60.8	91.4		19.9	20.5	20.5	21.5	22.6	23.7	23.7
SK트리캡			15.0							5.0	10.0
<b>매출원가</b>	<b>199.0</b>	<b>270.4</b>	<b>323.3</b>	<b>54.5</b>	<b>68.4</b>	<b>70.6</b>	<b>76.9</b>	<b>78.8</b>	<b>80.6</b>	<b>81.4</b>	<b>82.5</b>
매출원가율	59%	57%	58%	56%	59%	57%	58%	58%	59%	57%	56%
<b>매출총이익</b>	<b>139.1</b>	<b>200.4</b>	<b>238.9</b>	<b>42.8</b>	<b>48.1</b>	<b>53.3</b>	<b>56.2</b>	<b>56.2</b>	<b>56.0</b>	<b>61.4</b>	<b>65.4</b>
매출총이익률	41%	43%	42%	44%	41%	43%	42%	42%	41%	43%	44%
판관비	26.2	40.6	51.7	8.4	9.3	11.1	11.9	12.7	12.2	12.8	14.0
<b>영업이익</b>	<b>112.8</b>	<b>159.8</b>	<b>187.2</b>	<b>34.4</b>	<b>38.8</b>	<b>42.2</b>	<b>44.4</b>	<b>43.4</b>	<b>43.8</b>	<b>48.6</b>	<b>51.5</b>
%YoY	326%	41.6%	17.2%	58.4%	73.0%	30.3%	22.3%	26.2%	12.7%	15.1%	16.0%
%QoQ				-5.2%	12.9%	8.7%	5.1%	-2.1%	0.8%	11.1%	5.9%
영업이익률	33%	34%	33%	35%	33%	34%	33%	32%	32%	34%	35%
법인세차감전손익	87.9	139.4	164.1	32.9	35.1	37.0	34.3	39.3	40.1	43.4	41.4
법인세비용	21.8	33.9	39.3	8.4	8.4	8.8	8.2	9.4	9.6	10.4	9.9
당기순이익	66.2	105.5	124.9	24.5	26.7	28.2	26.1	29.9	30.5	33.0	31.5
당기순이익률	20%	22%	22%	25%	23%	23%	20%	22%	22%	23%	21%
EPS(원)	6,270	9,932	11,841								
PER	18.6	15.9	13.3								
BPS(원)	35,670	39,868	49,149								
PBR	3.3	4.0	3.2								

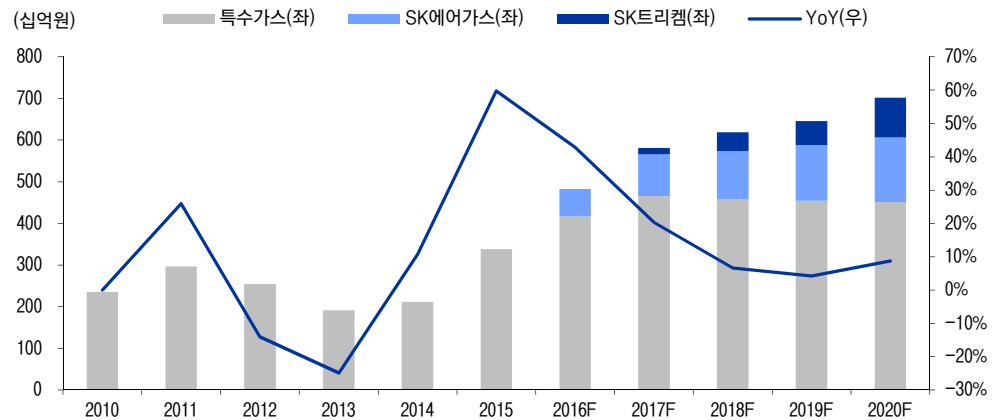
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표7 SK 머티리얼즈 목표주가 산정

항목	산출내역	비고
EPS(원)	11,841	2017년 예상 EPS
적용 PER(배)	16.7	과거 5년 평균 PER
프리미엄(%)		
적정가치	197,172	
목표주가	200,000	
현주가	157,600	9월 30일 종가 기준
상승여력(%)	26.9%	

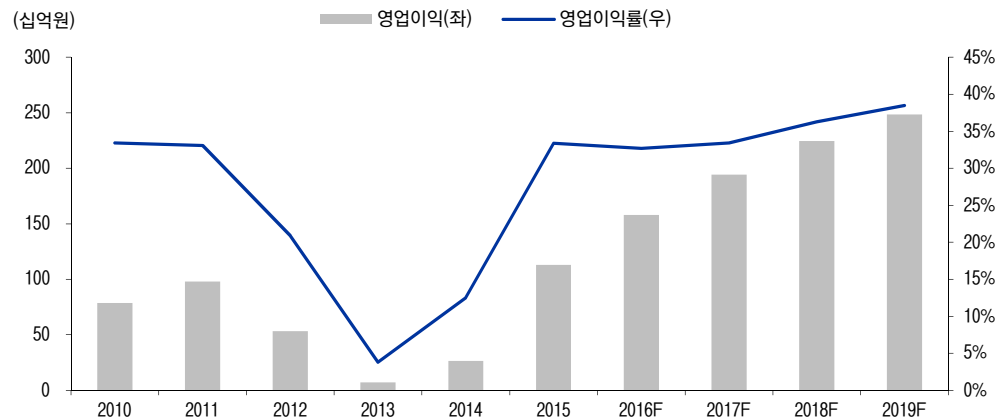
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 SK 머티리얼즈 연간 매출액 추이 및 전망



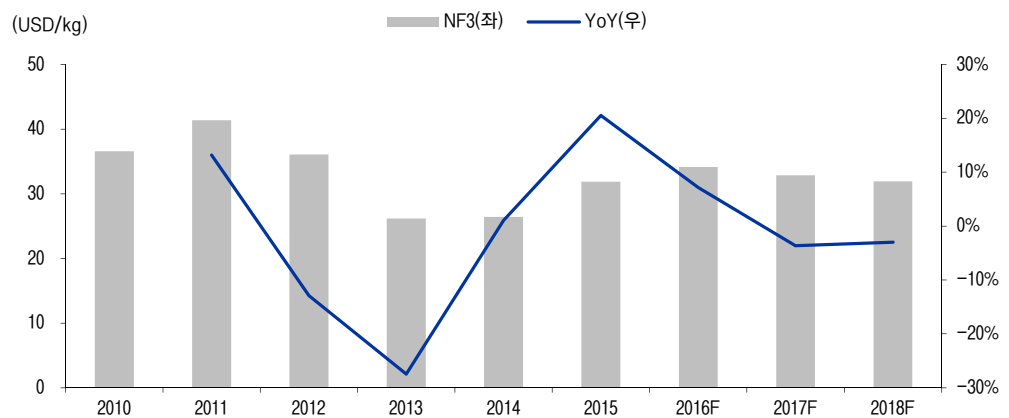
자료: SK머티리얼즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 SK 머티리얼즈 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: SK머티리얼즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 SK 머티리얼즈 NF3 가격 추이 및 전망

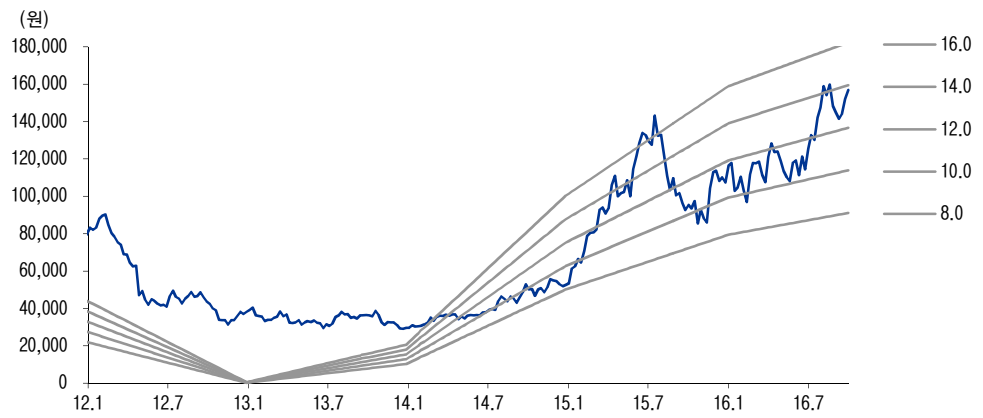


자료: SK머티리얼즈, 이베스트투자증권 리서치센터



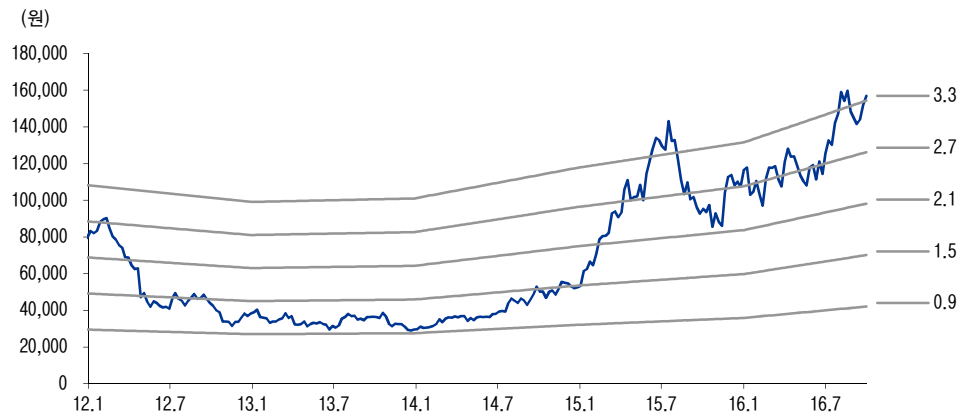
**밸류에이션**

그림10 SK 머티리얼즈 P/E Band Chart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 SK 머티리얼즈 P/B Band Chart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## SK머티리얼즈 (036490)

### 재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	119	165	192	237	296
현금 및 현금성자산	18	41	35	63	117
매출채권 및 기타채권	47	64	80	89	91
재고자산	46	58	74	82	84
기타유동자산	8	2	3	4	4
<b>비유동자산</b>	471	500	682	744	809
관계기업투자등	2	0	0	0	0
유형자산	450	480	656	717	779
무형자산	3	3	5	6	8
<b>자산총계</b>	<b>590</b>	<b>665</b>	<b>874</b>	<b>981</b>	<b>1,104</b>
<b>유동부채</b>	105	145	242	250	253
매입채무 및 기타채무	31	39	59	66	68
단기금융부채	63	73	143	143	143
기타유동부채	12	33	39	41	43
<b>비유동부채</b>	161	144	200	202	203
장기금융부채	157	127	166	166	166
기타비유동부채	4	16	34	35	37
<b>부채총계</b>	<b>267</b>	<b>289</b>	<b>442</b>	<b>452</b>	<b>456</b>
<b>지배주주지분</b>	323	376	421	518	637
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	68	68	34	34	34
이익잉여금	249	301	379	477	595
비지배주주지분(연결)	0	0	11	11	11
<b>자본총계</b>	<b>323</b>	<b>376</b>	<b>432</b>	<b>530</b>	<b>648</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>54</b>	<b>150</b>	<b>187</b>	<b>203</b>	<b>239</b>
당기순이익(손실)	14	66	106	125	145
비현금수익비용가감	69	105	98	87	95
유형자산감가상각비	49	55	71	85	92
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	1	4	26	1	1
영업활동 자산부채변동	-18	-10	9	-9	-1
매출채권 감소(증가)	-13	-15	-6	-9	-2
재고자산 감소(증가)	2	-12	-15	-8	-2
매입채무 증가(감소)	-5	17	31	7	2
기타자산, 부채변동	-3	0	-2	1	2
<b>투자활동 현금</b>	<b>-26</b>	<b>-83</b>	<b>-197</b>	<b>-149</b>	<b>-158</b>
유형자산처분(취득)	-19	-87	-120	-145	-154
무형자산 감소(증가)	0	-1	-2	-3	-3
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타투자활동	-7	5	-75	-1	-1
<b>재무활동 현금</b>	<b>-29</b>	<b>-43</b>	<b>4</b>	<b>-27</b>	<b>-27</b>
차입금의 증가(감소)	-24	-33	33	0	0
자본의 증가(감소)	-5	-11	-30	-27	-27
배당금의 지급	5	11	30	27	27
기타재무활동	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>0</b>	<b>24</b>	<b>-6</b>	<b>27</b>	<b>54</b>
기초현금	18	18	41	35	63
기말현금	18	41	35	63	117

주: IFRS 연결 기준  
 자료: SK머티리얼즈, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>212</b>	<b>338</b>	<b>471</b>	<b>562</b>	<b>598</b>
매출원가	164	199	270	323	327
<b>매출총이익</b>	<b>48</b>	<b>139</b>	<b>200</b>	<b>239</b>	<b>271</b>
판매비 및 관리비	21	26	41	52	57
<b>영업이익</b>	<b>26</b>	<b>113</b>	<b>160</b>	<b>187</b>	<b>214</b>
(EBITDA)	76	169	232	273	308
금융손익	-9	-8	-12	-14	-14
이자비용	9	7	12	15	15
관계기업등 투자손익	-1	-3	0	0	0
기타영업외손익	1	-14	-9	-9	-9
<b>세전계속사업이익</b>	<b>17</b>	<b>88</b>	<b>139</b>	<b>164</b>	<b>191</b>
계속사업법인세비용	4	22	34	39	46
계속사업이익	14	66	106	125	145
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>14</b>	<b>66</b>	<b>106</b>	<b>125</b>	<b>145</b>
지배주주	14	66	105	125	145
<b>총포괄이익</b>	<b>14</b>	<b>67</b>	<b>106</b>	<b>125</b>	<b>145</b>
매출총이익률 (%)	22.6	41.1	42.6	42.5	45.3
영업이익률 (%)	12.5	33.4	33.9	33.3	35.8
EBITDA 마진률 (%)	36.1	49.9	49.3	48.5	51.4
당기순이익률 (%)	6.4	19.6	22.4	22.2	24.3
ROA (%)	2.3	10.5	13.6	13.5	13.9
ROE (%)	4.3	18.9	26.3	26.6	25.2
ROIC (%)	3.9	16.1	19.5	19.2	20.2

### 주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	39.7	18.6	15.9	13.3	11.4
P/B	1.7	3.3	4.0	3.2	2.6
EV/EBITDA	9.6	8.2	8.3	7.0	6.0
P/CF	6.5	7.2	8.1	7.8	6.9
배당수익률 (%)	2.0	2.2	1.6	1.6	1.6
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	10.8	59.7	39.3	19.4	6.4
영업이익	265.0	327.5	41.7	17.1	14.4
세전이익	1,342.5	404.8	58.5	17.7	16.3
당기순이익	3,766.1	386.4	59.5	18.4	16.3
EPS	3,765.1	386.3	58.4	19.2	16.3
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	82.7	76.7	102.4	85.3	70.4
유동비율	112.5	113.8	79.6	94.9	116.8
순차입금/자기자본 (x)	60.6	42.1	63.4	46.5	29.7
영업이익/금융비용 (x)	2.8	15.7	13.2	12.5	14.3
총차입금 (십억원)	220	200	309	309	309
순차입금 (십억원)	196	159	274	247	192
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	1,289	6,270	9,932	11,841	13,776
BPS	30,604	35,670	39,868	49,149	60,365
CFPS	7,833	16,267	19,262	20,092	22,779
DPS	1,000	2,560	2,560	2,560	2,560

# 솔브레인 (036830)

2016. 10. 4 **반도체/디스플레이**

## 업황은 소재를 배신하지 않는다

Analyst **어규진**

02. 3779-8425

kjsyndrome@ebestsec.co.kr

### 업황은 소재를 배신하지 않는다

솔브레인은 반도체 및 디스플레이용 에천트를 주력으로 생산하는 IT 전문 소재업체이다. 소재 업체의 실적 개선은 신규라인 증설 효과와 기존라인 가동률 상승효과 그리고 반도체 미세화 및 단수증가, 디스플레이 고해상도화 및 대면적화 등의 영향으로 대당 소모되는 소재의 양 증가로도 발생된다. 결국 최근 삼성전자에서 발생한 반도체 및 디스플레이 대규모 투자와 대당 스텝수 증가 등의 효과는 동사의 실적개선에 직접적으로 연관되는 업황이다.

