2020년 5월 13일 | 키움증권 리서치센터

글로벌 반딧불 시리즈

: 반도체/디스플레이 CapEx 전망

반도체 Analyst 박유악 02)3787-5063, yuak.pak@kiwoom.com
디스플레이 Analyst 김소원 02)3787-4736, sowonkim@kiwoom.com
Global ETF/Strategist Analyst 김진영 02)3787-4870, jykim@kiwoom.com
China Equity/Strategist Analyst 홍록기 02)3787-4733, hongluckiee@kiwoom.com
US Equity Analyst 이원주 02)3787-3755, wonju.lee@kiwoom.com

키움증권

이 페이지는 편집상 공백입니다

Contents 반도체/디스플레이 Overweight(Maintain)

I. Investment Summary ····· 4

1. Summary
2. 국내 Coverage 업체 Valuation Table
3. 미국 주식 투자 전략 및 Valuation Table

II. 반도체 산업 전망 ····· 8

1. DRAM 산업 전망
2. NAND 산업 전망
3. 반도체 업종 투자 전략

III. 디스플레이 산업 전망 ···· 16

1. 삼성디스플레이 CapEx 전망
2. 삼성디스플레이의 중소형 패널 투자 전망
3. 삼성디스플레이의 대형 패널 투자 전망
4. 중국 디스플레이 산업 투자 동향
5. 디스플레이 산업 투자 전략

IV. 국내외 기업 및 ETF 분석 ···· 24

국내 기업 Coverage

1. 삼성전자(005930) Buy, TP 60,000원
2. SK하이닉스(000660) Buy, TP 105,000원
3. SK머티리얼즈(036490) Buy, TP 210,000원
4. 한솔케미칼(014680) Buy, TP 115,000원
5. 리노공업(058470) Buy, TP 110,000원
6. 원익IPS(240810) Buy, TP 43,000원
7. 에스에프에이(056190) Buy, TP 47,000원
8. AP시스템(265520) Buy, TP 37,000원
9. 덕산네오룩스(213420) Buy, TP 40,000원
10. SFA반도체(036540) Buy, TP 7,500원

해외 기업 및 ETF

1. 램리서치(LRCX.US)
2. ASML 홀딩(ASML.US)
3. 어플라이드 머티리얼즈(AMAT.US)
4. BOE(SZ.000725)
5. VanEck Vectors Semiconductor ETF (SMH:US)
6. iShares PHLX Semiconductor ETF (SOXX:US)

키움증권

Ⅰ. Investment Summary

1. Summary
2. 국내 Coverage 업체 Valuation Table
3. 미국 주식 투자 전략 및 Valuation Table

반도체 Analyst 박유악 02-3787-5063 yuak.pak@kiwoom.com
디스플레이 Analyst 김소원 02-3787-4736 sowonkim@kiwoom.com
US Equity Analyst 이원주 02-3787-3755 wonju.lee@kiwoom.com
China Equity/Strategy Analyst 홍록기 02-3787-4733 hongluckiee@kiwoom.com
Global ETF/Equity Analyst 김진영 02-3787-4870 jykim@kiwoom.com

Summary

>>> 반도체

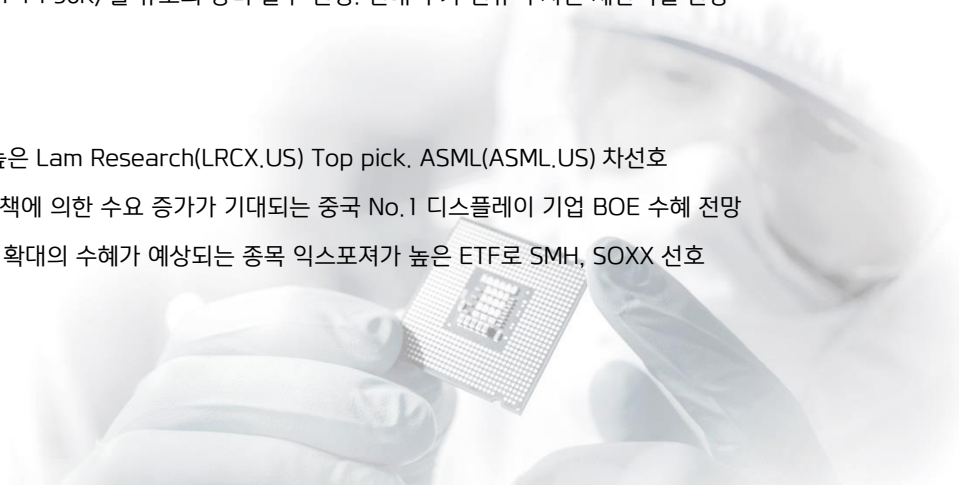
- 올 상반기 DRAM과 NAND의 장비 투자 집중, DRAM(총 85K/월)과 NAND(45K/월) 모두 대규모 투자 집행했음
- 올 하반기는 DRAM(상반기 85K → 하반기 0~15K)의 투자가 크게 축소되고, NAND는 올 연말 삼성전자 중심의 2차 투자 집중 예상
- 삼성전자와 SK하이닉스는 증설로 인한 공급 증가 후, 수요 개선과 업황 회복의 가시성이 확인되는 시점에 주가의 방향성이 잡힐 전망
- 중소형주는 증설 장비의 Ramp-up과 함께 물량이 증가하는 소재와 부품 선호. 장비는 올 연말 NAND 투자 가시성 확보 후 접근 권고

>>> 디스플레이

- 삼성디스플레이의 CapEx는 2020년 6.3조원(+253%YoY), 2021년 10.8조원(+71%YoY)으로 상승 사이클 재개될 전망
- 삼성디스플레이는 중소형 OLED 침투율 증가 및 폴더블 시장 확대에 대응하기 위해 4Q20부터 30K/월 규모의 장비 투자 착수 예상
- 한편 삼성의 대형 사업부에서는 LCD Capa 셧다운이 예상 보다 빠르게 진행될 전망이며, 1Q21에 QNED phase 1 투자 착수 예상
- 중국 OLED 투자는 1H20에 BOE B12 48K/월 및 CSOT T4 30K/월 규모의 장비 발주 진행. 연내 추가 신규 투자는 제한적일 전망

>>> Global 반도체·디스플레이 투자 전략

- 미국 주식: NAND 투자 확대의 실적 상승 기여도 가장 높은 Lam Research(LRCX.US) Top pick. ASML(ASML.US) 차선호
- 중국 주식: 중국 당국의 디스플레이 산업 육성정책, 부양책에 의한 수요 증가가 기대되는 중국 No.1 디스플레이 기업 BOE 수혜 전망
- 글로벌 ETF: 하반기 NAND, 비메모리, 디스플레이 투자 확대의 수혜가 예상되는 종목 익스포져가 높은 ETF로 SMH, SOXX 선호



국내 Coverage 업체 Valuation Table

◎ 반도체 선호도: '반도체 소재, 부품' 〉 '삼성전자, SK하이닉스' 〉 '반도체 장비'
◎ 디스플레이 선호도: '디스플레이 장비' 〉 '디스플레이 소재' 〉 '디스플레이 대형주'

(단위:십 억원, 배)	매출액		영업이익		P/E		P/B		EV/EBITDA	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
삼성전자	233,288	241,919	34,300	45,723	12.9	9.6	1.2	1.1	3.6	2.8
SK하이닉스	32,742	41,975	6,004	13,939	12.8	5.8	1.2	1.0	4.5	2.9
SK머티리얼즈	910.4	1,016.9	237.1	269.9	12.6	11.3	3.1	2.5	7.7	7.0
한솔케미칼	600.8	641.0	118.0	125.9	13.0	12.2	2.3	1.9	8.9	7.9
리노공업	187.6	210.2	73.0	82.1	23.8	20.9	4.2	3.7	14.7	12.9
원익IPS	1,022.6	1,188.6	150.3	202.5	13.1	10.0	2.4	2.0	7.8	5.9
에스에프에이	1,708.8	2,024.1	233.2	255.5	7.9	7.3	1.3	1.1	4.2	3.1
AP시스템	612.4	793.9	46.9	71.1	9.9	8.2	2.7	2.1	7.8	5.3
덕산네오룩스	124.0	167.6	29.1	37.4	28.0	22.5	4.1	3.5	22.0	16.3
SFA반도체	658.6	803.4	50.2	72.3	19.2	15.5	2.5	2.2	10.1	7.7

주) 키움증권 추정치 기반
자료: 키움증권 리서치센터

미국 주식 투자 전략 및 Valuation Table

◎ 선호도는 Lam Research(LRCX.US) 〉 ASML Holding(ASML.US) 〉 Applied Materials(AMAT.US)

◎ Lam Research: 세계 1위 지위 확고해지는 반도체 식각 장비 회사. 저렴한 밸류에이션
◎ ASML Holding: 성장하는 EUV 산업 독점 사업자. 다만 밸류에이션 매력 다소 낮음
◎ Applied Materials: 다양한 제품 포트폴리오로 반도체 장비 시장의 방어주. 반도체 Capex 상승 시기에는 투자 매력 상대적으로 약할 수 있으나 실적 안정성은 강점

종목명	티커	현재 주가	시가총액	주가(1W)	주가(3M)	PER		EV/EBITDA		EPS G		EBITDA Margin		ROE		순부채/EBITDA	
						2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
		(달러)	(백만달러)	(%)	(%)	(배)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
평균						**22.4**	**18.7**	**13.8**	**11.7**	**17.8**	**21.1**	**23.6**	**24.9**	**27.1**	**26.4**	**(109.2)**	**(119.4)**
램리서치	LRCX US	262.2	38,066	11.8	(21.6)	17.2	14.7	12.9	10.8	17.4	18.6	28.9	30.1	46.6	42.7	(33.2)	(70.9)
ASML 홀딩	ASML US	304.4	129,567	7.5	(4.1)	39.3	27.8	30.4	22.2	41.6	18.0	30.5	35.2	21.9	27.9	(39.3)	(41.7)
어플라이드 머티어리얼즈	AMAT US	54.0	49,598	13.5	(17.4)	14.6	12.8	11.5	10.6	13.4	4.5	26.3	26.1	33.8	30.9	7.3	(19.5)
KLA	KLAC US	168.8	26,169	11.0	(4.1)	17.2	16.7	13.1	12.8	3.3	15.2	37.0	38.0	61.7	54.5	76.1	60.8
도쿄일렉트론	8035 JP	213.8	33,611	0.1	(8.8)	20.9	18.4	12.2	11.0	13.7	23.9	23.6	24.3	19.1	20.9	(145.2)	(148.3)
니콘	7731 JP	9.1	3,443	(3.0)	(21.4)	26.5	23.0	2.6	2.7	15.3	65.3	7.9	8.6	2.4	2.7	(520.7)	(497.1)
캐논	7751 JP	20.7	27,546	(2.9)	(21.9)	21.0	17.5	n/a	n/a	20.3	1.9	11.1	12.0	4.2	5.0	n/a	n/a

주: 20.05.11 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

II. 반도체 산업 전망

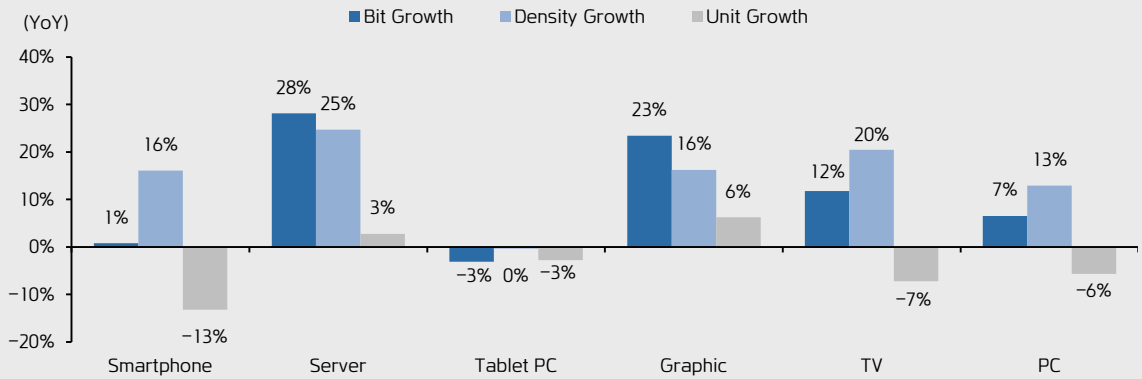
1. DRAM 산업 전망
2. NAND 산업 전망
3. 반도체 업종 투자 전략

반도체 Analyst 박유악
02-3787-5063 yuak.pak@kiwoom.com

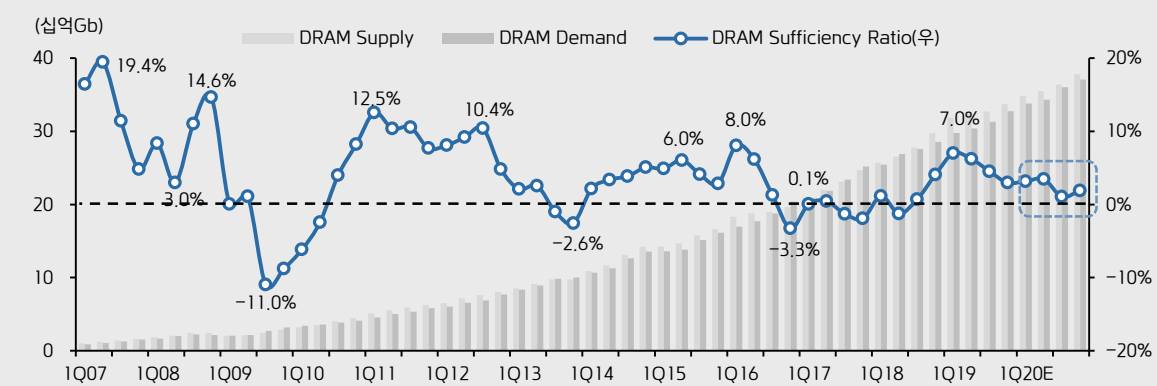
1. DRAM 산업 전망

◎ 스마트폰, TV 등 전방 수요 부진 반영하여 DRAM 수요 전망치 하향 조정
◎ 하반기 DRAM 수급 전망치를 공급 부족에서 수급 균형으로 변경

DRAM 2020년 수요 전망치 업데이트: 스마트폰과 TV 부문 수요 부진 반영



DRAM Supply and Demand Analysis: 하반기 공급 부족 → 수급 균형으로 전망치 변경

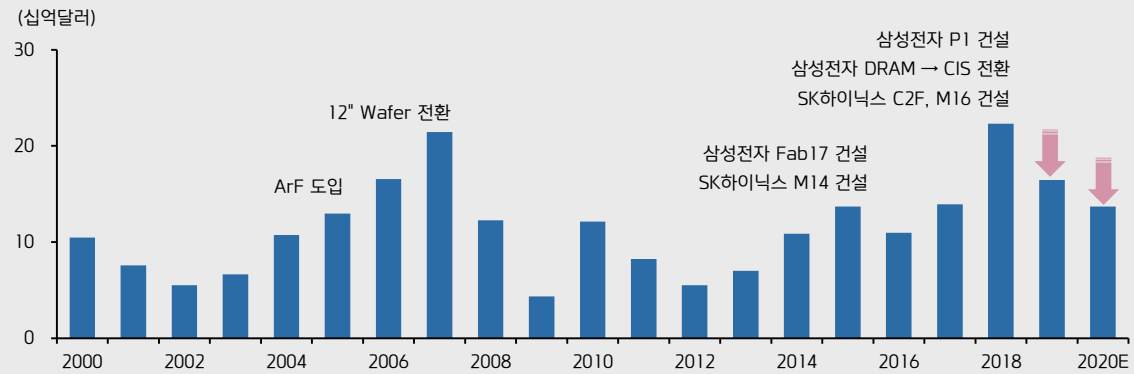


자료: DRAMeXchange, 키움증권 리서치센터

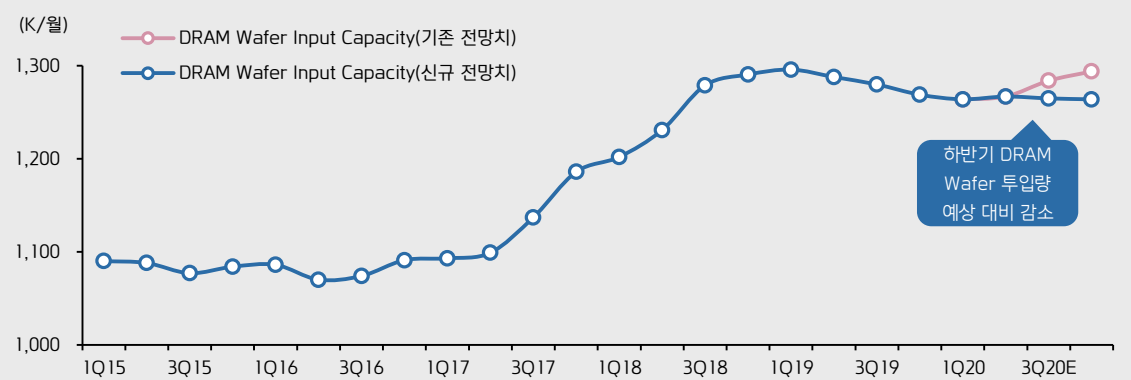
1. DRAM 산업 전망

◎ 2020년 DRAM CapEx 전망치 하향 조정, 하반기 DRAM 장비 투자액 급감 예상
◎ DRAM 장비 투자: 1H20 85K/월(삼성전자 55K, SK하이닉스 15K, Micron 15K) → 2H20 0~15K/월

DRAM 산업 CapEx: 2020년 DRAM CapEx 137억달러(-17%YoY) 예상



DRAM 공급 전망: 전공정 장비 CapEx의 상당 부분이 상반기에 집중

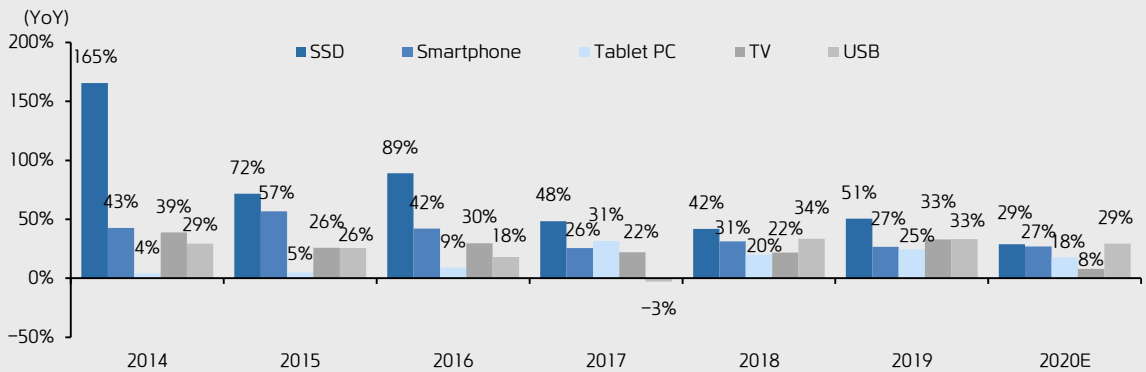


자료: DRAMeXchange, 키움증권 리서치센터

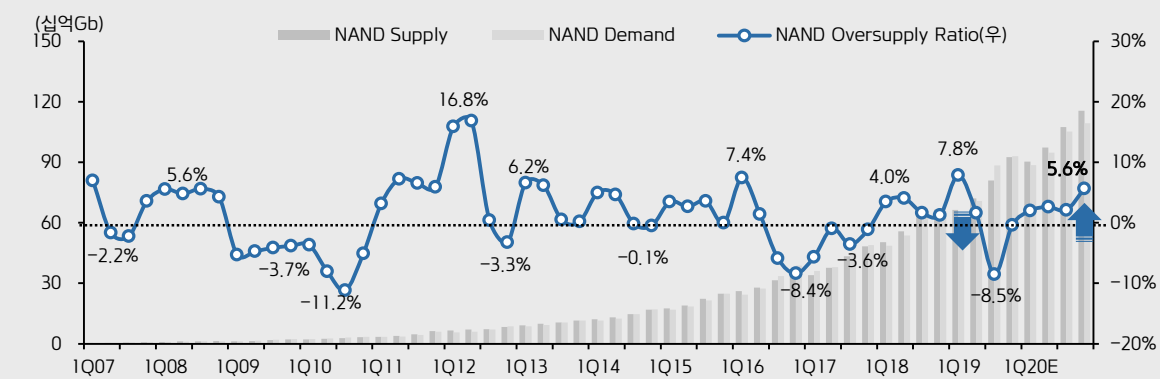
2. NAND 산업 전망

◎ 스마트폰, TV, 컨슈머 제품의 수요 부진 반영하여 NAND 수요 전망치 하향 조정
◎ NAND 공급 과잉 진입과 고정가격의 하락 반전 시기도 당초 예상 대비 앞당겨질 전망

NAND 2020년 수요 전망치 업데이트: 스마트폰과 TV 등의 수요 부진 반영



NAND Supply and Demand Analysis: 3Q20 공급 과잉 진입 → 2Q20 공급 과잉 진입

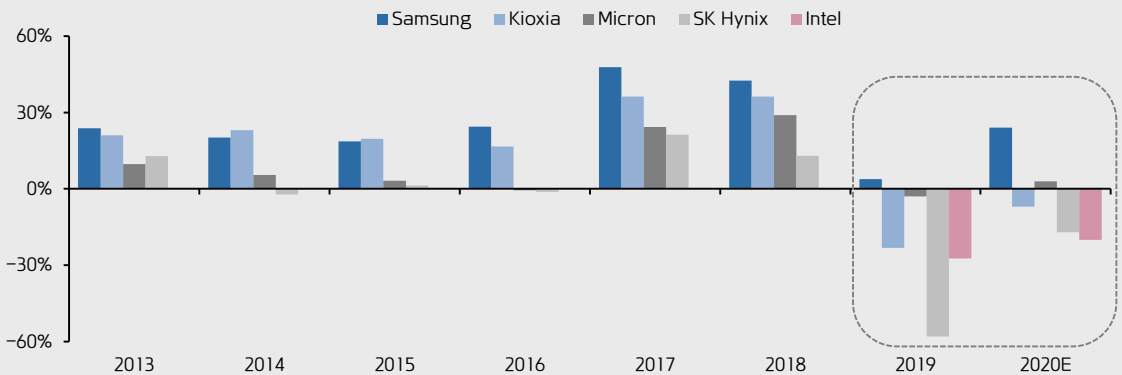


자료: DRAMeXchange, 키움증권 리서치센터

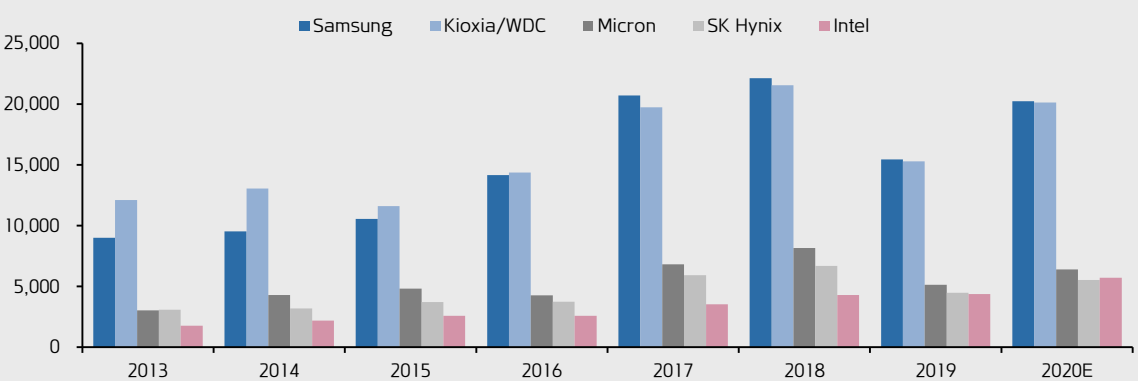
2. NAND 산업 전망

◎ 삼성전자와 경쟁업체 수익성 차별화, 특히 일본 Kioxia와의 수익성 격차 발생 시작
◎ 최근 5년간('15~'19년) NAND CapEx 평균: 삼성전자 73억달러 〉 Kioxia 40억달러

NAND 영업이익률: 삼성전자와 경쟁업체 간의 수익성 격차 발생



NAND 업체별 매출액 추이 및 전망



자료: DRAMeXchange, 키움증권 리서치센터

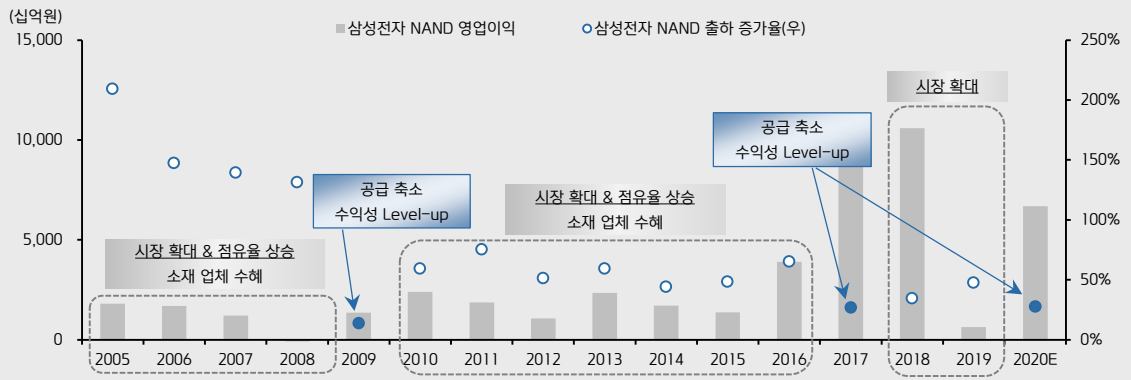
2. NAND 산업 전망

◎ 삼성전자 128단 NAND 투자 집중: 경쟁 업체와의 수익성 격차 더욱 높일 수 있는 시기
◎ 삼성전자 NAND 부문의 사업 전략: 수익성 개선 → 시장 확대 및 점유율 상승으로 변화 예상

NAND 업체별 Tech Roadmap: 삼성전자와 Kioxia와의 수익성 격차 더욱 벌어질 전망

Vendors	CY2018		CY2019		CY2020		CY2021	
	1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H
SAMSUNG	14nm (MLC/TLC)							
	64L (MLC/TLC)		92L (TLC/QLC)		128L (TLC/QLC)		128L CoP	
SK hynix	14nm (MLC/TLC)							
	72L (TLC)		96L (TLC/QLC)		128L (TLC/QLC)		176L	
KIOXIA WD Western Digital	15nm (MLC/TLC)							
	64L (MLC/TLC)		96L (TLC/QLC)			112L (TLC/QLC)	160+L	
Micron intel	16nm (MLC/TLC)							
	64L (TLC/QLC)		96L (TLC/QLC)			128L RG (TLC/QLC) 144L FG (TLC/QLC)		

삼성전자의 NAND 사업: 수익성 개선에서 시장 확대 및 점유율 상승으로 전략 변화 예상

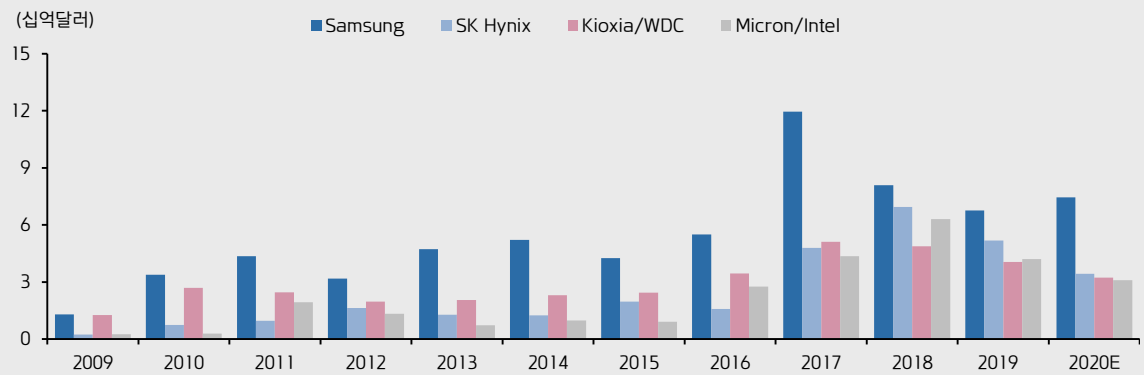


자료: DRAMeXchange, 키움증권 리서치센터

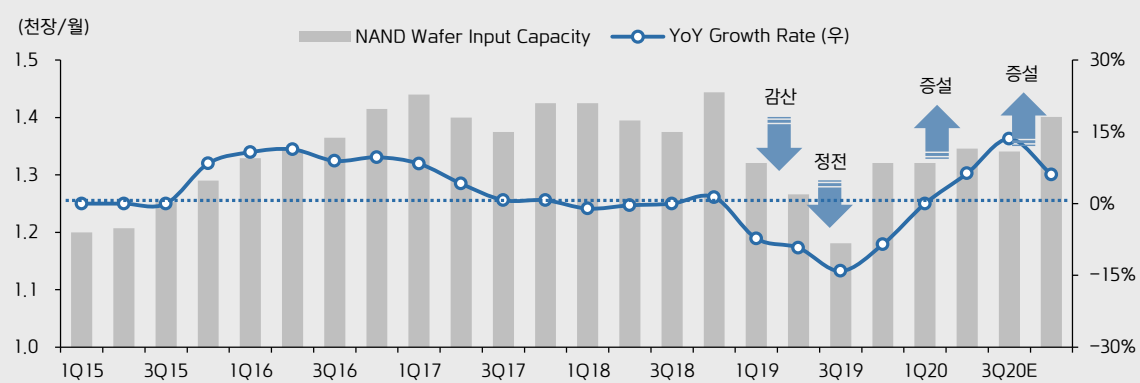
2. NAND 산업 전망

◎ 삼성전자, 경쟁사 업체를 압도하는 NAND CapEx 집행 예상
◎ 시안2차(96단) 및 P2(128단)에 NAND 전공정 장비 투자 집중될 전망