## Buy (maintain)

목표주가 **80,000 원**

현재주가 **60,900 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### 연간 최대 실적 기록 전망

2016년 동사의 실적은 매출액 7,219억원(+15.0%), 영업이익 1,244억원(+23.8%)으로 역대 최대 실적을 기록할 전망이다. 하반기 성수기 진입에 따른 반도체 수요 증가 및 삼성디스플레이 LCD패널 가동률 회복에 따른 반도체 및 디스플레이용 에천트 수요 증가가 기대되기 때문이다. 또한 하반기 삼성전자 3D NAND 신규라인 증설에 따른 고선택비 에천트 공급, 중국법인 설립에 따른 중국 디스플레이용 에천트 공급, 플렉서블 OLED 신규라인 증설 등의 수요증가도 점진적으로 시작될 전망이다

### Stock Data

KOSDAQ (9/30)		681.21pt
시가총액		10,087 억원
발행주식수		16,563 천주
52 주 최고가 / 최저가	67,500 / 33,350 원	
90 일 일평균거래대금		64.76 억원
외국인 지분율		29.6%
배당수익률(16.12E)		0.8%
BPS(16.12E)		35,450 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-3.0%
	6 개월	44.9%
	12 개월	50.7%
주주구성	정지완외 9인	45.6%
	국민연금공단	10.0%

### 투자 의견 매수, 목표주가 80,000원으로 상향

솔브레인에 대해 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가는 실적 적용 기간을 2017년 기준으로 변경하여 80,000원으로 상향한다. 동사의 유기 에천트는 신규라인 증설, 미세화 및 고해상도화에 따른 공정수 증가, 패널의 대면적화에 따라 수요가 증가한다. 결국 최근 신규 3D NAND 투자 및 단수증가, 플렉서블 OLED 및 OLED TV라인증설에 따른 공정수 증가 등의 환경은 동사의 수요 증가를 유발한다. 연간 최대실적 달성이 기대되는 상황에서 현 주가는 PER 9.9배(16년 예상치) 수준으로 여전히 밸류에이션 매력도 존재하므로 동사에 대해 매수 추천한다.

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	539	48	53	36	2,338	-39.2	87	13.8	6.2	1.2	9.4
2015	628	101	110	81	4,880	108.8	143	8.3	5.1	1.4	17.6
2016E	722	124	133	102	6,182	26.7	148	9.9	7.0	1.7	18.9
2017E	803	143	153	118	7,120	15.2	192	8.7	5.0	1.5	18.4
2018E	835	142	153	117	7,090	-0.4	195	8.7	4.6	1.3	15.6

자료: 솔브레인, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

실적 추이 및 전망

표8 솔브레인 실적 추이 및 전망

(십억원)	2015	2016F	2017F	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
<b>매출액</b>	<b>628</b>	<b>722</b>	<b>803</b>	<b>172</b>	<b>177</b>	<b>183</b>	<b>190</b>	<b>183</b>	<b>195</b>	<b>210</b>	<b>215</b>
YoY	17%	15%	11%	22%	22%	10%	8%	6%	10%	15%	13%
QoQ				-1%	3%	3%	4%	-4%	7%	7%	2%
<b>디스플레이</b>	<b>253</b>	<b>294</b>	<b>301</b>	<b>70</b>	<b>74</b>	<b>75</b>	<b>74</b>	<b>71</b>	<b>75</b>	<b>78</b>	<b>78</b>
Thin Glass	129	153	156	37	39	39	39	38	38	39	40
Etchant	46	48	49	12	12	12	12	11	12	12	13
유기재료	78	93	97	21	23	24	24	21	24	26	25
<b>반도체</b>	<b>311</b>	<b>359</b>	<b>433</b>	<b>85</b>	<b>84</b>	<b>90</b>	<b>99</b>	<b>96</b>	<b>102</b>	<b>115</b>	<b>120</b>
Etchant	245	287	346	69	68	72	79	76	82	92	96
CVD	26	30	35	7	7	8	8	8	8	9	10
Slurry	40	42	52	10	9	11	12	12	12	14	14
<b>2차전자 외</b>	<b>64</b>	<b>69</b>	<b>68</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>17</b>
전해액	28	32	31	8	7	8	9	7	7	8	8
ND자석	25	26	26	7	8	6	6	7	8	6	6
기타	11	11	11	3	3	3	3	3	3	3	3
<b>영업이익</b>	<b>101</b>	<b>124</b>	<b>140</b>	<b>32</b>	<b>28</b>	<b>32</b>	<b>33</b>	<b>30</b>	<b>34</b>	<b>38</b>	<b>39</b>
영업이익률	16%	17%	18%	18%	16%	18%	17%	16%	17%	18%	18%
세전이익	110	133	153	32	32	35	35	31	39	41	42
법인세	30	31	35	9	6	8	8	7	9	9	10
당기순이익	81	102	118	23	26	27	27	24	30	32	32
EPS (원)	4,873	6,182	7,120								
PER	8.3	9.9	8.7								
BPS (원)	29,865	35,450	42,071								
PBR	1.4	1.7	1.5								

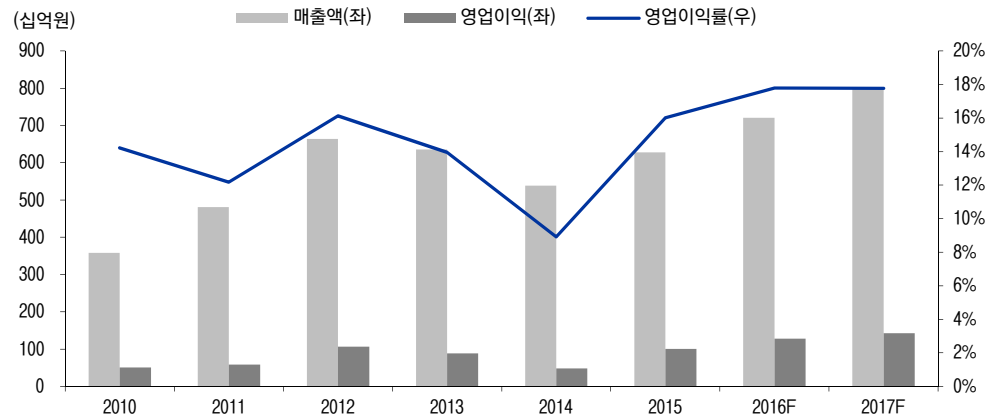
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표9 솔브레인 목표주가 산출

항목	산출내역	비고
EPS(원)	7,120	2017년 예상 EPS
적용 PER(배)	9.8	과거 4년 PER 평균
프리미엄(%)	15%	높은 수익성 상승을
적정가치	79,884	
목표주가	80,000	
현주가	60,900	9월 30일 종가 기준
상승여력(%)	31.4%	

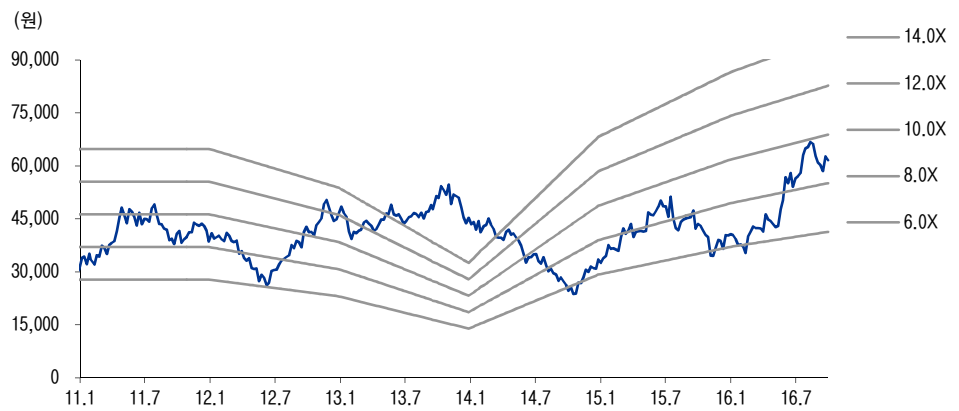
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 솔브레인 실적 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 솔브레인 PER 밴드 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 솔브레인 PBR 밴드 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 솔브레인 (036830)

### 재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	174	209	265	323	373
현금 및 현금성자산	86	86	112	152	200
매출채권 및 기타채권	53	68	92	105	105
재고자산	24	32	40	45	45
기타유동자산	11	24	21	22	22
<b>비유동자산</b>	400	522	547	583	619
관계기업투자등	71	166	164	171	178
유형자산	300	321	339	369	397
무형자산	13	13	12	11	9
<b>자산총계</b>	<b>574</b>	<b>732</b>	<b>812</b>	<b>906</b>	<b>992</b>
<b>유동부채</b>	144	223	204	189	165
매입채무 및 기타채무	27	35	65	74	74
단기금융부채	98	150	121	96	71
기타유동부채	19	39	18	19	19
<b>비유동부채</b>	8	16	17	18	18
장기금융부채	3	11	10	10	10
기타비유동부채	5	5	7	7	8
<b>부채총계</b>	<b>152</b>	<b>239</b>	<b>222</b>	<b>207</b>	<b>183</b>
<b>지배주주지분</b>	424	495	587	697	806
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	76	79	79	79	79
이익잉여금	342	416	510	620	729
비지배주주지분(연결)	-2	-2	3	3	3
<b>자본총계</b>	<b>422</b>	<b>493</b>	<b>590</b>	<b>700</b>	<b>809</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>71</b>	<b>120</b>	<b>146</b>	<b>157</b>	<b>168</b>
당기순이익(손실)	53	110	102	118	117
비현금수익비용가감	36	49	54	47	51
유형자산감가상각비	38	41	23	49	53
무형자산상각비	2	1	1	1	1
기타현금수익비용	-6	-1	31	-3	-3
영업활동 자산부채변동	0	-21	8	-9	0
매출채권 감소(증가)	4	-11	3	-12	-1
재고자산 감소(증가)	3	-9	-2	-5	0
매입채무 증가(감소)	-3	5	7	9	0
기타자산, 부채변동	-5	-7	0	0	0
<b>투자활동 현금</b>	<b>-30</b>	<b>-171</b>	<b>-83</b>	<b>-83</b>	<b>-87</b>
유형자산처분(취득)	-33	-59	-60	-78	-81
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	-2	-4	-4
기타투자활동	2	-110	-22	-1	-1
<b>재무활동 현금</b>	<b>-16</b>	<b>49</b>	<b>-37</b>	<b>-33</b>	<b>-33</b>
차입금의 증가(감소)	-13	58	-29	-25	-25
자본의 증가(감소)	0	-4	-8	-8	-8
배당금의 지급	7	7	8	8	8
기타재무활동	-3	-5	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>25</b>	<b>0</b>	<b>26</b>	<b>40</b>	<b>48</b>
기초현금	62	86	86	112	152
기말현금	86	86	112	152	200

주: IFRS 연결 기준

자료: 솔브레인, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>539</b>	<b>628</b>	<b>722</b>	<b>803</b>	<b>835</b>
매출원가	441	472	534	589	621
<b>매출총이익</b>	<b>98</b>	<b>156</b>	<b>188</b>	<b>213</b>	<b>213</b>
판매비 및 관리비	50	55	63	70	72
<b>영업이익</b>	<b>48</b>	<b>101</b>	<b>124</b>	<b>143</b>	<b>142</b>
(EBITDA)	87	143	148	192	195
금융손익	0	2	2	4	5
이자비용	3	4	0	0	0
관계기업등 투자손익	8	3	4	3	3
기타영업외손익	-3	4	3	3	3
<b>세전계속사업이익</b>	<b>53</b>	<b>110</b>	<b>133</b>	<b>153</b>	<b>153</b>
계속사업법인세비용	17	30	31	35	35
계속사업이익	36	81	102	118	117
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>36</b>	<b>81</b>	<b>102</b>	<b>118</b>	<b>117</b>
지배주주	38	81	102	118	117
<b>총포괄이익</b>	<b>37</b>	<b>80</b>	<b>102</b>	<b>118</b>	<b>117</b>
매출총이익률 (%)	18.2	24.8	26.0	26.6	25.6
영업이익률 (%)	8.9	16.1	17.2	17.8	17.0
EBITDA 마진률 (%)	16.2	22.8	20.5	24.0	23.4
당기순이익률 (%)	6.8	12.8	14.2	14.7	14.1
ROA (%)	6.7	12.4	13.3	13.7	12.4
ROE (%)	9.4	17.6	18.9	18.4	15.6
ROIC (%)	9.0	19.6	23.1	24.1	22.4

### 주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	13.8	8.3	9.9	8.7	8.7
P/B	1.2	1.4	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	6.2	5.1	7.0	5.0	4.6
P/CF	5.9	4.2	6.5	6.2	6.1
배당수익률 (%)	1.4	1.2	0.8	0.8	0.8
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-15.2	16.6	15.0	11.2	4.0
영업이익	-45.7	110.4	23.2	14.5	-0.6
세전이익	-33.5	107.1	21.0	14.8	-0.4
당기순이익	-41.3	121.2	27.0	15.2	-0.4
EPS	-39.2	108.8	26.7	15.2	-0.4
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	36.1	48.5	37.6	29.5	22.6
유동비율	121.0	93.8	129.5	171.1	226.2
순차입금/자기자본 (x)	3.0	13.1	1.8	-7.9	-15.9
영업이익/금융비용 (x)	13.9	28.0	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	101	161	132	107	82
순차입금 (십억원)	13	65	10	-55	-129
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	2,338	4,880	6,182	7,120	7,090
BPS	25,769	29,865	35,450	42,071	48,661
CFPS	5,481	9,609	9,452	9,967	10,170
DPS	450	500	500	500	500

# 에스에프에이 (056190)

## 걸림돌이 사라지다

2016. 10. 4 **반도체/디스플레이**

Analyst **어규진**

02. 3779-8425

kjsyndrome@ebestsec.co.kr

**Buy (maintain)**

목표주가 **75,000 원**

현재주가 **53,900 원**

### 플렉서블 OLED 수혜를 받다

지난 2월 29일 에스에프에이는 삼성디스플레이로 1,535억원 규모의 디스플레이 제조 장비 수주 공시를 했다. 이는 최근 매출액의 37% 규모의 수주로 2016년 8월 28일 까지 장비를 납품할 계획이다. 이후 3월 31일, 8월 8일, 그리고 최근 9월 22일까지 지속적으로 삼성디스플레이의 플렉서블 OLED용 물류장비 신규 수주가 발생하고 있다. 이와 같은 지속적인 장비수주 발생으로 안정적인 실적 성장이 기대된다.

### SFA반도체 반등 성공

에스에프에이는 지난해 STS반도체의 지분 인수를 발표하면서 우려감이 증폭되었다. 그 당시 STS반도체는 높은 채무 부담에 따른 워크아웃이 진행된 상태였고, 반도체 후공정이라는 사업과 에스에프에이의 본업과의 시너지도 크지 않다고 판단했기 때문이다. 인수 이후 2016년 1분기까지 SFA반도체는 예상대로 적자를 벗어나지 못하고 동사의 수익성에 부정적인 영향을 끼쳤다. 하지만 2분기 이후 국내 메모리 시장 개선과 DDR4 판매확대, 3D NAND 수요 증가 등의 영향으로 SFA반도체는 2분기 흑자전환에 성공했다. 최근 DRAM업황 개선과 가격 상승으로 2017년까지 메모리 업황 호조는 이어질 것으로 판단되므로 SFA반도체의 실적 개선세는 지속될 전망이다.

### 투자 의견 매수 유지, 목표주가 75,000원으로 하향

동사에 대해 투자 의견 매수를 유지하고 목표주가를 75,000원으로 하향한다. 에스에프에이의 2016년 실적은 매출액 1.1조원(+113.2%, YoY), 영업이익 848억원(+46.4%, YoY)으로 큰 폭의 성장이 기대된다. 동사는 삼성디스플레이의 신규 OLED패널 투자에 따른 장비 수주 증가가 기대되는 가운데, OLED핵심 전공정장비인 증착기를 중국패널 업체로 공급한 이력으로 추가 증착기 공급이 예상된다. 또한 SFA반도체의 실적도 점진적으로 개선될 전망이다. 이에 동사에 대해 매수 추천한다

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### Stock Data

KOSDAQ (9/30)	681.21pt
시가총액	9,677 억원
발행주식수	17,954 천주
52 주 최고가 / 최저가	63,700 / 42,850 원
90 일 일평균거래대금	55.54 억원
외국인 지분율	18.9%
배당수익률(16.12E)	0.7%
BPS(16.12E)	31,248 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 -4.8%
	6 개월 -7.0%
	12 개월 10.6%
주주구성	(주)디와이홀딩스외 4인 36.4%
	삼성디스플레이 10.1%
	국민연금 5.2%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	415	46	52	41	2,301	-34.5	56	21.6	9.6	1.9	8.8
2015	526	58	51	31	1,717	-25.3	69	28.8	13.5	1.8	6.3
2016E	1,121	85	89	72	3,995	132.6	133	13.8	7.5	1.7	13.6
2017E	1,269	121	118	93	5,203	30.2	138	10.6	6.4	1.5	15.5
2018E	1,174	106	104	82	4,555	-12.4	122	12.1	6.6	1.4	11.9

자료: 에스에프에이, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

실적 추이 및 전망

표10 에스에프에이 실적 추이 및 전망

(십억원)	2015	2016F	2017F	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
<b>매출액</b>	<b>*1,042</b>	<b>1,121</b>	<b>1,269</b>	<b>205</b>	<b>279</b>	<b>298</b>	<b>339</b>	<b>318</b>	<b>324</b>	<b>342</b>	<b>286</b>
물류시스템	392	613	685	103	162	157	190	186	184	183	131
공정장비	651	509	585	102	118	141	149	132	139	159	155
매출원가	418	963	1,069	184	243	252	285	269	272	285	243
% of Sales	40.1%	85.8%	84.2%	89.5%	86.8%	84.5%	84.0%	84.5%	84.0%	83.5%	85.0%
매출총이익	624	159	200	22	37	46	54	49	52	56	43
% of Sales	59.9%	14.2%	15.8%	10.5%	13.2%	15.5%	16.0%	15.5%	16.0%	16.5%	15.0%
판매비	50	74	80	17	17	19	21	20	20	21	18
% of Sales	4.8%	6.6%	6.3%	8.2%	6.2%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.2%	6.3%
<b>영업이익</b>	<b>58</b>	<b>85</b>	<b>121</b>	<b>5</b>	<b>20</b>	<b>27</b>	<b>33</b>	<b>29</b>	<b>32</b>	<b>35</b>	<b>25</b>
영업이익률	5.6%	7.6%	9.5%	2.3%	7.0%	9.2%	9.7%	9.2%	9.7%	10.3%	8.7%
세전이익	51	89	118	16	19	24	30	33	32	32	22
법인세	20	17	25	5	1	5	6	7	7	7	5
순이익	31	72	93	12	17	19	24	26	25	25	17
EPS(원)	1,717	3,995	5,203								
PER	28.8	13.5	10.6								
BPS(원)	27,645	31,248	36,049								
PBR	1.8	1.7	1.5								

자료: 이베스트투자증권 리서치센터  
\*2015년 매출액 SFA반도체 포함

표11 에스에프에이 목표주가 산출

항목	산출내역	비고
EPS(원)	4,976	12개월 Forward EPS
적용 PER(배)	15.0	과거 5년 PER 평균
프리미엄(%)		
적정가치	74,808	
목표주가	75,000	
현주가	53,900	9월 30일 종가 기준
상승여력(%)	39.2%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터



## 에스에프에이 (056190)

### 재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	482	520	663	725	825
현금 및 현금성자산	342	247	300	407	482
매출채권 및 기타채권	106	183	252	213	231
재고자산	6	29	48	41	44
기타유동자산	28	61	63	65	68
<b>비유동자산</b>	131	669	638	631	623
관계기업투자등	1	2	2	2	2
유형자산	104	495	467	455	443
무형자산	22	114	106	107	109
<b>자산총계</b>	<b>613</b>	<b>1,189</b>	<b>1,302</b>	<b>1,356</b>	<b>1,448</b>
<b>유동부채</b>	121	259	334	301	318
매입채무 및 기타채무	90	126	215	182	197
단기금융부채	12	106	96	96	96
기타유동부채	20	27	23	24	25
<b>비유동부채</b>	15	302	275	276	277
장기금융부채	0	279	250	250	250
기타비유동부채	15	24	25	26	27
<b>부채총계</b>	<b>136</b>	<b>562</b>	<b>609</b>	<b>577</b>	<b>595</b>
<b>자배주주지분</b>	477	496	561	647	722
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	27	27	27	27	27
이익잉여금	464	482	547	633	708
비지배주주지분(연결)	0	131	131	131	131
<b>자본총계</b>	<b>477</b>	<b>628</b>	<b>693</b>	<b>779</b>	<b>853</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>20</b>	<b>19</b>	<b>94</b>	<b>125</b>	<b>94</b>
당기순이익(손실)	41	31	72	93	82
비현금수익비용가감	15	45	56	18	18
유형자산감가상각비	10	11	48	17	17
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	3	8	1	1
영업활동 자산부채변동	-35	-41	-21	14	-6
매출채권 감소(증가)	-32	-24	-69	39	-18
재고자산 감소(증가)	0	2	-19	8	-3
매입채무 증가(감소)	8	-3	56	-34	15
기타자산, 부채변동	-12	-16	11	0	0
<b>투자활동 현금</b>	<b>238</b>	<b>-101</b>	<b>-17</b>	<b>-11</b>	<b>-11</b>
유형자산처분(취득)	-3	-2	-15	-5	-5
무형자산 감소(증가)	-3	0	1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	1	-23	-1	-2	-2
기타투자활동	243	-75	-2	-3	-3
<b>재무활동 현금</b>	<b>-19</b>	<b>-14</b>	<b>-22</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
차입금의 증가(감소)	8	-3	-15	0	0
자본의 증가(감소)	-18	-11	-7	-7	-7
배당금의 지급	18	11	7	7	7
기타재무활동	-9	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>240</b>	<b>-95</b>	<b>53</b>	<b>107</b>	<b>75</b>
기초현금	103	342	247	300	407
기말현금	342	247	300	407	482

주: IFRS 연결 기준

자료: 에스에프에이, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>415</b>	<b>526</b>	<b>1,121</b>	<b>1,269</b>	<b>1,174</b>
매출원가	333	418	963	1,069	995
<b>매출총이익</b>	<b>83</b>	<b>108</b>	<b>159</b>	<b>200</b>	<b>179</b>
판매비 및 관리비	37	50	74	80	74
<b>영업이익</b>	<b>46</b>	<b>58</b>	<b>85</b>	<b>121</b>	<b>106</b>
(EBITDA)	56	69	133	138	122
금융손익	9	7	-5	-3	-3
이자비용	0	0	14	14	14
관계기업등 투자손익	0	-2	0	0	0
기타영업외손익	-2	-13	9	1	1
<b>세전계속사업이익</b>	<b>52</b>	<b>51</b>	<b>89</b>	<b>118</b>	<b>104</b>
계속사업법인세비용	11	20	17	25	22
계속사업이익	41	31	72	93	82
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>41</b>	<b>31</b>	<b>72</b>	<b>93</b>	<b>82</b>
지배주주	41	31	72	93	82
<b>총포괄이익</b>	<b>41</b>	<b>31</b>	<b>72</b>	<b>93</b>	<b>82</b>
매출총이익률 (%)	19.9	20.5	14.2	15.8	15.3
영업이익률 (%)	11.0	11.0	7.6	9.5	9.0
EBITDA 마진률 (%)	13.4	13.1	11.8	10.9	10.4
당기순이익률 (%)	9.9	5.9	6.4	7.4	7.0
ROA (%)	6.9	3.4	5.8	7.0	5.8
ROE (%)	8.8	6.3	13.6	15.5	11.9
ROIC (%)	34.7	8.5	9.8	14.0	12.5

### 주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	21.6	28.8	13.5	10.6	12.1
P/B	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.6	14.1	7.5	6.4	6.6
P/CF	15.9	11.8	7.7	8.9	9.9
배당수익률 (%)	1.3	0.8	0.7	0.7	0.7
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-13.2	26.7	113.2	13.2	-7.5
영업이익	-29.2	26.8	46.3	42.4	-12.5
세전이익	-34.5	-3.5	76.0	32.9	-12.4
당기순이익	-34.5	-25.3	133.9	29.5	-12.4
EPS	-34.5	-25.3	132.6	30.2	-12.4
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	28.4	89.4	88.0	74.1	69.7
유동비율	398.7	200.6	198.5	240.7	259.7
순차입금/자기자본 (x)	-74.8	13.9	0.1	-13.9	-21.7
영업이익/금융비용 (x)	534.6	189.3	6.3	8.9	7.8
총차입금 (십억원)	12	385	346	346	346
순차입금 (십억원)	-357	87	0	-108	-185
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	2,301	1,717	3,995	5,203	4,555
BPS	26,594	27,645	31,248	36,049	40,204
CFPS	3,123	4,198	7,125	6,209	5,539
DPS	652	402	400	400	400

# 원익IPS (240810)

2016. 10. 4 **반도체/디스플레이**

## 나를 따르라

Analyst **어규진**

02. 3779-8425

kjsyndrome@ebestsec.co.kr

### 내년을 기대하세요

2016년 원익IPS의 실적은 매출액 3,500억원(-0.9%, YoY), 영업이익 544억원(+2.4%, YoY)으로 성장세는 다소 둔화될 전망이다. 2016년은 삼성전자 시안 3D NAND라인 신규 투자가 대체로 마무리된 상태에서 2016년 신규투자의 제한으로 반도체 장비 매출액이 전년비 감소할 것으로 판단되기 때문이다. 하지만 2017년 본격적인 장비 발주가 예상되는 삼성전자 신규 평택 반도체라인 투자 영향으로 동사의 실적은 매출액 5,246억원(+49.9%, YoY), 영업이익 1,010억원(+85.7%, YoY)으로 역대 최대 실적을 기록할 전망이다.

### 테라세미콘 인수 효과

원익IPS의 2016년은 지배구조 개편에 따른 그룹사 변화가 큰 한 해였다. 상반기 원익홀딩스에 TGS사업부 및 원익머트리얼즈 지분을 넘기고 반도체, 디스플레이 장비업체로 물적분할을 한 이후 원익홀딩스는 유증을 통해 지주사 요건을 충족하게 되었다. 그리고 마지막 남은 테라세미콘의 지배력 강화를 위해 지난 9월 9일 원익IPS와 테라세미콘의 회사합병을 결정하였다. 원익IPS는 반도체용 증착기 및 디스플레이용 식각장비에 경쟁력을 보유하고 있고, 테라세미콘은 디스플레이용 열처리 장비 전문업체로서 향후 반도체용 ALD장비 개발에 심혈을 기울이고 있었다. 이에 두 업체간의 합병은 장비 포트폴리오 다각화, 연구개발인력 집중 등의 시너지 효과가 발생 할 수 있다고 판단된다.