NAND CapEx 전망: 경쟁업체와 차별화되는 삼성전자 NAND 부문 CapEx 규모



NAND 공급 전망: Wafer Input Capacity 상승 구간 재진입



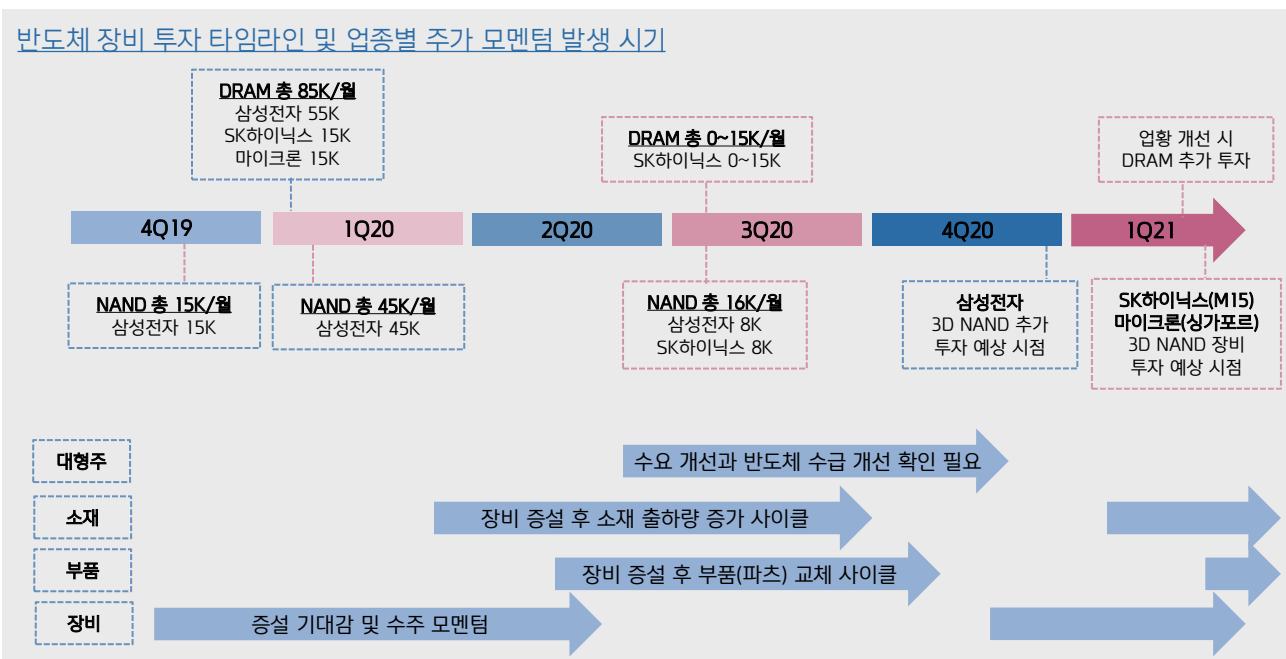
자료: DRAMeXchange, 키움증권 리서치센터

3. 반도체 업종 투자 전략

◎ 5G, 클라우드 등의 수요 증가 기대감 속, 연말·연초 반도체 장비 투자 집행
◎ 장비 투자 직후 코로나19 발생. 예상 대비 부진한 수요 상황 지속 중
◎ 당분간 소재, 부품에 집중. 업황의 방향성이 가늠되는 2Q20말이 대형주 주가의 변곡점 발생 예상

- 대형주: 삼성전자와 SK하이닉스는 공급 증가 후, 수요 개선과 업황 회복의 가시성이 확인될 필요 있음
- 반도체 소재: 증설 장비의 Ramp-up이 집중되는 2Q20~3Q20 실적 호조 예상
- 반도체 부품(파츠): 장비 Ramp-up 이후, 부품 교체 주기에 진입하는 3Q20~4Q20 실적 호조 예상
- 반도체 장비: 올 상반기 장비 수주 및 실적 모멘텀 집중, 하반기는 수주 감소세 재진입 예상

반도체 장비 투자 타임라인 및 업종별 주가 모멘텀 발생 시기



자료: 키움증권 리서치센터

Ⅲ. 디스플레이 산업 전망

1. 삼성디스플레이 CapEx 전망
2. 삼성디스플레이의 중소형 패널 투자 전망
3. 삼성디스플레이의 대형 패널 투자 전망
4. 중국 디스플레이 산업 투자 동향
5. 디스플레이 산업 투자 전략

디스플레이 Analyst 김소원
02-3787-4736 sowonkim@kiwoom.com

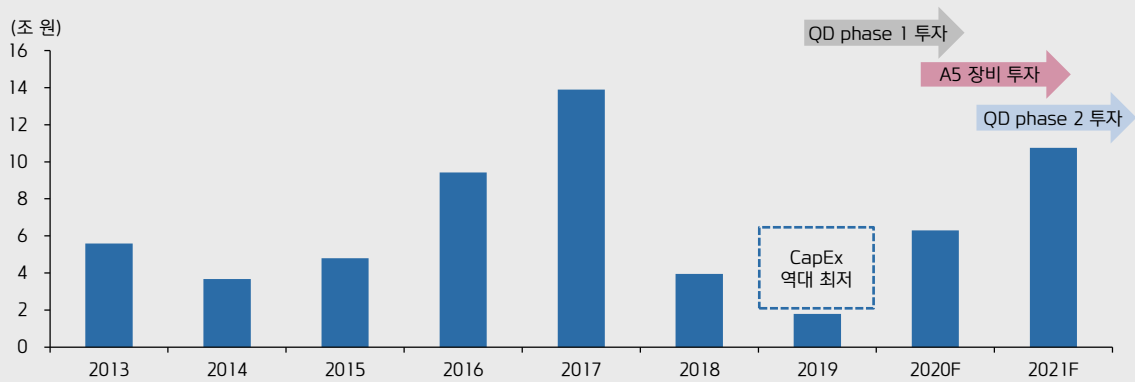
1. 삼성디스플레이 CapEx 전망

◎ 삼성디스플레이의 유비무환(有備無患): 중소형과 대형 패널 투자 모두 진행

- 삼성디스플레이의 CapEx는 2020년 6.3조원(+253%YoY), 2021년 10.8조원(+71%YoY)으로 상승 사이클이 재개될 전망
- 2020년 ~ 2021년 투자는 '중소형 OLED 침투율 증가'와 'LCD 사업 철수 후 차세대 대형 기술로의 전환' 에 맞춰 진행

- **2020년 CapEx**: L8-1 QD-OLED용 장비 투자와 A5 공장 완공, 중소형 OLED 라인 내 추가되는 신규 공정 등에 사용
- **2021년 CapEx**: A5 장비 증설과 LCD→QD 라인으로의 추가 전환을 위해 할당할 것으로 예상

삼성디스플레이 CapEx 추이 및 전망: 3개년 만에 상승 사이클 재개



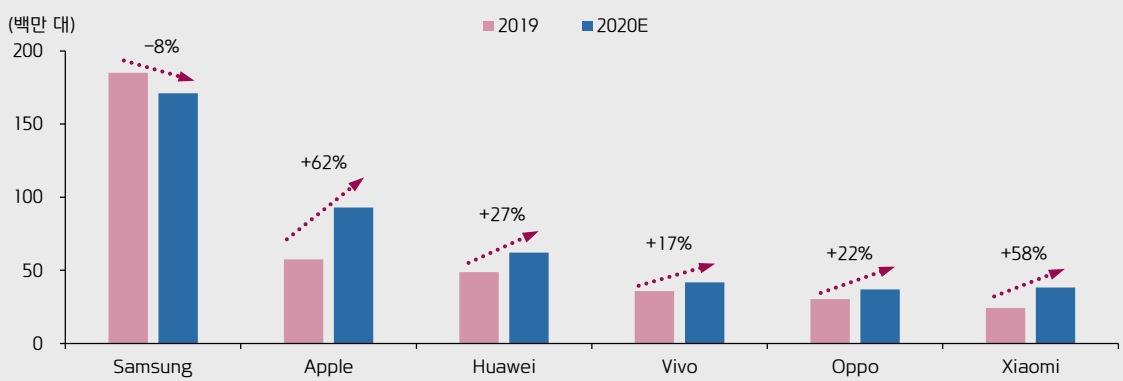
자료: 삼성디스플레이, 키움증권 리서치센터

2. 삼성디스플레이의 중소형 OLED 수급 전망

◎ OLED 스마트폰 침투율 2019년 28% → 2020년 34%로 증가할 전망

- 2020년 OLED 스마트폰 출하량 4.6억 대(+16%YoY) 전망. 기존 전망치 5.1억 대 대비 -10% 하향 조정
- 코로나19로 인해 스마트폰 출하량 부진이 불가피 하나, OLED 패널의 침투율 증가는 긍정적
- 이는 1) 코로나19에도 불구하고 중국의 5G 스마트폰 비중이 빠르게 증가하며 OLED 채용이 확대되고 있고, 2) Apple 또한 2H20에 출시될 세 모델에 전량 OLED 패널을 채택할 것으로 예상되기 때문
- 최근 Qualcomm은 컨퍼런스 콜을 통해 2020년 전체 스마트폰 출하량에 대해서는 불확실성을 언급했으나, 5G 스마트폰 출하량은 1.8억 대 ~ 2.3억 대로 기존 전망치 유지
- 특히 중국 업체들이 공격적으로 5G 스마트폰을 출시하고 있으며, 5G 스마트폰 침투율이 예상치를 상회하고 있다고 언급 5G 스마트폰의 출시로 스마트폰의 기본 스펙이 상향되고 있고, 효율적인 전력 소모가 가능한 OLED 채용 확대 기대
- 더불어 2022년에는 삼성디스플레이의 A3 fab 감가상각이 종료됨에 따라 공격적인 가격 정책을 통한 패널 공급 확대 예상

주요 OEM 업체별 OLED 스마트폰 출하량 추이 및 전망: 2020년 출하량 당초 예상 대비 10% 하향 조정



자료: Counterpoint, 키움증권 리서치센터

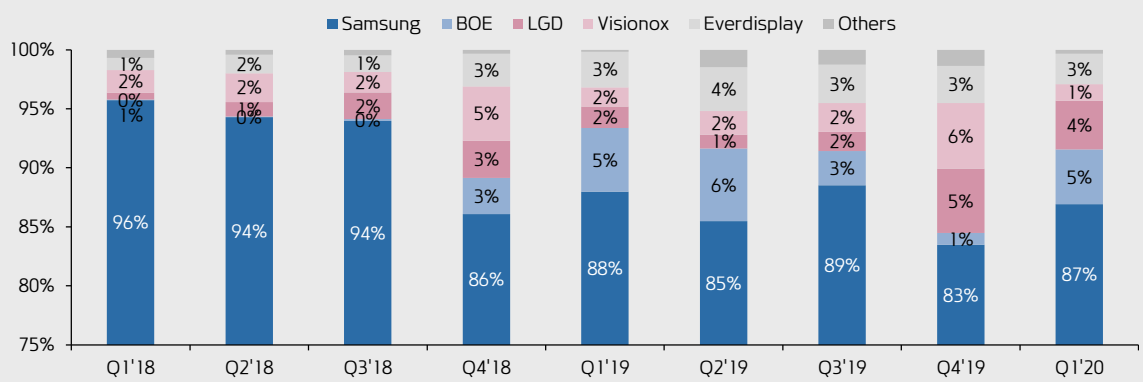
2. 삼성디스플레이의 중소형 OLED 수급 전망

◎ 중소형 OLED Capa 고려 시 2022년 공급 부족에 대응하기 위한 선제적 투자 필요

- OLED 스마트폰 출하량 2020년 4.6억 대 중 약 2억 대가 Flexible OLED, 2.6억 대가 Rigid OLED로 전망됨
- Flexible OLED 패널 주요 공급사: 삼성디스플레이, LG디스플레이, BOE가 점유율 90% 이상 차지
  현재 보유하고 있는 Capa는 각각 165K/월, 35K/월, 64K/월 수준으로 추정됨
- 삼성디스플레이 외 공급 업체들의 낮은 수율을 고려해도 2020년 중소형 OLED 산업은 공급이 수요를 상회
  2020년 삼성디스플레이 Flexible OLED 가동률 70~80% 예상

- 그러나 2021년부터는 네 가지 OLED iPhone 모델 출시가 예상되고(출하량 +62%YoY 전망), 중국 스마트폰 내 OLED 침투율 증가와 폴더블 시장 확대에 따라 2H21부터 수급이 80~90%로 타이트해질 전망
- 특히 폴더블 스마트폰 패널의 경우 Galaxy Fold 2(가칭)의 7.6"로 출시될 것으로 예상됨. 6세대 원장 기준 6.0" 스마트폰은 약 240개 생산할 수 있지만, 7.6" 스마트폰은 160대 생산 가능. 생산할 수 있는 스마트폰 개수가 -30% 이상 감소
- 중소형 OLED 침투율 증가와 폴더블 시장 확대 고려 시 4Q20부터는 A5 장비투자 필요하다고 판단됨

디스플레이 업체별 OLED 스마트폰 출하량 점유율 추이: 삼성디스플레이, 2020년 85% 수준의 점유율 유지할 전망



자료: 키움증권 리서치센터

3. 삼성디스플레이의 대형 패널 투자 전망

◎ 예상보다 빠른 LCD 사업 철수, 차세대 QD 디스플레이 투자 가속화

- 삼성디스플레이는 LCD 사업 철수를 앞당기기로 결정
- 코로나19 발생 전 당사는 2020년에 L8-1-2 및 L8-2-1 라인만 Capa 축소 및 셧다운 될 것으로 전망했으나, 코로나19가 생산 차질 및 수요 악화에 영향을 미치며 연내 전 라인 생산 중단 결정
- 3Q20까지 LCD 패널 생산 진행 후 4Q20까지 고객사에 공급 지속. 4Q20에는 Glass Input Capacity 0K 도달 예상

삼성디스플레이의 LCD Capacity: 4Q20부터는 Glass Input Capa 0K 도달 예상

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
Capacity	653	653	556	528	528	518	493	0	653	598	385
%YoY	0%	0%	-15%	-19%	-19%	-21%	-11%	-100%	-6%	-8%	-36%
L7-2	165	165	165	165	165	165	165	0	165	165	124
phase1	55	55	55	55	55	55	55	0	55	55	41
phase2	65	65	65	65	65	65	65	0	65	65	49
phase3	45	45	45	45	45	45	45	0	45	45	34
L8-1	195	195	110	105	105	105	105	0	195	151	79
phase1	80	80	0	0	0	0	0	0	80	40	0
phase2	85	85	80	75	75	75	75	0	85	81	56
phase2b	30	30	30	30	30	30	30	0	30	30	23
L8-2	168	168	156	133	133	123	98	0	168	156	89
phase1	70	70	58	35	35	25	0	0	70	58	15
phase1b	30	30	30	30	30	30	30	0	30	30	23
phase2	62	62	62	62	62	62	62	0	62	62	47
phase3	6	6	6	6	6	6	6	0	6	6	5
Suzhou	125	125	125	125	125	125	125	0	125	125	94
phase1	17	17	17	17	17	17	17	0	17	17	13
phase2	48	48	48	48	48	48	48	0	48	48	36
phase3	60	60	60	60	60	60	60	0	60	60	45

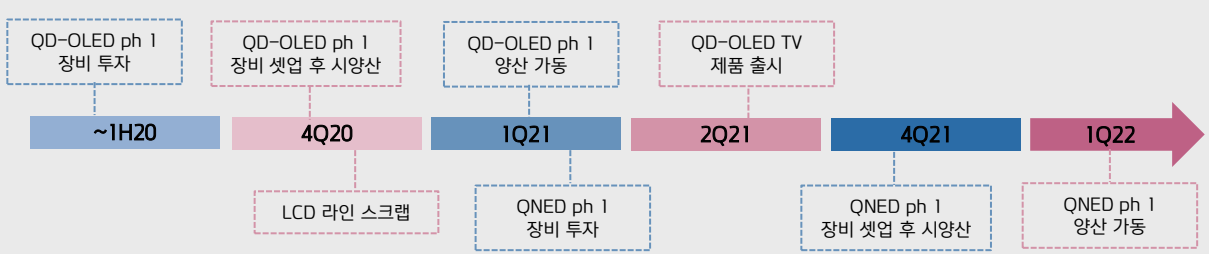
주) Total Capacity는 각 라인 별 Capacity를 세대 구분 없이 단순 합산한 값
자료: 키움증권 리서치센터

3. 삼성디스플레이의 대형 패널 투자 전망

◎ 예상보다 빠른 LCD 사업 철수, 차세대 QD 디스플레이 투자 가속화

- QD phase 1: L8-1-1 QD-OLED 라인 1H20에 장비 투자 완료 후, 3Q20부터 셋업 진행. 1Q21부터 가동 예상
- 현재 차세대 대형 기술은 QD-OLED와 QNED 개발을 동시 진행. QD phase 2 투자는 두 가지 시나리오가 가능한 상황
- **Scenario ①**: 개발 진행 중인 QD-OLED 기술 안정화 후 1Q21에 QD-OLED phase 2 30K/월 투자 진행
  Scenario ②: LCD 라인 스크랩 후 1Q21에 QNED phase 1 신규 라인 투자 30K/월 집행. QD-OLED phase 1 라인과 함께 양산 라인 투트랙으로 진행
- 당사는 현재로선 두 번째 시나리오가 더 가능성이 높다고 판단
  - TV 사용기간이 스마트폰과 달리 5년 이상임을 고려 시 Blue OLED의 Burn-in 이슈가 지속 부각될 것이고, 관련 TADF(Thermally Activated Delayed Fluorescence) 기술은 아직 연구개발 단계인 것으로 파악됨
  - Nanorod led는 무기물 소재로 안정성이 높고 Burn-in 이슈가 없으며, 원가 경쟁력 또한 보유

삼성디스플레이의 대형 투자 타임라인



자료: 키움증권 리서치센터

4. 중국 디스플레이 산업 투자 동향

◎ 중소형: 코로나19로 인해 중국의 중소형 OLED 증설 일부 지연되나, 여전히 적극적인 투자 지속

- BOE: BOE B12 48K/월 투자 진행 중. B15까지의 투자를 발표한 바 있으나, B15의 중소형/대형 투자 여부는 아직 미지수
- Visionox: 3Q20에 Guan V2 phase 2 15K/월 생산 규모의 장비 발주 예정이나, 코로나19로 인해 지연 가능성
- CSOT: Wuhan T4 30K/월 투자 진행 중. 4Q20 예정 되었던 T5 투자는 코로나19 영향으로 지연 예상
- Tianma: 최근 코로나19로 지연됐던 Xianmen fab 건설 재개. 1Q21 15K/월 투자 예상

중국 업체들의 중소형 OLED Capacity 전망

	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
BOE B7 (Half 6G)	48	48	48	48	48	48	48	48	47	48	48
phase1	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16
phase2	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16
phase3	16	16	16	16	16	16	16	16	15	16	16
BOE B11 (Half 6G)	15	16	26	42	41	47	48	48	2	25	46
phase1	15	16	16	16	16	16	16	16	2	16	16
phase2			10	16	15	16	16	16	0	13	16
phase3				10	10	15	16	16		10	14
BOE B12 (Half 6G)							5	10			4
phase1							5	10			4
Tianma Shanghai (Quarter 5.5G)	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
phase1	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
phase2	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Tianma Wuhan (Half 6G)	15	15	20	25	30	30	30	30	15	19	30
phase1	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
phase2	0	0	5	10	15	15	15	15		4	15
CSOT T4 (Half 6G)	7	12	15	15	15	20	25	35	2	12	24
phase1	7	12	15	15	15	15	15	15	2	12	15
phase1						5	10	15			8
phase3								5			1
GVO Kunshan 3 (Quarter 5.5G)	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
phase1	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
phase2	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
GVO Guan V2 (Half 6G)	14	15	15	15	15	15	15	15	6	15	15
phase1	14	15	15	15	15	15	15	15	6	15	15
GVO Hefei V3 (Half 6G)					3	9	15	22			12
phase1					3	9	15	15			11
phase2								7			2

자료: 키움증권 리서치센터

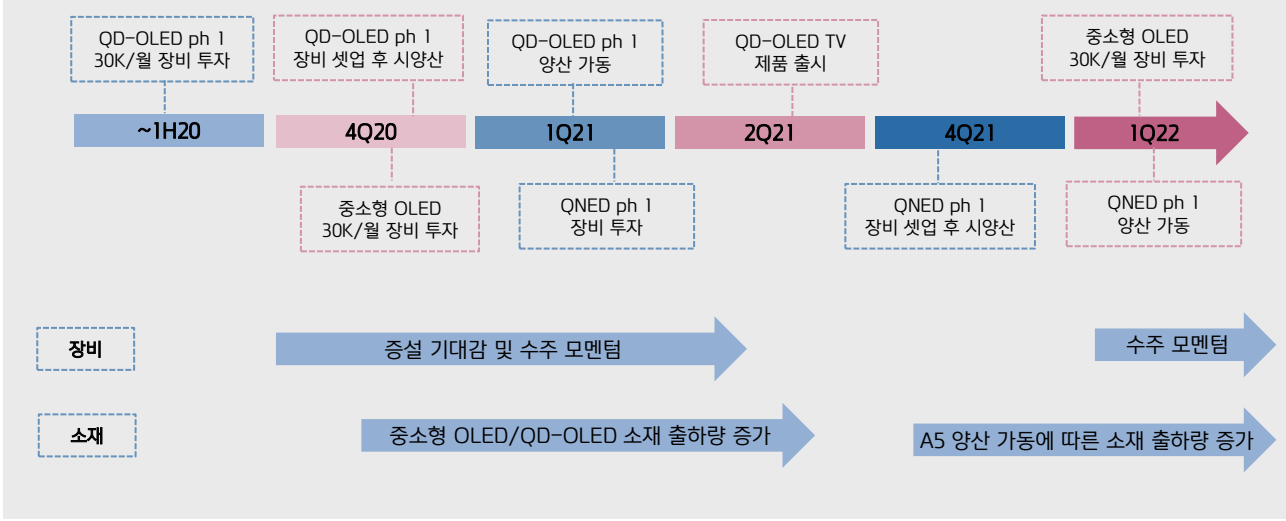
5. 디스플레이 산업 투자 전략

◎ 코로나19로 인해 스마트폰 수요가 부진함에도 중장기 수요를 고려한 중소형 OLED 투자 추진할 전망

◎ LCD 공급 축소, 예상보다 빠르게 진행. 차세대 디스플레이로의 투자 가속화 기대

- 디스플레이 장비: 1H20 BOE, CSOT를 중심으로 올해 주요 중국 중소형 OLED 전공정 투자 진행
  2H20은 삼성디스플레이의 중소형 OLED 및 대형 QD Phase 2 투자 모멘텀 부각될 것
- 디스플레이 소재: Apple향 OLED 패널 공급 확대 및 폴더블 스마트폰 출시에 힘입어 3Q20~4Q20 실적 호조 예상
  3Q 중 QD-OLED ph 1 소재 공급사 결정될 것으로 전망

디스플레이 장비 투자 타임라인 및 업종별 주가 모멘텀 시기



자료: 키움증권 리서치센터

VI. 기업 분석

국내 기업 Coverage

1. 삼성전자(005930)	Buy, TP 60,000원
2. SK하이닉스(000660)	Buy, TP 105,000원
3. SK머티리얼즈(036490)	Buy, TP 210,000원
4. 한솔케미칼(014680)	Buy, TP 115,000원
5. 리노공업(058470)	Buy, TP 110,000원
6. 원익IPS(240810)	Buy, TP 43,000원
7. 에스에프에이(056190)	Buy, TP 47,000원
8. AP시스템(265520)	Buy, TP 37,000원
9. 덕산네오룩스(213420)	Buy, TP 40,000원
10. SFA반도체(036540)	Buy, TP 7,500원

해외 기업 및 ETF

1. 램리서치(LRCX.US)
2. ASML 홀딩(ASML.US)
3. 어플라이드 머티리얼즈(AMAT.US)
4. BOE(SZ.000725)
5. VanEck Vectors Semiconductor ETF (SMH:US)
6. iShares PHLX Semiconductor ETF (SOXX:US)

반도체 Analyst 박유악 02-3787-5063 yuak.pak@kiwoom.com
디스플레이 Analyst 김소원 02-3787-4736 sowonkim@kiwoom.com
US Equity Analyst 이원주 02-3787-3755 wonju.lee@kiwoom.com
China Equity/Strategy Analyst 홍록기 02-3787-4733 hongluckiee@kiwoom.com
Global ETF/Equity Analyst 김진영 02-3787-4870 jykim@kiwoom.com

반도체 업종 Coverage

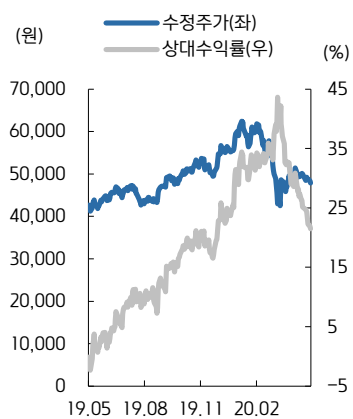
반도체 Analyst 박유악
02-3787-5063 yuak.pak@kiwoom.com

삼성전자(005930): NAND 진검 승부

BUY (Maintain)

목표주가: 60,000원
주가(5/13): 48,550원
시가총액: 2,898,329억원

KOSPI (5/13)			1,940.42pt
52주 주가동향		최고가	최저가
		62,400원	41,200원
최고/최저가대비		-23.6%	15.8%
주가수익률		절대	상대
	1M	-3.1%	-6.2%
	6M	-9.3%	1.0%
	1Y	8.9%	17.7%
발행주식수			5,969,783천주
일평균 거래량(3M)			27,012천주
외국인 지분율			55.0%
배당수익률(2020E)			3.6%
BPS(2020E)			40,307원
주요 주주	이건희 외 14인		21.2%



◎ 2Q20 매출액 51.6조원(-7%QoQ), 영업이익 6.7조원(+3%QoQ) 전망

- **반도체**: 매출액 18.6조원(+6%QoQ), 영업이익 5.6조원(+39%QoQ) 예상
  DRAM 가격은 예상치 부합, NAND 가격은 예상치 소폭 하회
- **IM**: 매출액 20.7조원(+9%QoQ), 영업이익 1.2조원(-53%QoQ) 예상
  갤럭시S20 및 중저가 제품 판매 부진 예상. 마케팅비용 증가로 수익성 급감 우려
- **DP**: 매출액 6.0조원(-8%QoQ), 영업적자 6,131억원(적자지속) 예상
  Flexible OLED 판매량 부진 지속, LCD는 판매 축소에 따른 적자 폭 축소
- **CE**: 매출액 10.3조원(flat QoQ), 영업이익 0.5조원(+3%QoQ) 예상

◎ NAND 부문 투자 확대로 업계 1위 공고히 할 전망

- 64단에서 92단으로 공정 전환 본격화, NAND 부문의 Cost/bit 하락 예상
- P2 공장 내 128단 NAND 신규 투자 진행하며, 경쟁 업체와의 기술 격차 확대
- 하반기, NAND의 가격 하락 영향을 출하량 증가로 상쇄 시키며 상대적으로 견조한 실적 기록할 전망

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	243,771	230,401	233,288	241,919	235,388
영업이익	58,887	27,769	34,300	45,723	37,662
EBITDA	85,369	57,366	62,729	73,711	66,506
세전이익	61,160	30,432	35,829	48,002	40,376
순이익	44,345	21,739	25,901	34,700	29,187
지배주주지분순이익	43,891	21,505	25,641	34,353	28,895
EPS(원)	6,024	3,166	3,775	5,057	4,254
증감률(%,YoY)	11.1	-47.4	19.2	34.0	-15.9
PER(배)	6.4	17.6	12.6	9.4	11.2
PBR(배)	1.10	1.49	1.18	1.08	1.01
EV/EBITDA(배)	2.3	5.2	3.6	2.8	2.7
영업이익률(%)	24.2	12.1	14.7	18.9	16.0
ROE(%)	19.6	8.7	9.7	12.0	9.3
순차입금비율(%)	-28.0	-31.2	-38.7	-41.5	-47.3

자료: 키움증권 리서치센터

키움증권

삼성전자(005930): NAND 진검 승부

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	52,386	56,127	62,003	59,885	55,325	51,563	63,353	63,046	243,771	230,401	233,288
%QoQ/%YoY	-12%	7%	10%	-3%	-8%	-7%	23%	0%	2%	-5%	1%
Semiconductor	14,472	16,088	17,587	16,792	17,642	18,620	20,759	20,619	86,291	64,939	77,639
Memory	11,473	12,301	13,264	13,183	13,145	14,726	16,364	16,612	72,395	50,221	60,847
S.LSI/Foundry	2,749	3,592	4,072	3,353	4,257	3,705	4,194	3,800	12,673	13,766	15,956
Display Panel	6,124	7,622	9,262	8,046	6,590	6,043	10,480	9,010	32,465	31,054	32,123
LCD	1,614	1,707	1,474	1,196	1,111	1,104	1,132	1,210	7,866	5,991	4,493
OLED	4,006	3,922	7,699	6,039	4,842	4,040	8,432	6,966	21,316	21,666	24,280
IT & Mobile	27,200	25,860	29,254	24,951	26,008	20,735	27,376	24,612	100,678	107,266	98,731
무선사업부	25,923	24,271	28,107	24,049	24,948	19,323	26,057	23,544	96,516	102,350	93,871
네트워크/기타	1,277	1,589	1,147	902	1,060	1,412	1,319	1,068	4,162	4,916	4,860
Consumer Electronics	10,041	11,068	10,935	12,713	10,303	10,309	9,883	11,560	42,107	44,756	42,056
VD	5,841	6,003	6,261	8,094	5,650	4,982	5,069	6,746	25,306	26,199	22,447
매출원가	32,746	35,945	39,994	38,555	34,812	32,141	38,289	38,901	132,394	147,240	144,142
매출원가율	63%	64%	65%	64%	63%	62%	60%	62%	54%	64%	62%
매출총이익	19,639	20,182	22,010	21,330	20,513	19,423	25,064	24,146	111,377	83,161	89,146
판매비와관리비	13,406	13,585	14,232	14,170	14,072	12,763	14,052	13,965	52,490	55,393	54,852
영업이익	6,233	6,597	7,778	7,160	6,447	6,659	11,012	10,181	58,887	27,769	34,300
%QoQ/%YoY	-42%	6%	18%	-8%	-10%	3%	65%	-8%	10%	-53%	24%
Semiconductor	4,122	3,398	3,049	3,447	3,993	5,566	7,233	6,936	44,574	14,016	23,727
%QoQ/%YoY	-47%	-18%	-10%	13%	16%	39%	30%	-4%	27%	-69%	69%
Display Panel	-561	748	1,174	220	-293	-613	899	690	2,502	1,581	683
%QoQ/%YoY	-158%	-233%	57%	-81%	-233%	110%	-247%	-23%	-54%	-37%	-57%
IT & Mobile	2,274	1,561	2,917	2,520	2,652	1,249	2,387	1,901	10,172	9,272	8,189
%QoQ/%YoY	50%	-31%	87%	-14%	5%	-53%	91%	-20%	-14%	-9%	-12%
Consumer Electronics	541	712	548	805	446	458	494	653	2,023	2,606	2,051
%QoQ/%YoY	-20%	32%	-23%	47%	-45%	3%	8%	32%	22%	29%	-21%
영업이익률	12%	12%	13%	12%	12%	13%	17%	16%	24%	12%	15%
Semiconductor	28%	21%	17%	21%	23%	30%	35%	34%	52%	22%	31%
Display Panel	-9%	10%	13%	3%	-4%	-10%	9%	8%	8%	5%	2%
IT & Mobile	8%	6%	10%	10%	10%	6%	9%	8%	10%	9%	8%
Consumer Electronics	5%	6%	5%	6%	4%	4%	5%	6%	5%	6%	5%
법인세차감전순이익	6,913	7,179	8,621	7,719	6,757	6,949	11,479	10,645	61,160	30,432	35,829
법인세비용	1,869	1,999	2,333	2,492	1,873	1,926	3,181	2,950	16,815	8,693	9,929
당기순이익	5,044	5,181	6,288	5,227	4,885	5,023	8,298	7,695	44,345	21,739	25,901
당기순이익률	10%	9%	10%	9%	9%	10%	13%	12%	18%	9%	11%
총포괄손익	7,869	6,937	8,112	1,838	4,321	4,444	7,341	6,807	44,333	24,755	22,913
지배주주지분	7,838	6,795	7,917	1,917	4,508	4,635	7,657	7,101	43,882	24,467	23,901
KRW/USD	1,120	1,180	1,195	1,176	1,192	1,205	1,195	1,190	1,100	1,169	1,195

자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자(005930): NAND 진검 승부

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	52,386	56,127	62,003	59,885	55,325	51,563	63,353	63,046	243,771	230,401	233,288
%QoQ/%YoY	-12%	7%	10%	-3%	-8%	-7%	23%	0%	2%	-5%	1%
Semiconductor	14,472	16,088	17,587	16,792	17,642	18,620	20,759	20,619	86,291	64,939	77,639
Memory	11,473	12,301	13,264	13,183	13,145	14,726	16,364	16,612	72,395	50,221	60,847
DRAM	7,804	7,738	8,426	7,857	7,570	8,689	9,410	9,559	48,040	31,825	35,227
NAND	3,669	4,563	4,838	5,326	5,575	6,037	6,954	7,053	24,355	18,396	25,620
S.LSI/Foundry	2,749	3,592	4,072	3,353	4,257	3,705	4,194	3,800	12,673	13,766	15,956
Display Panel	6,124	7,622	9,262	8,046	6,590	6,043	10,480	9,010	32,465	31,054	32,123
LCD	1,614	1,707	1,474	1,196	1,111	1,104	1,132	1,210	7,866	5,991	4,493
OLED	4,006	3,922	7,699	6,039	4,842	4,040	8,432	6,966	21,316	21,666	24,280
IT&Mobile	27,200	25,860	29,254	24,951	26,008	20,735	27,376	24,612	100,678	107,266	98,731
무선사업부	25,923	24,271	28,107	24,049	24,948	19,323	26,057	23,544	96,516	102,350	93,871
네트워크/기타	1,277	1,589	1,147	902	1,060	1,412	1,319	1,068	4,162	4,916	4,860
Consumer Electronics	10,041	11,068	10,935	12,713	10,303	10,309	9,883	11,560	42,107	44,756	42,056
VD	5,841	6,003	6,261	8,094	5,650	4,982	5,069	6,746	25,306	26,199	22,447
영업이익	6,233	6,597	7,778	7,160	6,447	6,659	11,012	10,181	58,887	27,769	34,650
%QoQ/%YoY	-42%	6%	18%	-8%	-10%	3%	65%	-8%	10%	-53%	25%
Semiconductor	4,122	3,398	3,049	3,447	3,993	5,566	7,233	6,936	44,574	14,016	23,727
Memory	3,819	3,081	2,828	3,375	3,596	5,306	6,672	6,606	43,576	13,103	22,180
DRAM	3,746	3,173	2,755	2,789	2,696	3,869	4,648	4,730	32,977	12,463	15,943
NAND	73	-91	73	586	900	1,438	2,024	1,876	10,599	641	6,237
S.LSI/Foundry	231	323	387	201	476	225	488	295	1,265	1,142	1,484
Display Panel	-561	748	1,174	220	-293	-613	899	690	2,502	1,581	683
LCD	-317	-157	-283	-603	-437	-335	-453	-375	66	-1,360	-1,600
OLED	-244	905	1,457	823	144	-278	1,352	1,065	2,554	2,941	2,283
IT&Mobile	2,274	1,561	2,917	2,520	2,652	1,249	2,387	1,901	10,172	9,272	8,189
Consumer Electronics	541	712	548	805	446	458	494	653	2,023	2,606	2,051
영업이익률	12%	12%	13%	12%	12%	13%	17%	16%	24%	12%	15%
Semiconductor	28%	21%	17%	21%	23%	30%	35%	34%	52%	22%	31%
Memory	33%	25%	21%	26%	27%	36%	41%	40%	60%	26%	36%
DRAM	48%	41%	33%	36%	36%	45%	49%	49%	69%	39%	45%
NAND	2%	-2%	2%	11%	16%	24%	29%	27%	44%	3%	24%
S.LSI/Foundry	8%	9%	9%	6%	11%	6%	12%	8%	10%	8%	9%
Display Panel	-9%	10%	13%	3%	-4%	-10%	9%	8%	8%	5%	2%
LCD	-20%	-9%	-19%	-50%	-39%	-30%	-40%	-31%	1%	-23%	-36%
OLED	-6%	23%	19%	14%	3%	-7%	16%	15%	12%	14%	9%
IT&Mobile	8%	6%	10%	10%	10%	6%	9%	8%	10%	9%	8%
Consumer Electronics	5%	6%	5%	6%	4%	4%	5%	6%	5%	6%	5%
KRW/USD	1,120	1,180	1,195	1,176	1,192	1,205	1,195	1,190	1,100	1,169	1,195

자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자(005930): NAND 진검 승부

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
DRAM											
출하량 [백만개. 1Gb Eq]	10,172	12,044	15,934	16,332	15,435	15,374	15,989	16,149	43,761	54,482	62,946
%QoQ/%YoY	0%	18%	32%	2%	-5%	0%	4%	1%	12%	24%	16%
ASP/1Gb [USD]	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	1.0	0.5	0.5
%QoQ/%YoY	-26%	-21%	-19%	-8%	1%	14%	5%	1%	19%	-50%	-6%
Cost/1Gb [USD]	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
%QoQ/%YoY	9%	-10%	-7%	-11%	0%	-2%	-4%	1%	-5%	-3%	-16%
영업이익/1Gb [USD]	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.7	0.2	0.2
영업이익률	48%	41%	33%	36%	36%	45%	49%	49%	69%	39%	45%
NAND											
출하량[백만개. 1GB Eq]	24,046	32,099	35,472	38,310	36,973	38,452	44,220	46,431	88,043	129,927	166,076
%QoQ/%YoY	4%	33%	11%	8%	-3%	4%	15%	5%	35%	48%	28%
ASP/1GB [USD]	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1
%QoQ/%YoY	-26%	-12%	-5%	4%	7%	3%	1%	-3%	-21%	-52%	7%
Cost/1GB [USD]	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
%QoQ/%YoY	-5%	-8%	-9%	-6%	1%	-6%	-6%	0%	-14%	-18%	-16%
영업이익/1GB [USD]	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
영업이익률	2%	-2%	2%	11%	16%	24%	29%	27%	44%	3%	24%
LCD											
출하면적 ['000m^2]	6,973	6,888	6,682	5,553	4,964	4,876	5,196	5,533	30,952	26,097	20,569
%QoQ/%YoY	-13%	-1%	-3%	-17%	-11%	-2%	7%	6%	3%	-16%	-21%
ASP/m^2 [USD]	207	210	185	183	188	188	182	184	231	197	185
%QoQ/%YoY	-8%	2%	-12%	-1%	3%	0%	-3%	1%	-25%	-15%	-6%
OLED											
출하면적 ['000m^2]	797	956	1,102	963	706	724	1,179	1,032	3,486	3,817	3,640
%QoQ/%YoY	-2%	20%	15%	-13%	-27%	3%	63%	-13%	6%	9%	-5%
ASP/m^2 [USD]	4,489	3,475	5,849	5,335	5,755	4,634	5,983	5,674	5,539	4,841	5,583
%QoQ/%YoY	-28%	-23%	68%	-9%	8%	-19%	29%	-5%	-8%	-13%	15%
Smartphone											
출하량 [백만개]	72	76	78	69	59	57	62	60	291	295	238
%QoQ/%YoY	3%	6%	2%	-12%	-14%	-3%	8%	-3%	-8%	1%	-19%
ASP/Unit [USD]	268	225	254	242	287	227	277	244	251	247	259
%QoQ/%YoY	20%	-16%	13%	-5%	19%	-21%	22%	-12%	3%	-1%	5%
TV Set											
출하량 [백만개]	10	9	11	14	10	9	10	13	41	44	42
%QoQ/%YoY	-25%	-5%	15%	35%	-29%	-11%	8%	35%	-4%	6%	-4%
ASP/Unit [USD]	534	549	492	478	464	455	432	427	555	509	443
%QoQ/%YoY	4%	3%	-10%	-3%	-3%	-2%	-5%	-1%	-2%	-8%	-13%

자료: 키움증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서 (단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	243,771	230,401	233,288	241,919	235,388
매출원가	132,394	147,240	144,142	141,734	142,615
매출총이익	111,377	83,161	89,146	100,185	92,773
판관비	52,490	55,393	54,852	54,462	55,110
영업이익	58,887	27,769	34,300	45,723	37,662
EBITDA	85,369	57,366	62,729	73,711	66,506
영업외손익	2,273	2,664	1,530	2,279	2,713
이자수익	2,297	2,660	3,610	4,450	4,677
이자비용	675	686	839	867	709
외환관련이익	6,696	6,769	4,050	4,200	4,087
외환관련손실	7,150	6,852	6,009	6,232	6,064
종속 및 관계기업손익	540	413	437	453	441
기타	565	360	281	275	281
법인세차감전이익	61,160	30,432	35,829	48,002	40,376
법인세비용	16,815	8,693	9,929	13,302	11,189
계속사업순손익	44,345	21,739	25,901	34,700	29,187
당기순이익	44,345	21,739	25,901	34,700	29,187
지배주주순이익	43,891	21,505	25,641	34,353	28,895
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	1.8	-5.5	1.3	3.7	-2.7
영업이익 증감율	9.8	-52.8	23.5	33.3	-17.6
EBITDA 증감율	12.7	-32.8	9.3	17.5	-9.8
지배주주순이익 증감율	6.2	-51.0	19.2	34.0	-15.9
EPS 증감율	11.1	-47.4	19.2	34.0	-15.9
매출총이익율(%)	45.7	36.1	38.2	41.4	39.4
영업이익률(%)	24.2	12.1	14.7	18.9	16.0
EBITDA Margin(%)	35.0	24.9	26.9	30.5	28.3
지배주주순이익률(%)	18.0	9.3	11.0	14.2	12.3

재무상태표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	174,697	181,385	203,373	226,861	246,787
현금 및 현금성자산	30,341	26,886	53,565	70,416	100,097
단기금융자산	70,599	81,894	82,920	85,988	83,666
매출채권 및 기타채권	36,948	39,310	38,607	40,036	33,423
재고자산	28,985	26,766	21,670	23,567	22,930
기타유동자산	7,824.0	6,529.0	6,611.0	6,854.0	6,671.0
비유동자산	164,660	171,179	173,184	180,468	182,252
투자자산	15,628	17,561	18,081	18,823	19,013
유형자산	115,417	119,825	124,710	133,259	136,704
무형자산	14,892	20,704	17,196	14,868	13,261
기타비유동자산	18,723	13,089	13,197	13,518	13,274
자산총계	339,357	352,564	376,557	407,329	429,040
유동부채	69,082	63,783	68,029	71,189	72,219
매입채무 및 기타채무	40,482	40,978	44,869	47,217	48,873
단기금융부채	26,724	20,696	20,945	21,690	21,126
기타유동부채	1,876	2,109	2,215	2,282	2,220
비유동부채	22,523	25,901	26,508	27,411	26,759
장기금융부채	4,905	5,968	6,331	6,505	6,404
기타비유동부채	17,618	19,933	20,177	20,906	20,355
부채총계	91,604	89,684	94,537	98,600	98,978
지배지분	240,069	254,915	273,795	300,157	321,196
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
기타자본	60	60	60	60	60
기타포괄손익누계액	-7,991	-5,029	169	2,109	4,186
이익잉여금	242,699	254,583	268,265	292,686	311,648
비지배지분	7,684	7,965	8,225	8,573	8,865
자본총계	247,753	262,880	282,020	308,729	330,061

현금흐름표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	67,032	45,383	61,317	63,643	65,872
당기순이익	44,345	21,739	25,901	34,700	29,187
비현금항목의 가감	43,605	37,443	34,713	36,818	35,187
유형자산감가상각비	25,167	26,574	23,749	24,443	26,053
무형자산감가상각비	1,315	3,024	4,680	3,545	2,791
지분법평가손익	-540	-413	-437	-453	-441
기타	17,663	8,258	6,721	9,283	6,784
영업활동자산부채증감	-9,924	-2,546	7,618	1,602	8,476
매출채권및기타채권의감소	4,514	1,829	703	-1,428	6,612
재고자산의감소	-5,979	2,135	5,096	-1,896	636
매입채무및기타채무의증가	-2,415	-1,305	3,891	2,348	1,656
기타	-6,044	-5,205	-2,072	2,578	-428
기타현금흐름	-10,994	-11,253	-6,915	-9,477	-6,978
투자활동 현금흐름	-52,240	-39,948	-29,952	-36,602	-27,145
유형자산의 취득	-29,556	-25,368	-29,034	-33,403	-29,936
유형자산의 처분	557	513	401	410	438
무형자산의 순취득	-1,009	-3,243	-1,173	-1,216	-1,184
투자자산의감소(증가)	-427	-1,520	-83	-288	251
단기금융자산의감소(증가)	-17,960	-11,294	-1,026	-3,068	2,322
기타	-3,845	964	963	963	964
재무활동 현금흐름	-15,090	-9,485	-9,077	-11,247	-10,443
차입금의 증가(감소)	-4,029	156	544	714	-509
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	-875	0	0	0	0
배당금지급	-10,194	-9,639	-9,619	-11,959	-9,932
기타	8	-2	-2	-2	-2
기타현금흐름	94	595	4,391	1,056	1,397
현금 및 현금성자산의 순증가	-205	-3,455	26,679	16,851	29,681
기초현금 및 현금성자산	30,545	30,341	26,886	53,565	70,416
기말현금 및 현금성자산	30,341	26,886	53,565	70,416	100,097

투자지표 (단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	6,024	3,166	3,775	5,057	4,254
BPS	35,342	37,528	40,307	44,188	47,286
CFPS	12,071	8,713	8,923	10,529	9,477
DPS	1,416	1,416	1,760	1,462	1,462
주가배수(배)					
PER	6.4	17.6	12.6	9.4	11.2
PER(최고)	9.0	18.1	16.6		
PER(최저)	6.3	11.6	12.4		
PBR	1.1	1.5	1.2	1.1	1.0
PBR(최고)	1.5	1.5	1.6		
PBR(최저)	1.1	1.0	1.2		
PSR	1.2	1.6	1.4	1.3	1.4
PCFR	3.2	6.4	5.3	4.5	5.0
EV/EBITDA	2.3	5.2	3.6	2.8	2.7
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	19.1	38.9	40.6	25.2	29.9
배당수익률(%,보통주,현금)	3.7	2.5	3.6	3.0	3.0
ROA	13.8	6.3	7.1	8.9	7.0
ROE	19.6	8.7	9.7	12.0	9.3
ROIC	27.4	12.8	14.3	19.3	15.3
매출채권회전율	7.1	6.0	6.0	6.2	6.4
재고자산회전율	9.0	8.3	9.6	10.7	10.1
부채비율	37.0	34.1	33.5	31.9	30.0
순차입금비율	-28.0	-31.2	-38.7	-41.5	-47.3
이자보상배율,현금)	87.3	40.5	40.9	52.8	53.1
총차입금	31,629	26,664	27,276	28,195	27,531
순차입금	-69,311	-82,116	-109,209	-128,209	-156,233
NOPLAT	85,369	57,366	62,729	73,711	66,506
FCF	32,292	21,645	31,250	29,073	33,380

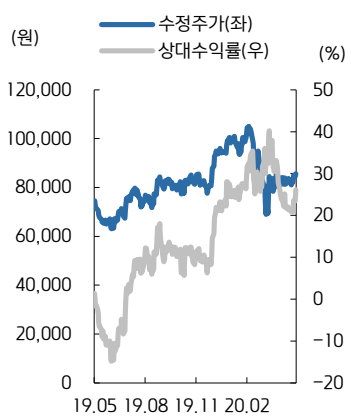
자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스(000660): NAND 기술 경쟁력 향상

BUY (Maintain)

목표주가: 105,000원
주가(5/13):83,600원
시가총액: 608,610억원

KOSPI (5/13)			1,940.42pt
52주 주가동향		최고가	최저가
		105,000원	63,100원
최고/최저가대비		-21.0%	31.5%
주가수익률		절대	상대
	1M	-1.3%	-4.5%
	6M	-0.2%	11.1%
	1Y	17.7%	27.2%
발행주식수			728,002천주
일평균 거래량(3M)			5,239천주
외국인 지분율			48.8%
배당수익률(2020E)			1.3%
BPS(2020E)			71,396원
주요 주주	SK텔레콤 외 2인		20.1%



◎ 2Q20 영업이익 1,4조원(+73%QoQ) 예상

- DRAM 부문 영업이익은 1.7조원(+43%QoQ) 예상
  DRAM 가격은 예상치 부합. NAND는 예상치 소폭 하회
- NAND 영업적자 3,483억원으로, 적자 지속 예상
  NAND 가격 상승과 원가 개선, 다만 1Q20 인식됐던 일회성 이익에 대한 역 기저 효과 발생

◎ NAND 부문 원가 개선 기대

- 기존 72단 제품을 96단 제품으로 전환하며, NAND 원가(Cost/bit)의 하락세 진입 예상
- 96단 제품의 공정 수율이 당초 기대치 상회하고 있어, 가격 하락 시기에 수익성이 개선될 가능성도 존재
- 삼성전자에 이어 128단 NAND 투자를 진행하며, 기술 경쟁력 확보에 총력

◎ 투자의견 'BUY', 목표주가 105,000원 유지

- 3Q20에 서버 수요의 일시적 둔화와 북미 클라우드 고객들의 서버 DRAM 구매 재확대 가능성 상존
- 아직은 주가 상승을 위한 뚜렷한 모멘텀이 부재한 상황이지만, 업황 개선 시의 상승 강도는 높을 것으로 판단

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	40,445	26,991	32,742	41,975	33,119
영업이익	20,844	2,713	6,004	13,939	7,100
EBITDA	27,272	11,266	15,699	23,588	18,233
세전이익	21,341	2,443	6,551	14,496	7,519
순이익	15,540	2,016	4,753	10,516	5,455
지배주주지분순이익	15,540	2,013	4,753	10,516	5,455
EPS(원)	21,346	2,765	6,528	14,445	7,492
증감률(%,YoY)	46.0	-87.0	136.1	121.3	-48.1
PER(배)	2.8	34.0	12.7	5.7	11.1
PBR(배)	0.94	1.43	1.16	0.98	0.91
EV/EBITDA(배)	1.7	6.8	4.5	2.9	3.6
영업이익률(%)	51.5	10.1	18.3	33.2	0.0
ROE(%)	38.5	4.2	9.5	18.5	8.5
순차입금비율(%)	3.4	16.1	6.2	2.6	-2.7

자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스(000660): NAND 기술 경쟁력 향상

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
DRAM											
출하량 [백만Gb]	7,597	8,622	10,649	11,553	11,035	10,991	11,321	11,434	31,494	38,420	44,781
QoQ/YoY	-8%	13%	23%	8%	-4%	0%	3%	1%	19%	22%	17%
ASP/Gb [USD]	0.64	0.49	0.41	0.39	0.40	0.45	0.47	0.47	0.93	0.47	0.45
QoQ/YoY	-27%	-24%	-16%	-7%	3%	14%	4%	1%	21%	-50%	-4%
Cost/Gb [USD]	0.36	0.35	0.31	0.31	0.30	0.32	0.31	0.30	0.36	0.33	0.31
QoQ/YoY	-2%	-1%	-11%	0%	-2%	6%	-4%	-2%	0%	-7%	-6%
Operating Profits/Gb [USD]	0.28	0.14	0.10	0.07	0.09	0.13	0.16	0.17	0.58	0.13	0.14
OPm/Gb	44%	28%	24%	19%	23%	29%	34%	36%	62%	29%	31%
NAND											
출하량[백만1GB]	8,852	12,393	12,330	13,503	15,069	16,502	17,162	15,961	31,182	47,079	64,694
QoQ/YoY	-6%	40%	-1%	10%	12%	10%	4%	-7%	36%	51%	37%
ASP/GB [USD]	0.12	0.09	0.09	0.09	0.10	0.10	0.10	0.10	0.22	0.09	0.10
QoQ/YoY	-32%	-25%	4%	0%	7%	4%	1%	-4%	-16%	-56%	5%
Cost/GB [USD]	0.20	0.14	0.14	0.13	0.12	0.12	0.11	0.11	0.19	0.15	0.12
QoQ/YoY	10%	-30%	2%	-5%	-13%	2%	-4%	1%	-9%	-21%	-22%
Operating Profits/GB [USD]	-0.08	-0.05	-0.05	-0.04	-0.02	-0.02	-0.01	-0.02	0.03	-0.05	-0.02
OPm/Gb	-70%	-58%	-55%	-48%	-20%	-18%	-12%	-18%	13%	-57%	-17%
매출액	**6,773**	**6,452**	**6,839**	**6,927**	**7,199**	**8,238**	**8,714**	**8,592**	**40,445**	**26,991**	**32,742**
QoQ/YoY Growth	-32%	-5%	6%	1%	4%	14%	6%	-1%	34%	-33%	21%
DRAM	5,468	4,947	5,246	5,233	5,227	5,984	6,357	6,458	32,420	20,894	24,026
NAND	1,154	1,270	1,333	1,431	1,731	1,988	2,071	1,841	7,415	5,188	7,632
매출원가	4,092	4,435	5,023	5,274	5,007	5,355	5,196	5,145	15,181	18,825	20,703
매출원가율	60%	69%	73%	76%	70%	65%	60%	60%	38%	70%	63%
매출총이익	2,680	2,017	1,816	1,653	2,192	2,883	3,517	3,447	25,264	8,165	12,039
판매비와관리비	1,314	1,379	1,343	1,417	1,392	1,497	1,584	1,562	4,420	5,453	6,035
영업이익	**1,366**	**638**	**473**	**236**	**800**	**1,386**	**1,933**	**1,885**	**20,844**	**2,713**	**6,004**
QoQ/YoY Growth	-69%	-53%	-26%	-50%	239%	73%	40%	-3%	52%	-87%	121%
DRAM	2,406	1,370	1,259	994	1,209	1,724	2,171	2,328	20,083	6,030	7,432
NAND	-808	-736	-733	-687	-350	-348	-247	-335	953	-2,964	-1,280
영업이익률	**20%**	**10%**	**7%**	**3%**	**11%**	**17%**	**22%**	**22%**	**52%**	**10%**	**18%**
DRAM	44%	28%	24%	19%	23%	29%	34%	36%	62%	29%	31%
NAND	-70%	-58%	-55%	-48%	-20%	-18%	-12%	-18%	13%	-57%	-17%
법인세차감전손익	1,480	676	520	-233	929	1,504	2,019	2,099	21,341	2,443	6,551
법인세비용	377	139	25	-115	280	406	545	567	5,801	426	1,798
당기순이익	**1,102**	**537**	**495**	**-118**	**648**	**1,098**	**1,474**	**1,532**	**15,540**	**2,016**	**4,753**
당기순이익률	16%	8%	7%	-2%	9%	13%	17%	18%	38%	7%	15%
KRW/USD	1,127	1,175	1,195	1,176	1,195	1,205	1,195	1,190	1,101	1,168	1,196

자료: 키움증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서 (단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	40,445	26,991	32,742	41,975	33,119
매출원가	15,181	18,825	20,703	21,181	19,285
매출총이익	25,264	8,165	12,039	20,795	13,834
판관비	4,420	5,453	6,035	6,856	6,734
영업이익	20,844	2,713	6,004	13,939	7,100
EBITDA	27,272	11,266	15,699	23,588	18,233
영업외손익	497	-270	547	557	419
이자수익	62	30	59	62	78
이자비용	95	239	224	201	176
외환관련이익	1,386	1,143	1,647	2,111	1,666
외환관련손실	1,046	1,034	955	1,224	966
종속 및 관계기업손익	13	23	27	35	28
기타	177	-193	-7	-226	-211
법인세차감전이익	21,341	2,443	6,551	14,496	7,519
법인세비용	5,801	426	1,798	3,980	2,064
계속사업순손익	15,540	2,016	4,753	10,516	5,455
당기순이익	15,540	2,016	4,753	10,516	5,455
지배주주순이익	15,540	2,013	4,753	10,516	5,455
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	34.3	-33.3	21.3	28.2	-21.1
영업이익 증감율	51.9	-87.0	121.3	132.2	-49.1
EBITDA 증감율	45.5	-58.7	39.3	50.3	-22.7
지배주주순이익 증감율	46.0	-87.0	136.1	121.2	-48.1
EPS 증감율	46.0	-87.0	136.1	121.3	-48.1
매출총이익율(%)	62.5	30.3	36.8	49.5	41.8
영업이익률(%)	51.5	10.1	18.3	33.2	21.4
EBITDA Margin(%)	67.4	41.7	47.9	56.2	55.1
지배주주순이익률(%)	38.4	7.5	14.5	25.1	16.5

현금흐름표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	22,227	6,483	15,921	18,388	18,214
당기순이익	15,540	2,016	4,753	10,516	5,455
비현금항목의 가감	12,282	9,536	11,991	14,099	13,626
유형자산감가상각비	5,904	7,758	9,084	8,957	10,307
무형자산감가상각비	524	795	611	692	826
지분법평가손익	-16	-26	0	0	0
기타	5,870	1,009	2,296	4,450	2,493
영업활동자산부채증감	-1,997	270	1,127	-2,123	1,280
매출채권및기타채권의감소	-547	2,215	-1,380	-1,238	1,628
재고자산의감소	-1,782	-852	2,534	-1,001	-298
매입채무및기타채무의증가	43	-295	316	581	-151
기타	289	-798	-343	-465	101
기타현금흐름	-3,598	-5,339	-1,950	-4,104	-2,147
투자활동 현금흐름	-21,429	-10,451	-10,854	-16,248	-13,029
유형자산의 취득	-16,036	-13,920	-9,637	-14,444	-13,137
유형자산의 처분	132	54	163	151	149
무형자산의 순취득	-931	-673	-857	-1,099	-867
투자자산의감소(증가)	-4,502	-271	-191	-306	239
단기금융자산의감소(증가)	-417	4,329	-361	-580	556
기타	325	30	29	30	31
재무활동 현금흐름	-1,395	3,903	-1,901	-2,797	-2,176
차입금의 증가(감소)	1,047	5,248	-898	-1,623	-831
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	-1,737	0	0	0	0
배당금지급	-706	-1,026	-684	-855	-1,026
기타	1	-319	-319	-319	-319
기타현금흐름	-4	21	295	547	-304
현금 및 현금성자산의 순증가	-601	-43	3,462	-109	2,704
기초현금 및 현금성자산	2,950	2,349	2,306	5,768	5,659
기말현금 및 현금성자산	2,349	2,306	5,768	5,659	8,363

재무상태표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	19,894	14,458	17,314	20,326	20,855
현금 및 현금성자산	2,349	2,306	5,768	5,659	8,363
단기금융자산	6,025	1,695	2,057	2,637	2,080
매출채권 및 기타채권	6,334	4,278	5,658	6,896	5,268
재고자산	4,423	5,296	2,762	3,763	4,061
기타유동자산	763	883	1,069	1,371	1,083
비유동자산	43,764	50,332	51,160	57,209	59,691
투자자산	4,916	5,187	5,378	5,684	5,445
유형자산	34,953	39,950	40,340	45,677	48,358
무형자산	2,679	2,571	2,817	3,224	3,265
기타비유동자산	1,216	2,624	2,625	2,624	2,623
자산총계	63,658	64,789	68,474	77,535	80,546
유동부채	13,032	7,874	7,735	8,928	8,063
매입채무 및 기타채무	6,709	4,729	5,045	5,627	5,475
단기금융부채	6,307	2,925	2,454	3,058	2,396
기타유동부채	16	220	236	243	192
비유동부채	3,774	8,972	8,748	6,986	6,403
장기금융부채	3,683	8,815	8,590	6,829	6,245
기타비유동부채	91	157	158	157	158
부채총계	16,806	16,846	16,483	15,914	14,466
지배지분	46,846	47,928	51,976	61,606	66,065
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,144	4,144	4,144	4,144
기타자본	-2,506	-2,505	-2,505	-2,505	-2,505
기타포괄손익누계액	-483	-299	-149	-9	158
이익잉여금	42,034	42,931	46,828	56,319	60,610
비지배지분	7	15	15	15	15
자본총계	46,852	47,943	51,991	61,621	66,080