### 투자 의견 매수, 목표주가 30,000원으로 커버리지 개시

원익IPS에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 30,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사는 삼성전자 반도체 및 디스플레이 전문 장비 업체로 삼성전자의 투자 계획에 많은 영향을 받는다. 2016년 삼성전자 반도체 부분의 투자 공백에 따른 일시적인 실적 정체는 불가피해 보이지만, 2017년 삼성전자 평택라인 투자와 삼성디스플레이 Flexible OLED투자 지속으로 동사의 장비 발주는 급격히 증가할 전망이다. 특히 3D NAND, Flexible OLED 등 삼성전자의 기술경쟁력이라고 할 수 있는 부분에서 장비 경쟁력을 보유하고 있으므로 삼성전자 증설에 가장 큰 혜택을 받을 수 있는 업체라고 판단된다. 이에 동사에 대해 매수 추천한다

**Buy (initiate)**

목표주가 **30,000 원**

현재주가 **25,500 원**

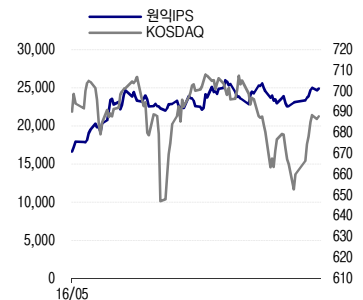
### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### Stock Data

KOSDAQ (9/30)		681.21pt
시가총액		10,525 억원
발행주식수		41,273 천주
52 주 최고가 / 최저가	26,000 / 16,650 원	
90 일 일평균거래대금		95.12 억원
외국인 지분율		22.2%
배당수익률(16.12E)		0.0%
BPS(16.12E)		5,407 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-0.9%
	6 개월	n/a
	12 개월	n/a
주주구성	(주)원익외 10인	29.4%
	국민연금공단	5.0%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
2015	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
2016E	350	54	55	43	1,051	n/a	66	24.3	15.3	4.7	n/a
2017E	525	101	102	81	1,959	86.5	115	12.5	8.3	3.3	30.7
2018E	571	114	115	91	2,203	12.5	130	11.1	6.9	2.6	26.0

자료: 원익IPS, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

### 실적 추이 및 전망

표12 원익 IPS 실적 추이 및 전망

(십억원)	2015	2016F	2017F	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
<b>매출액</b>	<b>353.0</b>	<b>350.0</b>	<b>524.6</b>	<b>92.1</b>	<b>52.5</b>	<b>101.4</b>	<b>103.9</b>	<b>145.1</b>	<b>132.8</b>	<b>115.2</b>	<b>131.5</b>
반도체	283.3	273.5	410.2	87.0	35.9	82.5	68.1	123.1	102.6	82.0	102.6
Display	67.3	73.3	109.9	5.1	14.0	18.8	35.5	22.0	27.5	33.0	27.5
SOLAR	2.4	3.2	4.5	0.1	2.7	0.1	0.3	0.1	2.7	0.2	1.5
<b>매출원가</b>	<b>217.5</b>	<b>209.9</b>	<b>316.7</b>	<b>56.2</b>	<b>30.5</b>	<b>60.8</b>	<b>62.3</b>	<b>87.1</b>	<b>79.7</b>	<b>69.7</b>	<b>80.2</b>
% of Sales	62%	60%	60%	61%	58%	60%	60%	60%	60%	61%	61%
<b>매출총이익</b>	<b>135.5</b>	<b>140.1</b>	<b>208.0</b>	<b>35.9</b>	<b>22.0</b>	<b>40.5</b>	<b>41.6</b>	<b>58.0</b>	<b>53.1</b>	<b>45.5</b>	<b>51.3</b>
% of Sales	38%	40%	40%	39%	42%	40%	40%	40%	40%	40%	39%
<b>판매비</b>	<b>82.5</b>	<b>85.7</b>	<b>107.0</b>	<b>16.6</b>	<b>18.3</b>	<b>25.9</b>	<b>24.9</b>	<b>26.2</b>	<b>27.9</b>	<b>25.4</b>	<b>27.6</b>
% of Sales	23%	24%	20%	18%	35%	26%	24%	18%	21%	22%	21%
<b>영업이익</b>	<b>53.1</b>	<b>54.4</b>	<b>101.0</b>	<b>19.3</b>	<b>3.7</b>	<b>14.7</b>	<b>16.6</b>	<b>31.9</b>	<b>25.2</b>	<b>20.2</b>	<b>23.7</b>
영업이익율	15%	16%	19%	21%	7%	14%	16%	22%	19%	17%	18%
세전이익	53.3	55.2	102.2	19.3	4.0	15.0	17.0	32.3	25.5	20.4	24.0
법인세	13.2	11.9	21.4	4	1	3	4	7	5	4	5
순이익	40.1	43.4	80.9	15.3	2.8	11.8	13.4	25.5	20.2	16.2	19.0
순이익율	11%	12%	15%	17%	5%	12%	13%	18%	15%	14%	14%
EPS(원)		1,051	1,959								
PER		24.3	12.5								
BPS(원)		5,407	7,366								
PBR		4.7	3.3								

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표13 원익 IPS 목표주가 산출

항목	산출내역	비고
EPS(원)	1,959	2017년 예상 EPS
적용 PER(배)	15.0	업계 평균 PER
프리미엄(%)		
적정가치	29,385	
목표주가	30,000	
현주가	25,500	9월 30일 종가 기준
상승여력(%)	17.7%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 원익IPS (240810)

### 재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	n/a	n/a	166	235	305
현금 및 현금성자산	n/a	n/a	6	63	118
매출채권 및 기타채권	n/a	n/a	74	84	91
재고자산	n/a	n/a	82	83	91
기타유동자산	n/a	n/a	4	4	5
<b>비유동자산</b>	n/a	n/a	139	165	192
관계기업투자등	n/a	n/a	1	1	1
유형자산	n/a	n/a	114	138	163
무형자산	n/a	n/a	13	15	16
<b>자산총계</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>305</b>	<b>400</b>	<b>497</b>
<b>유동부채</b>	n/a	n/a	67	81	87
매입채무 및 기타채무	n/a	n/a	50	63	68
단기금융부채	n/a	n/a	7	7	7
기타유동부채	n/a	n/a	11	11	12
<b>비유동부채</b>	n/a	n/a	15	15	15
장기금융부채	n/a	n/a	0	0	0
기타비유동부채	n/a	n/a	15	15	15
<b>부채총계</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>82</b>	<b>96</b>	<b>102</b>
<b>지배주주지분</b>	n/a	n/a	223	304	395
<b>자본금</b>	n/a	n/a	21	21	21
<b>자본잉여금</b>	n/a	n/a	175	175	175
<b>이익잉여금</b>	n/a	n/a	27	108	199
<b>비지배주주지분(연결)</b>	n/a	n/a	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>223</b>	<b>304</b>	<b>395</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>-155</b>	<b>97</b>	<b>98</b>
당기순이익(손실)	n/a	n/a	43	81	91
비현금수익비용가감	n/a	n/a	-85	14	17
유형자산감가상각비	n/a	n/a	11	13	15
무형자산상각비	n/a	n/a	1	1	1
기타현금수익비용	n/a	n/a	-97	0	0
영업활동 자산부채변동	n/a	n/a	-113	2	-9
매출채권 감소(증가)	n/a	n/a	-102	-10	-7
재고자산 감소(증가)	n/a	n/a	-88	-1	-7
매입채무 증가(감소)	n/a	n/a	60	13	6
기타자산, 부채변동	n/a	n/a	17	0	0
<b>투자활동 현금</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>-38</b>	<b>-40</b>	<b>-43</b>
유형자산처분(취득)	n/a	n/a	-26	-37	-40
무형자산 감소(증가)	n/a	n/a	-2	-3	-3
투자자산 감소(증가)	n/a	n/a	0	0	0
기타투자활동	n/a	n/a	-10	0	0
<b>재무활동 현금</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>199</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
차입금의 증가(감소)	n/a	n/a	3	0	0
자본의 증가(감소)	n/a	n/a	196	0	0
배당금의 지급	n/a	n/a	0	0	0
기타재무활동	n/a	n/a	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>6</b>	<b>57</b>	<b>55</b>
기초현금	n/a	n/a	0	6	63
기말현금	n/a	n/a	6	63	118

주: IFRS 연결 기준  
자료: 원익IPS, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>350</b>	<b>525</b>	<b>571</b>
매출원가	n/a	n/a	210	317	348
<b>매출총이익</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>140</b>	<b>208</b>	<b>224</b>
판매비 및 관리비	n/a	n/a	86	107	110
<b>영업이익</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>54</b>	<b>101</b>	<b>114</b>
(EBITDA)	n/a	n/a	66	115	130
금융손익	n/a	n/a	0	0	0
이자비용	n/a	n/a	0	0	0
관계기업등 투자손익	n/a	n/a	0	0	0
기타영업외손익	n/a	n/a	1	1	1
<b>세전계속사업이익</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>55</b>	<b>102</b>	<b>115</b>
계속사업법인세비용	n/a	n/a	12	21	24
계속사업이익	n/a	n/a	43	81	91
중단사업이익	n/a	n/a	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>43</b>	<b>81</b>	<b>91</b>
지배주주	n/a	n/a	43	81	91
<b>총포괄이익</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>43</b>	<b>81</b>	<b>91</b>
매출총이익률 (%)	n/a	n/a	40.0	39.6	39.2
영업이익률 (%)	n/a	n/a	15.5	19.2	19.9
EBITDA 마진률 (%)	n/a	n/a	18.9	21.9	22.8
당기순이익률 (%)	n/a	n/a	12.4	15.4	15.9
ROA (%)	n/a	n/a	n/a	22.9	20.3
ROE (%)	n/a	n/a	n/a	30.7	26.0
ROIC (%)	n/a	n/a	n/a	34.0	34.0

### 주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	n/a	n/a	24.3	12.5	11.1
P/B	n/a	n/a	4.7	3.3	2.6
EV/EBITDA	n/a	n/a	15.3	8.3	6.9
P/CF	n/a	n/a	n/a	10.7	9.4
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>	n/a	n/a			
매출액	n/a	n/a	n/a	49.9	8.9
영업이익	n/a	n/a	n/a	85.7	12.6
세전이익	n/a	n/a	n/a	85.0	12.5
당기순이익	n/a	n/a	n/a	86.5	12.5
EPS	n/a	n/a	n/a	86.5	12.5
<b>안정성(%)</b>	n/a	n/a			
부채비율	n/a	n/a	36.8	31.5	25.8
유동비율	n/a	n/a	246.5	289.5	349.9
순차입금/자기자본 (x)	n/a	n/a	0.3	-18.5	-28.2
영업이익/금융비용 (x)	n/a	n/a	1,918.1	3,180.6	3,581.4
총차입금 (십억원)	n/a	n/a	7	7	7
순차입금 (십억원)	n/a	n/a	1	-56	-111
<b>주당지표 (원)</b>	n/a	n/a			
EPS	n/a	n/a	1,051	1,959	2,203
BPS	n/a	n/a	5,407	7,366	9,569
CFPS	n/a	n/a	n/a	2,298	2,603
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

# AP시스템 (054620)

2016. 10. 4 반도체/디스플레이

## 수익성으로 보여줄 시기가 온다

Analyst **어규진**

02. 3779-8425

kjsyndrome@ebestsec.co.kr

### 수익성으로 보여줄 시기가 온다

AP시스템은 주력 제품인 디스플레이용 ELA, LLO장비등을 삼성디스플레이 뿐 아니라 중국 패널업체에도 거의 독점 공급하면서 최근 플렉서블 OLED 신규라인 증설에 따른 대규모 수주가 발생하고 있다. 반면 2분기 실적은 분기 최초로 매출액 1천억을 돌파하며 최대 매출을 기록했지만, 영업이익율은 1.8%를 기록하며 여전히 수익성에서는 부족한 모습을 보였다. 이는 높은 연구개발비와 자회사 장비 이슈에 따른 일회성 비용으로 판단된다. 그러므로 상반기 받았던 대규모 수주분이 본격적으로 매출로 인식되는 3분기 이후부터 수익성은 정상화될 것으로 보인다. 3분기 동사의 실적은 매출액 1,372억원(+51.0%, YoY), 영업이익 125억원(+574%, YoY)의 최대실적을 재 갱신할 전망이다.

**Buy (upgrade)**

목표주가 **31,000 원**

현재주가 **24,500 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### Stock Data

KOSDAQ (9/30)	681.21pt
시가총액	6,274 억원
발행주식수	25,610 천주
52 주 최고가 / 최저가	23,800 / 7,500 원
90 일 일평균거래대금	227.14 억원
외국인 지분율	10.3%
배당수익률(16.12E)	0.0%
BPS(16.12E)	5,484 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 25.5%
	6 개월 29.0%
	12 개월 82.3%
주주구성	정기외의 2 인 9.0%

### 2017년 열매가 달다

AP시스템의 2016년 연간 실적은 매출액 4,439억원(+51.4%, YoY), 영업이익 240억원(+98.1%, YoY)으로 큰 폭으로 개선되며 2011년 기록했던 연간 최대 실적에 근접할 전망이다. 또한 2017년에는 삼성디스플레이 A3라인 장비 매출인식, BOE, Tianma 등 중국 패널업체의 플렉서블 OLED 신규투자 지속, 그리고 신규 장비군 납입 성공 등의 효과로 2017년 매출액 6,910억원(+55.7%, YoY), 영업이익 795억원(+231%, YoY)의 최대실적 달성이 가능할 전망이다. 2017년 연간 영업이익율도 11.5%로 정상궤도에 진입할 전망이다.

### 투자의견 매수 상향, 목표주가 31,000원으로 상향

AP시스템에 대해 투자의견을 매수로 상향하고 목표주가도 31,000원으로 상향한다. 동사는 플렉서블 OLED패널에 특화된 ELA, LLO장비를 거의 독점하는 위치에 있으면서도 높은 생산원가와 낮은 수익성으로 밸류에이션 부담이 존재해 왔다. 하지만 대규모 수주에 따른 매출액 급증과 신규 제품군 진입에 따른 믹스 개선 등의 영향으로 2017년 수익성 정상화가 기대된다. 단기 주가 상승에도 2017년 기준 PER 10.0배 수준으로 여전히 주가 상승여력이 존재한다고 판단하는바 동사에 대해 매수 추천한다.