투자지표 (단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	21,346	2,765	6,528	14,445	7,492
BPS	64,348	65,836	71,396	84,623	90,748
CFPS	38,217	15,868	22,999	33,812	26,209
DPS	1,500	1,000	1,250	1,500	1,700
주가배수(배)					
PER	2.8	34.0	12.7	5.7	11.1
PER(최고)	4.6	35.1	16.2		
PER(최저)	2.7	20.5	13.4		
PBR	0.9	1.4	1.2	1.0	0.9
PBR(최고)	1.5	1.5	1.5		
PBR(최저)	0.9	0.9	1.2		
PSR	1.1	2.5	1.8	1.4	1.8
PCFR	1.6	5.9	3.6	2.5	3.2
EV/EBITDA	1.7	6.8	4.5	2.9	3.6
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	6.6	33.9	18.0	9.8	21.3
배당수익률(%,보통주,현금)	2.5	1.1	1.3	1.6	1.8
ROA	28.5	3.1	7.1	14.4	6.9
ROE	38.5	4.2	9.5	18.5	8.5
ROIC	41.1	4.6	8.8	19.0	8.9
매출채권회전율	6.8	5.1	6.6	6.7	5.4
재고자산회전율	11.5	5.6	8.1	12.9	8.5
부채비율	35.9	35.1	31.7	25.8	21.9
순차입금비율	3.4	16.1	6.2	2.6	-2.7
이자보상배율,현금)	220.3	11.4	26.8	69.4	40.4
총차입금	9,989	11,740	11,045	9,887	8,641
순차입금	1,615	7,738	3,220	1,592	-1,802
NOPLAT	27,272	11,266	15,699	23,588	18,233
FCF	2,831	-3,594	4,846	2,246	3,709

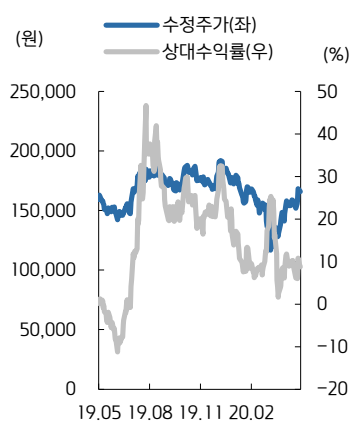
자료: 키움증권 리서치센터

SK머티리얼즈(036490): 낮아진 NF3의 실적 기여도

BUY (Maintain)

목표주가: 210,000원
주가(5/13): 167,400원
시가총액: 17,657억원

KOSDAQ (5/13)			691.53pt
52주 주가동향		최고가	최저가
		192,000원	116,900원
최고/최저가대비		-13.6%	41.9%
주가수익률		절대	상대
	1M	12.2%	0.2%
	6M	-6.3%	-8.9%
	1Y	-8.3%	-7.3%
발행주식수			10,548천주
일평균 거래량(3M)			49천주
외국인 지분율			13.8%
배당수익률(2020E)			2.3%
BPS(2020E)			54,648원
주요 주주	SK 외 1인		49.1%



◎ 1Q20 영업이익 531억원 기록

- NF3 가격 하락 영향을 '반도체 소재 출하량 호조와 원/달러 환율 상승'으로 상쇄, 실적 서프라이즈 기록
- NF3와 WF6의 출하량은 코로나19에 따른 고객사의 재고 축적이 진행되며, 예상 대비 양호했음
- 연결 법인 중 SK에어가스의 실적 부진이 있었지만, 나머지 SK트리켐과 SK쇼와덴코 등이 호조를 보였음
- 특히 SK쇼와덴코는 신규 가스의 공급이 본격화되며, 수익성 개선이 크게 나타났던 것으로 파악됨

◎ 과거 대비 낮아진 NF3의 실적 기여도

- NF3의 영업이익 기여도는 2015년 87%에서 2020년 17%로 크게 축소될 것으로 추정
- LCD 전방 고객들의 라인 셧다운 영향이 전사 실적에 끼치는 영향 제한적

◎ 투자의견 'BUY', 목표주가 210,000원 유지

- 128단 NAND 투자 확대에 따른 소재 출하량 증가 지속
- 국내외 Flexible OLED, QD-OLED, QNED 투자 확대에 따른 NF3의 수급 개선도 기대됨

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	687.3	772.2	910.4	1,016.9	1,111.4
영업이익	182.9	214.8	237.1	269.9	288.7
EBITDA	277.4	328.5	350.6	394.7	424.1
세전이익	159.6	184.0	215.1	238.7	259.9
순이익	123.4	143.3	158.9	176.4	192.0
지배주주지분순이익	112.7	128.2	139.9	155.2	169.0
EPS(원)	10,682	12,150	13,261	14,718	16,022
증감률(%,YoY)	10.6	13.7	9.1	11.0	8.9
PER(배)	14.1	15.3	12.6	11.3	10.4
PBR(배)	4.23	4.15	3.05	2.53	2.13
EV/EBITDA(배)	8.9	8.8	7.7	7.0	6.6
영업이익률(%)	26.6	27.8	26.0	26.5	26.0
ROE(%)	29.6	30.2	26.7	24.4	22.2
순차입금비율(%)	210.3	167.6	135.7	117.7	98.7

자료: 키움증권 리서치센터

키움증권

SK머티리얼즈(036490): 낮아진 NF3의 실적 기여도

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	184.3	183.0	202.0	203.0	212.3	212.2	239.8	246.1	687.3	772.2	910.4
%YoY Growth	29%	16%	9%	1%	15%	16%	19%	21%	34%	12%	18%
NF3	81.6	80.4	84.3	79.2	74.9	76.8	80.0	85.1	346.6	325.5	316.8
SiH4/Si2H6	17.2	17.8	24.7	22.1	25.1	24.7	34.1	29.4	72.2	81.8	113.4
WF6	19.9	20.5	24.7	25.7	30.3	30.9	31.9	32.0	76.5	90.8	125.1
SK에어가스	39.5	40.0	39.7	38.0	39.2	35.7	40.0	42.1	121.9	157.3	157.0
SK트리켐	23.5	20.7	25.7	32.5	32.1	29.9	35.0	36.7	58.7	102.3	133.7
SK쇼와덴코 & 기타	2.5	3.6	2.9	5.4	10.7	14.2	18.9	20.7	11.4	14.4	64.4
매출원가	110.1	109.0	123.7	124.3	135.1	133.9	149.2	153.5	430.4	467.1	571.7
매출원가율	60%	60%	61%	61%	64%	63%	62%	62%	63%	60%	63%
매출총이익	74.2	74.0	78.2	78.7	77.3	78.3	90.6	92.6	256.8	305.1	338.7
매출총이익률	40%	40%	39%	39%	36%	37%	38%	38%	37%	40%	37%
판매비와관리비	19.7	19.0	22.1	29.6	24.2	24.1	26.3	27.0	74.0	90.4	101.6
영업이익	54.5	55.1	56.1	49.1	53.1	54.1	64.3	65.6	182.9	214.8	237.1
%YoY Growth	61%	35%	10%	-14%	-3%	-2%	15%	34%	24%	17%	10%
영업이익률	30%	30%	28%	24%	25%	26%	27%	27%	27%	28%	26%
법인세차감전손익	47.4	48.7	49.8	38.1	50.6	48.4	58.2	57.9	159.6	184.0	215.1
법인세비용	11.8	9.1	10.2	9.5	13.2	12.6	15.2	15.1	36.2	40.7	56.2
당기순이익	35.6	39.5	39.6	28.6	37.4	35.8	43.0	42.8	123.4	143.3	158.9
당기순이익률	19%	22%	20%	14%	18%	17%	18%	17%	18%	19%	17%
KRW/USD	1,127	1,185	1,195	1,176	1,192	1,205	1,195	1,190	1,102	1,171	1,196

자료: 키움증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서 (단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	687.3	772.2	910.4	1,016.9	1,111.4
매출원가	430.4	467.1	571.7	631.5	698.8
매출총이익	256.8	305.1	338.7	385.4	412.7
판관비	74.0	90.4	101.6	115.5	124.0
영업이익	182.9	214.8	237.1	269.9	288.7
EBITDA	277.4	328.5	350.6	394.7	424.1
영업외손익	-23.3	-30.8	-29.2	-31.2	-28.8
이자수익	0.8	0.9	2.0	1.4	1.7
이자비용	21.2	28.3	31.0	31.4	29.2
외환관련이익	8.1	8.3	9.8	10.9	11.9
외환관련손실	8.3	8.1	8.6	9.6	10.5
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-2.7	-3.6	-1.4	-2.5	-2.7
법인세차감전이익	159.6	184.0	215.1	238.7	259.9
법인세비용	36.1	40.7	56.2	62.3	67.9
계속사업순손익	123.4	143.3	158.9	176.4	192.0
당기순이익	123.4	143.3	158.9	176.4	192.0
지배주주순이익	112.7	128.2	139.9	155.2	169.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	34.2	12.4	17.9	11.7	9.3
영업이익 증감율	23.9	17.4	10.4	13.8	7.0
EBITDA 증감율	24.5	18.4	6.7	12.6	7.4
지배주주순이익 증감율	10.6	13.8	9.1	10.9	8.9
EPS 증감율	10.6	13.7	9.1	11.0	8.9
매출총이익율(%)	37.4	39.5	37.2	37.9	37.1
영업이익률(%)	26.6	27.8	26.0	26.5	26.0
EBITDA Margin(%)	40.4	42.5	38.5	38.8	38.2
지배주주순이익률(%)	16.4	16.6	15.4	15.3	15.2

현금흐름표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	176.0	251.5	302.0	274.3	307.0
당기순이익	123.4	143.3	158.9	176.4	192.0
비현금항목의 가감	160.3	194.1	208.3	226.9	240.7
유형자산감가상각비	92.6	111.1	109.7	121.9	133.2
무형자산감가상각비	1.9	2.7	3.8	2.9	2.2
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	65.8	80.3	94.8	102.1	105.3
영업활동자산부채증감	-56.0	-25.7	19.8	-36.7	-30.4
매출채권및기타채권의감소	-40.2	27.1	-25.9	-0.7	-3.5
재고자산의감소	-29.3	-42.2	33.3	-5.8	-11.4
매입채무및기타채무의증가	-10.5	-3.4	12.0	-29.4	-17.3
기타	24.0	-7.2	0.4	-0.8	1.8
기타현금흐름	-51.7	-60.2	-85.0	-92.3	-95.3
투자활동 현금흐름	-330.5	-237.4	-256.6	-275.3	-264.7
유형자산의 취득	-329.8	-195.5	-235.1	-241.7	-231.0
유형자산의 처분	2.7	2.9	1.4	1.6	1.7
무형자산의 순취득	-0.1	-3.5	0.0	-0.2	-0.4
투자자산의감소(증가)	-1.0	-2.5	11.7	-0.5	-0.5
단기금융자산의감소(증가)	-0.2	-4.3	0.0	0.0	0.0
기타	-2.1	-34.5	-34.6	-34.5	-34.5
재무활동 현금흐름	151.7	9.7	15.8	-25.8	-13.2
차입금의 증가(감소)	313.0	47.4	54.5	13.0	26.5
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-93.8	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-35.6	-35.6	-36.5	-36.5	-37.5
기타	-31.9	-2.1	-2.2	-2.3	-2.2
기타현금흐름	0.1	-0.1	24.5	25.0	25.2
현금 및 현금성자산의 순증가	-2.6	23.7	85.7	-1.8	54.3
기초현금 및 현금성자산	18.7	16.1	39.8	125.6	123.8
기말현금 및 현금성자산	16.1	39.8	125.6	123.8	178.0

재무상태표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	263.8	312.7	360.3	333.6	372.1
현금 및 현금성자산	16.1	39.8	92.2	57.0	78.8
단기금융자산	0.4	4.7	4.8	4.8	4.9
매출채권 및 기타채권	126.2	103.9	129.8	130.5	134.1
재고자산	111.8	150.1	116.7	122.5	133.9
기타유동자산	9.3	14.2	16.8	18.8	20.4
비유동자산	1,134.7	1,303.1	1,415.4	1,534.3	1,631.6
투자자산	12.5	15.0	3.3	3.8	4.3
유형자산	1,106.1	1,231.8	1,355.8	1,474.0	1,570.0
무형자산	10.0	31.7	27.9	25.2	23.4
기타비유동자산	6.1	24.6	28.4	31.3	33.9
자산총계	1,398.4	1,615.8	1,775.7	1,867.9	2,003.7
유동부채	501.3	681.6	657.5	614.0	619.1
매입채무 및 기타채무	101.3	140.4	152.4	123.0	105.8
단기금융부채	377.0	512.0	474.6	459.5	479.0
기타유동부채	23.0	29.2	30.5	31.5	34.3
비유동부채	493.8	414.0	507.5	536.7	544.8
장기금융부채	487.6	404.6	496.6	524.6	531.6
기타비유동부채	6.2	9.4	10.9	12.1	13.2
부채총계	995.1	1,095.5	1,165.1	1,150.8	1,163.9
지배지분	376.2	471.8	576.4	695.2	827.2
자본금	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	19.1	19.1	19.1	19.1	19.1
기타자본	-189.7	-189.4	-189.4	-189.4	-189.4
기타포괄손익누계액	20.1	22.8	24.1	25.1	26.1
이익잉여금	521.5	613.9	717.3	835.0	966.1
비지배지분	27.1	48.5	67.6	88.7	111.8
자본총계	403.3	520.3	644.0	783.9	939.0

투자지표 (단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	10,682	12,150	13,261	14,718	16,022
BPS	35,670	44,730	54,648	65,908	78,427
CFPS	26,905	31,988	34,820	38,238	41,030
DPS	3,750	3,850	3,850	3,950	4,000
주가배수(배)					
PER	14.1	15.3	12.6	11.3	10.4
PER(최고)	18.2	16.4	14.1		
PER(최저)	12.8	11.0	8.2		
PBR	4.2	4.1	3.1	2.5	2.1
PBR(최고)	5.5	4.4	3.4		
PBR(최저)	3.8	3.0	2.0		
PSR	2.3	2.5	1.9	1.7	1.6
PCFR	5.6	5.8	4.8	4.4	4.1
EV/EBITDA	8.9	8.8	7.7	7.0	6.6
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	28.8	25.5	23.0	21.2	19.8
배당수익률(%,보통주,현금)	2.5	2.1	2.3	2.4	2.4
ROA	9.8	9.5	9.4	9.7	9.9
ROE	29.6	30.2	26.7	24.4	22.2
ROIC	13.8	13.0	12.3	12.8	12.5
매출채권회전율	6.3	6.7	7.8	7.8	8.4
재고자산회전율	6.9	5.9	6.8	8.5	8.7
부채비율	246.7	210.6	180.9	146.8	124.0
순차입금비율	210.3	167.6	135.7	117.7	98.7
이자보상배율,(현금)	8.6	7.6	7.7	8.6	9.9
총차입금	864.5	916.6	971.1	984.1	1,010.6
순차입금	848.0	872.0	874.2	922.3	926.9
NOPLAT	277.4	328.5	350.6	394.7	424.1
FCF	-139.7	63.2	75.6	47.8	89.2

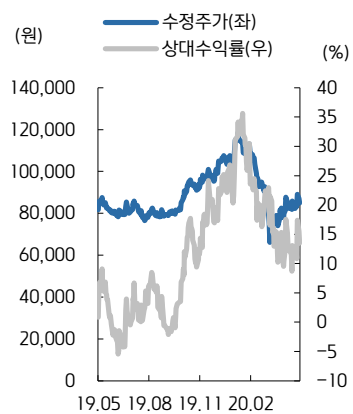
자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼(014680): QD-OLED or QNED? 상관없어

BUY (Maintain)

목표주가: 115,000원(하향)
주가(5/13): 85,400원
시가총액: 9,646억원

KOSPI (5/13)			1,940.42pt
52주 주가동향		최고가	최저가
		118,500원	66,200원
최고/최저가대비		-27.8%	29.3%
주가수익률		절대	상대
	1M	6.1%	2.7%
	6M	-8.7%	1.6%
	1Y	12.9%	22.0%
발행주식수			11,295천주
일평균 거래량(3M)			66천주
외국인 지분율			27.1%
배당수익률(2020E)			1.2%
BPS(2020E)			47,081원
주요 주주	조동혁 외 4인		15.0%



◎ 1Q20 영업이익 288억원 예상

- 고객사의 LCD 라인 셧다운 영향을 반도체용 과산화수소와 QD 소재의 출하량 호조가 상쇄
- 반도체용 과산화수소는 삼성전자의 신규 공장 가동이 본격화되며 전 분기 대비 출하량 증가
- 반도체용 프리커서는 3DMAS 제품의 수요 확대 영향으로 견조한 실적 기록할 전망
- QD는 QLED TV 신제품 출시 효과로 전 분기 대비 큰 폭의 실적 성장 기대

◎ QD-OLED와 QNED TV 시장 개화

- 2H20 QD-OLED TV, 1H21 QNED TV의 양산이 본격화 예상
- 양 제품 모두 QD 소재를 사용하기 때문에, 한솔케미칼 QD(Quantum Dot) 소재의 사용량 증가 기대

◎ 2Q20 QLED TV 실적 부진 시기를 활용한 비중 확대 추천

- 2Q20 QLED TV의 판매 부진이 예상되지만, 이후 QD-OLED와 QNED 양산에 따른 주가 모멘텀 재개
- QLED TV 판매 우려가 상존하고 있는 현 시점을 비중 확대의 기회라고 판단함.

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	581.9	587.6	600.8	641.0	687.8
영업이익	93.6	111.4	118.0	125.9	134.3
EBITDA	127.0	150.3	158.2	170.7	180.2
세전이익	92.5	118.1	121.0	129.1	139.7
순이익	67.8	91.0	91.9	98.1	106.2
지배주주지분순이익	70.5	90.9	91.8	98.0	106.1
EPS(원)	6,238	8,050	8,131	8,678	9,390
증감률(%,YoY)	29.9	29.1	1.0	6.7	8.2
PER(배)	12.4	13.2	13.0	12.2	11.3
PBR(배)	2.30	2.64	2.25	1.95	1.70
EV/EBITDA(배)	9.0	9.5	8.9	7.9	7.2
영업이익률(%)	16.1	19.0	19.6	19.6	19.5
ROE(%)	20.1	21.8	18.6	17.1	16.1
순차입금비율(%)	44.0	32.1	23.8	12.7	3.5

자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼(014680): QD-OLED or QNED? 상관없어

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	**143.3**	**146.9**	**154.3**	**143.1**	**142.0**	**143.2**	**159.3**	**156.3**	**581.9**	**587.6**	**600.8**
%YoY Growth	7%	1%	0%	-4%	-1%	-2%	3%	9%	12%	1%	2%
정밀화학	41.7	41.3	43.3	43.8	44.2	46.4	49.7	50.6	172.2	170.1	190.8
전자소재	31.0	29.0	31.6	27.0	32.0	29.2	37.1	33.2	104.7	118.6	131.6
제지/환경제품	20.1	22.3	23.1	22.6	20.7	22.9	23.8	23.3	100.3	88.1	90.7
기타	50.4	54.3	56.4	49.8	45.0	44.7	48.8	49.2	204.7	210.8	187.7
매출원가	100.6	101.6	105.4	104.2	98.3	97.2	108.1	113.1	424.0	411.8	416.7
매출원가율	70%	69%	68%	73%	69%	68%	68%	72%	73%	70%	69%
매출총이익	**42.6**	**45.3**	**48.9**	**39.0**	**43.6**	**46.0**	**51.2**	**43.2**	**157.9**	**175.8**	**184.1**
매출총이익률	30%	31%	32%	27%	31%	32%	32%	28%	27%	30%	31%
판매비와관리비	14.4	14.2	14.1	21.7	14.8	15.2	15.3	20.8	64.4	64.3	66.1
영업이익	**28.2**	**31.1**	**34.8**	**17.3**	**28.8**	**30.8**	**35.9**	**22.4**	**93.6**	**111.4**	**118.0**
%YoY Growth	28%	22%	10%	20%	2%	-1%	3%	30%	18%	19%	6%
영업이익률	20%	21%	23%	12%	20%	22%	23%	14%	16%	19%	20%
법인세차감전손익	30.6	32.4	36.0	19.1	29.8	31.6	36.1	23.5	92.5	118.1	121.0
법인세비용	7.0	6.5	8.3	5.2	7.2	7.6	8.7	5.6	24.7	27.0	29.0
당기순이익	**23.6**	**25.9**	**27.7**	**13.9**	**22.7**	**24.0**	**27.4**	**17.8**	**67.8**	**91.0**	**91.9**
당기순이익률	16%	18%	18%	10%	16%	17%	17%	11%	12%	15%	15%

자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼(014680): QD-OLED or QNED? 상관없어

한솔케미칼 6개월 목표주가 115,000원 제시

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Sales [십억원]	587.6	600.8	641.0	687.8	722.9	744.6
Growth	1.0%	2.3%	6.7%	7.3%	5.1%	3.0%
EPS [원]	8,050	8,131	8,678	9,390	9,886	10,232
Growth	29.1%	1.0%	6.7%	8.2%	5.3%	3.5%
BPS [원]	40,206	47,081	54,495	62,488	70,976	79,353
Growth	19.6%	17.1%	15.7%	14.7%	13.6%	11.8%
ROCE(Return On Common Equity)	21.8%	18.6%	17.1%	16.1%	14.8%	13.0%
COE(Cost of Equity)	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
Residual Earnings(ROCE-COE)	14.4%	11.2%	9.7%	8.6%	7.4%	5.6%
PV of Residual Earnings		4,549	4,249	4,067	3,699	2,928
Equity Beta	0.8					
Risk Free Rate	1.5%					
Market Risk Premium	7.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	7.4%					
Continuing Value	68,049					
Beginning Common Shareholders' Equity	40,206					
PV of RE for the Forecasting Period	19,492					
PV of Continuing Value	47,550					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	111,161					

주: Equity Beta는 1년 주간 Beta, Risk Free Rate은 10년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 시가총액 2조원 이하 7% 적용
자료: 키움증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서 (단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	581.9	587.6	600.8	641.0	687.8
매출원가	424.0	411.8	416.7	444.0	476.5
매출총이익	157.9	175.8	184.1	197.0	211.4
판관비	64.4	64.3	66.1	71.2	77.0
영업이익	93.6	111.4	118.0	125.9	134.3
EBITDA	127.0	150.3	158.2	170.7	180.2
영업외손익	-1.1	2.0	3.0	3.2	5.4
이자수익	1.1	1.8	2.1	3.6	3.9
이자비용	7.9	6.8	7.3	8.1	6.9
외환관련이익	3.5	3.5	3.6	3.9	4.1
외환관련손실	4.0	4.1	3.2	3.4	3.6
종속 및 관계기업손익	8.1	8.9	9.1	8.7	9.4
기타	-1.9	-1.3	-1.3	-1.5	-1.5
법인세차감전이익	92.5	118.1	121.0	129.1	139.7
법인세비용	24.7	27.0	29.0	31.0	33.5
계속사업순손익	67.8	91.0	91.9	98.1	106.2
당기순이익	67.8	91.0	91.9	98.1	106.2
지배주주순이익	70.5	90.9	91.8	98.0	106.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	11.6	1.0	2.2	6.7	7.3
영업이익 증감율	18.3	19.0	5.9	6.7	6.7
EBITDA 증감율	13.5	18.3	5.3	7.9	5.6
지배주주순이익 증감율	29.9	28.9	1.0	6.8	8.3
EPS 증감율	29.9	29.1	1.0	6.7	8.2
매출총이익율(%)	27.1	29.9	30.6	30.7	30.7
영업이익률(%)	16.1	19.0	19.6	19.6	19.5
EBITDA Margin(%)	21.8	25.6	26.3	26.6	26.2
지배주주순이익률(%)	12.1	15.5	15.3	15.3	15.4

현금흐름표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	100.6	101.8	134.8	141.2	153.6
당기순이익	67.8	91.0	91.9	98.1	106.2
비현금항목의 가감	68.2	80.1	82.7	88.7	90.7
유형자산감가상각비	29.8	35.7	37.9	42.6	43.5
무형자산감가상각비	3.6	3.2	2.3	2.3	2.4
지분법평가손익	-8.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	42.9	41.2	42.5	43.8	44.8
영업활동자산부채증감	-16.6	-40.1	-8.3	-12.8	-9.6
매출채권및기타채권의감소	7.2	-17.3	-6.8	-1.2	-2.0
재고자산의감소	-12.9	-5.7	-3.8	-4.3	-5.0
매입채무및기타채무의증가	-0.3	-15.9	2.3	-8.6	-3.6
기타	-10.6	-1.2	0.0	1.3	1.0
기타현금흐름	-18.8	-29.2	-31.5	-32.8	-33.7
투자활동 현금흐름	-121.5	-65.5	-80.7	-56.4	-64.2
유형자산의 취득	-118.2	-57.3	-83.0	-55.9	-63.5
유형자산의 처분	0.1	0.3	0.2	0.2	0.3
무형자산의 순취득	-0.3	-3.0	-2.1	-3.9	-3.9
투자자산의감소(증가)	-4.9	16.1	-0.9	-0.3	-0.2
단기금융자산의감소(증가)	-4.0	-27.5	-0.8	-2.4	-2.8
기타	5.8	5.9	5.9	5.9	5.9
재무활동 현금흐름	-14.6	27.8	-7.4	17.1	-3.8
차입금의 증가(감소)	-3.5	41.1	5.9	31.5	10.6
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-11.1	-13.3	-13.3	-14.4	-14.4
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	-21.2	-16.7	-17.3	-17.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-35.4	42.9	29.9	84.7	68.0
기초현금 및 현금성자산	49.7	14.3	57.2	87.1	171.8
기말현금 및 현금성자산	14.3	57.2	87.1	171.8	239.8

재무상태표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	156.5	249.9	291.3	384.3	462.4
현금 및 현금성자산	14.3	57.2	87.1	171.9	239.8
단기금융자산	7.3	34.8	35.5	37.9	40.7
매출채권 및 기타채권	75.2	92.5	99.2	100.4	102.4
재고자산	54.9	60.6	64.5	68.8	73.8
기타유동자산	4.8	4.8	5.0	5.3	5.7
비유동자산	635.2	640.3	686.0	701.3	723.2
투자자산	59.4	43.2	44.2	44.5	44.8
유형자산	495.8	517.2	562.1	575.2	595.0
무형자산	70.6	70.5	70.2	71.8	73.3
기타비유동자산	9.4	9.4	9.5	9.8	10.1
자산총계	791.7	890.2	977.3	1,085.7	1,185.6
유동부채	165.0	151.9	150.2	155.7	157.1
매입채무 및 기타채무	91.9	76.0	78.2	69.7	66.1
단기금융부채	54.8	58.9	54.1	67.6	71.2
기타유동부채	18.3	17.0	17.9	18.4	19.8
비유동부채	179.4	216.6	227.6	246.7	254.9
장기금융부채	163.4	200.4	211.1	229.1	236.1
기타비유동부채	16.0	16.2	16.5	17.6	18.8
부채총계	344.5	368.5	377.9	402.4	411.9
지배지분	379.8	454.1	531.8	615.5	705.8
자본금	56.5	56.5	56.5	56.5	56.5
자본잉여금	30.6	30.6	30.6	30.6	30.6
기타자본	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
기타포괄손익누계액	-8.4	-11.7	-11.5	-11.3	-11.6
이익잉여금	302.7	380.3	457.8	541.4	631.9
비지배지분	67.5	67.5	67.6	67.7	67.8
자본총계	447.2	521.7	599.4	683.3	773.7

투자지표 (단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	6,238	8,050	8,131	8,678	9,390
BPS	33,624	40,206	47,081	54,495	62,488
CFPS	12,040	15,148	15,457	16,537	17,428
DPS	1,200	1,200	1,300	1,300	1,400
주가배수(배)					
PER	12.4	13.2	13.0	12.2	11.3
PER(최고)	14.1	13.7	13.6		
PER(최저)	10.2	9.1	9.0		
PBR	2.3	2.6	2.3	1.9	1.7
PBR(최고)	2.6	2.7	2.3		
PBR(최저)	1.9	1.8	1.6		
PSR	1.5	2.0	2.0	1.9	1.7
PCFR	6.4	7.0	6.9	6.4	6.1
EV/EBITDA	9.0	9.5	8.9	7.9	7.2
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	19.6	14.6	15.7	14.7	14.6
배당수익률(%,보통주,현금)	1.5	1.1	1.2	1.2	1.3
ROA	8.9	10.8	9.8	9.5	9.3
ROE	20.1	21.8	18.6	17.1	16.1
ROIC	12.7	13.7	13.2	13.4	13.7
매출채권회전율	7.5	7.0	6.3	6.4	6.8
재고자산회전율	11.7	10.2	9.6	9.6	9.6
부채비율	77.0	70.6	63.0	58.9	53.2
순차입금비율	44.0	32.1	23.8	12.7	3.5
이자보상배율,현금)	11.8	16.3	16.2	15.5	19.5
총차입금	218.2	259.3	265.2	296.7	307.3
순차입금	196.6	167.3	142.5	86.9	26.8
NOPLAT	127.0	150.3	158.2	170.7	180.2
FCF	-31.0	24.7	37.0	69.2	72.5

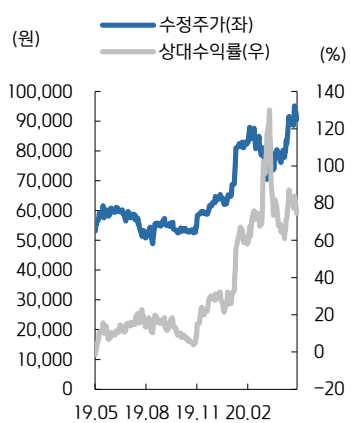
자료: 키움증권 리서치센터

리노공업(058470): 파운드리 미세화 수혜

BUY (Initiate)

목표주가: 110,000원
주가(5/13): 90,100원
시가총액: 13,733억원

KOSDAQ (5/13)			691.53pt
52주 주가동향		최고가	최저가
		95,200원	48,850원
최고/최저가대비		-4.8%	85.5%
주가수익률		절대	상대
	1M	16.6%	-66.9%
	6M	65.3%	-49.0%
	1Y	68.4%	-44.6%
발행주식수			15,242천주
일평균 거래량(3M)			87천주
외국인 지분율			39.1%
배당수익률(2020E)			1.4%
BPS(2020E)			22,262원
주요 주주	이채윤		34.7%



◎ 반도체 미세화에 따른 소켓 단가 상승

- 삼성전자와 TSMC 등 파운드리 업체들의 선단 공정이 7nm → 5nm → 3nm로 전환
- 미세화에 따른 리노공업의 테스트 핀과 소켓 판가 상승 기대
- 또한 경쟁업체와의 기술 경쟁력 차이로 인해, 중장기적 점유율 상승도 가능

◎ TSMC 5nm 및 3nm 공정 도입

- 리노공업은 TSMC의 7nm 공정 양산과 함께 큰 폭의 실적 성장 기록
- 향후 TSMC의 5nm 및 3nm 조기 도입이 예상되는 만큼, 리노공업의 실적 성장세 지속될 전망

◎ 투자의견 'BUY', 목표주가 110,000원으로 신규 커버리지 개시

- 2020년 영업이익 730억원(+14%YoY)으로 견조한 성장세 지속될 전망
- 투자의견 11만원으로, 신규 커버리지를 개시함

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	150.4	170.3	187.6	210.2	220.1
영업이익	57.5	64.1	73.0	82.1	85.6
EBITDA	66.1	72.5	81.0	89.5	92.9
세전이익	63.1	71.0	79.4	90.5	94.9
순이익	48.6	52.8	59.2	67.5	70.8
지배주주지분순이익	48.6	52.8	59.2	67.5	70.8
EPS(원)	3,191	3,463	3,887	4,427	4,646
증감률(%,YoY)	20.5	8.5	12.2	13.9	4.9
PER(배)	14.7	18.6	23.8	20.9	19.9
PBR(배)	2.73	3.27	4.16	3.66	3.26
EV/EBITDA(배)	8.4	11.2	14.7	12.9	11.9
영업이익률(%)	38.2	37.6	38.9	39.1	38.9
ROE(%)	19.8	18.8	18.5	18.6	17.3
순차입금비율(%)	-60.7	-55.8	-64.5	-67.0	-70.3

자료: 키움증권 리서치센터

리노공업(058470): 파운드리 미세화 수혜

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	**32.9**	**44.0**	**42.3**	**51.1**	**45.4**	**42.9**	**44.9**	**54.4**	**150.4**	**170.3**	**187.6**
Leeno Pin	12.5	18.4	15.9	16.3	16.7	17.1	16.2	15.8	70.3	63.0	65.7
IC Test Socket	15.5	20.2	21.4	28.5	22.8	19.6	22.9	31.7	65.9	85.6	96.9
Others	4.9	5.3	5.1	6.3	6.0	6.1	5.8	7.0	14.2	21.6	24.9
%YoY	-18%	3%	17%	62%	38%	-2%	6%	6%	6%	13%	10%
Leeno Pin	-40%	-5%	2%	14%	33%	-7%	2%	-3%	-2%	-10%	4%
IC Test Socket	-7%	2%	26%	127%	47%	-3%	7%	11%	6%	30%	13%
Others	75%	62%	45%	38%	22%	15%	15%	10%	80%	52%	15%
매출원가	19.0	23.8	24.5	28.8	24.8	23.0	24.9	30.8	82.4	96.2	103.6
매출원가율	58%	54%	58%	56%	55%	54%	56%	57%	55%	56%	55%
매출총이익	13.9	20.1	17.8	22.3	20.5	19.9	19.9	23.6	68.0	74.2	83.9
매출총이익률	42%	46%	42%	44%	45%	46%	44%	43%	45%	44%	45%
판관비	2.0	3.5	2.0	2.5	2.7	3.0	2.3	2.8	10.5	10.0	10.9
영업이익	**11.9**	**16.7**	**15.8**	**19.8**	**17.8**	**16.8**	**17.6**	**20.8**	**57.5**	**64.1**	**73.0**
%YoY	-20%	8%	33%	28%	50%	1%	11%	5%	17%	11%	14%
영업이익률	36%	38%	37%	39%	39%	39%	39%	38%	38%	38%	39%
법인세차감전손익	13.8	19.1	18.6	19.5	19.5	19.5	20.1	20.3	63.1	71.0	79.4
법인세비용	3.3	4.5	4.4	6.0	5.0	5.0	5.1	5.2	14.5	18.2	20.2
당기순이익	**10.6**	**14.6**	**14.2**	**13.5**	**14.5**	**14.6**	**15.0**	**15.1**	**48.6**	**52.8**	**59.2**
당기순이익률	32%	33%	34%	26%	32%	34%	33%	28%	32%	31%	32%

자료: 키움증권 리서치센터

리노공업(058470): 파운드리 미세화 수혜

리노공업 6개월 목표주가 110,000원 제시

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Sales [십억원]	170.3	187.6	210.2	220.1	241.5	253.8
Growth	13.3%	10.1%	12.1%	4.7%	9.7%	5.1%
EPS [원]	3,463	3,887	4,427	4,646	5,158	5,415
Growth	8.5%	12.2%	13.9%	4.9%	11.0%	5.0%
BPS [원]	19,694	22,262	25,271	28,400	31,939	35,637
Growth	14.2%	13.0%	13.5%	12.4%	12.5%	11.6%
ROCE(Return On Common Equity)	18.8%	18.5%	18.6%	17.3%	17.1%	16.0%
COE(Cost of Equity)	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Residual Earnings(ROCE-COE)	12.8%	12.6%	12.7%	11.4%	11.1%	10.1%
PV of Residual Earnings		2,490	2,683	2,563	2,668	2,549
Equity Beta	0.6					
Risk Free Rate	1.5%					
Market Risk Premium	7.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	6.0%					
Continuing Value	88,933					
Beginning Common Shareholders' Equity	22,262					
PV of RE for the Forecasting Period	12,953					
PV of Continuing Value	66,604					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	107,881					

주: Equity Beta는 1년 주간 Beta, Risk Free Rate은 10년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 시가총액 2조원 이하 7% 적용
자료: 키움증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서 (단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	150.4	170.3	187.6	210.2	220.1
매출원가	82.4	96.2	103.6	115.9	121.8
매출총이익	68.0	74.2	83.9	94.3	98.4
판관비	10.5	10.0	10.9	12.2	12.8
영업이익	57.5	64.1	73.0	82.1	85.6
EBITDA	66.1	72.5	81.0	89.5	92.9
영업외손익	5.6	6.8	6.4	8.4	9.4
이자수익	1.8	2.8	2.8	3.4	4.1
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환관련이익	4.0	3.3	3.6	4.0	4.2
외환관련손실	0.6	1.3	0.4	0.5	0.5
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	-1.8	0.0	0.0
기타	0.4	2.0	2.2	1.5	1.6
법인세차감전이익	63.1	71.0	79.4	90.5	94.9
법인세비용	14.5	18.2	20.2	23.0	24.1
계속사업순손익	48.6	52.8	59.2	67.5	70.8
당기순이익	48.6	52.8	59.2	67.5	70.8
지배주주순이익	48.6	52.8	59.2	67.5	70.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	6.3	13.2	10.2	12.0	4.7
영업이익 증감율	17.0	11.5	13.9	12.5	4.3
EBITDA 증감율	16.7	9.7	11.7	10.5	3.8
지배주주순이익 증감율	20.4	8.6	12.1	14.0	4.9
EPS 증감율	20.5	8.5	12.2	13.9	4.9
매출총이익율(%)	45.2	43.6	44.7	44.9	44.7
영업이익률(%)	38.2	37.6	38.9	39.1	38.9
EBITDA Margin(%)	43.9	42.6	43.2	42.6	42.2
지배주주순이익률(%)	32.3	31.0	31.6	32.1	32.2

현금흐름표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	57.7	45.4	65.6	64.4	72.1
당기순이익	48.6	52.8	59.2	67.5	70.8
비현금항목의 가감	25.5	28.9	23.9	25.7	25.9
유형자산감가상각비	8.4	8.3	7.8	7.3	7.2
무형자산감가상각비	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	16.9	20.4	15.9	18.3	18.6
영업활동자산부채증감	-5.7	-22.4	-0.2	-9.1	-4.7
매출채권및기타채권의감소	-2.9	-19.3	0.7	-5.5	-2.4
재고자산의감소	-1.5	-1.7	-0.2	-1.0	-0.6
매입채무및기타채무의증가	-0.8	1.3	0.2	-1.4	-0.7
기타	-0.5	-2.7	-0.9	-1.2	-1.0
기타현금흐름	-10.7	-13.9	-17.3	-19.7	-19.9
투자활동 현금흐름	-58.4	-40.7	-4.1	-11.3	-10.2
유형자산의 취득	-17.3	-15.5	-4.0	-5.9	-5.4
유형자산의 처분	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.2	-0.3	0.0	-0.2	-0.4
투자자산의감소(증가)	1.2	-7.1	7.0	-0.4	0.2
단기금융자산의감소(증가)	-39.8	-20.4	-9.7	-7.4	-7.2
기타	-2.4	2.6	2.6	2.6	2.6
재무활동 현금흐름	-15.1	-16.8	-18.3	-19.8	-21.4
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-15.1	-16.7	-18.2	-19.7	-21.3
기타	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타현금흐름	0.1	-0.2	-1.5	-1.4	-1.4
현금 및 현금성자산의 순증가	-15.8	-12.3	41.8	31.8	39.1
기초현금 및 현금성자산	60.0	44.2	31.9	73.6	105.4
기말현금 및 현금성자산	44.2	31.9	73.6	105.4	144.5

재무상태표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	197.3	225.5	276.5	322.3	371.6
현금 및 현금성자산	44.2	31.9	73.6	105.4	144.5
단기금융자산	115.3	135.6	145.3	152.7	159.9
매출채권 및 기타채권	27.6	46.5	45.8	51.3	53.8
재고자산	9.4	11.1	11.3	12.3	12.9
기타유동자산	0.8	0.4	0.5	0.6	0.5
비유동자산	85.3	100.2	89.2	88.3	86.6
투자자산	6.2	13.3	6.3	6.7	6.5
유형자산	77.2	84.6	80.9	79.5	77.7
무형자산	1.7	1.7	1.6	1.6	1.9
기타비유동자산	0.2	0.6	0.4	0.5	0.5
자산총계	282.6	325.7	365.7	410.6	458.1
유동부채	18.8	23.0	23.8	22.8	22.7
매입채무 및 기타채무	9.1	10.9	11.1	9.7	9.0
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	9.7	12.1	12.7	13.1	13.7
비유동부채	1.0	2.5	2.5	2.5	2.5
장기금융부채	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타비유동부채	1.0	2.4	2.4	2.4	2.4
부채총계	19.8	25.5	26.4	25.4	25.2
지배지분	262.8	300.2	339.3	385.2	432.9
자본금	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
자본잉여금	5.0	5.6	5.6	5.6	5.6
기타자본	-3.7	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	-0.4	-0.7	-1.1
이익잉여금	253.9	289.3	328.8	375.0	423.1
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	262.8	300.2	339.3	385.2	432.9

투자지표 (단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	3,191	3,463	3,887	4,427	4,646
BPS	17,244	19,694	22,262	25,271	28,400
CFPS	4,867	5,363	5,455	6,111	6,348
DPS	1,100	1,200	1,300	1,400	1,500
주가배수(배)					
PER	14.7	18.6	23.8	20.9	19.9
PER(최고)	21.3	18.9	24.6		
PER(최저)	14.1	12.6	15.9		
PBR	2.73	3.27	4.16	3.66	3.26
PBR(최고)	3.94	3.33	4.30		
PBR(최저)	2.62	2.21	2.78		
PSR	4.77	5.75	7.53	6.71	6.41
PCFR	9.7	12.0	17.0	15.2	14.6
EV/EBITDA	8.4	11.2	14.7	12.9	11.9
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	34.2	34.5	33.3	31.5	32.2
배당수익률(%,보통주,현금)	2.3	1.9	1.4	1.5	1.6
ROA	18.4	17.4	17.1	17.4	16.3
ROE	19.8	18.8	18.5	18.6	17.3
ROIC	47.8	42.8	45.8	51.3	51.8
매출채권회전율	5.8	4.6	4.1	4.3	4.2
재고자산회전율	17.3	16.6	16.7	17.8	17.5
부채비율	7.5	8.5	7.8	6.6	5.8
순차입금비율	-60.7	-55.8	-64.5	-67.0	-70.3
이자보상배율,현금)		8,094.6	9,061.6	10,184.2	11,182.9
총차입금	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
순차입금	-159.5	-167.4	-218.8	-258.0	-304.3
NOPLAT	66.1	72.5	81.0	89.5	92.9
FCF	29.3	17.2	58.2	53.5	60.7

자료: 키움증권 리서치센터

디스플레이 업종 Coverage

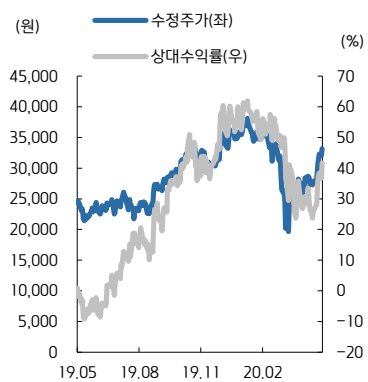
디스플레이 Analyst 김소원
02-3787-4736 sowonkim@kiwoom.com

원익IPS(240810): 메모리, 비메모리, 디스플레이 트리플 모멘텀

BUY (Maintain)

목표주가: 43,000원
주가(5/13): 32,650원
시가총액: 16,026억원

KOSDAQ (5/13)		691.53pt
52주 주가동향	최고가	최저가
	38,150원	19,650원
최고/최저가대비	-13.1%	68.7%
주가수익률	절대	상대
1M	21.9%	8.9%
6M	4.9%	2.0%
1Y	73.6%	75.2%
발행주식수		49,084천주
일평균 거래량(3M)		579천주
외국인 지분율		27.8%
배당수익률(2020E)		0.8%
BPS(2020E)		13,823원
주요 주주	원익홀딩스 외 4인	33.1%



◎ 2Q20 매출액 2,751억 원(+51%QoQ), 영업이익 506원(+249%QoQ) 전망

- **반도체**: 매출액 1,676억원(+39%QoQ) 기록할 전망. DRAM, NAND, S.LSI 전방에 걸친 신규 투자에 힘입어 호실적 예상
- **디스플레이**: 매출액 1,075억원(+76%QoQ) 기록할 전망. 코로나19로 인해 지연되었던 중국 고객사향 장비 셋업이 점차 정상화될 것으로 전망되고, 국내 고객사의 신규 공정 적용에 필요한 에쳐 장비 또한 납품할 전망

◎ 고객사의 '초격차 전략'의 최대 수혜 업체

- 삼성전자가 NAND 산업에서 경쟁 업체와의 수익성 격차 확대를 위해 시안2차(96단) 및 P2(128단) 투자에 집중할 것으로 예상. 이에 힘입어 동사의 2020년 반도체 매출액은 +50%YoY 성장할 전망
- 삼성디스플레이가 중소형 OLED 라인에 신기술 투자확대를 통해 패널 경쟁사와의 기술력 차별화 추진. HIAA, Y-OCTA, LTPO 등의 신규 공정 확대가 예상되며, 동사의 에쳐 장비 수혜가 지속될 전망

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 43,000원 유지

- 메모리, 비메모리, 디스플레이 투자의 트리플 모멘텀이 연중 지속될 전망. 투자의견 BUY 유지

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	649.3	669.2	1,022.6	1,188.6	1,271.8
영업이익	105.9	41.1	150.3	202.5	228.4
EBITDA	124.3	75.6	220.4	261.8	277.9
세전이익	109.8	43.5	159.4	208.2	266.4
순이익	86.9	42.9	124.6	162.9	208.3
지배주주지분순이익	86.9	42.9	124.6	162.9	208.3
EPS(원)	2,105	885	2,539	3,318	4,244
증감률(%,YoY)	-8.9	-57.9	186.8	30.7	27.9
PER(배)	9.6	40.5	13.1	10.0	7.8
PBR(배)	2.25	3.11	2.40	1.96	1.59
EV/EBITDA(배)	6.6	26.2	7.8	5.9	4.8
영업이익률(%)	16.3	6.1	14.7	17.0	18.0
ROE(%)	25.4	9.2	20.0	21.6	22.5
순차입금비율(%)	-0.8	38.7	12.7	-10.0	-29.1

자료: 키움증권 리서치센터

키움증권

원익IPS(240810): 메모리, 비메모리, 디스플레이 트리플 모멘텀

(단위: 십 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	131.1	200.2	118.1	219.9	182.0	275.1	322.4	243.2	649.3	669.2	1,022.6
%QoQ/%YoY	25%	53%	-41%	86%	-17%	51%	17%	-25%	3%	3%	53%
반도체	68.2	112.0	68.3	119.1	120.9	167.6	155.6	106.2	527.2	367.6	550.2
디스플레이	61.1	88.1	49.5	100.6	61.1	107.5	166.8	137.0	121.8	299.4	472.4
매출원가	75.4	111.8	68.2	134.8	106.7	161.2	199.2	148.7	391.4	390.2	615.8
매출원가율	58%	56%	58%	61%	59%	59%	62%	61%	60%	58%	60%
매출총이익	55.7	88.4	49.9	85.1	75.2	113.9	123.2	94.5	257.9	279.1	406.8
판관비	49.3	54.2	58.7	75.8	60.7	63.3	69.3	63.2	152.0	238.0	256.6
영업이익	6.4	34.2	-8.8	9.3	14.5	50.6	53.9	31.3	105.9	41.1	150.3
%QoQ/%YoY	흑자전환	436%	-126%	-206%	55%	249%	7%	-42%	-13%	-61%	265%
영업이익률	5%	17%	-7%	4%	8%	18%	17%	13%	16%	6%	15%
법인세차감전손익	6.3	29.9	-9.0	16.3	17.2	53.9	54.1	34.1	109.8	43.5	159.4
법인세비용	1.3	5.0	-10.5	4.8	3.5	11.9	11.9	7.5	23.0	0.6	34.7
당기순이익	4.9	24.9	1.5	11.6	13.8	42.0	42.2	26.6	86.9	42.9	124.6
당기순이익률	3.8%	12.4%	1.3%	5.3%	7.6%	15.3%	13.1%	10.9%	13.4%	6.4%	12.2%

자료: 키움증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서 (단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	649.3	669.2	1,022.6	1,188.6	1,271.8
매출원가	391.4	390.2	615.8	703.9	722.4
매출총이익	257.9	279.1	406.8	484.7	549.4
판관비	152.0	238.0	256.6	282.2	321.0
영업이익	105.9	41.1	150.3	202.5	228.4
EBITDA	124.3	75.6	220.4	261.8	277.9
영업외손익	3.9	2.3	9.1	5.7	38.0
이자수익	2.6	1.8	11.2	23.1	38.3
이자비용	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
외환관련이익	1.8	2.8	2.6	2.6	2.6
외환관련손실	1.3	2.4	1.8	1.8	1.8
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.0	0.3	-2.7	-18.0	-0.9
법인세차감전이익	109.8	43.5	159.4	208.2	266.4
법인세비용	23.0	0.6	34.7	45.4	58.1
계속사업순손익	86.9	42.9	124.6	162.9	208.3
당기순이익	86.9	42.9	124.6	162.9	208.3
지배주주순이익	86.9	42.9	124.6	162.9	208.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	2.9	3.1	52.8	16.2	7.0
영업이익 증감율	-13.4	-61.2	265.7	34.7	12.8
EBITDA 증감율	-10.8	-39.2	191.5	18.8	6.1
지배주주순이익 증감율	-8.9	-50.6	190.4	30.7	27.9
EPS 증감율	-8.9	-57.9	186.8	30.7	27.9
매출총이익율(%)	39.7	41.7	39.8	40.8	43.2
영업이익률(%)	16.3	6.1	14.7	17.0	18.0
EBITDA Margin(%)	19.1	11.3	21.6	22.0	21.9
지배주주순이익률(%)	13.4	6.4	12.2	13.7	16.4

재무상태표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	331.7	553.0	617.3	816.7	1,066.8
현금 및 현금성자산	90.9	13.5	131.3	263.5	395.5
단기금융자산	5.1	11.9	27.5	63.8	147.6
매출채권 및 기타채권	36.0	127.1	85.9	99.8	106.8
재고자산	184.5	322.2	253.0	250.7	268.2
기타유동자산	15.2	78.3	119.6	138.9	148.7
비유동자산	180.6	346.2	343.3	326.0	331.6
투자자산	14.8	23.8	38.0	46.3	52.1
유형자산	137.9	244.7	246.1	227.9	230.8
무형자산	10.5	49.9	31.6	24.1	21.0
기타비유동자산	17.4	27.8	27.6	27.7	27.7
자산총계	512.3	899.2	960.6	1,142.8	1,398.4
유동부채	124.0	327.0	276.6	308.5	368.5
매입채무 및 기타채무	47.2	86.8	36.2	68.1	128.0
단기금융부채	76.8	240.0	240.0	240.0	240.0
기타유동부채	0.0	0.2	0.4	0.4	0.5
비유동부채	19.2	5.6	5.6	5.6	5.6
장기금융부채	16.2	4.8	4.8	4.8	4.8
기타비유동부채	3.0	0.8	0.8	0.8	0.8
부채총계	143.1	332.6	282.1	314.1	374.1
지배지분	369.2	566.6	678.5	828.7	1,024.3
자본금	20.6	24.5	24.5	24.5	24.5
자본잉여금	175.3	351.4	351.4	351.4	351.4
기타자본	-0.2	-16.5	-16.5	-16.5	-16.5
기타포괄손익누계액	-0.2	-0.3	-0.5	-0.6	-0.7
이익잉여금	173.7	207.5	319.6	469.9	665.7
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	369.2	566.6	678.5	828.7	1,024.3

현금흐름표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	46.6	-16.2	232.3	254.5	315.0
당기순이익	86.9	42.9	124.6	162.9	208.3
비현금항목의 가감	61.0	69.3	125.3	113.2	100.9
유형자산감가상각비	16.3	28.1	49.5	49.9	44.7
무형자산감가상각비	2.1	6.4	20.6	9.4	4.8
지분법평가손익	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0
기타	42.6	35.1	55.2	53.9	51.4
영업활동자산부채증감	-69.0	-117.7	6.1	0.9	25.8
매출채권및기타채권의감소	-1.2	-73.8	41.2	-13.9	-7.0
재고자산의감소	4.6	-40.8	69.2	2.3	-17.5
매입채무및기타채무의증가	-2.6	34.4	-50.6	31.9	60.0
기타	-69.8	-37.5	-53.7	-19.4	-9.7
기타현금흐름	-32.3	-10.7	-23.7	-22.5	-20.0
투자활동 현금흐름	-56.7	-39.7	-46.9	-42.2	-103.0
유형자산의 취득	-46.7	-57.3	-50.8	-31.7	-47.6
유형자산의 처분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-2.3	-2.7	-2.3	-1.9	-1.7
투자자산의감소(증가)	-7.7	-9.0	-14.2	-8.3	-5.8
단기금융자산의감소(증가)	-2.4	-6.8	-15.6	-36.2	-83.9
기타	2.4	36.0	36.0	35.9	36.0
재무활동 현금흐름	-11.4	-21.2	-1.8	-14.4	-14.4
차입금의 증가(감소)	-3.0	6.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-16.3	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-8.3	-9.1	0.0	-12.5	-12.5
기타	-0.1	-1.8	-1.8	-1.9	-1.9
기타현금흐름	0.0	-0.2	-65.7	-65.7	-65.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-21.6	-77.3	117.8	132.2	131.9
기초현금 및 현금성자산	112.5	90.9	13.5	131.3	263.5
기말현금 및 현금성자산	90.9	13.5	131.3	263.5	395.5

투자지표 (단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,105	885	2,539	3,318	4,244
BPS	8,946	11,543	13,823	16,883	20,869
CFPS	3,582	2,316	5,091	5,625	6,300
DPS	220	0	260	260	260
주가배수(배)					
PER	9.6	40.5	13.1	10.0	7.8
PER(최고)	18.0	41.9	15.2		
PER(최저)	8.4	18.2	7.6		
PBR	2.25	3.11	2.40	1.96	1.59
PBR(최고)	4.23	3.21	2.79		
PBR(최저)	1.97	1.39	1.40		
PSR	1.28	2.59	1.59	1.37	1.28
PCFR	5.6	15.5	6.5	5.9	5.3
EV/EBITDA	6.6	26.2	7.8	5.9	4.8
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	10.5	0.0	10.1	7.7	6.0
배당수익률(%,보통주,현금)	1.1	0.0	0.8	0.8	0.8
ROA	18.8	6.1	13.4	15.5	16.4
ROE	25.4	9.2	20.0	21.6	22.5
ROIC	24.7	6.2	16.3	23.0	26.9
매출채권회전율	14.9	8.2	9.6	12.8	12.3
재고자산회전율	4.4	2.6	3.6	4.7	4.9
부채비율	38.8	58.7	41.6	37.9	36.5
순차입금비율	-0.8	38.7	12.7	-10.0	-29.1
이자보상배율,현금)	613.4	250.4	915.1	1,233.5	1,390.9
총차입금	93.0	244.7	244.7	244.7	244.7
순차입금	-3.0	219.3	85.9	-82.5	-298.4
NOPLAT	124.3	75.6	220.4	261.8	277.9
FCF	-29.2	-110.1	140.6	185.0	204.6

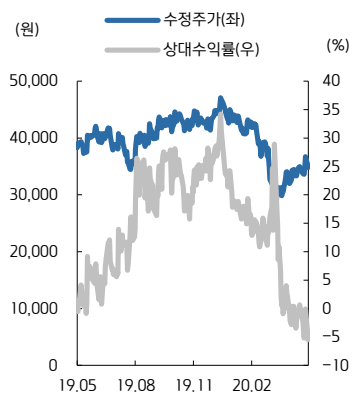
자료: 키움증권 리서치센터

에스에프에이(056190): 하반기를 기대하며

BUY (Maintain)

목표주가: 47,000원
주가(5/13): 34,800원
시가총액: 12,496억원

KOSDAQ (5/13)		691.53pt
52주 주가동향	최고가	최저가
	47,100원	27,500원
최고/최저가대비	-26.1%	26.5%
주가수익률	절대	상대
1M	3.7%	-7.3%
6M	-19.9%	-22.1%
1Y	-8.8%	-5.5%
발행주식수		35,909천주
일평균 거래량(3M)		191천주
외국인 지분율		20.9%
배당수익률(2020E)		3.5%
BPS(2020E)		27,057원
주요 주주	디와이홀딩스 외 4인	36.2%



◎ 2Q20 영업이익 578억원(+21%QoQ, +19%YoY) 전망

- 2Q20은 BOE 등 중국 고객사향 모듈 장비 중심으로 매출액 인식 진행 예상
- 신규 수주로는 BOE B12향 클린물류 및 HKC LCD 8.5세대 클린 물류 수주 기대
- 자회사 SFA 반도체 또한 서버 수요 강세에 힘입어 호실적 이어갈 전망

◎ 코로나19 영향 반영해도 '20년 신규 수주액 1조원(-7%YoY) 예상

- 2H20 기대했던 Tianma 등 일부 중국 고객사의 OLED 투자 지연을 감안해도 연간 수주액 1조원 전망
- 삼성디스플레이의 A5향 수주는 동사의 리드 타임 등을 고려 시 1Q21로 예상함

◎ 불황기 마다 빛났던 안정적인 실적, 2H20 주가 강세 기대

- 동사는 다각화된 사업을 기반으로 불황기마다 peer 업체들 대비 가장 안정적인 실적을 보여왔음
- 2020E P/E 8배 수준으로, '하반기 부각될 삼성의 신규 투자 모멘텀'에 초점을 맞춘 비중 확대 전략 추천

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,560.1	1,577.7	1,708.8	2,024.1	2,190.0
영업이익	234.4	214.2	233.2	255.5	288.6
EBITDA	294.3	273.1	289.2	310.1	342.7
세전이익	224.2	196.9	219.5	240.1	278.8
순이익	169.7	147.0	169.0	184.8	214.7
지배주주지분순이익	157.9	132.0	157.3	172.1	199.8
EPS(원)	4,399	3,676	4,381	4,792	5,565
증감률(%,YoY)	-19.8	-16.4	19.2	9.4	16.1
PER(배)	7.9	12.6	7.9	7.3	6.3
PBR(배)	1.58	1.90	1.29	1.09	0.96
EV/EBITDA(배)	5.0	7.1	4.2	3.1	1.9
영업이익률(%)	15.0	13.6	13.6	12.6	13.2
ROE(%)	20.2	15.9	17.0	16.3	16.4
순차입금비율(%)	0.4	4.8	-23.7	-38.6	-55.0

자료: 키움증권 리서치센터

키움증권

에스에프에이(056190): 하반기를 기대하며

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	**319.3**	**348.8**	**408.8**	**500.9**	**373.1**	**433.0**	**426.6**	**476.1**	**1,560.1**	**1,577.7**	**1,708.8**
%QoQ/%YoY	-18%	9%	17%	23%	-26%	16%	-1%	12%	-19%	1%	8%
에스에프에이	168.5	172.2	221.9	296.9	190.6	231.0	233.9	268.2	944.3	859.5	923.6
SFA 반도체	117.0	147.9	160.6	163.5	150.4	173.0	164.3	170.9	457.9	588.9	658.6
SNU 및 기타	33.7	27.4	26.3	40.5	32.1	29.0	28.4	37.0	157.9	128.0	126.6
매출원가	256.3	278.6	332.7	392.8	298.2	345.7	339.4	376.2	1,232.3	1,260.4	1,359.4
매출원가율	80%	80%	81%	78%	80%	80%	80%	79%	79%	80%	80%
매출총이익	63.0	70.2	76.1	108.1	75.0	87.3	87.3	99.9	327.7	317.4	349.4
판매비와관리비	22.5	21.5	30.4	28.8	27.2	29.5	32.2	27.4	93.4	103.2	116.2
영업이익	**40.6**	**48.7**	**45.7**	**79.3**	**47.8**	**57.8**	**55.1**	**72.5**	**234.4**	**214.2**	**233.2**
%QoQ/%YoY	-38%	20%	-6%	73%	-40%	21%	-5%	32%	-1%	-9%	9%
영업이익률	13%	14%	11%	16%	13%	13%	13%	15%	15%	14%	14%
법인세차감전손익	40.8	47.0	37.5	71.6	48.6	59.4	50.1	61.5	224.2	196.9	219.5
법인세비용	8.3	15.1	5.7	20.9	11.2	13.7	11.5	14.1	54.6	50.0	50.5
당기순이익	**32.5**	**32.0**	**31.8**	**50.7**	**37.4**	**45.7**	**38.6**	**47.3**	**169.7**	**147.0**	**169.0**
당기순이익률	10%	9%	8%	10%	10%	11%	9%	10%	11%	9%	10%