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	175	4	1	1	55	-91.9	10	111.1	18.4	1.5	1.3
2015	293	12	10	8	368	570.3	19	35.3	22.6	2.9	8.4
2016E	444	24	22	16	638	73.3	34	38.4	18.1	4.5	13.2
2017E	691	80	79	61	2,371	271.5	89	10.0	6.0	3.0	35.5
2018E	560	54	54	42	1,625	-31.4	65	14.6	7.8	2.5	18.7

자료: AP시스템, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

실적 추이 및 전망

표14 AP 시스템 실적 추이 및 전망

(십억원)	2015	2016F	2017F	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
<b>매출액</b>	<b>293.2</b>	<b>443.9</b>	<b>691.0</b>	<b>44.3</b>	<b>103.8</b>	<b>137.2</b>	<b>158.7</b>	<b>164.8</b>	<b>149.2</b>	<b>175.9</b>	<b>201.2</b>
QoQ				-26%	134%	32%	16%	4%	-9%	18%	14%
YoY	67.2%	51.4%	55.7%	-44%	65%	51%	165%	272%	44%	28%	27%
<b>매출원가</b>	<b>253.3</b>	<b>375.0</b>	<b>552.3</b>	<b>41.1</b>	<b>91.4</b>	<b>113.2</b>	<b>129.3</b>	<b>133.5</b>	<b>120.1</b>	<b>139.8</b>	<b>158.9</b>
% of Sales	86.4%	84.5%	79.9%	92.9%	88.1%	82.5%	81.5%	81.0%	80.5%	79.5%	79.0%
<b>매출총이익</b>	<b>40</b>	<b>69</b>	<b>139</b>	<b>3.2</b>	<b>12.4</b>	<b>24.0</b>	<b>29.4</b>	<b>31.3</b>	<b>29.1</b>	<b>36.1</b>	<b>42.3</b>
% of Sales	13.6%	15.5%	20.1%	7.1%	11.9%	17.5%	18.5%	19.0%	19.5%	20.5%	21.0%
<b>판매비</b>	<b>27.7</b>	<b>44.9</b>	<b>59.2</b>	<b>9.5</b>	<b>10.5</b>	<b>11.6</b>	<b>13.3</b>	<b>14.2</b>	<b>12.6</b>	<b>15.0</b>	<b>17.3</b>
% of Sales	9.5%	10.1%	8.6%	21.4%	10.1%	8.4%	8.4%	8.6%	8.4%	8.6%	8.6%
<b>영업이익</b>	<b>12.1</b>	<b>24.0</b>	<b>79.5</b>	<b>-6.3</b>	<b>1.8</b>	<b>12.5</b>	<b>16.1</b>	<b>17.1</b>	<b>16.5</b>	<b>21.0</b>	<b>24.9</b>
영업이익률	4.1%	5.4%	11.5%	-14.3%	1.8%	9.1%	10.1%	10.4%	11.1%	11.9%	12.4%
세전이익	10.4	21.7	78.5	-3.1	0.4	10.4	14.0	17.1	15.2	21.1	25.1
법인세	1.8	5.3	17.8	-1.0	0.5	2.5	3.4	4.1	3.5	4.7	5.5
순이익	8.6	16.3	60.7	-2.1	-0.1	7.9	10.6	13.0	11.7	16.5	19.6
EPS(원)	368	638	2,371								
PER	35.3	38.4	10.0								
BPS(원)	4,548	5,484	7,855								
PBR	2.9	4.5	3.0								

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표15 AP 시스템 목표주가 산출

항목	산출내역	비고
EPS(원)	2,371	2017년 예상 EPS
적용 PER(배)	13.1	OLED 장비 업체 2016년 평균
프리미엄(%)		
적정가치	30,961	
목표주가	31,000	
현주가	24,500	9월 30일 종가 기준
상승여력(%)	26.5%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## AP시스템 (054620)

### 재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	110	152	197	279	270
현금 및 현금성자산	18	8	85	149	178
매출채권 및 기타채권	31	92	76	87	57
재고자산	46	39	24	31	23
기타유동자산	15	14	12	12	13
<b>비유동자산</b>	106	147	171	179	183
관계기업투자등	21	16	14	15	15
유형자산	65	99	123	128	130
무형자산	15	25	26	27	28
<b>자산총계</b>	<b>216</b>	<b>299</b>	<b>368</b>	<b>458</b>	<b>453</b>
<b>유동부채</b>	60	158	180	209	162
매입채무 및 기타채무	36	43	62	98	48
단기금융부채	14	106	52	42	42
기타유동부채	11	8	67	69	72
<b>비유동부채</b>	56	32	44	44	44
장기금융부채	50	24	36	36	36
기타비유동부채	5	7	8	8	9
<b>부채총계</b>	<b>116</b>	<b>189</b>	<b>224</b>	<b>253</b>	<b>207</b>
지배주주지분	98	106	140	201	243
자본금	12	12	13	13	13
자본잉여금	70	70	88	88	88
이익잉여금	40	49	65	126	168
비지배주주지분(연결)	2	3	4	4	4
<b>자본총계</b>	<b>100</b>	<b>110</b>	<b>144</b>	<b>205</b>	<b>246</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-9</b>	<b>-31</b>	<b>134</b>	<b>95</b>	<b>47</b>
당기순이익(손실)	1	8	16	61	42
비현금수익비용가감	12	14	15	14	14
유형자산감가상각비	6	6	8	9	9
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	1	-2	5	4	4
영업활동 자산부채변동	-21	-51	107	20	-9
매출채권 감소(증가)	1	-59	18	-12	31
재고자산 감소(증가)	-25	9	15	-6	8
매입채무 증가(감소)	17	3	12	36	-50
기타자산, 부채변동	-14	-4	63	2	2
<b>투자활동 현금</b>	<b>-17</b>	<b>-21</b>	<b>-34</b>	<b>-21</b>	<b>-18</b>
유형자산처분(취득)	-2	-16	-29	-14	-11
무형자산 감소(증가)	-6	-5	-5	-2	-2
투자자산 감소(증가)	-1	0	-2	-4	-4
기타투자활동	-8	1	2	0	0
<b>재무활동 현금</b>	<b>11</b>	<b>41</b>	<b>-22</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>
차입금의 증가(감소)	13	41	-22	-10	0
자본의 증가(감소)	1	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	-4	-1	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-15</b>	<b>-11</b>	<b>78</b>	<b>64</b>	<b>29</b>
기초현금	33	18	8	85	149
기말현금	18	8	85	149	178

주: IFRS 연결 기준

자료: AP시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>175</b>	<b>293</b>	<b>444</b>	<b>691</b>	<b>560</b>
매출원가	149	253	375	552	458
<b>매출총이익</b>	<b>26</b>	<b>40</b>	<b>69</b>	<b>139</b>	<b>102</b>
판매비 및 관리비	23	28	45	59	47
<b>영업이익</b>	<b>4</b>	<b>12</b>	<b>24</b>	<b>80</b>	<b>54</b>
(EBITDA)	10	19	34	89	65
금융손익	-2	-1	0	-2	-2
이자비용	2	3	0	1	2
관계기업등 투자손익	0	-1	-4	-4	-4
기타영업외손익	-1	0	1	5	5
<b>세전계속사업이익</b>	<b>1</b>	<b>10</b>	<b>22</b>	<b>79</b>	<b>54</b>
계속사업법인세비용	0	3	6	18	12
계속사업이익	1	8	16	61	42
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>16</b>	<b>61</b>	<b>42</b>
지배주주	1	9	16	61	42
<b>총포괄이익</b>	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>16</b>	<b>61</b>	<b>42</b>
매출총이익률 (%)	15.0	13.6	15.5	20.1	18.2
영업이익률 (%)	2.1	4.1	5.4	11.5	9.7
EBITDA 마진률 (%)	5.8	6.4	7.6	12.9	11.5
당기순이익률 (%)	0.6	2.7	3.6	8.8	7.4
ROA (%)	0.6	3.3	4.9	14.7	9.1
ROE (%)	1.3	8.4	13.2	35.5	18.7
ROIC (%)	2.4	5.4	10.3	50.0	34.6

### 주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	111.1	35.3	38.4	10.0	14.6
P/B	1.5	2.9	4.5	3.0	2.5
EV/EBITDA	18.4	22.6	18.1	6.0	7.8
P/CF	11.0	13.9	19.9	8.2	10.9
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-31.0	67.2	51.4	55.7	-18.9
영업이익	-77.1	230.5	98.1	231.1	-31.5
세전이익	-94.4	915.3	108.4	262.0	-31.7
당기순이익	-93.2	654.1	104.8	279.9	-31.4
EPS	-91.9	570.3	73.3	271.5	-31.4
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	116.0	172.7	155.6	123.7	84.0
유동비율	182.8	96.3	109.1	133.6	166.4
순차입금/자기자본 (x)	42.8	109.8	0.2	-36.1	-41.8
영업이익/금융비용 (x)	1.5	4.0	n/a	60.3	22.0
총차입금 (십억원)	64	130	88	78	78
순차입금 (십억원)	43	120	0	-74	-103
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	55	368	638	2,371	1,625
BPS	4,185	4,548	5,484	7,855	9,480
CFPS	556	938	1,194	2,909	2,178
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

# 삼성SDI (006400)

2016. 10. 4 반도체/디스플레이

## 풀어야 할 매듭 몇 개

Analyst 어규진

02. 3779-8425

kjsyndrome@ebestsec.co.kr

### 풀어야 할 매듭 1개

삼성SDI는 현 시점에서 에너지 솔루션 사업에서 풀어야 할 매듭이 몇 가지 있다. 그 중 소형전지에서는 최근 가장 이슈가 되었던 갤럭시노트7 발화 현상과 그에 따른 배터리 리콜 비용 발생이다. 물론 발화현상이 삼성SDI 배터리 독단적인 문제라고 판단되지는 않는다. 하지만 어쨌든 이슈가 터진 만큼 빠른 사태 수습과 그에 따른 일회성 비용 발생 가능성이 높다. 3분기 동사의 영업적자는 417억원 수준으로 판단되지만, 리콜에 따른 일회성 비용 인식 시 1,500억원이 넘는 적자가 발생할 가능성도 존재한다.

## Hold (downgrade)

목표주가 110,000 원

현재주가 96,000 원

### 풀어야 할 매듭 2개

소형전지 이슈가 단기적인 매듭이라면 미래의 먹거리로 기대하고 있는 중대형 전지의 경우는 중기적 매듭이다. 우선 중국 전기차 배터리 보조금 지급에 대한 5차 인증 발표가 지연되면서 올해 기대했던 중국향 전지 사업에 차질이 생기고 있다. 또한 5차 인증 통과 이후에도 3원계 양극활 물질의 전기버스 적용 여부도 풀어야 할 이슈다. 이와 같이 전기차 시장 1위의 중국에서 보조금 재개를 위한 매듭을 풀고, 기대했던 수주들이 발생하는 게 동사에 가장 시급한 이슈다.

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### 투자 의견 중립, 목표주가 110,000원으로 하향

삼성SDI는 갤럭시노트7 리콜 이슈에 따른 소형전지 적자전환, 중국 보조금 이슈에 따른 중대형전지 실적 개선 지연 등의 영향으로 단기적으로 부진한 실적이 지속될 전망이다. 이에 2016년 실적 추정치 하락에 따른 동사의 목표주가를 110,000원으로 하향하고 투자 의견을 중립으로 하향한다. 동사는 앞서 살펴본 중대형전지의 중국 보조금 재개와 중국 상용차, 트럭, 버스 등 예상했던 사업이 정상화되는 시기까지 준비의 시기가 필요하다고 판단된다.

### Stock Data

KOSPI (9/30)	2,043.63pt
시가총액	66,014 억원
발행주식수	68,765 천주
52 주 최고가 / 최저가	129,000 / 87,400 원
90 일 일평균거래대금	297.27 억원
외국인 지분율	36.3%
배당수익률(16.12E)	1.0%
BPS(16.12E)	158,183 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -18.6%
	6개월 -5.8%
	12개월 -12.5%
주주구성	삼성전자외 5인 20.5%
	국민연금 8.8%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	5,474	71	199	-80	-1,488	적전	604	-78.0	13.6	0.7	-0.9
2015	7,569	-60	39	26	758	흑전	604	150.3	13.0	0.7	0.5
2016E	5,511	-766	-735	375	5,542	630.9	-269	17.3	-16.5	0.6	3.5
2017E	6,164	175	523	395	5,719	3.2	733	16.9	6.4	0.6	3.5
2018E	6,715	278	626	473	6,852	19.8	887	14.3	5.5	0.6	4.1

자료: 삼성SDI, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준



실적 추이 및 전망

표16 삼성 SDI 실적 추정치

(십억원)	2015	2016F	2017F	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
<b>매출액</b>	<b>7,569.3</b>	<b>5,510.8</b>	<b>6,164.1</b>	<b>1,290.7</b>	<b>1,317.2</b>	<b>1,345.7</b>	<b>1,557.3</b>	<b>1,406.8</b>	<b>1,539.1</b>	<b>1,611.5</b>	<b>1,606.6</b>
(QoQ, YoY)	38.3%	-27.2%	11.9%	-30.7%	2.1%	2.2%	15.7%	-9.7%	9.4%	4.7%	-0.3%
에너지솔루션	3,313.1	3,695.9	4,137.6	864.4	875.6	887.5	1,068.4	957.3	1,059.8	1,057.8	1,062.7
소형전지	2,658.9	2,694.1	2,815.5	661.9	665.0	664.3	702.9	680.2	717.7	717.7	699.8
대형전지	654.2	1,001.8	1,322.1	202.5	210.7	223.2	365.5	277.1	342.1	340.1	362.9
전자재료	1,641.8	1,814.9	2,026.5	426.4	441.6	458.1	488.8	449.5	479.3	553.8	543.9
<b>매출원가</b>	<b>6,186</b>	<b>4,631</b>	<b>4,985</b>	<b>1,146.9</b>	<b>1,085.0</b>	<b>1,130.4</b>	<b>1,269.2</b>	<b>1,139.5</b>	<b>1,239.0</b>	<b>1,305.3</b>	<b>1,301.3</b>
매출원가율	81.7%	84.0%	80.9%	88.9%	82.4%	84.0%	81.5%	81.0%	80.5%	81.0%	81.0%
<b>매출총이익</b>	<b>1,383</b>	<b>879</b>	<b>1,179</b>	<b>143.8</b>	<b>232.2</b>	<b>215.3</b>	<b>288.1</b>	<b>267.3</b>	<b>300.1</b>	<b>306.2</b>	<b>305.3</b>
판관비	1,443	1,645	1,004	848	286	257	254	242	261	251	249
<b>영업이익</b>	<b>-59.9</b>	<b>-766.0</b>	<b>175.2</b>	<b>-703.8</b>	<b>-54.2</b>	<b>-41.7</b>	<b>33.7</b>	<b>24.9</b>	<b>38.8</b>	<b>55.4</b>	<b>56.1</b>
(QoQ, YoY)	-184.5%	1179.6%	-122.9%	771.0%	-92.3%	-23.0%	-180.7%	-26.0%	55.8%	42.5%	1.3%
(OPM)	-0.8%	-13.9%	2.8%	-54.5%	-4.1%	-3.1%	2.2%	1.8%	2.5%	3.4%	3.5%
에너지솔루션	-488.1	-292.8	-12.9	-102.4	-91.2	-84.5	-14.6	-14.7	-5.3	0.5	6.7
소형전지	-120.5	11.4	67.2	-1.3	5.3	-6.6	14.1	10.2	17.9	21.5	17.5
대형전지	-367.6	-304.2	-80.0	-101.1	-96.6	-77.9	-28.7	-24.9	-23.2	-21.0	-10.8
전자재료	224.5	181.3	188.0	53.1	37.1	42.8	48.3	39.6	44.1	54.9	49.4
당기순이익	54	383	395	-715.1	961.1	36.4	100.4	51.6	91.0	117.0	135.5
순이익률	0.7%	6.9%	6.4%	-55.4%	73.0%	2.7%	6.5%	3.7%	5.9%	7.3%	8.4%
EPS(원)	758	5,542	5,719								
PER	150.3	17.3	16.9								
BPS(원)	156,459	158,183	162,793								
PBR	0.7	0.6	0.6								