자료: 키움증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서 (단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,560.1	1,577.7	1,708.8	2,024.1	2,190.0
매출원가	1,232.3	1,260.4	1,359.4	1,626.9	1,760.3
매출총이익	327.7	317.4	349.4	397.2	429.8
판관비	93.4	103.2	116.2	141.7	141.2
영업이익	234.4	214.2	233.2	255.5	288.6
EBITDA	294.3	273.1	289.2	310.1	342.7
영업외손익	-10.1	-17.3	-13.7	-15.5	-9.8
이자수익	9.9	8.3	11.0	16.3	25.0
이자비용	10.3	9.9	8.2	9.2	9.9
외환관련이익	26.7	28.1	20.6	24.4	26.4
외환관련손실	12.5	18.5	20.1	23.8	25.7
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-23.9	-25.3	-17.0	-23.2	-25.6
법인세차감전이익	224.2	196.9	219.5	240.1	278.8
법인세비용	54.6	50.0	50.5	55.2	64.1
계속사업순손익	169.7	147.0	169.0	184.8	214.7
당기순이익	169.7	147.0	169.0	184.8	214.7
지배주주순이익	157.9	132.0	157.3	172.1	199.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-18.8	1.1	8.3	18.5	8.2
영업이익 증감율	-0.7	-8.6	8.9	9.6	13.0
EBITDA 증감율	-5.0	-7.2	5.9	7.2	10.5
지배주주순이익 증감율	-19.8	-16.4	19.2	9.4	16.1
EPS 증감율	-19.8	-16.4	19.2	9.4	16.1
매출총이익율(%)	21.0	20.1	20.4	19.6	19.6
영업이익률(%)	15.0	13.6	13.6	12.6	13.2
EBITDA Margin(%)	18.9	17.3	16.9	15.3	15.6
지배주주순이익률(%)	10.1	8.4	9.2	8.5	9.1

현금흐름표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	38.2	7.7	452.3	351.7	442.6
당기순이익	169.7	147.0	169.0	184.8	214.7
비현금항목의 가감	155.2	154.4	141.2	142.3	143.9
유형자산감가상각비	48.1	49.3	48.4	46.3	45.1
무형자산감가상각비	11.8	9.5	7.7	8.3	9.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	95.3	95.6	85.1	87.7	89.8
영업활동자산부채증감	-214.9	-251.0	189.6	72.4	132.9
매출채권및기타채권의감소	-16.4	-179.6	48.8	-11.4	8.8
재고자산의감소	-3.5	-57.4	52.5	3.9	3.1
매입채무및기타채무의증가	-21.2	31.1	50.3	50.6	109.5
기타	-173.8	-45.1	38.0	29.3	11.5
기타현금흐름	-71.8	-42.7	-47.5	-47.8	-48.9
투자활동 현금흐름	-162.6	-78.0	-54.8	-69.9	-76.0
유형자산의 취득	-38.1	-41.9	-32.5	-38.6	-23.8
유형자산의 처분	0.2	0.2	1.5	1.8	1.6
무형자산의 순취득	-1.3	-5.3	-11.0	-12.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-54.9	8.4	-4.8	-11.5	-6.1
단기금융자산의감소(증가)	-66.2	-11.9	19.5	17.9	-10.3
기타	-2.3	-27.5	-27.5	-27.5	-27.4
재무활동 현금흐름	-133.9	-50.0	-116.8	37.5	-12.9
차입금의 증가(감소)	-2.3	-6.7	-55.2	40.8	32.2
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-87.0	1.5	-24.1	39.3	0.0
배당금지급	-44.7	-42.8	-35.4	-40.5	-42.9
기타	0.1	-2.0	-2.1	-2.1	-2.2
기타현금흐름	1.7	0.0	6.3	-6.8	-10.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-256.6	-120.3	287.1	312.4	343.3
기초현금 및 현금성자산	585.9	329.3	209.0	496.1	808.5
기말현금 및 현금성자산	329.3	209.0	496.1	808.5	1,151.7

재무상태표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	958.6	1,098.5	1,198.9	1,469.4	1,795.0
현금 및 현금성자산	329.3	209.0	498.9	811.0	1,153.8
단기금융자산	150.8	162.7	143.1	125.3	135.5
매출채권 및 기타채권	173.1	221.5	172.7	184.0	175.2
재고자산	75.6	124.4	71.9	68.0	64.8
기타유동자산	229.8	380.9	312.3	281.1	265.7
비유동자산	702.0	707.4	669.2	676.0	660.7
투자자산	66.0	57.6	62.4	73.9	80.0
유형자산	495.5	490.8	473.4	463.9	441.0
무형자산	89.0	77.4	80.7	84.4	85.4
기타비유동자산	51.5	81.6	52.7	53.8	54.3
자산총계	1,660.5	1,805.9	1,868.1	2,145.4	2,455.8
유동부채	404.8	665.3	589.6	673.5	800.1
매입채무 및 기타채무	160.0	214.6	264.9	315.4	425.0
단기금융부채	241.0	413.7	313.5	347.3	362.5
기타유동부채	3.8	37.0	11.2	10.8	12.6
비유동부채	252.7	28.5	55.9	64.8	80.3
장기금융부채	243.0	11.9	38.9	46.9	61.9
기타비유동부채	9.7	16.6	17.0	17.9	18.4
부채총계	657.5	693.8	645.5	738.4	880.4
지배지분	784.9	875.4	971.6	1,143.5	1,297.5
자본금	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0
자본잉여금	35.0	35.3	35.3	35.3	35.3
기타자본	-87.0	-85.9	-110.0	-70.7	-70.7
기타포괄손익누계액	-4.7	-3.0	0.4	3.9	7.3
이익잉여금	823.7	911.1	1,027.9	1,157.1	1,307.6
비지배지분	218.1	236.6	248.3	261.1	275.9
자본총계	1,003.0	1,112.1	1,219.9	1,404.5	1,573.4

투자지표 (단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	4,399	3,676	4,381	4,792	5,565
BPS	21,857	24,380	27,057	31,844	36,132
CFPS	9,047	8,392	8,637	9,109	9,985
DPS	1,278	1,056	1,206	1,278	1,468
주가배수(배)					
PER	7.9	12.6	7.9	7.3	6.3
PER(최고)	9.7	13.2	10.6		
PER(최저)	7.1	9.0	6.3		
PBR	1.6	1.9	1.3	1.1	1.0
PBR(최고)	2.0	2.0	1.7		
PBR(최저)	1.4	1.4	1.0		
PSR	0.8	1.1	0.7	0.6	0.6
PCFR	3.8	5.5	4.0	3.8	3.5
EV/EBITDA	5.0	7.1	4.2	3.1	1.9
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	25.2	24.1	24.0	23.2	23.0
배당수익률(%,보통주,현금)	3.7	2.3	3.5	3.7	4.2
ROA	9.8	8.5	9.2	9.2	9.3
ROE	20.2	15.9	17.0	16.3	16.4
ROIC	20.0	16.4	18.7	24.7	32.6
매출채권회전율	9.1	8.0	8.7	11.4	12.2
재고자산회전율	30.0	15.8	17.4	28.9	33.0
부채비율	65.6	62.4	52.9	52.6	56.0
순차입금비율	0.4	4.8	-23.7	-38.6	-55.0
이자보상배율,현금)	22.8	21.6	28.3	27.8	29.1
총차입금	483.9	425.6	352.4	394.2	424.4
순차입금	3.9	53.9	-289.6	-542.0	-864.9
NOPLAT	294.3	273.1	289.2	310.1	342.7
FCF	-14.2	-76.7	383.6	275.9	377.5

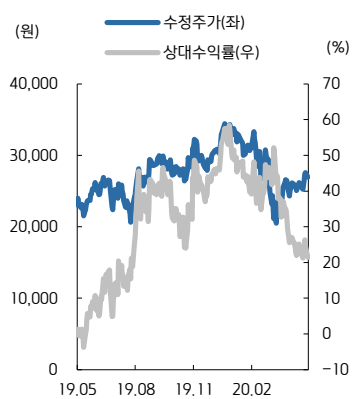
자료: 키움증권 리서치센터

AP시스템(265520): 전공정부터 후공정까지 아우르는 경쟁력 보유

BUY (Maintain)

목표주가: 37,000원(하향)
주가(5/13): 27,900원
시가총액: 4,040억원

KOSDAQ (5/13)			691.53pt
52주 주가동향		최고가	최저가
		34,450원	20,500원
최고/최저가대비		-21.8%	31.5%
주가수익률		절대	상대
	1M	4.9%	-6.3%
	6M	-13.2%	-15.6%
	1Y	17.2%	21.4%
발행주식수			14,480천주
일평균 거래량(3M)			344천주
외국인 지분율			10.9%
배당수익률(2020E)			0.6%
BPS(2020E)			10,041원
주요 주주	APS홀딩스 외 3인		20.9%



◎ 1Q20 영업이익 79억(-29%QoQ) 기록, 당사 예상치 상회

- 1Q20 매출액 1,211억 원(-26%QoQ), 영업이익 79억원(-29%QoQ) 기록, 당사 예상치 상회
- **장비**: 당사 전망과 달리 코로나19로 인한 OLED 장비 인도가 지연되지 않았음. GVO(V3), Tianma(Wuhan), EDO(Shanghai)향을 중심으로 OLED 장비 매출 인식 진행
- **파츠**: 코로나19로 인해 주요 고객사의 가동률이 급감하며 예상치 하회
- 영업 외 부문에서는 1Q20 원/달러 환율 상승으로 인한 외환 차익 발생

◎ 2Q20 영업이익 88억(+11%QoQ) 기록할 전망. 당초 예상 대비 부진

- 2Q20은 매출액 1,423억 원(+18%QoQ), 영업이익 88억 원(+11%QoQ)로, 당사 예상치 하회할 전망
- 고객사 가동률 약세 영향으로 수익성 높은 파츠 매출이 부진한 영향. 더불어 코로나19 관련 운영 비용이 일시적으로 증가하며 판관비 확대될 전망

◎ 목표주가 37,000원으로 하향, 투자의견 BUY 유지. 2H20 삼성의 중소형 OLED 투자 기대

- BOE B12향 매출액 인식 지연과 예상 대비 부진한 파츠 실적을 반영하여 목표주가 소폭 하향
- 동사는 전공정부터 후공정까지 아우르는 경쟁력 보유. 삼성의 중소형 OLED 투자 시 최대 수혜주

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	714.2	462.1	612.4	793.9	992.4
영업이익	45.8	28.5	46.9	71.1	88.5
EBITDA	58.2	38.7	56.3	80.0	96.9
세전이익	27.9	12.4	53.7	64.4	72.2
순이익	25.2	9.5	41.7	50.2	56.3
지배주주지분순이익	25.2	9.5	41.7	50.2	56.3
EPS(원)	1,651	621	2,728	3,285	3,685
증감률(%,YoY)	10.4	-62.4	339.3	20.4	12.2
PER(배)	13.1	54.1	9.9	8.2	7.3
PBR(배)	3.12	4.48	2.68	2.05	1.62
EV/EBITDA(배)	7.3	14.7	7.8	5.3	4.1
영업이익률(%)	6.4	6.2	7.7	9.0	8.9
ROE(%)	25.8	8.6	31.1	28.3	24.7
순차입금비율(%)	110.0	70.9	33.8	15.2	1.7

자료: 키움증권 리서치센터

키움증권

AP시스템(265520): 전공정부터 후공정까지 아우르는 경쟁력 보유

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	**87.2**	**144.8**	**65.6**	**164.5**	**121.1**	**142.3**	**182.6**	**166.3**	**714.2**	**462.1**	**612.4**
%QoQ/%YoY	-46%	66%	-55%	151%	-26%	18%	28%	-9%	-26%	-35%	33%
디스플레이	82.3	140.2	61.0	153.0	110.4	128.9	171.3	159.7	671.1	436.4	570.2
반도체	4.9	4.6	4.7	11.5	10.7	13.5	11.3	6.7	43.1	25.7	42.2
매출원가	75.1	119.7	53.1	141.6	100.7	117.5	151.4	138.1	613.1	389.5	507.7
매출원가율	86%	83%	81%	86%	83%	83%	83%	83%	86%	84%	83%
매출총이익	12.1	25.0	12.5	23.0	20.4	24.9	31.2	28.2	101.2	72.6	104.7
판관비	8.9	14.2	9.4	11.8	12.5	16.1	15.8	13.5	55.4	44.2	57.8
영업이익	**3.2**	**10.9**	**3.2**	**11.2**	**7.9**	**8.8**	**15.5**	**14.7**	**45.8**	**28.4**	**46.9**
%QoQ/%YoY	-52%	236%	-71%	256%	-29%	11%	76%	-5%	75%	-38%	65%
영업이익률	4%	7%	5%	7%	7%	6%	8%	9%	6%	6%	8%
법인세차감전손익	1.1	7.2	1.7	2.5	10.8	12.2	14.3	16.4	28.0	12.4	53.7
법인세비용	0.7	1.5	0.3	0.4	2.6	2.7	3.2	3.6	2.7	2.9	12.0
당기순이익	**0.4**	**5.6**	**1.4**	**2.0**	**8.2**	**9.5**	**11.2**	**12.8**	**25.2**	**9.5**	**41.7**
당기순이익률	0%	4%	2%	1%	7%	7%	6%	8%	4%	2%	7%

자료: 키움증권 리서치센터

◎ AP시스템 목표주가 37,000원 제시

Multiple	2020E	2021E	비고	
PER				
Normalized EPS	2,278	2,981	Market Risk Premium	7.0%
Intrinsic P/E	14.2	14.2	Risk Free Rate	1.4%
Intrinsic Value	32,420	42,436	Beta	0.8
PBR				
BPS	10,041	13,143	Normalized ROE	22.7%
ROE	31.1%	28.3%	Cost of Equity	7.0%
Intrinsic P/B	3.2	3.2	Terminal Growth	0.0%
Intrinsic Value	32,420	42,436		
Target Price – 6M	37,428			

자료: 키움증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서 (단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	714.2	462.1	612.4	793.9	992.4
매출원가	613.1	389.5	507.7	662.2	827.7
매출총이익	101.2	72.6	104.7	131.8	164.7
판관비	55.4	44.2	57.8	60.7	76.2
영업이익	45.8	28.5	46.9	71.1	88.5
EBITDA	58.2	38.7	56.3	80.0	96.9
영업외손익	-17.8	-16.0	6.8	-6.7	-16.3
이자수익	0.7	1.3	1.8	2.1	2.5
이자비용	5.6	5.6	5.5	5.5	5.5
외환관련이익	12.9	12.9	12.9	12.9	12.9
외환관련손실	17.6	17.6	17.6	17.6	17.6
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-8.2	-7.0	15.2	1.4	-8.6
법인세차감전이익	27.9	12.4	53.7	64.4	72.2
법인세비용	2.7	2.9	12.0	14.2	15.9
계속사업순손익	25.2	9.5	41.7	50.2	56.3
당기순이익	25.2	9.5	41.7	50.2	56.3
지배주주순이익	25.2	9.5	41.7	50.2	56.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-25.8	-35.3	32.5	29.6	25.0
영업이익 증감율	75.1	-37.8	64.6	51.6	24.5
EBITDA 증감율	69.5	-33.5	45.5	42.1	21.1
지배주주순이익 증감율	32.0	-62.3	338.9	20.4	12.2
EPS 증감율	10.4	-62.4	339.3	20.4	12.2
매출총이익율(%)	14.2	15.7	17.1	16.6	16.6
영업이익률(%)	6.4	6.2	7.7	9.0	8.9
EBITDA Margin(%)	8.1	8.4	9.2	10.1	9.8
지배주주순이익률(%)	3.5	2.1	6.8	6.3	5.7

현금흐름표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-49.2	63.8	57.5	50.8	53.5
당기순이익	25.2	9.5	41.7	50.2	56.3
비현금항목의 가감	44.8	39.4	47.1	48.4	49.2
유형자산감가상각비	7.1	6.8	6.3	6.0	5.7
무형자산감가상각비	5.3	3.4	3.1	2.9	2.7
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	32.4	29.2	37.7	39.5	40.8
영업활동자산부채증감	-114.8	22.1	-15.6	-30.3	-33.1
매출채권및기타채권의감소	33.6	-29.3	-15.3	-16.8	-21.6
재고자산의감소	-37.4	69.1	-10.5	-24.7	-27.0
매입채무및기타채무의증가	-20.4	-36.7	22.0	23.6	29.1
기타	-90.6	19.0	-11.8	-12.4	-13.6
기타현금흐름	-4.4	-7.2	-15.7	-17.5	-18.9
투자활동 현금흐름	12.0	-0.8	-7.8	-9.2	-7.3
유형자산의 취득	-8.1	-0.8	-2.5	-2.9	-0.9
유형자산의 처분	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.5	-2.1	-2.3	-1.9	-1.7
투자자산의감소(증가)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	25.3	6.9	1.9	0.5	0.1
기타	-4.9	-4.8	-4.9	-4.9	-4.8
재무활동 현금흐름	9.2	-2.5	-0.7	-2.2	-2.2
차입금의 증가(감소)	12.1	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-2.5	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-0.4	-2.5	-0.7	-2.2	-2.2
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-0.2	-17.7	-20.7	-18.6	-18.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-28.2	42.7	28.3	20.8	25.3
기초현금 및 현금성자산	62.7	34.5	77.2	105.5	126.3
기말현금 및 현금성자산	34.5	77.2	105.5	126.3	151.7

재무상태표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	284.4	254.6	322.2	402.6	496.9
현금 및 현금성자산	34.5	77.2	105.5	126.3	151.7
단기금융자산	9.5	2.6	0.7	0.2	0.1
매출채권 및 기타채권	25.3	54.6	69.8	86.6	108.2
재고자산	141.8	72.7	83.3	108.0	135.0
기타유동자산	73.3	47.5	62.9	81.5	101.9
비유동자산	136.6	129.2	124.6	120.5	114.7
투자자산	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
유형자산	108.0	102.0	98.2	95.1	90.3
무형자산	15.4	14.1	13.3	12.2	11.2
기타비유동자산	13.1	13.1	13.0	13.1	13.1
자산총계	421.0	383.8	446.8	523.1	611.6
유동부채	291.1	245.8	269.9	298.8	333.7
매입채무 및 기타채무	120.5	83.8	105.7	129.3	158.4
단기금융부채	146.1	146.1	143.1	142.2	141.3
기타유동부채	24.5	15.9	21.1	27.3	34.0
비유동부채	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5
장기금융부채	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8
기타비유동부채	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
부채총계	314.6	269.2	293.4	322.3	357.2
지배지분	106.4	114.5	153.4	200.8	254.3
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0
기타자본	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5
기타포괄손익누계액	-0.1	-0.7	-1.3	-2.0	-2.6
이익잉여금	38.3	47.1	86.7	134.7	188.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	106.4	114.5	153.4	200.8	254.3

투자지표 (단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,651	621	2,728	3,285	3,685
BPS	6,964	7,496	10,041	13,143	16,644
CFPS	4,580	3,199	5,811	6,451	6,901
DPS	150	50	150	150	150
주가배수(배)					
PER	13.1	54.1	9.9	8.2	7.3
PER(최고)	23.6	54.3	12.8		
PER(최저)	11.4	32.2	7.2		
PBR	3.12	4.48	2.68	2.05	1.62
PBR(최고)	5.59	4.50	3.47		
PBR(최저)	2.71	2.67	1.95		
PSR	0.46	1.11	0.67	0.52	0.41
PCFR	4.7	10.5	4.6	4.2	3.9
EV/EBITDA	7.3	14.7	7.8	5.3	4.1
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	8.3	7.6	5.2	4.3	3.8
배당수익률(%,보통주,현금)	0.7	0.1	0.6	0.6	0.6
ROA	5.7	2.4	10.0	10.4	9.9
ROE	25.8	8.6	31.1	28.3	24.7
ROIC	21.0	10.6	18.5	25.9	28.6
매출채권회전율	7.5	11.6	9.8	10.2	10.2
재고자산회전율	7.4	4.3	7.8	8.3	8.2
부채비율	295.6	235.0	191.2	160.5	140.4
순차입금비율	110.0	70.9	33.8	15.2	1.7
이자보상배율,(현금)	8.1	5.1	8.5	13.0	16.2
총차입금	161.0	161.0	158.0	157.1	156.1
순차입금	117.0	81.2	51.8	30.5	4.3
NOPLAT	58.2	38.7	56.3	80.0	96.9
FCF	-72.7	51.2	25.5	29.3	41.7

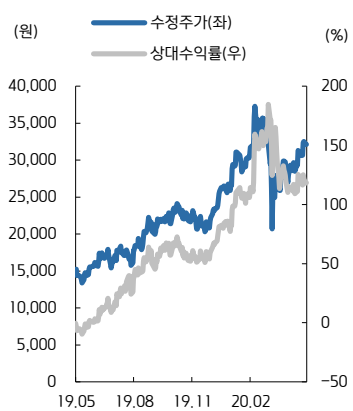
자료: 키움증권 리서치센터

덕산네오룩스(213420): 보릿고개가 지나간다

BUY (Maintain)

목표주가: 40,000원
주가(5/13): 32,650원
시가총액: 7,839억원

KOSDAQ (5/13)			691.53pt
52주 주가동향		최고가	최저가
		37,300원	13,400원
최고/최저가대비		-13.8%	139.9%
주가수익률		절대	상대
	1M	11.4%	-0.4%
	6M	42.9%	38.9%
	1Y	149.2%	151.6%
발행주식수			24,010천주
일평균 거래량(3M)			439천주
외국인 지분율			18.0%
배당수익률(2020E)			0.0%
BPS(2020E)			7,808원
주요 주주	이준호 외 9인		57.1%



◎ 2Q20 영업이익 54억원(-22%QoQ, +37%YoY) 전망

- 지속되는 중국향 매출액이 갤럭시 S20 시리즈의 출하량 부진 영향을 일부 상쇄할 전망
- 우호적인 원/달러 환율과 지급수수료 감소 또한 호실적에 기여할 것으로 판단
- 변동성이 컸던 중국향 매출액이 점차 안정화되며 펀더멘탈 개선을 보여줄 것으로 기대

◎ 전례 없는 불황기에도 빛나는 이익 체력

- 1H20은 코로나19로 인해 전방 수요가 부진했음에도 양호한 실적 기록할 전망
  중국 경쟁 업체들의 생산 차질이 발생하며 동사에 대한 반사 수혜가 나타났기 때문
- 1H20 영업이익 +102%YoY, 영업이익률(+7%p YoY) 증가할 전망

◎ 2분기 보릿고개를 활용한 비중확대 추천

- 2H20에는 '차세대 iPhone의 OLED 채용 확대'와 'Galaxy Fold 2(가칭) 출시'에 힘입어 최대 실적 기대
- 2분기 보릿고개가 마무리되고 있는 현 시점에서 '2H20 사상 최대 실적'에 초점을 맞춘 매수 전략을 추천함

(억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	907	979	1,240	1,676	1,905
영업이익	203	208	291	374	412
EBITDA	240	248	332	437	483
세전이익	211	208	306	382	427
순이익	188	192	275	343	384
지배주주지분순이익	188	192	275	343	384
EPS(원)	784	798	1,147	1,430	1,599
증감률(%,YoY)	12.2	1.8	43.8	24.7	11.8
PER(배)	18.1	33.0	28.0	22.5	20.1
PBR(배)	2.42	3.95	4.12	3.48	2.97
EV/EBITDA(배)	12.7	24.0	22.0	16.3	14.1
영업이익률(%)	22.4	21.2	23.5	22.3	21.6
ROE(%)	14.3	12.7	15.9	16.8	15.9
순차입금비율(%)	-26.3	-23.3	-21.4	-25.9	-34.6

자료: 키움증권 리서치센터

덕산네오룩스(213420): 보릿고개가 지나간다

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	**193.4**	**226.1**	**281.9**	**277.4**	**317.9**	**260.7**	**333.7**	**328.1**	**906.9**	**978.7**	**1240.4**
%QoQ / %YoY	-7%	17%	25%	-2%	15%	-18%	28%	-2%	-10%	8%	27%
HTL & Prime	149.4	173.5	215.3	215.8	257.7	214.6	271.5	274.5	683.9	754.0	1018.4
Red Host 등	44.0	52.6	66.6	61.6	60.2	46.0	62.1	53.5	223.0	224.7	221.9
매출원가	142.5	158.3	195.4	149.9	212.6	177.6	215.5	208.0	605.9	646.1	813.7
매출원가율	74%	70%	69%	54%	67%	68%	65%	63%	67%	66%	66%
매출총이익	**50.9**	**67.8**	**86.5**	**127.5**	**105.3**	**83.1**	**118.2**	**120.1**	**301.1**	**332.7**	**426.7**
판매비와관리비	29.4	28.6	31.5	35.6	36.7	29.3	33.5	36.5	97.9	125.0	136.1
영업이익	**21.5**	**39.2**	**55.0**	**91.9**	**68.7**	**53.8**	**84.6**	**83.6**	**203.2**	**207.6**	**290.6**
%QoQ / %YoY	-56%	83%	40%	67%	-25%	-22%	57%	-1%	10%	2%	40%
영업이익률	11%	17%	19%	33%	22%	21%	25%	25%	22%	21%	23%
법인세차감전손익	22.6	38.0	69.2	78.0	84.3	55.2	90.2	76.4	211.4	207.8	306.1
법인세비용	2.5	-1.1	1.6	13.2	9.1	-0.9	2.7	19.8	23.2	16.2	30.7
당기순이익	**20.1**	**39.0**	**67.6**	**64.8**	**75.2**	**56.1**	**87.5**	**56.7**	**188.1**	**191.6**	**275.4**
당기순이익률	10%	17%	24%	23%	24%	22%	26%	17%	21%	20%	22%

자료: 키움증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서 (단위 :억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	907	979	1,240	1,676	1,905
매출원가	606	646	814	1,143	1,275
매출총이익	301	333	427	533	631
판관비	98	125	136	159	218
영업이익	203	208	291	374	412
EBITDA	240	248	332	437	483
영업외손익	8	0	15	8	14
이자수익	8	10	6	9	14
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련이익	23	11	13	18	20
외환관련손실	5	12	7	7	7
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	-18	-9	3	-12	-13
법인세차감전이익	211	208	306	382	427
법인세비용	23	16	31	38	43
계속사업순손익	188	192	275	343	384
당기순이익	188	192	275	343	384
지배주주순이익	188	192	275	343	384
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-9.7	7.9	26.7	35.2	13.7
영업이익 증감율	10.3	2.5	39.9	28.5	10.2
EBITDA 증감율	10.5	3.3	33.9	31.6	10.5
지배주주순이익 증감율	12.1	2.1	43.2	24.7	12.0
EPS 증감율	12.2	1.8	43.8	24.7	11.8
매출총이익율(%)	33.2	34.0	34.4	31.8	33.1
영업이익률(%)	22.4	21.2	23.5	22.3	21.6
EBITDA Margin(%)	26.5	25.3	26.8	26.1	25.4
지배주주순이익률(%)	20.7	19.6	22.2	20.5	20.2

현금흐름표 (단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	82	222	285	307	416
당기순이익	188	192	275	343	384
비현금항목의 가감	45	83	78	105	112
유형자산감가상각비	36	39	40	62	68
무형자산감가상각비	1	1	2	2	2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	8	43	36	41	42
영업활동자산부채증감	-155	-41	-44	-112	-50
매출채권및기타채권의감소	-12	-31	-11	-42	-22
재고자산의감소	-56	2	-44	-81	-49
매입채무및기타채무의증가	-33	-13	24	35	33
기타	-54	1	-13	-24	-12
기타현금흐름	4	-12	-24	-29	-30
투자활동 현금흐름	-177	-208	-267	-147	-101
유형자산의 취득	-64	-128	-239	-118	-77
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-9	0	-5	-5	-5
투자자산의감소(증가)	-115	-58	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	18	2	0	-1	0
기타	-7	-24	-23	-23	-19
재무활동 현금흐름	0	-2	-2	-2	-2
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	-2	-2	-2	-2
기타현금흐름	0	-4	14	14	14
현금 및 현금성자산의 순증가	-96	7	29	171	327
기초현금 및 현금성자산	477	382	389	418	589
기말현금 및 현금성자산	382	389	418	589	916

재무상태표 (단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	721	784	882	1,200	1,611
현금 및 현금성자산	382	389	418	589	916
단기금융자산	3	1	2	2	3
매출채권 및 기타채권	79	108	119	161	183
재고자산	235	232	276	357	406
기타유동자산	22	54	67	91	103
비유동자산	882	1,029	1,231	1,290	1,297
투자자산	120	178	178	178	178
유형자산	455	539	737	793	802
무형자산	306	310	313	316	314
기타비유동자산	1	2	3	3	3
자산총계	1,603	1,813	2,113	2,491	2,907
유동부채	137	161	185	219	252
매입채무 및 기타채무	87	86	110	144	177
단기금융부채	10	12	12	12	12
기타유동부채	40	63	63	63	63
비유동부채	57	53	53	53	53
장기금융부채	5	6	6	6	6
기타비유동부채	52	47	47	47	47
부채총계	194	214	238	272	305
지배지분	1,409	1,599	1,875	2,218	2,602
자본금	48	48	48	48	48
자본잉여금	938	938	938	938	938
기타자본	3	3	3	3	3
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	421	611	886	1,229	1,613
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,409	1,599	1,875	2,218	2,602

투자지표 (단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	784	798	1,147	1,430	1,599
BPS	5,870	6,662	7,808	9,239	10,838
CFPS	972	1,145	1,473	1,868	2,065
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	18.1	33.0	28.0	22.5	20.1
PER(최고)	32.6	33.0	33.5		
PER(최저)	14.5	15.8	17.3		
PBR	2.4	3.9	4.1	3.5	3.0
PBR(최고)	4.4	3.9	4.9		
PBR(최저)	1.9	1.9	2.5		
PSR	3.8	6.5	6.2	4.6	4.1
PCFR	14.6	23.0	21.8	17.2	15.6
EV/EBITDA	12.7	24.0	22.0	16.3	14.1
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	12.2	11.2	14.0	14.9	14.2
ROE	14.3	12.7	15.9	16.8	15.9
ROIC	21.1	18.3	21.4	23.5	24.1
매출채권회전율	12.3	10.4	10.9	12.0	11.1
재고자산회전율	4.4	4.2	4.9	5.3	5.0
부채비율	13.7	13.4	12.7	12.3	11.7
순차입금비율	-26.3	-23.3	-21.4	-25.9	-34.6
이자보상배율,(현금)	1,132.1	899.0	1,258.6	1,618.3	1,785.7
총차입금	15	18	18	18	18
순차입금	-370	-373	-402	-574	-901
NOPLAT	240	248	332	437	483
FCF	-5	60	15	165	314

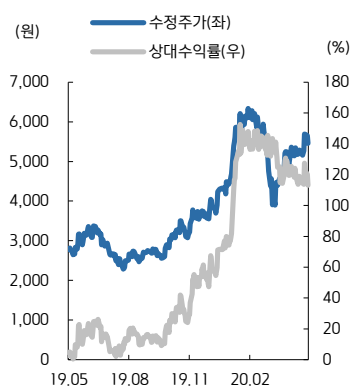
자료: 키움증권 리서치센터

SFA반도체(036540): 전화위복(轉禍爲福)

BUY (Initiate)

목표주가: 7,500원
주가(5/13): 5,520원
시가총액: 9,078억원

KOSDAQ (5/13)			691.53pt
52주 주가동향		최고가	최저가
		6,340원	2,280원
최고/최저가대비		-13.9%	139.5%
주가수익률		절대	상대
	1M	4.2%	-6.9%
	6M	73.3%	68.5%
	1Y	105.6%	113.0%
발행주식수			164,460천주
일평균 거래량(3M)			7,616천주
외국인 지분율			5.4%
배당수익률(2020E)			0.0%
BPS(2020E)			2,160원
주요 주주	에스에프에이 외 3인		55.0%



◎ 언택트 시대의 최대 수혜 업체

- SFA반도체는 패키징, 모듈, 범핑 등을 영위하는 반도체 후공정 업체로, 삼성전자 서버 DRAM의 유일한 후공정 협력 업체
- 2019년 매출액 기준 서버향 비중이 60% 이상을 차지. 서버 시장 확대와 함께 동사의 지속적 성장이 전망됨

◎ 코로나19 위기를 기회로

- SFA반도체의 1H20 실적은 부진한 모바일 부문의 실적을 서버 부문의 성장이 모두 상쇄할 전망
- 서버 수요 강세로 필리핀 2공장(SSP2) 또한 가동 확대 예상되며, 이를 통한 추가 실적 성장 가능할 전망
- 특히 서버 부문의 높은 수익성에 힘입어 향후 영업 레버리지 효과 기대
- 이를 기반한 2020년 실적은 매출액 6,586억 원(+12%YoY), 영업이익 502억 원(+29%YoY)으로 전망됨

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 7,500원으로 커버리지 개시

- 단기 내 급등한 주가는 부담이나, 언택트 시대의 수혜가 지속될 것으로 판단
- 중장기적 성장을 고려하여 투자의견 BUY, 목표주가 7,500원으로 커버리지 개시

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	457.9	588.9	658.6	803.4	869.3
영업이익	33.7	39.1	50.2	72.3	82.2
EBITDA	77.8	86.8	96.7	116.7	123.6
세전이익	19.3	26.4	57.9	73.5	85.0
순이익	13.3	20.8	46.4	58.8	68.0
지배주주지분순이익	12.6	20.6	45.8	58.1	67.1
EPS(원)	89	145	285	353	408
증감률(%,YoY)	32.0	63.0	96.1	24.1	15.6
PER(배)	15.3	29.7	19.2	15.5	13.4
PBR(배)	0.72	2.08	2.53	2.15	1.84
EV/EBITDA(배)	5.2	8.7	10.1	7.7	6.3
영업이익률(%)	7.4	6.6	7.6	9.0	9.5
ROE(%)	4.9	7.3	14.1	15.0	14.8
순차입금비율(%)	67.3	37.1	15.9	-6.2	-27.1

자료: 키움증권 리서치센터

키움증권

SFA반도체(036540): 전화위복(轉禍爲福)

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	**117.0**	**147.9**	**160.6**	**163.5**	**150.4**	**173.0**	**164.3**	**170.9**	**457.9**	**588.9**	**658.6**
%QoQ/%YoY	-16%	26%	9%	2%	-8%	15%	-5%	4%	2%	29%	12%
매출원가	108.7	136.2	144.8	146.2	138.3	154.6	149.9	149.7	411.1	535.8	592.5
매출원가율	93%	92%	90%	89%	92%	89%	91%	88%	90%	91%	90%
매출총이익	8.4	11.7	15.7	17.3	12.1	18.3	14.4	21.2	46.8	53.1	66.1
판관비	3.3	3.4	3.5	3.9	4.2	3.9	3.6	4.1	13.1	14.1	15.8
영업이익	**5.1**	**8.4**	**12.2**	**13.4**	**7.9**	**14.4**	**10.8**	**17.1**	**33.7**	**39.1**	**50.2**
%QoQ/%YoY	-69%	63%	46%	10%	-41%	81%	-25%	58%	32%	16%	29%
영업이익률	4%	6%	8%	8%	5%	8%	7%	10%	7%	7%	8%
법인세차감전손익	4.9	6.9	14.3	0.4	9.9	17.2	10.6	20.2	19.3	26.4	57.9
법인세비용	0.9	1.6	2.6	0.5	2.0	3.4	2.1	4.0	6.0	5.6	11.6
당기순이익	**4.1**	**5.3**	**11.6**	**-0.2**	**8.0**	**13.8**	**8.5**	**16.2**	**13.3**	**20.8**	**46.4**
당기순이익률	3%	4%	7%	0%	5%	8%	5%	9%	3%	4%	7%

자료: 키움증권 리서치센터

◎ SFA반도체 Historical P/E, P/B Ratio 추이

	2016	2017	2018	2019	2020F
수정 EPS	50	67	89	145	285
수정 BPS	1,795	1,773	1,890	2,066	2,160
고점 P/E	57.9	46.7	31.3	30.7	
평균 P/E	47.3	37.7	23.1	17.7	
저점 P/E	37.7	33.3	14.7	9.0	
고점 P/B	1.6	1.8	1.5	2.2	
평균 P/B	1.3	1.4	1.1	1.2	
저점 P/B	1.1	1.3	0.7	0.6	

◎ SFA반도체 목표주가 7,500원 제시

P/E Valuation		기타 사항
EPS(원)	285	2020E EPS
Target P/E(배)	26.2	최근 3개년 평균 P/E 배수 적용
목표주가(원)	7,467	

자료: 키움증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서 (단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	457.9	588.9	658.6	803.4	869.3
매출원가	411.1	535.8	592.5	716.7	766.7
매출총이익	46.8	53.1	66.1	86.8	102.6
판관비	13.1	14.1	15.8	14.5	20.3
영업이익	33.7	39.1	50.2	72.3	82.2
EBITDA	77.8	86.8	96.7	116.7	123.6
영업외손익	-14.4	-12.7	7.7	1.2	2.7
이자수익	1.7	1.7	1.2	2.4	4.5
이자비용	10.3	10.0	5.4	5.0	5.2
외환관련이익	9.3	12.7	17.0	16.0	13.0
외환관련손실	8.1	8.8	8.4	7.4	5.2
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-7.0	-8.3	3.3	-4.8	-4.4
법인세차감전이익	19.3	26.4	57.9	73.5	85.0
법인세비용	6.0	5.6	11.6	14.7	17.0
계속사업순손익	13.3	20.8	46.4	58.8	68.0
당기순이익	13.3	20.8	46.4	58.8	68.0
지배주주순이익	12.6	20.6	45.8	58.1	67.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	1.9	28.6	11.8	22.0	8.2
영업이익 증감율	32.4	16.0	28.4	44.0	13.7
EBITDA 증감율	-4.2	11.6	11.4	20.7	5.9
지배주주순이익 증감율	33.3	63.5	122.3	26.9	15.5
EPS 증감율	32.0	63.0	96.1	24.1	15.6
매출총이익율(%)	10.2	9.0	10.0	10.8	11.8
영업이익률(%)	7.4	6.6	7.6	9.0	9.5
EBITDA Margin(%)	17.0	14.7	14.7	14.5	14.2
지배주주순이익률(%)	2.8	3.5	7.0	7.2	7.7

현금흐름표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	36.3	79.5	110.3	141.6	155.4
당기순이익	0.0	0.0	46.4	58.8	68.0
비현금항목의 가감	62.7	66.5	74.1	71.6	69.2
유형자산감가상각비	42.2	46.5	45.3	43.3	40.5
무형자산감가상각비	1.9	1.3	1.2	1.0	0.9
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	18.6	18.7	27.6	27.3	27.8
영업활동자산부채증감	-39.2	-4.8	-20.9	2.2	9.6
매출채권및기타채권의감소	-10.7	-1.7	-0.8	-5.5	7.3
재고자산의감소	-12.4	-8.5	4.6	-2.1	-2.7
매입채무및기타채무의증가	4.7	-2.7	1.8	6.8	2.6
기타	-20.8	8.1	-26.5	3.0	2.4
기타현금흐름	12.8	17.8	10.7	9.0	8.6
투자활동 현금흐름	-39.1	-44.5	-32.6	-12.0	-12.5
유형자산의 취득	-35.9	-40.0	-30.7	-22.0	-12.0
유형자산의 처분	0.1	0.1	0.9	0.8	0.6
무형자산의 순취득	0.6	-1.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-5.7	7.9	-0.2	-0.5	-0.2
단기금융자산의감소(증가)	-4.8	-11.8	-3.0	9.3	-1.3
기타	6.6	0.4	0.4	0.4	0.4
재무활동 현금흐름	-34.6	-6.0	-89.4	-11.2	1.6
차입금의 증가(감소)	-34.6	-5.3	-99.8	-10.4	2.3
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	11.1	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	-0.7	-0.7	-0.8	-0.7
기타현금흐름	0.9	0.1	-33.8	-32.2	-29.0
현금 및 현금성자산의 순증가	-36.4	29.1	-45.6	86.3	115.5
기초현금 및 현금성자산	69.7	33.3	62.4	16.8	103.2
기말현금 및 현금성자산	33.3	62.4	16.8	103.2	218.7

재무상태표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	177.2	226.7	176.7	260.0	371.7
현금 및 현금성자산	33.3	62.4	16.8	103.2	218.7
단기금융자산	47.5	59.3	62.3	52.9	54.3
매출채권 및 기타채권	59.3	55.0	55.8	61.3	54.0
재고자산	25.7	35.6	31.1	33.2	35.9
기타유동자산	11.4	14.4	10.7	9.4	8.8
비유동자산	450.2	434.5	418.3	396.3	366.7
투자자산	10.0	2.0	2.3	2.8	3.0
유형자산	395.1	389.8	374.3	352.2	323.0
무형자산	13.8	13.4	12.2	11.2	10.3
기타비유동자산	31.3	29.3	29.5	30.1	30.4
자산총계	627.4	661.2	595.0	656.2	738.4
유동부채	97.2	320.1	192.0	189.8	196.6
매입채무 및 기타채무	52.7	54.8	56.6	63.3	65.9
단기금융부채	43.4	227.1	127.3	116.9	119.2
기타유동부채	1.1	38.2	8.1	9.6	11.5
비유동부채	242.5	25.3	25.3	25.5	28.5
장기금융부채	231.1	11.8	11.8	11.8	14.8
기타비유동부채	11.4	13.5	13.5	13.7	13.7
부채총계	339.6	345.4	217.3	215.3	225.1
지배지분	266.8	294.0	355.2	417.8	489.3
자본금	70.8	71.4	82.5	82.5	82.5
자본잉여금	354.8	357.2	357.2	357.2	357.2
기타자본	-4.4	-4.5	-4.5	-4.5	-4.5
기타포괄손익누계액	-2.6	1.7	6.1	10.5	14.9
이익잉여금	-151.9	-131.9	-86.1	-28.0	39.2
비지배지분	20.9	21.9	22.5	23.2	24.0
자본총계	287.7	315.8	377.7	440.9	513.3

투자지표 (단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	89	145	285	353	408
BPS	1,890	2,066	2,160	2,540	2,975
CFPS	538	616	749	793	834
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	15.3	29.7	19.2	15.5	13.4
PER(최고)	31.3	30.7	23.8		
PER(최저)	14.7	9.0	13.1		
PBR	0.72	2.08	2.53	2.15	1.84
PBR(최고)	1.47	2.16	3.13		
PBR(최저)	0.69	0.63	1.73		
PSR	0.42	1.04	1.33	1.12	1.03
PCFR	2.5	7.0	7.3	6.9	6.5
EV/EBITDA	5.2	8.7	10.1	7.7	6.3
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	2.1	3.2	7.4	9.4	9.7
ROE	4.9	7.3	14.1	15.0	14.8
ROIC	6.1	7.7	9.6	14.1	17.4
매출채권회전율	9.2	10.3	11.9	13.7	15.1
재고자산회전율	18.9	19.2	19.7	25.0	25.2
부채비율	118.0	109.4	57.5	48.8	43.9
순차입금비율	67.3	37.1	15.9	-6.2	-27.1
이자보상배율,현금)	3.3	3.9	9.3	14.5	15.8
총차입금	274.5	238.9	139.1	128.7	134.0
순차입금	193.7	117.2	60.0	-27.4	-138.9
NOPLAT	77.8	86.8	96.7	116.7	123.6
FCF	-3.1	35.4	36.1	83.3	105.5

자료: 키움증권 리서치센터

미국 주식 투자전략

US Equity Analyst 이원주
02-3787-3755 wonju.lee@kiwoom.com

I. 미국 주식 투자전략

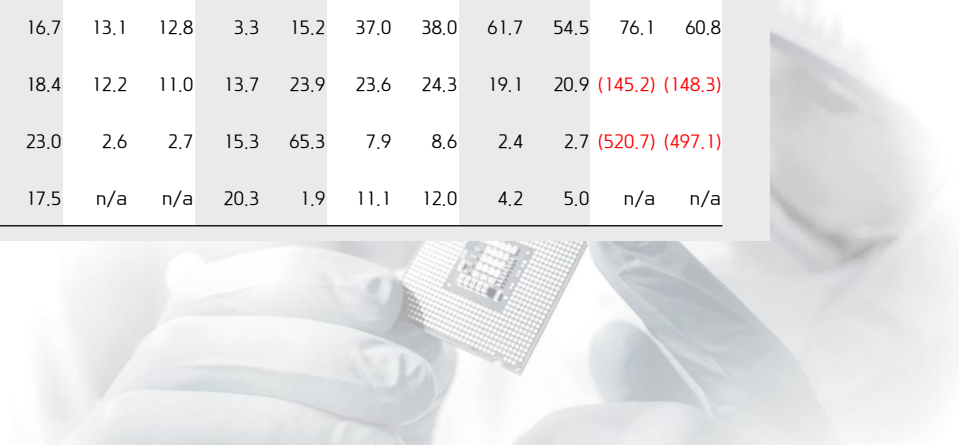
- 선호도는 Lam Research(LRCX.US) 〉 ASML Holding(ASML.US) 〉 Applied Materials(AMAT.US)
- Lam Research: 세계 1위 지위 확고해지는 반도체 식각 장비 회사. 저렴한 밸류에이션
- ASML Holding: 성장하는 EUV 산업 독점 사업자. 다만 밸류에이션 매력 다소 낮음
- Applied Materials: 다양한 제품 포트폴리오로 반도체 장비 시장의 방어주. 반도체 Capex 상승 시기에는 투자 매력 상대적으로 약할 수 있으나 실적 안정성은 강점

반도체/디스플레이 장비 Global Peer Valuation

종목명	티커	현재 주가	시가총액	주가(1W)	주가(3M)	PER		EV/EBITDA		EPS G		EBITDA Margin		ROE		순부채/EBITDA	
						2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
		(달러)	(백만달러)	(%)	(%)	(배)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
평균						**22.4**	**18.7**	**13.8**	**11.7**	**17.8**	**21.1**	**23.6**	**24.9**	**27.1**	**26.4**	**(109.2)**	**(119.4)**
램리서치	LRCX US	262.2	38,066	11.8	(21.6)	17.2	14.7	12.9	10.8	17.4	18.6	28.9	30.1	46.6	42.7	(33.2)	(70.9)
ASML 홀딩	ASML US	304.4	129,567	7.5	(4.1)	39.3	27.8	30.4	22.2	41.6	18.0	30.5	35.2	21.9	27.9	(39.3)	(41.7)
어플라이드 머티어리얼즈	AMAT US	54.0	49,598	13.5	(17.4)	14.6	12.8	11.5	10.6	13.4	4.5	26.3	26.1	33.8	30.9	7.3	(19.5)
KLA	KLAC US	168.8	26,169	11.0	(4.1)	17.2	16.7	13.1	12.8	3.3	15.2	37.0	38.0	61.7	54.5	76.1	60.8
도쿄일렉트론	8035 JP	213.8	33,611	0.1	(8.8)	20.9	18.4	12.2	11.0	13.7	23.9	23.6	24.3	19.1	20.9	(145.2)	(148.3)
니콘	7731 JP	9.1	3,443	(3.0)	(21.4)	26.5	23.0	2.6	2.7	15.3	65.3	7.9	8.6	2.4	2.7	(520.7)	(497.1)
캐논	7751 JP	20.7	27,546	(2.9)	(21.9)	21.0	17.5	n/a	n/a	20.3	1.9	11.1	12.0	4.2	5.0	n/a	n/a

주: 20.05.11 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

US Equity Analyst 이원주
02-3787-3755 wonju.lee@kiwoom.com



램리서치: 세계 1위 식각 장비 회사를 저렴하게 살 기회

Lam Research(LRCX.US)

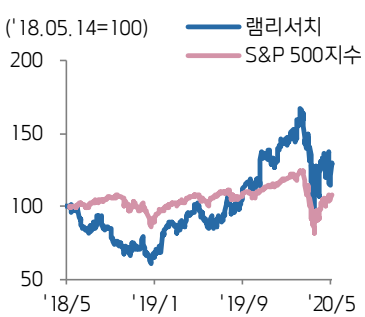
블룸버그 목표주가	USD 306.64
현재주가 (5/11)	USD 262.23

Stock Data

산업분류	반도체
벤치마크 현재주가	2,930.3
현재주가/목표주가	262.2 / 306.6
52주 최고/최저	344.3 / 171.0
시가총액(mln)	38,065.9
유통주식수(mln)	145.2

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-10.3	1.5	-3.3	32.0
S&P 500	-9.3	5.0	-5.1	2.1



◎ 기업 개요: 세계 1위 반도체 식각 장비 회사

- 2019년 반도체 장비 매출 기준 세계 4위, 식각 장비 점유율 기준 세계 1위 기업(약 50%)

◎ 투자 포인트 1. 더 견고해지는 시장 경쟁력

- Track Record를 중시하는 반도체 장비 시장. 2007년부터 장기간 40~50% 이상의 식각 장비 시장 점유율을 지켜온 동사의 시장 지위가 선순환 구조를 형성 (Major 고객사 납품 → 제품 feedback → 기술 협력 및 신기술 개발 → 시장 지위 강화)

◎ 투자 포인트 2. 설치 기반 매출의 안정적 성장

- 설치 기반 매출은 장비 매출이 증가할 때마다 누적적으로 성장할 전망. 반도체 장비 시장의 성장 대비 동사의 실적 성장이 가파를 수 있는 요인

◎ Valuation: 현재 시가총액은 IRR 13.9%로 설명(적정 할인율 6.8%)될 만큼 저렴한 상태

- COVID19, 미중 분쟁 등의 악재로 세계 1위 식각 장비 회사 매수 기회 발생

(백만 USD)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	11,077	9,654	9,915	11,041
영업이익	3,213	2,465	2,656	3,093
영업이익률(%)	29.0	25.5	26.8	28.0
순이익	2,381	2,191	2,127	2,453
EPS(USD)	14.7	14.4	14.3	16.8
증가율(%)	40.7	-2.4	-0.7	17.9
PER(배)	10.6	13.5	17.2	14.7
PBR(배)	4.2	5.8	8.0	6.3
ROE(%)	35.7	39.2	46.7	47.5
배당수익률(%)	2.5	2.3	n/a	n/a

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

기업 개요: 식각 장비 세계 1위 기업

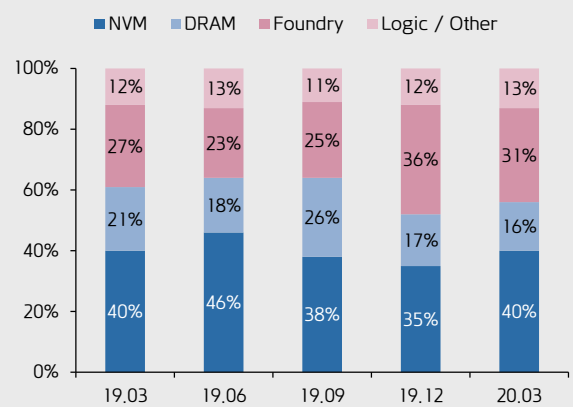
◎ 매출액 Break down

- FY3Q20(2020.3 결산) 기준 고객사별 매출 비중은 NVM 40%, DRAM 16%, Foundry 31%, Logic 및 기타 13%
- 국가별 매출 비중은 중국 32%, 한국 23%, 대만 21%, 일본 10%, 미국 9%, 기타 5%로 구성
- 삼성전자(메모리, Foundry), TSMC(Foundry), SK하이닉스(메모리) 등 반도체 업체들의 Capex 증가와 실적이 연동
- 2019년 반도체 장비 매출액 기준 4위(점유율 14.2%), 반도체 식각 장비 점유율 1위(45~50%) 기업

◎ 주요 주주, 경영진, 주주환원정책

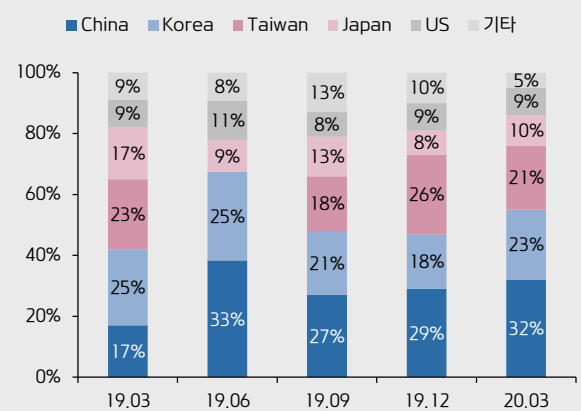
- 투자자문사가 유통주식수의 약 79%를 보유. 최대 주주는 BlackRock(유통주식수의 8.62% 보유)
- CEO는 2018년 1월부터 임기가 시작된 Timothy M Archer. 동사가 2012년 인수한 반도체 장비 회사인 Novellus Systems에서 18년간 기술 개발, 경영 관리 등 다양한 직무를 수행했던 인물(2018년, 2019년 동사 ROE는 각각 35.8%, 39.2%)
- 동사 경영진은 FY2019 주주귀속현금흐름의 63.7%를 자사주 매입과 배당금 지급에 사용할 만큼 주주 친화적인 경영 중

고객사별 매출 비중 분기별 추이



자료: Lam research, 키움증권

국가별 매출 비중 분기별 추이



자료: Lam research, 키움증권

투자 포인트 1: 더 견고해지는 시장 내 경쟁력

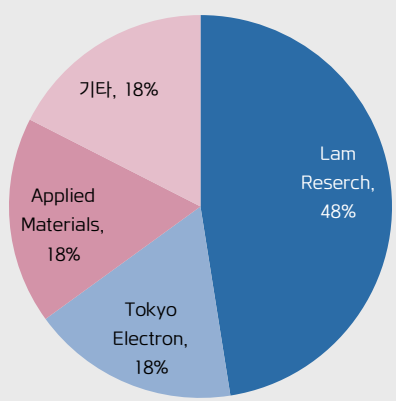
◎ 식각 시장에서 압도적인 점유율 자랑하는 Lam research

- 반도체 식각 장비 시장에서 동사 점유율은 50%에 육박. 2위로 파악되는 Tokyo Electron, Applied Materials와의 점유율 격차는 30%p 수준
- Track Record를 중시하는 반도체 장비 시장. 2007년부터 장기간 40~50% 이상의 식각 장비 시장 점유율을 지켜온 동사의 시장 지위가 선순환 구조를 형성(Major 고객사 납품 → 제품 feedback → 기술 협력 및 신기술 개발 → 시장 지위 강화)

◎ 신기술 개발로 확대되는 경쟁력

- Sense.i: 2020.3월 Investor day에서 스마트 식각 장비인 Sense.i 출시를 발표. 데이터 수집 및 분석을 통해 사람의 개입을 최소화한 식각 플랫폼. 시장을 선도하던 기존 동사의 제품인 Flex, Kiyo대비 공간 당 생산성이 약 50% 향상
- Dry resist: 2020.2월 ASML과의 파트너쉽으로 개발한 'Dry resist'기술 공개. 기존 방식(EUV용 PR은 일본 업체들이 독점)에서 PR이 손실되고 불순물이 생기는 단점을 극복한 기술(기존 공정 대비 원재료 사용량 1/5~1/10 으로 줄임)

식각 장비 점유율



자료: Lam research, 키움증권

기존 대비 공간당 생산성을 50% 향상시킨 Sense.i

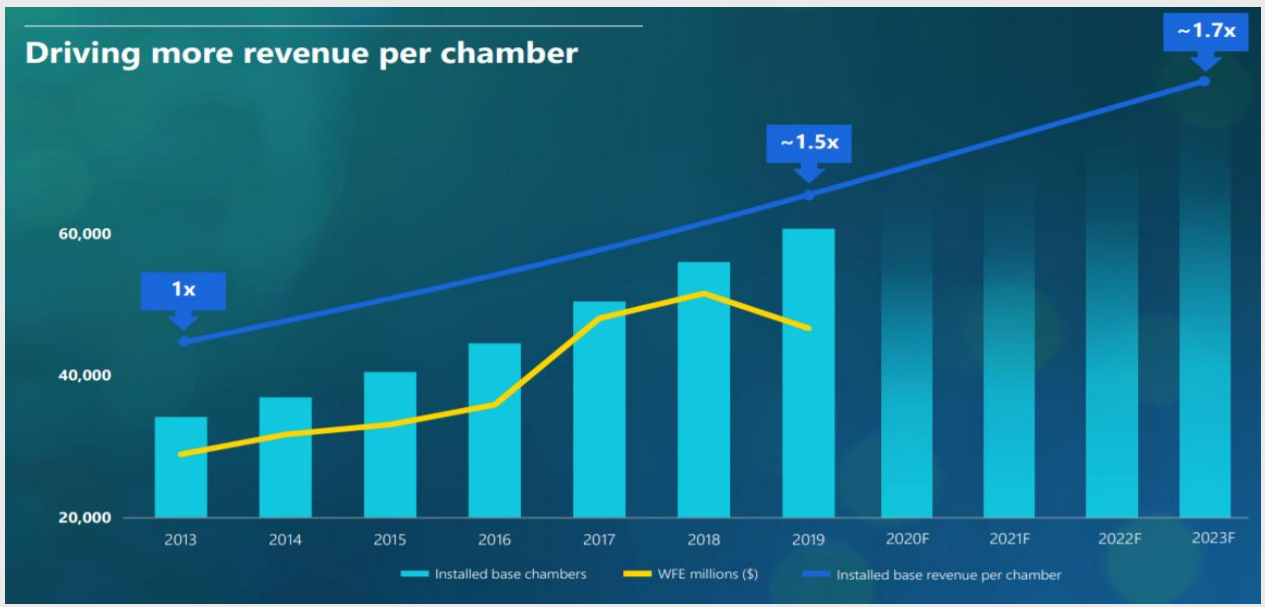
주: 좌측은 기존 동사의 장비인 Flex와 Kiyo. 우측은 신규 장비인 Sense.i. Sense.i가 공간 당 생산성이 기존 장비 대비 우수
자료: Lam research, 키움증권

투자 포인트 2: 설치 기반 매출의 안정적 성장

◎ 전세계로 판매된 반도체 장비에서 다시 매출이 발생
- FY3Q20(2020.3 결산) 기준 전사 매출 중 동사의 설치 기반(기존 고객사로부터 발생하는 부품, 업그레이드, 고객 서비스 매출) 매출 비중은 34.2%
- 반도체 회사들의 Capex와는 무관하게 지속적으로 발생하는 매출

◎ 챔버당 매출액은 2013년대비 2023년에 70% 증가할 것으로 예상
- 설치 기반 매출은 장비 매출이 증가할 때마다 누적적으로 성장할 전망. 반도체 장비 시장의 성장 대비 동사의 실적 성장이 가파를 수 있는 요인

사측은 챔버당 매출액은 2013년대비 2023년 70% 증가할 것으로 전망



주: 청녹색(Installed base chambers), 노란색(WFE Market size), 파란색(Installed base revenue per chamber)
자료: Lam research, 키움증권

Valuation: COVID19, 미중 분쟁 우려로 저렴한 밸류에이션

◎ FY2023~2025, FY2026~2040 현금흐름 성장률을 각각 10%, 6%로 가정. 반도체 장비 시장의 성장, 동사의 확고한 시장 경쟁력 감안할 시 달성 가능한 보수적인 숫자로 판단

◎ 현재 시가총액은 IRR 13.9%로 설명. COVID19에도 증명된 실전 안정성, 동사의 안정적인 재무구조와 실적 성장성을 감안했을 때 주식 시장 수익률(6.8% 가정)대비 동사 할인율이 높아야 할 근거는 적음. 적정 수익률 6.8% 적용했을 시 적정 주가 462달러(2020E, 2021E PER 각각 30.4배, 25.9배 수준)