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

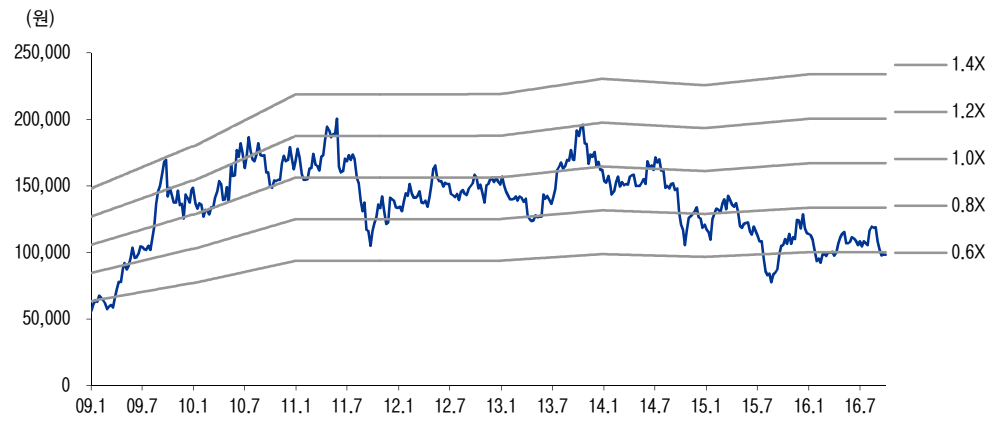
표17 삼성 SDI 목표주가 산출

(십억원)	EBITDA	목표 EV/EBITDA	EV	비고
소형 2차전지	261	4.0	1,046	동종업계 평균
전자재료	261	6.0	1,568	동종업계 평균
대형전지	120	8.0	960	2017년 기준
영업가치 (A)	643	5.6	3,573	
상장사 보유지분가치 (B)			762	40% 할인
비상장사 보유지분가치 (C)			3,257	40% 할인
Net Debt (D)			-84	2015년 순차입금
주주가치 (A+B+C-D)			7,675	
총 주식수 (백만주)			69	
적정주가			112,000	
목표주가			110,000	
현주가			96,000	2016.09.30 종가 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

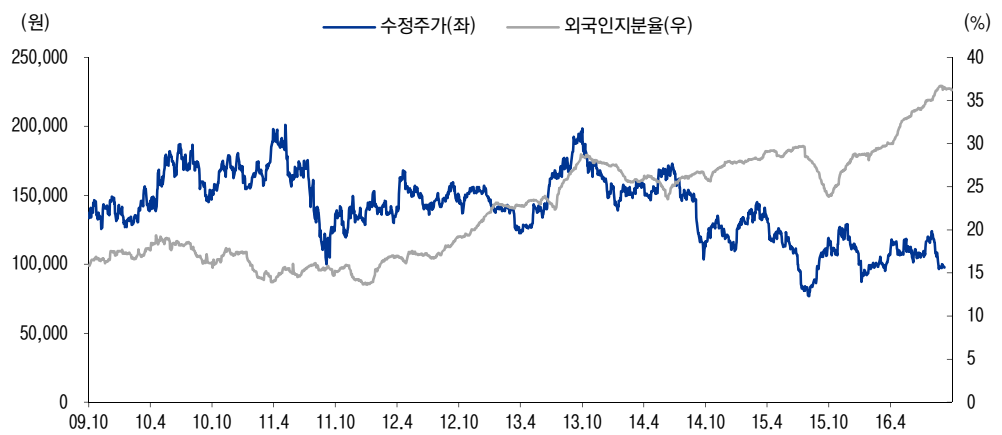
### 밸류에이션

그림15 삼성SDI PBR밴드 차트



자료: 삼성SDI, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 삼성SDI 외국인 지분을 vs 주가



자료: 삼성SDI, 이베스트투자증권 리서치센터

## 삼성SDI (006400)

### 재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	3,536	4,774	5,926	5,803	5,893
현금 및 현금성자산	628	1,288	1,466	1,274	1,132
매출채권 및 기타채권	893	1,055	940	873	891
재고자산	769	750	663	684	777
기타유동자산	1,246	1,681	2,857	2,973	3,093
<b>비유동자산</b>	12,433	11,451	10,799	11,387	11,944
관계기업투자등	7,428	6,373	6,899	7,179	7,470
유형자산	3,325	3,229	2,520	2,857	3,147
무형자산	1,279	1,278	925	878	834
<b>자산총계</b>	<b>15,969</b>	<b>16,225</b>	<b>16,725</b>	<b>17,191</b>	<b>17,837</b>
<b>유동부채</b>	2,254	3,201	3,240	3,134	3,178
매입채무 및 기타채무	754	1,504	1,860	1,727	1,763
단기금융부채	975	1,047	731	731	711
기타유동부채	525	650	650	676	704
<b>비유동부채</b>	1,887	1,771	2,099	2,347	2,547
장기금융부채	803	702	823	1,023	1,173
기타비유동부채	1,085	1,068	1,276	1,324	1,373
<b>부채총계</b>	<b>4,142</b>	<b>4,972</b>	<b>5,340</b>	<b>5,481</b>	<b>5,725</b>
<b>자배주지분</b>	11,586	11,012	11,133	11,458	11,860
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,033	5,031	5,031	5,031	5,031
이익잉여금	4,862	4,853	5,154	5,479	5,881
비자배주지분(연결)	240	241	252	252	252
<b>자본총계</b>	<b>11,827</b>	<b>11,253</b>	<b>11,385</b>	<b>11,710</b>	<b>12,112</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>311</b>	<b>881</b>	<b>3,043</b>	<b>850</b>	<b>994</b>
당기순이익(손실)	-80	26	375	395	473
비현금수익비용가감	440	331	2,311	531	584
유형자산감가상각비	444	533	415	495	549
무형자산상각비	89	130	82	63	60
기타현금수익비용	-99	-333	1,813	-27	-25
영업활동 자산부채변동	10	624	357	-76	-63
매출채권 감소(증가)	267	56	-177	67	-18
재고자산 감소(증가)	140	17	-84	-21	-92
매입채무 증가(감소)	-213	-20	314	-133	36
기타자산, 부채변동	-184	571	303	11	11
<b>투자활동 현금</b>	<b>-328</b>	<b>115</b>	<b>-2,549</b>	<b>-1,172</b>	<b>-1,195</b>
유형자산처분(취득)	-434	-705	-874	-832	-839
무형자산 감소(증가)	-3	-16	-14	-16	-16
투자자산 감소(증가)	0	0	-1,778	-306	-321
기타투자활동	109	837	117	-18	-19
<b>재무활동 현금</b>	<b>-84</b>	<b>-355</b>	<b>-316</b>	<b>130</b>	<b>60</b>
차입금의 증가(감소)	-362	-295	-245	200	130
자본의 증가(감소)	260	-72	-70	-70	-70
배당금의 지급	83	72	70	70	70
기타재무활동	19	12	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-103</b>	<b>660</b>	<b>178</b>	<b>-193</b>	<b>-142</b>
기초현금	730	628	1,288	1,466	1,274
기말현금	628	1,288	1,466	1,274	1,132

주: IFRS 연결 기준  
 자료: 삼성SDI, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>5,474</b>	<b>7,569</b>	<b>5,511</b>	<b>6,164</b>	<b>6,715</b>
매출원가	4,545	6,186	4,631	4,985	5,459
<b>매출총이익</b>	<b>929</b>	<b>1,383</b>	<b>879</b>	<b>1,179</b>	<b>1,257</b>
판매비 및 관리비	858	1,443	1,645	1,004	979
<b>영업이익</b>	<b>71</b>	<b>-60</b>	<b>-766</b>	<b>175</b>	<b>278</b>
(EBITDA)	604	604	-269	733	887
금융손익	15	0	26	49	48
이자비용	41	54	44	50	56
관계기업등 투자손익	190	311	155	75	75
기타영업외손익	-76	-212	-150	224	226
<b>세전계속사업이익</b>	<b>199</b>	<b>39</b>	<b>-735</b>	<b>523</b>	<b>626</b>
계속사업법인세비용	47	13	-21	128	153
계속사업이익	152	26	-714	395	473
중단사업이익	-232	0	1,090	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-80</b>	<b>26</b>	<b>375</b>	<b>395</b>	<b>473</b>
지배주주	-84	54	383	395	473
<b>총포괄이익</b>	<b>263</b>	<b>-529</b>	<b>186</b>	<b>395</b>	<b>473</b>
매출총이익률 (%)	17.0	18.3	16.0	19.1	18.7
영업이익률 (%)	1.3	-0.8	-13.9	2.8	4.1
EBITDA 마진률 (%)	11.0	8.0	-4.9	11.9	13.2
당기순이익률 (%)	-1.5	0.3	6.8	6.4	7.0
ROA (%)	-0.6	0.3	2.3	2.3	2.7
ROE (%)	-0.9	0.5	3.5	3.5	4.1
ROIC (%)	1.8	-0.8	-16.1	5.8	8.1

### 주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	-78.0	150.3	17.3	16.9	14.1
P/B	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	13.6	13.0	-16.5	6.4	5.5
P/CF	18.7	22.5	2.6	7.4	6.5
배당수익률 (%)	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	59.7	38.3	-27.2	11.9	8.9
영업이익	흑전	적전	적지	흑전	58.5
세전이익	-61.2	-80.4	적전	흑전	19.7
당기순이익	적전	흑전	1,361.4	5.2	19.7
EPS	적전	흑전	630.9	3.2	19.8
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	35.0	44.2	46.9	46.8	47.3
유동비율	156.8	149.1	182.9	185.2	185.4
순차입금/자기자본 (x)	0.9	-0.7	-20.9	-17.8	-15.9
영업이익/금융비용 (x)	1.7	-1.1	-17.4	3.5	5.0
총차입금 (십억원)	1,778	1,750	1,554	1,754	1,884
순차입금 (십억원)	112	-84	-2,382	-2,090	-1,923
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	-1,488	758	5,542	5,719	6,852
BPS	164,621	156,459	158,183	162,793	168,511
CFPS	6,206	5,063	38,162	13,156	15,018
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000

# 실리콘웍스 (108320)

2016. 10. 4 **반도체/디스플레이**

## 한 숨 쉬고 가자

Analyst **어규진**

02. 3779-8425

kjsyndrome@ebestsec.co.kr

### 비용 증가에 따른 수익성 부진

2016년 동사의 연간 실적은 매출액 6,038(+12.7%, YoY), 영업이익 453억원(-17.7%)으로 매출액 증가(영업양수 2건의 연간매출 인식 효과)에도 수익성 감소가 전망된다. 이는 영업양수 사업의 연구개발 등의 비용발생과 향후 신규사업(자동차용 반도체, 스마트폰용 IC) 확대를 위한 인력채용 등 당장 매출이 발생하지 않는 미래성장동력 사업을 위한 비용발생 영향 때문이다

### 중장기 먹거리를 위한 시간 필요

실리콘웍스가 중장기 먹거리로 집중하는 분야는 1) 자동차용 반도체, 2) OLED용 IC 및 T-con, 3) 모바일용 TDDI 등이다. 현재 이런 미래 먹거리 경쟁력 확보를 위해 매출이 발생하지 않는 상황에서 대규모 인력을 채용하는 등 연구개발비용이 급증하고 있고, 이는 수익성 부진으로 연결되었다. 모바일용 TDDI 및 OLED용 IC는 높은 단가로 동사의 믹스 개선에 이바지할 전망이고, 자동차용 반도체는 발전 가능성이 높은 대규모 시장으로서 매력적이다. 단지 2017년까지 이런 먹거리 매출 규모가 의미 있게 증가하긴 어려운 상황으로 비용발생에 따른 실적 부진은 2017년 까지 지속될 가능성이 높다고 판단된다. 2017년 동사의 실적은 매출액 6,201(+2.7%, YoY), 영업이익 451억원(-0.4%)으로 정체가 지속될 전망이다.

### 투자의견 중립 하향, 목표주가 30,000원 하향

2017년까지 미래를 위한 투자와 단기 매출인식 사이의 괴리로 순이익 추정치를 하향하고 투자의견 중립과 목표주가 30,000원으로 하향한다. 동사가 계획하는 자동차용 반도체, OLED용 IC, 모바일용 TDDI의 시장은 중장기적으로 매력적임에 분명하다. 또한 실리콘웍스가 보유한 충분한 현금과 낮은 부채수준도 매력적임에는 분명하다. 이에 현 시점 잠시 쉬어가며 중장기 성장동력을 위한 투자효과가 가시화 될 때를 기다릴 필요가 있다고 판단된다.

## Hold (downgrade)

목표주가 **30,000 원**

현재주가 **29,850 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### Stock Data

KOSDAQ (9/30)	681.21pt
시가총액	4,855 억원
발행주식수	16,264 천주
52 주 최고가 / 최저가	38,500 / 26,800 원
90 일 일평균거래대금	20.1 억원
외국인 지분율	33.9%
배당수익률(16.12E)	3.4%
BPS(16.12E)	23,018 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 0.6%
	6 개월 -10.9%
	12 개월 -23.2%
주주구성	(주)LG 외 3인 37.2%
	Templeton Asset 5.7%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	391	36	40	32	1,979	0.5	41	12.6	4.7	1.4	11.2
2015	536	56	60	48	2,979	50.6	70	12.9	5.6	1.8	15.0
2016E	604	45	52	43	2,656	-10.8	56	11.2	4.0	1.3	12.0
2017E	620	45	48	38	2,363	-11.0	55	12.6	3.8	1.2	10.0
2018E	667	55	58	46	2,854	20.8	62	10.4	2.9	1.1	11.3

자료: 실리콘웍스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

### 실적 추이 및 전망

표18 실리콘웍스 수익추정

(십억원)	2015	2016F	2017F	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
<b>매출액</b>	<b>535.8</b>	<b>603.8</b>	<b>620.1</b>	<b>159.0</b>	<b>150.9</b>	<b>146.3</b>	<b>147.7</b>	<b>141.8</b>	<b>151.7</b>	<b>158.9</b>	<b>167.7</b>
(QoQ, YoY)	37.2%	12.7%	2.7%	-3.8%	-5.1%	-3.0%	0.9%	0.0	0.1	0.0	0.1
COF D-IC	213.1	234.7	249.4	54.9	59.0	60.6	60.2	53.6	62.1	66.1	67.5
COG D-IC	193.4	234.1	210.4	70.8	57.2	52.3	53.8	52.6	51.0	51.1	55.7
T-Con	68.4	70.4	80.5	16.7	17.9	17.9	17.9	18.3	19.3	21.1	21.8
PMIC	34.4	35.8	38.9	9.6	9.7	8.1	8.5	9.3	10.2	9.6	9.9
Others	26.5	28.9	41.0	7.0	7.1	7.4	7.4	8.0	9.1	11.1	12.8
<b>매출원가</b>	<b>424.0</b>	<b>486.0</b>	<b>505.3</b>	<b>123.3</b>	<b>121.3</b>	<b>120.1</b>	<b>121.3</b>	<b>116.8</b>	<b>123.9</b>	<b>128.9</b>	<b>135.7</b>
% of Sales	79.1%	80.5%	81.5%	77.6%	80.4%	82.1%	82.1%	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>매출총이익</b>	<b>111.8</b>	<b>117.8</b>	<b>114.8</b>	<b>35.7</b>	<b>29.6</b>	<b>26.2</b>	<b>26.4</b>	<b>109.7</b>	<b>116.7</b>	<b>121.7</b>	<b>128.4</b>
% of Sales	20.9%	19.5%	18.5%	22.4%	19.6%	17.9%	17.9%	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>판매비</b>	<b>56.8</b>	<b>72.5</b>	<b>69.7</b>	<b>20.7</b>	<b>18.5</b>	<b>16.6</b>	<b>16.6</b>	<b>16.1</b>	<b>17.2</b>	<b>17.7</b>	<b>18.7</b>
% of Sales	10.6%	12.0%	11.2%	13.0%	12.3%	11.4%	11.3%	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>영업이익</b>	<b>55.0</b>	<b>45.3</b>	<b>45.1</b>	<b>14.9</b>	<b>11.0</b>	<b>9.5</b>	<b>9.8</b>	<b>8.9</b>	<b>10.6</b>	<b>12.3</b>	<b>13.3</b>
영업이익률	10.3%	7.5%	7.3%	9.4%	7.3%	6.5%	6.6%	6.3%	7.0%	7.7%	7.9%
세전이익	60.2	51.8	47.7	16.9	14.3	10.3	10.4	10.0	10.8	13.1	13.9
법인세	11.8	8.6	9.3	1.5	3.1	2.0	2.0	1.9	2.1	2.5	2.7
당기순이익	48.5	43.2	38.4	15.4	11.2	8.3	8.3	8.0	8.7	10.5	11.2
당기순이익률	9.0%	7.2%	6.2%	9.7%	7.4%	5.6%	5.6%	5.7%	5.7%	6.6%	6.7%
EPS(원)	2,979	2,656	2,363								
PER	12.9	11.2	12.5								
BPS(원)	21,371	23,018	24,380								
PBR	1.8	1.3	1.2								

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표19 실리콘웍스 목표주가 산정

항목	산출내역	비고
EPS(원)	2,451	12개월 Forward EPS
적용 PER(배)	12.4	과거 5년 평균 PER
프리미엄(%)		
적정가치	30,398	
목표주가	30,000	
현주가	29,850	9월 30일 종가 기준
상승여력(%)	0.5%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 실리콘웍스 (108320)

### 재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	337	413	442	483	525
현금 및 현금성자산	190	229	261	278	305
매출채권 및 기타채권	92	112	106	120	130
재고자산	24	60	64	72	78
기타유동자산	31	11	11	12	12
<b>비유동자산</b>	40	50	43	38	34
관계기업투자등	6	5	4	4	4
유형자산	15	15	15	14	14
무형자산	7	23	15	10	6
<b>자산총계</b>	<b>376</b>	<b>463</b>	<b>485</b>	<b>520</b>	<b>559</b>
<b>유동부채</b>	75	110	103	116	124
매입채무 및 기타채무	60	89	86	98	106
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	15	21	17	18	19
<b>비유동부채</b>	2	6	8	8	8
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	6	8	8	8
<b>부채총계</b>	<b>78</b>	<b>115</b>	<b>111</b>	<b>124</b>	<b>133</b>
<b>지배주주지분</b>	299	348	374	397	427
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	72	76	76	76	76
이익잉여금	225	261	288	310	340
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>299</b>	<b>348</b>	<b>374</b>	<b>397</b>	<b>427</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>48</b>	<b>45</b>	<b>48</b>	<b>37</b>	<b>46</b>
당기순이익(손실)	32	48	43	38	46
비현금수익비용가감	12	24	15	10	7
유형자산감가상각비	2	3	3	3	3
무형자산상각비	3	11	8	6	4
기타현금수익비용	0	0	4	0	0
영업활동 자산부채변동	1	-20	-5	-11	-7
매출채권 감소(증가)	1	-18	6	-14	-9
재고자산 감소(증가)	8	-24	-4	-9	-6
매입채무 증가(감소)	-5	15	-6	12	8
기타자산, 부채변동	-4	7	-1	0	0
<b>투자활동 현금</b>	<b>44</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>
유형자산처분(취득)	-2	-2	-3	-2	-3
무형자산 감소(증가)	-3	-9	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-2	3	4	0	0
기타투자활동	50	1	-1	0	0
<b>재무활동 현금</b>	<b>-8</b>	<b>3</b>	<b>-16</b>	<b>-16</b>	<b>-16</b>
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	-9	6	-16	-16	-16
배당금의 지급	9	10	16	16	16
기타재무활동	2	-3	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>83</b>	<b>40</b>	<b>31</b>	<b>17</b>	<b>26</b>
기초현금	106	190	229	261	278
기말현금	190	229	261	278	305

주: IFRS 연결 기준

자료: 실리콘웍스, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>391</b>	<b>536</b>	<b>604</b>	<b>620</b>	<b>667</b>
매출원가	312	423	486	505	539
<b>매출총이익</b>	<b>79</b>	<b>113</b>	<b>118</b>	<b>115</b>	<b>128</b>
판매비 및 관리비	43	57	73	70	74
<b>영업이익</b>	<b>36</b>	<b>56</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>55</b>
(EBITDA)	41	70	56	55	62
금융손익	5	4	3	2	2
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	1	4	1	1
<b>세전계속사업이익</b>	<b>40</b>	<b>60</b>	<b>52</b>	<b>48</b>	<b>58</b>
계속사업법인세비용	8	12	9	9	11
계속사업이익	32	48	43	38	46
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>32</b>	<b>48</b>	<b>43</b>	<b>38</b>	<b>46</b>
지배주주	32	48	43	38	46
<b>총포괄이익</b>	<b>32</b>	<b>50</b>	<b>43</b>	<b>38</b>	<b>46</b>
매출총이익률 (%)	20.1	21.1	19.5	18.5	19.3
영업이익률 (%)	9.1	10.4	7.5	7.3	8.2
EBITDA 마진률 (%)	10.5	13.1	9.4	8.8	9.3
당기순이익률 (%)	8.2	9.0	7.2	6.2	7.0
ROA (%)	8.9	11.5	9.1	7.6	8.6
ROE (%)	11.2	15.0	12.0	10.0	11.3
ROIC (%)	34.3	47.2	34.1	32.5	38.2

### 주요 투자지표

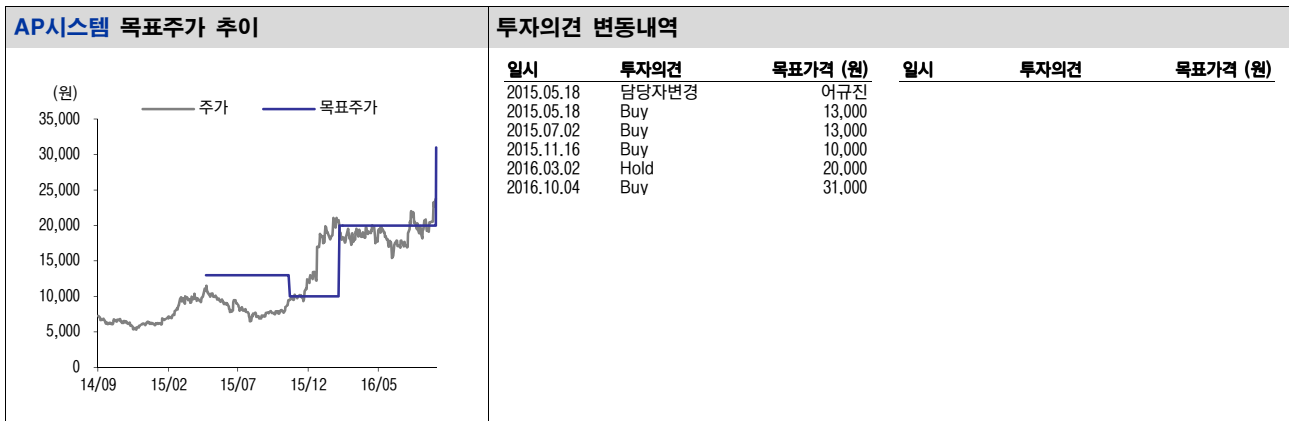
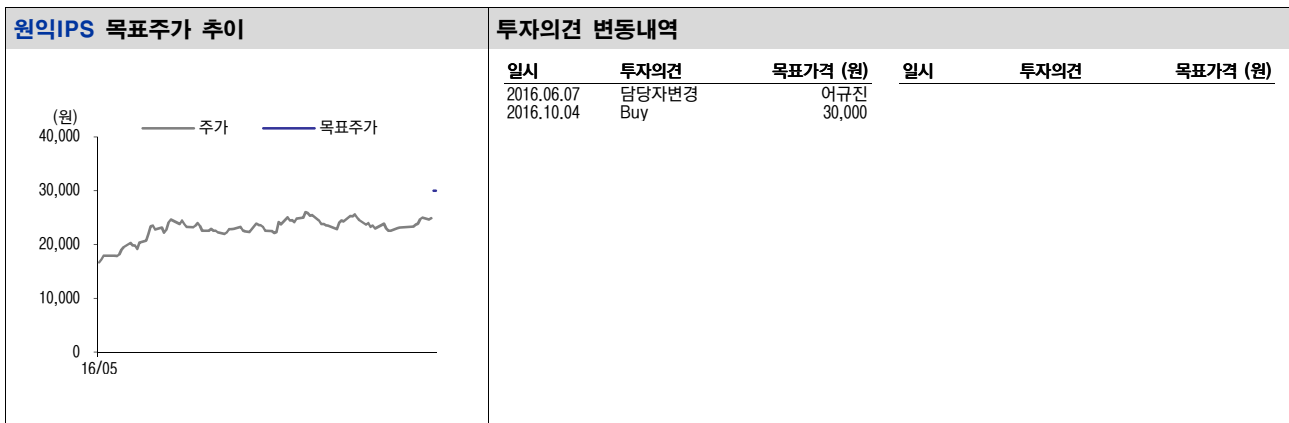
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	12.6	12.9	11.2	12.6	10.4
P/B	1.4	1.8	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	4.7	5.6	4.0	3.8	2.9
P/CF	9.1	8.6	8.3	10.1	9.0
배당수익률 (%)	2.4	2.6	3.4	3.4	3.4
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-4.7	37.1	12.7	2.7	7.6
영업이익	4.6	56.6	-19.0	-0.4	21.8
세전이익	3.0	49.0	-14.0	-7.8	20.8
당기순이익	0.5	50.6	-10.8	-11.0	20.8
EPS	0.5	50.6	-10.8	-11.0	20.8
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	26.0	33.2	29.7	31.2	31.1
유동비율	447.9	376.2	427.6	417.1	422.6
순차입금/자기자본 (x)	-71.9	-66.1	-69.8	-70.2	-71.5
영업이익/금융비용 (x)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	0	0	0	0	0
순차입금 (십억원)	-215	-230	-261	-278	-305
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	1,979	2,979	2,656	2,363	2,854
BPS	18,371	21,371	23,018	24,380	26,234
CFPS	2,746	4,464	3,609	2,962	3,301
DPS	600	1,000	1,000	1,000	1,000

삼성전자 목표주가 추이		투자의견 변동내역																																																																																																																		
		<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격 (원)</th> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격 (원)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2014.10.07</td><td>Buy</td><td>2,200,000</td><td>2015.10.08</td><td>Buy</td><td>1,600,000</td></tr> <tr><td>2014.10.29</td><td>Buy</td><td>2,200,000</td><td>2015.10.30</td><td>Buy</td><td>1,700,000</td></tr> <tr><td>2014.11.03</td><td>Buy</td><td>2,200,000</td><td>2015.11.16</td><td>Buy</td><td>1,700,000</td></tr> <tr><td>2014.11.19</td><td>Buy</td><td>2,200,000</td><td>2015.12.15</td><td>Buy</td><td>1,700,000</td></tr> <tr><td>2014.11.24</td><td>Buy</td><td>1,550,000</td><td>2016.01.11</td><td>Buy</td><td>1,700,000</td></tr> <tr><td>2014.11.27</td><td>Buy</td><td>1,550,000</td><td>2016.01.29</td><td>Buy</td><td>1,700,000</td></tr> <tr><td>2014.12.03</td><td>Buy</td><td>1,550,000</td><td>2016.03.16</td><td>Buy</td><td>1,700,000</td></tr> <tr><td>2015.03.16</td><td>담당자변경</td><td>여규진</td><td>2016.04.08</td><td>Buy</td><td>1,700,000</td></tr> <tr><td>2015.03.16</td><td>Buy</td><td>1,800,000</td><td>2016.04.29</td><td>Buy</td><td>1,700,000</td></tr> <tr><td>2015.03.26</td><td>Buy</td><td>1,800,000</td><td>2016.06.02</td><td>Buy</td><td>1,700,000</td></tr> <tr><td>2015.04.08</td><td>Buy</td><td>1,900,000</td><td>2016.07.08</td><td>Buy</td><td>1,700,000</td></tr> <tr><td>2015.04.30</td><td>Buy</td><td>1,900,000</td><td>2016.07.29</td><td>Buy</td><td>2,000,000</td></tr> <tr><td>2015.06.04</td><td>Buy</td><td>1,900,000</td><td>2016.08.19</td><td>Buy</td><td>2,000,000</td></tr> <tr><td>2015.06.09</td><td>Buy</td><td>1,850,000</td><td>2016.09.06</td><td>Buy</td><td>2,000,000</td></tr> <tr><td>2015.07.08</td><td>Buy</td><td>1,750,000</td><td>2016.10.04</td><td>Buy</td><td>2,000,000</td></tr> <tr><td>2015.07.20</td><td>Buy</td><td>1,750,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2015.07.31</td><td>Buy</td><td>1,750,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2015.09.02</td><td>Buy</td><td>1,600,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격 (원)	일시	투자의견	목표가격 (원)	2014.10.07	Buy	2,200,000	2015.10.08	Buy	1,600,000	2014.10.29	Buy	2,200,000	2015.10.30	Buy	1,700,000	2014.11.03	Buy	2,200,000	2015.11.16	Buy	1,700,000	2014.11.19	Buy	2,200,000	2015.12.15	Buy	1,700,000	2014.11.24	Buy	1,550,000	2016.01.11	Buy	1,700,000	2014.11.27	Buy	1,550,000	2016.01.29	Buy	1,700,000	2014.12.03	Buy	1,550,000	2016.03.16	Buy	1,700,000	2015.03.16	담당자변경	여규진	2016.04.08	Buy	1,700,000	2015.03.16	Buy	1,800,000	2016.04.29	Buy	1,700,000	2015.03.26	Buy	1,800,000	2016.06.02	Buy	1,700,000	2015.04.08	Buy	1,900,000	2016.07.08	Buy	1,700,000	2015.04.30	Buy	1,900,000	2016.07.29	Buy	2,000,000	2015.06.04	Buy	1,900,000	2016.08.19	Buy	2,000,000	2015.06.09	Buy	1,850,000	2016.09.06	Buy	2,000,000	2015.07.08	Buy	1,750,000	2016.10.04	Buy	2,000,000	2015.07.20	Buy	1,750,000				2015.07.31	Buy	1,750,000				2015.09.02	Buy	1,600,000			
일시	투자의견	목표가격 (원)	일시	투자의견	목표가격 (원)																																																																																																															
2014.10.07	Buy	2,200,000	2015.10.08	Buy	1,600,000																																																																																																															
2014.10.29	Buy	2,200,000	2015.10.30	Buy	1,700,000																																																																																																															
2014.11.03	Buy	2,200,000	2015.11.16	Buy	1,700,000																																																																																																															
2014.11.19	Buy	2,200,000	2015.12.15	Buy	1,700,000																																																																																																															
2014.11.24	Buy	1,550,000	2016.01.11	Buy	1,700,000																																																																																																															
2014.11.27	Buy	1,550,000	2016.01.29	Buy	1,700,000																																																																																																															
2014.12.03	Buy	1,550,000	2016.03.16	Buy	1,700,000																																																																																																															
2015.03.16	담당자변경	여규진	2016.04.08	Buy	1,700,000																																																																																																															
2015.03.16	Buy	1,800,000	2016.04.29	Buy	1,700,000																																																																																																															
2015.03.26	Buy	1,800,000	2016.06.02	Buy	1,700,000																																																																																																															
2015.04.08	Buy	1,900,000	2016.07.08	Buy	1,700,000																																																																																																															
2015.04.30	Buy	1,900,000	2016.07.29	Buy	2,000,000																																																																																																															
2015.06.04	Buy	1,900,000	2016.08.19	Buy	2,000,000																																																																																																															
2015.06.09	Buy	1,850,000	2016.09.06	Buy	2,000,000																																																																																																															
2015.07.08	Buy	1,750,000	2016.10.04	Buy	2,000,000																																																																																																															
2015.07.20	Buy	1,750,000																																																																																																																		
2015.07.31	Buy	1,750,000																																																																																																																		
2015.09.02	Buy	1,600,000																																																																																																																		

SK하이닉스 목표주가 추이		투자의견 변동내역																																																																																																																		
		<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격 (원)</th> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격 (원)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2014.10.07</td><td>Buy</td><td>43,000</td><td>2016.10.04</td><td>Buy</td><td>50,000</td></tr> <tr><td>2014.10.24</td><td>Hold</td><td>43,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2014.11.10</td><td>Hold</td><td>43,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2014.12.03</td><td>Hold</td><td>43,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2015.03.16</td><td>담당자변경</td><td>여규진</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2015.03.16</td><td>Buy</td><td>61,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2015.04.24</td><td>Buy</td><td>61,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2015.07.13</td><td>Buy</td><td>61,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2015.07.23</td><td>Buy</td><td>61,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2015.07.24</td><td>Buy</td><td>57,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2015.09.23</td><td>Buy</td><td>52,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2015.10.23</td><td>Buy</td><td>47,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2015.11.03</td><td>Buy</td><td>47,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2015.11.16</td><td>Buy</td><td>47,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2016.01.07</td><td>Buy</td><td>41,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2016.01.27</td><td>Buy</td><td>38,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2016.04.27</td><td>Buy</td><td>38,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2016.07.27</td><td>Buy</td><td>42,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격 (원)	일시	투자의견	목표가격 (원)	2014.10.07	Buy	43,000	2016.10.04	Buy	50,000	2014.10.24	Hold	43,000				2014.11.10	Hold	43,000				2014.12.03	Hold	43,000				2015.03.16	담당자변경	여규진				2015.03.16	Buy	61,000				2015.04.24	Buy	61,000				2015.07.13	Buy	61,000				2015.07.23	Buy	61,000				2015.07.24	Buy	57,000				2015.09.23	Buy	52,000				2015.10.23	Buy	47,000				2015.11.03	Buy	47,000				2015.11.16	Buy	47,000				2016.01.07	Buy	41,000				2016.01.27	Buy	38,000				2016.04.27	Buy	38,000				2016.07.27	Buy	42,000			
일시	투자의견	목표가격 (원)	일시	투자의견	목표가격 (원)																																																																																																															
2014.10.07	Buy	43,000	2016.10.04	Buy	50,000																																																																																																															
2014.10.24	Hold	43,000																																																																																																																		
2014.11.10	Hold	43,000																																																																																																																		
2014.12.03	Hold	43,000																																																																																																																		
2015.03.16	담당자변경	여규진																																																																																																																		
2015.03.16	Buy	61,000																																																																																																																		
2015.04.24	Buy	61,000																																																																																																																		
2015.07.13	Buy	61,000																																																																																																																		
2015.07.23	Buy	61,000																																																																																																																		
2015.07.24	Buy	57,000																																																																																																																		
2015.09.23	Buy	52,000																																																																																																																		
2015.10.23	Buy	47,000																																																																																																																		
2015.11.03	Buy	47,000																																																																																																																		
2015.11.16	Buy	47,000																																																																																																																		
2016.01.07	Buy	41,000																																																																																																																		
2016.01.27	Buy	38,000																																																																																																																		
2016.04.27	Buy	38,000																																																																																																																		
2016.07.27	Buy	42,000																																																																																																																		

SK머티리얼즈 목표주가 추이		투자의견 변동내역																																																																																										
		<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격 (원)</th> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격 (원)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2015.03.16</td><td>담당자변경</td><td>여규진</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2015.03.16</td><td>Buy</td><td>110,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2015.06.01</td><td>Buy</td><td>145,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2015.08.25</td><td>Buy</td><td>145,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2015.10.27</td><td>Buy</td><td>130,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2015.11.16</td><td>Buy</td><td>130,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2015.11.24</td><td>Buy</td><td>130,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2016.01.12</td><td>Buy</td><td>130,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2016.04.01</td><td>Buy</td><td>150,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2016.05.17</td><td>Buy</td><td>150,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2016.07.05</td><td>Buy</td><td>175,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2016.07.21</td><td>Buy</td><td>175,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2016.09.13</td><td>Buy</td><td>175,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2016.10.04</td><td>Buy</td><td>200,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격 (원)	일시	투자의견	목표가격 (원)	2015.03.16	담당자변경	여규진				2015.03.16	Buy	110,000				2015.06.01	Buy	145,000				2015.08.25	Buy	145,000				2015.10.27	Buy	130,000				2015.11.16	Buy	130,000				2015.11.24	Buy	130,000				2016.01.12	Buy	130,000				2016.04.01	Buy	150,000				2016.05.17	Buy	150,000				2016.07.05	Buy	175,000				2016.07.21	Buy	175,000				2016.09.13	Buy	175,000				2016.10.04	Buy	200,000			
일시	투자의견	목표가격 (원)	일시	투자의견	목표가격 (원)																																																																																							
2015.03.16	담당자변경	여규진																																																																																										
2015.03.16	Buy	110,000																																																																																										
2015.06.01	Buy	145,000																																																																																										
2015.08.25	Buy	145,000																																																																																										
2015.10.27	Buy	130,000																																																																																										
2015.11.16	Buy	130,000																																																																																										
2015.11.24	Buy	130,000																																																																																										
2016.01.12	Buy	130,000																																																																																										
2016.04.01	Buy	150,000																																																																																										
2016.05.17	Buy	150,000																																																																																										
2016.07.05	Buy	175,000																																																																																										
2016.07.21	Buy	175,000																																																																																										
2016.09.13	Buy	175,000																																																																																										
2016.10.04	Buy	200,000																																																																																										

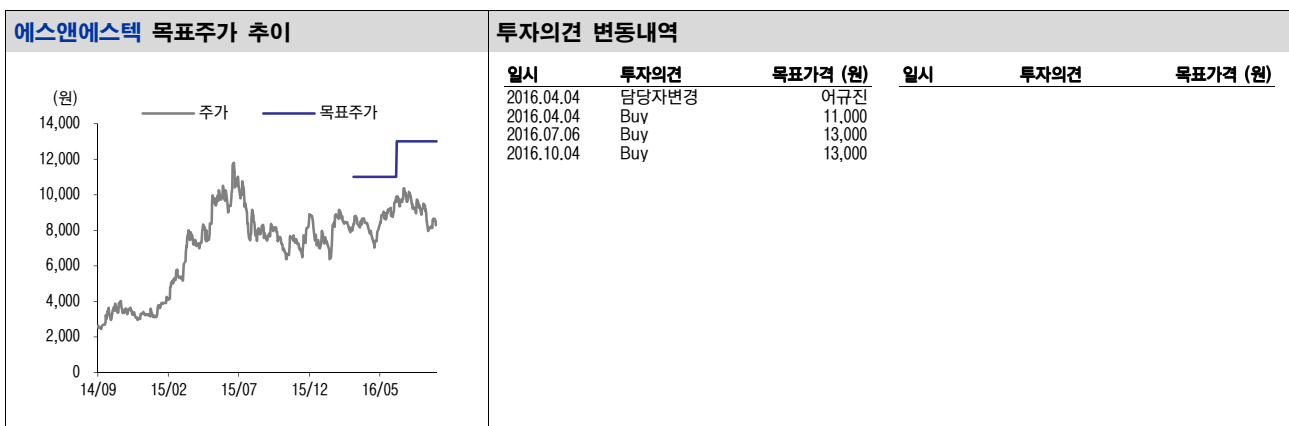
솔브레인 목표주가 추이		투자의견 변동내역																																																																		
		<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격 (원)</th> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격 (원)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2015.03.16</td><td>담당자변경</td><td>여규진</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2015.03.16</td><td>Buy</td><td>55,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2015.06.16</td><td>Buy</td><td>60,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2015.08.17</td><td>Buy</td><td>60,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2015.09.25</td><td>Buy</td><td>60,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2015.11.16</td><td>Buy</td><td>55,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2016.02.22</td><td>Buy</td><td>55,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2016.07.19</td><td>Buy</td><td>74,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2016.08.16</td><td>Buy</td><td>74,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><td>2016.10.04</td><td>Buy</td><td>80,000</td><td></td><td></td><td></td></tr> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격 (원)	일시	투자의견	목표가격 (원)	2015.03.16	담당자변경	여규진				2015.03.16	Buy	55,000				2015.06.16	Buy	60,000				2015.08.17	Buy	60,000				2015.09.25	Buy	60,000				2015.11.16	Buy	55,000				2016.02.22	Buy	55,000				2016.07.19	Buy	74,000				2016.08.16	Buy	74,000				2016.10.04	Buy	80,000			
일시	투자의견	목표가격 (원)	일시	투자의견	목표가격 (원)																																																															
2015.03.16	담당자변경	여규진																																																																		
2015.03.16	Buy	55,000																																																																		
2015.06.16	Buy	60,000																																																																		
2015.08.17	Buy	60,000																																																																		
2015.09.25	Buy	60,000																																																																		
2015.11.16	Buy	55,000																																																																		
2016.02.22	Buy	55,000																																																																		
2016.07.19	Buy	74,000																																																																		
2016.08.16	Buy	74,000																																																																		
2016.10.04	Buy	80,000																																																																		











**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 여규진)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
<b>Sector</b> (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
<b>Company</b> (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) <b>합계</b>	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% -20% 이하 기대	90.9% 9.1%	2015년 2월 2일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
				<b>100.0%</b>	투자 의견 비율은 2015. 7. 1 ~ 2016. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)

이베스트 생각 시리즈 1 어쥬진'스'생각 | 나는 생각한다 고로 반도체다 |

이베스트 생각 시리즈 2 오퀸아'스'생각 | Think Big |

이베스트 생각 시리즈 3

이베스트 생각 시리즈 4

이베스트 생각 시리즈 5

이베스트 생각 시리즈 6

이베스트 생각 시리즈 7

이베스트 생각 시리즈 8

이베스트 생각 시리즈 9

이베스트 생각 시리즈 10

이베스트 생각 시리즈 11

이베스트 생각 시리즈 12

이베스트 생각 시리즈 13

이베스트 생각 시리즈 14

이베스트 생각 시리즈 15