현재 시가총액은 IRR 13.9%로 설명. 저평가 상태로 판단

항목	(단위)	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022
매출액	(백만달러)	11,077	9,654	9,915	11,041	12,389
EBITDA(A)	(백만달러)	3,545	2,793	2,867	3,318	3,778
EBITDA Margin	(%)	32.0%	28.9%	28.9%	30.1%	30.5%
이자지급액(B)	(백만달러)	84	77	77	77	77
법인세지급액(C)	(백만달러)	143	300	308	357	406
운전자본 증가(D)	(백만달러)	771	(568)	46	196	235
Capex(E)	(백만달러)	273	303	228	284	329
주주귀속현금흐름(A-B-C-D-E)	**(백만달러)**	**2,273**	**2,680**	**2,208**	**2,405**	**2,730**
FY3Q20 비영업자산(F)	(백만달러)					5,393
시가총액(G)	(백만달러)					38,526
영업자산의 시장 가치(G-F)	(백만달러)					33,133
FY2023~2025 주주귀속현금흐름 성장률	(%)					10.0%
FY2026~2040 주주귀속현금흐름 성장률	(%)					6.0%
FY2040 이후 영구성장률	(%)					1.0%
IRR	**(%)**					**13.9%**
적정 주주요구수익률						**6.8%**
무위험 명목이자율						1.8%
시장수익률						6.8%
베타						1.0
추정기간 현금흐름가치 합산(H)	(백만달러)					50,985
TV(I)	(백만달러)					10,725
적정 가치(F+H+I)	(백만달러)					67,142
유통주식수	(백만주)					145
적정 주가	(달러)					463
현재 주가	(달러)					265
Upside	**(%)**					**74.3%**

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

재무제표

손익계산서

(USD 백만)	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
매출액	**5,259**	**5,886**	**8,014**	**11,077**	**9,654**
매출원가	2,975	3,267	4,410	5,912	5,295
매출총이익, GAAP	**42,274**	**13,199**	**43,009**	**15,528**	**4,358**
판관비	592	631	667	762	702
연구개발비	825	902	1,029	1,190	1,186
영업이익, GAAP	**788**	**1,074**	**1,902**	**3,213**	**2,465**
영업외 (이익)손실	47	114	90	62	18
세전이익, GAAP	**741**	**960**	**1,812**	**3,152**	**2,447**
법인세비용	85	46	114	771	255
당기순이익, GAAP	**656**	**914**	**1,698**	**2,381**	**2,191**
EPS, GAAP	**4.11**	**5.75**	**10.47**	**14.73**	**14.37**
희석 EPS, GAAP	**3.70**	**5.22**	**9.24**	**13.17**	**13.7**
영업이익, 조정	**884**	**1,128**	**1,935**	**3,218**	**2,483**
당기순이익, 조정	**741**	**912**	**1,659**	**2,985**	**2,221**
EBITDA	**1,066**	**1,365**	**2,209**	**3,540**	**2,774**

재무상태표

(USD 백만)	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
자산총계	**9,365**	**12,264**	**12,123**	**12,479**	**12,001**
유동자산	6,271	9,213	9,142	9,150	8,560
현금 및 현금성자산	4,076	6,828	6,041	4,950	5,431
매출채권	1,094	1,262	1,673	2,177	1,456
재고자산	943	972	1,233	1,876	1,540
비유동자산	3,094	3,051	2,980	3,330	3,441
유형자산	621	640	686	903	1,059
무형자산	2,116	1,951	1,797	1,803	1,702
부채총계	**4,262**	**6,370**	**5,305**	**5,978**	**7,327**
유동부채	2,631	2,418	2,950	3,150	2,372
매입채무	948	1,103	1,428	1,804	1,315
단기성부채	1,360	948	908	610	667
비유동부채	1,630	3,952	2,355	2,827	4,956
장기성부채	1,243	3,586	1,955	1,885	3,872
자본총계	**5,103**	**5,895**	**6,817**	**6,502**	**4,674**

현금흐름표

(USD 백만)	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
영업활동으로 인한 현금흐름	**786**	**1,350**	**2,029**	**2,656**	**3,176**
감가상각비, 무형자산상각비	278	291	307	326	309
운전자본 변동	-507	-79.358	-569.305	-429.606	670
투자활동으로 인한 현금흐름	**-1,106**	**592**	**-2,059**	**2,749**	**-1,637**
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-198	-175	-157	-273	-303
유, 무형자산 처분	0	79.73	1,291	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**378**	**1,596**	**-2,632**	**-3,272**	**-2,390**
지급배당금	-116	-190	-243	-308	-678
차입금의 증가(감소)	991	1,887	-1688.313	-396	-479
자사주매입	-496	-100.012	-700.461	-2568.367	-1219.117
현금증가	**49**	**3,538**	**-2662**	**2,135**	**-855**
기초현금	1,453	1,502	5,039	2,634	4,769
기말현금	1,502	5,039	2,378	4,769	3,913
FCF	**587**	**1,175**	**1,872**	**2,382**	**2,873**
FCFF	**652**	**1,303**	**1,982**	**2456**	**2,978**

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
매출이익률	12.47	15.53	21.19	21.49	22.70
영업이익률	14.98	18.25	23.74	29.01	25.53
EBITDA 마진	20.27	23.20	27.57	31.96	28.74
ROE	12.94	16.62	26.71	35.75	39.22
ROA	7.55	8.45	13.92	19.35	17.90
ROIC	9.69	11.20	17.56	25.59	23.92
부채비율	51.00	76.91	42.00	38.37	97.12
순차입금비율	-28.88	-38.93	-46.61	-37.76	-19.08
EBITDA/현금지급이자	40.39	23.22	21.12	41.94	36.06
현금비율	1.55	2.82	2.05	1.57	2.29
유동비율	2.38	3.81	3.10	2.90	3.61
PER	19.82	15.79	16.81	10.58	13.53
PBR	2.57	2.24	3.60	4.22	5.80
EV/EBIT	14.80	10.13	11.23	7.77	10.65
EV/EBITDA	10.94	7.97	9.67	7.05	9.46

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

ASML 홀딩: 성장 산업(EUV)의 독점 사업자

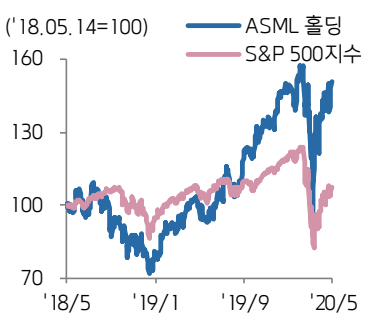
블룸버그 목표주가	USD 307.23
현재주가 (5/11)	USD 304.39

Stock Data

산업분류	반도체
벤치마크 현재주가	2,930.3
현재주가/목표주가	304.4 / 307.2
52주 최고/최저	319.2 / 186.3
시가총액(mln)	129,566.6
유통주식수(mln)	425.7

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	2.9	10.0	14.1	53.0
S&P 500	-9.3	5.0	-5.1	2.1



◎ 기업 개요: 세계 1위 반도체 장비 회사

- 2019년 반도체 장비 매출액 기준 1위(점유율 21.6%), 반도체 노광 장비 점유율 1위(80~90%) 기업

◎ 투자 포인트 1. 필수 장비가 되가는 EUV 노광 장비

- 5~7nm 이하 비메모리 반도체 생산에는 동사가 독점 생산 중인 EUV 장비가 필수적. 2020년 파운드리 1, 2위 업체인 TSMC, 삼성전자는 5nm 미세공정에 진입, 2022년에는 3nm 양산에 돌입할 예정

◎ 투자 포인트 2. EUV 장비 독점 사업자

- COVID19 영향으로 1Q20 EUV장비 판매는 2대에 그침. 수요는 견고했으나, 생산에 다소 문제. 2020년 연간 EUV 장비 판매 계획 35대에는 차질 없음. 2021년 EUV 장비 생산 계획은 45~50대

◎ Valuation: 모두가 좋게 보니 비싼 밸류에이션

- 현재 시가총액에서 IRR 7%. 독점적 시장지위와 순현금 재무구조 감안해 시장평균(6.8% 가정)대비 낮은 적정 할인율 6.4%로 계산한 적정주가는 340달러 수준(2020E PER 약 44배)으로 상승 여력 크지 않음. 밸류에이션 매력은 다소 낮음

(백만 USD)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	10,944	11,820	12,745	14,997
영업이익	2,965	2,791	3,421	4,880
영업이익률(%)	27.1	23.6	26.8	32.5
순이익	2,592	2,592	2,970	4,199
EPS(USD)	7.5	6.9	7.2	10.1
증가율(%)	37.9	-7.9	4.0	41.2
PER(배)	22.5	42.8	39.5	27.9
PBR(배)	5.0	8.8	8.6	7.7
ROE(%)	23.1	21.4	21.4	27.5
배당수익률(%)	1.1	0.8	n/a	n/a

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

기업 개요: 세계 1위 반도체 장비 회사

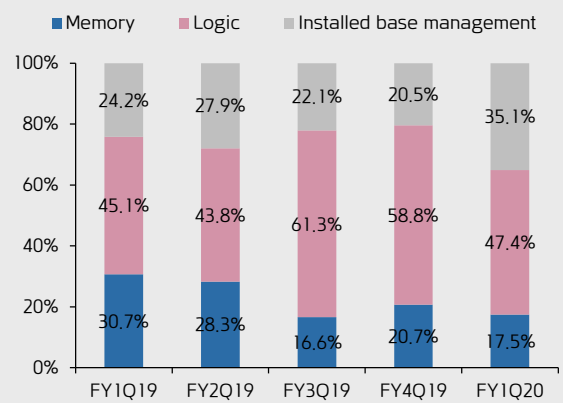
◎ 매출액 Break down

- 1Q20 기준 수요처별 매출 비중은 Logic 47.4%, Memory 17.5%, Installed base management 35.1%
- 장비 매출 중 제품별 매출 비중은 ArFi 52%, EUV 22%, KrF 13%
- 삼성전자(메모리, Foundry), TSMC(Foundry), SK하이닉스(메모리) 등 반도체 업체들의 Capex 증가와 실적이 연동
- 2019년 반도체 장비 매출액 기준 1위(점유율 21.6%), 반도체 노광 장비 점유율 1위(80~90%) 기업

◎ 주요 주주, 경영진, 주주환원정책

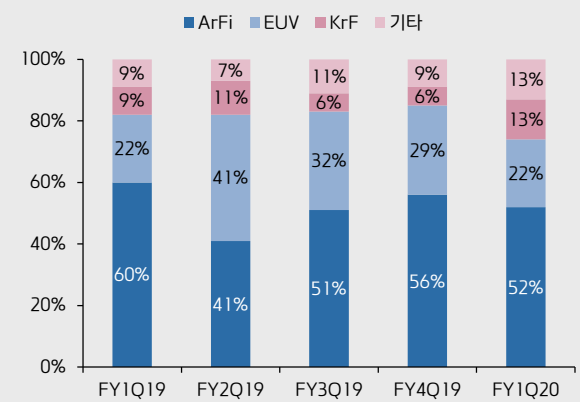
- 투자자문사가 유통주식수의 약 77%를 보유. 최대 주주는 Capital Group(4.94%). Intel이 4.9% 지분을 보유한 2대 주주
- CEO는 2013년 7월부터 임기가 시작된 Peter Wennink. 1999년부터 동사의 부사장과 CFO를 겸임했고, 그 이전에는 Deloitte에서 반도체 장비회사를 담당하는 회계사로 일한 경력이 있음(2013년~2019년 평균 ROE는 18.1%)
- 동사 경영진은 FY2019 주주귀속현금흐름의 78.5%를 자사주 매입과 배당금 지급에 사용할 만큼 주주 친화적인 경영 중

수요처별 매출 비중 분기별 추이



자료: ASML Holding, 키움증권

장비 매출 중 제품별 비중 분기별 추이



자료: ASML Holding, 키움증권

투자 포인트 1: 필수 장비가 되가는 EUV 노광 장비

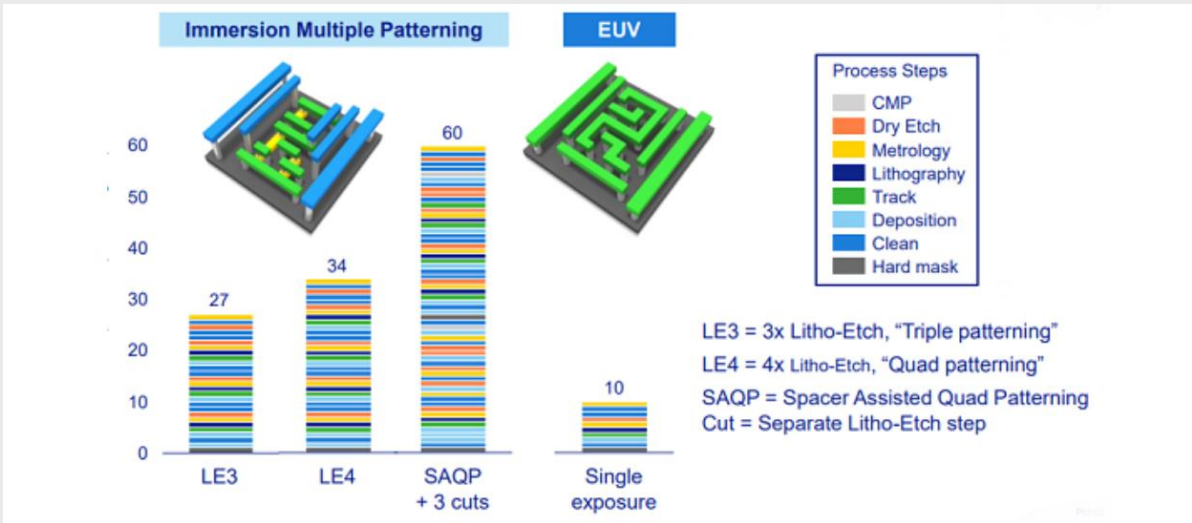
◎ ‘굵은 붓’ Arf(불화 아르곤) vs ‘얇은 펜’ EUV(극자외선)

- 반도체 공정 중 ‘노광’ 공정의 경쟁력은 제한된 웨이퍼 공간 안에 회로를 최대한 미세하게 새기는 것에서 발생. 웨이퍼 공간 안에 트렌지스터와 콘덴서 등 소자 들을 최대한 많이 집적할 수록 성능과 전력효율 상승
- 노광 장비 기술별 파장은 첨단 기술일 수록 짧아짐(Krf 248nm → ArFi 193nm → EUV 13.5nm). 짧을수록 미세 가공에 유리
- 공정 수도 기존 기술 대비 작아 향후 반도체 생산원가 절감 기대(LE3 27회 vs EUV Single exposure 10회)

◎ 첨단 공정일수록 필수적인 EUV 장비

- 5~7nm 이하 비메모리 반도체 생산에는 EUV 장비가 필수적. 2020년 파운드리 1, 2위 업체인 TSMC, 삼성전자는 5nm 미세 공정에 진입, 2022년에는 3nm 양산에 돌입할 예정
- 메모리에서도 삼성전자의 경우 4세대 10나노급 DRAM은 내년부터 EUV를 통해 양산하겠다고 밝힘

LE3, LE4, SAQP, EUV 도입 시 패터닝 공정 단계 수 차이



자료: ASML Holding, 키움증권

투자 포인트 2: EUV 장비 독점 사업자

◎ 반도체 장비 업체 중 유일하게 EUV 노광 장비 생산

- 동사는 2017년 11대, 2018년 18대, 2019년 26대의 EUV 장비를 판매. ASP 1대 당 1억유로(약 1,300억원) 수준으로 고가

◎ 1Q20은 EUV 2대 판매에 그침. 2020년 총 35대 판매 계획에는 이상無

- 1Q20 EUV 장비는 총 4대 고객에게 인도되었으나, 2대는 아직 바로 가동할 수 있을 만큼 설치 서비스를 제공하지 못해 이연 매출로 인식. 계획 대비 부진했는데, COVID19 영향으로 설비 폐쇄한 고객사들로 장비가 인도되지 못한 영향과, 생산시간이 다소 예상대비 길었던 영향이 있었음
- 2020년 총 35대 판매 계획은 달성 가능할 것으로 사측은 판단. 2021년 생산 목표는 45~50대. 매출 가파르게 증가할 것으로 기대(블룸버그 컨센서스 기준 2020년, 2021년 매출액 YoY 성장률은 각각 +5.3%, +17.8%)

사측은 2021년에 연간 45~50대의 EUV 생산 및 출하를 기대하고 있음

항목	(단위)	FY2017	FY2018	FY2019	FY1Q19	FY2Q19	FY3Q19	FY4Q19	FY1Q20
총 매출	(백만유로)	8,963	10,944	12,214	2,229	2,568	2,987	4,430	2,441
설치 기반 운영 매출	(백만유로)	2,538	2,685	2,824	540	717	661	906	857
장비 매출	(백만유로)	6,424	8,259	9,390	1,689	1,851	2,326	3,524	1,584
ArFi	(백만유로)	4,029	4,807	4,932	1,013	759	1,186	1,973	824
EUV	(백만유로)	1,084	1,880	2,897	372	759	744	1,022	348
KrF	(백만유로)	744	860	707	152	204	140	211	206
기타	(백만유로)	568	712	855	152	130	256	317	206
장비 출하 대수									
ArFi	(대)	76	86	82	17	13	21	31	16
EUV	(대)	11	18	26	4	7	7	8	2
KrF	(대)	71	78	65	14	19	14	18	22
ASP									
ArFi	(백만유로)	53	56	60	60	58	56	64	51
EUV	(백만유로)	99	104	111	93	108	106	128	174
KrF	(백만유로)	10	11	11	11	11	10	12	9

자료: ASML Holding, 키움증권

Valuation: 모두가 좋게 보니 비싼 밸류에이션

◎ FY2019~2040 주주귀속현금흐름 CAGR 성장률을 약 10%로 가정. 성장하는 EUV 시장 독점 사업자라는 점에서 달성 가능한 수준이라 판단

◎ 현재 시가총액은 IRR 7%로 설명. 동사의 독점적 시장 지위, 순현금인 재무 상황 감안 시 시장 평균(6.8% 가정) 대비 높은 할인율 부여할 이유는 없으나, 적정 할인율 6.4%로 계산한 적정주가는 343달러(2020E, 2021E PER 각각 44.4, 31.2배) 로 상승 여력 크진 않아 밸류에이션 매력은 현재 크지 않음

현재 시가총액은 IRR 7.0%로 설명. 벨류에이션 매력 크진 않은 상황

항목	(단위)	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022
매출액	(백만달러)	12,926	13,232	13,932	16,415	18,190
EBITDA(A)	(백만달러)	4,179	3,635	4,212	5,721	6,757
EBITDA Margin	(%)	32.3%	27.5%	30.2%	34.8%	37.1%
이자지급액(B)	(백만달러)	72	67	67	67	67
법인세지급액(C)	(백만달러)	655	760	880	1,196	1,412
운전자본 증가(D)	(백만달러)	508	(485)	240	854	610
Capex(E)	(백만달러)	678	858	933	925	895
주주귀속현금흐름(A-B-C-D-E)	**(백만달러)**	**2,266**	**2,435**	**2,090**	**2,679**	**3,772**
FY3Q20 비영업자산(F)	(백만달러)					4,563
시가총액(G)	(백만달러)					129,571
영업자산의 시장 가치(G-F)	(백만달러)					125,008
FY2019~2040 CAGR 주주귀속현금흐름 성장률	(%)					10.4%
FY2040 이후 영구성장률	(%)					1.0%
IRR	**(%)**					**7.0%**
적정 주주요구수익률	**(%)**					**6.4%**
무위험 명목이자율	(%)					1.8%
시장수익률	(%)					6.8%
베타						0.9
추정기간 현금흐름가치 합산(H)	(백만달러)					110,026
TV(I)	(백만달러)					30,699
적정 가치(F+H+I)	(백만달러)					146,023
유통주식수	(백만주)					426
적정 주가	(달러)					343
현재 주가	(달러)					304
Upside	**(%)**					**12.7%**

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

재무제표

손익계산서

(USD 백만)	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
매출액	**6,979**	**7,610**	**10,125**	**12,926**	**13,232**
매출원가	3,765	4,128	5,584	6,986	7,322
매출총이익, GAAP	**42,274**	**13,199**	**43,009**	**15,528**	**5,911**
판관비	349	384	454	549	558
연구개발비	1,186	1,224	1,423	1,861	2,204
영업이익, GAAP	**1,737**	**1,946**	**2,756**	**3,502**	**3,124**
영업외 (이익)손실	18	-37	57	33	28
세전이익, GAAP	**1,719**	**1,984**	**2,699**	**3,469**	**3,096**
법인세비용	179	259	346	415	215
당기순이익, GAAP	**1,540**	**1,724**	**2,335**	**3,061**	**2,902**
EPS, GAAP	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
희석 EPS, GAAP	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
영업이익, 조정	**1,742**	**1,965**	**2,770**	**3,680**	**3,133**
당기순이익, 조정	**1,543**	**1,693**	**2,345**	**3,194**	**2,909**
EBITDA	**2,067**	**2,341**	**3,228**	**4,081**	**3,708**

재무상태표

(USD 백만)	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
자산총계	**14,446**	**18,147**	**21,867**	**23,061**	**25,411**
유동자산	8,375	9,026	10,683	12,061	13,622
현금 및 현금성자산	3,704	4,279	3,953	4,620	5,298
매출채권	1,178	1,210	2,163	2,416	2,640
재고자산	2,797	2,933	3,553	3,939	4,277
비유동자산	6,071	9,122	11,184	11,000	11,789
유형자산	1,761	1,780	2,061	1,978	2,609
무형자산	3,654	6,536	6,861	6,465	6,339
부채총계	**5,331**	**7,789**	**8,911**	**9,730**	**11,271**
유동부채	3,376	3,460	3,811	4,342	5,271
매입채무	3,366	839	1,189	1,319	2,367
단기성부채	5	261	70	53	62
비유동부채	1,955	4,329	5,100	5,387	6,000
장기성부채	1,223	3,240	3,607	3,466	3,663
자본총계	**9,115**	**10,358**	**12,955**	**13,331**	**14,140**

현금흐름표

(USD 백만)	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
영업활동으로 인한 현금흐름	**2,248**	**1,844**	**2,054**	**3,629**	**3,668**
감가상각비, 무형자산상각비	330	395	472	499	502
운전자본 변동	19	-437.0866	-1001.7239	-70.1588	125
투자활동으로 인한 현금흐름	**-1,288**	**-3,529**	**-1,388**	**-581**	**-1,296**
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-414	-359	-404	-720	-992
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-926**	**2,173**	**-1,366**	**-2,037**	**-1,917**
지급배당금	-336	-494	-584	-705	-1,484
차입금의 증가(감소)	-4	2,464	-274.5223	-3	-4
자사주매입	-590	202.2176	-507.6967	-1328.0562	-428.5399
현금증가	**44**	**496**	**-732**	**1,018**	**460**
기초현금	2,629	2,593	3,495	2,587	3,505
기말현금	2,672	3,066	2,716	3,574	3,966
FCF	**1,836**	**1,494**	**1,671**	**2,951**	**2,810**
FCFF	**1,855**	**1,530**	**1,728**	**2995**	**2,848**

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
매출이익률	22.06	22.66	23.06	23.68	21.93
영업이익률	24.89	25.58	27.22	27.10	23.61
EBITDA 마진	29.62	30.77	31.88	31.57	28.02
ROE	17.45	17.11	20.07	23.12	21.39
ROA	10.88	10.21	11.68	13.52	12.12
ROIC	15.05	13.03	15.07	17.91	17.04
부채비율	13.47	33.80	28.38	26.40	26.35
순차입금비율	-27.17	-7.51	-2.14	-8.26	-11.12
EBITDA/현금지급이자	42.60	37.98	31.26	56.64	55.30
현금비율	1.10	1.24	1.04	1.06	1.01
유동비율	2.48	2.61	2.80	2.78	2.58
PER	-	-	-	-	-
PBR	-	-	-	-	-
EV/EBIT	21.12	25.66	25.33	19.15	39.17
EV/EBITDA	17.75	21.33	21.63	16.44	33.00

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

어플라이드 머티리얼즈: 반도체 장비 시장의 방어주

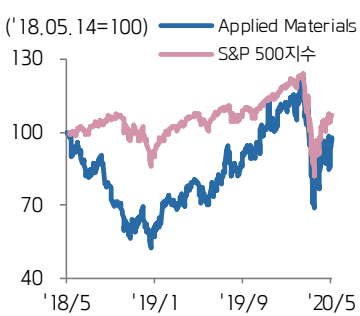
블룸버그 목표주가	USD 66.23
현재주가 (5/11)	USD 54.01

Stock Data

산업분류	반도체
벤치마크 현재주가	2,930.3
현재주가/목표주가	54.0 / 66.2
52주 최고/최저	69.4 / 36.6
시가총액(mln)	49,597.7
유통주식수(mln)	918.3

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-11.5	8.9	-4.6	31.9
S&P 500	-9.3	5.0	-5.1	2.1



◎ 기업 개요: 반도체 증착 장비, 디스플레이 장비 시장 1위 기업

- FY1Q20(1월 결산) 기준 사업부별 매출 비중은 Logic 46.2%, DRAM 10.2%, Flash 11.5%, 서비스 24.1%, 디스플레이 8.0%

◎ 투자 포인트 1. 하강 국면에 돋보이는 실적 안정성

- 동사는 ALD 증착 장비인 CENTURA, 식각 장비인 CENTRIS 등 반도체 장비 제품 총 89개, 디스플레이 장비 제품 총 10개 등 다양한 반도체/디스플레이 장비 포트폴리오를 보유. Peer 대비 실적 변동성 낮음

◎ 투자 포인트 2. 반등할 디스플레이 사업부 실적

- 중국 고객사들의 OLED 증설이 2H20 예정되어 있음(Visionox: 3Q20에 Guan V2 phase 2 15k/월 생산 규모의 장비 발주 예상. Tianma: 최근 코로나19로 지연됐던 Xianmen fab 건설 재개. 4Q20 15k/월 투자 예상)

◎ Valuation: 현재 시가총액은 IRR 10.9%로 설명(적정 할인율 6.8%)

- COVID19, 미중 분쟁 등의 악재로 세계 1위 반도체 증착 장비, 디스플레이 장비 업체가 저렴한 상황

(백만 USD)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	16,705	14,608	16,414	17,570
영업이익	4,491	3,350	4,180	4,515
영업이익률(%)	26.9	22.9	25.5	25.7
순이익	3,038	2,706	3,382	3,825
EPS(USD)	3.0	2.9	3.6	4.3
증가율(%)	-8.5	-3.7	25.8	17.2
PER(배)	7.7	18.7	14.6	12.8
PBR(배)	4.6	6.2	4.9	4.0
ROE(%)	37.5	35.9	36.4	35.2
배당수익률(%)	2.5	1.5	n/a	n/a

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

기업 개요: 반도체 증착 장비, 디스플레이 장비 세계 1위

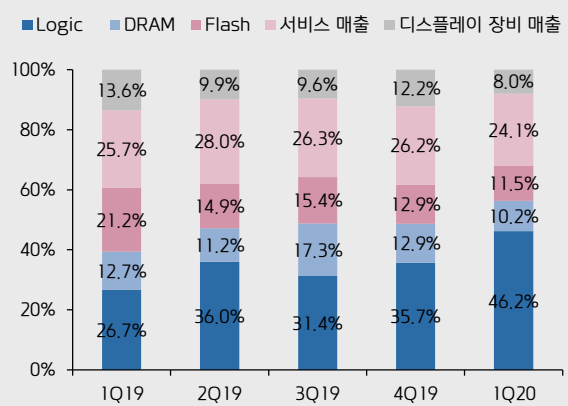
◎ 매출액 Break down

- FY1Q20(1월 결산) 기준 사업부별 매출 비중은 Logic 46.2%, DRAM 10.2%, Flash 11.5%, 서비스 24.1%, 디스플레이 8.0%
- 사업부별 영업이익 비중은 반도체 장비 74.3%, 서비스 22.6%, 디스플레이 3.1%로 반도체 장비 사업부의 실적이 중요
- 2019년 반도체 장비 매출액 기준 2위(점유율 19.4%), 반도체 증착 장비 점유율 1위(35~40%), 디스플레이 장비 점유율 1위(약 30%) 기업

◎ 주요 주주, 경영진, 주주환원정책

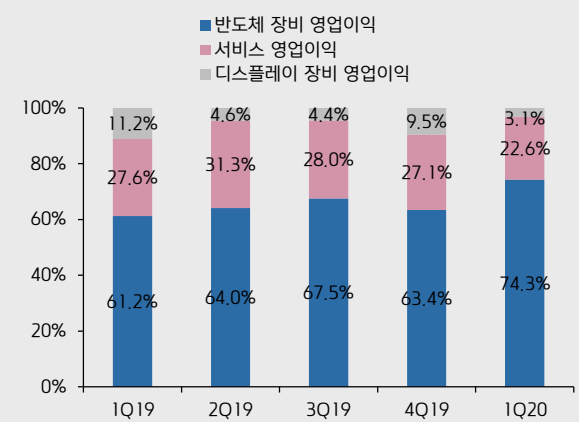
- 투자자문사가 유통주식수의 약 82%를 보유. 최대 주주는 유통주식수의 8.0%를 보유한 Vanguard Group
- CEO는 2013년 9월부터 임기가 시작된 Gary Dickerson. 2011년 AMAT이 Varian Semiconductor를 인수할 때까지 7년간 Varian의 CEO였고, 그 이전에는 KLA에서 18년간 제품 개발을 담당(2013년~2019년 평균 ROE는 24.9%)
- 동사 경영진은 FY2019 주주귀속현금흐름의 125.5%를 자사주 매입과 배당금 지급에 사용할 만큼 주주 친화적인 모습

사업부별 매출 비중 분기별 추이



자료: Applied materials, 키움증권

사업부별 영업이익 비중 분기별 추이



자료: Applied materials, 키움증권

투자 포인트 1: 하강 국면에 돋보이는 실적 안정성

◎ 반도체 증착, 식각 장비부터 디스플레이 e-beam 장비까지 다양한 장비 포트폴리오 보유

- 동사는 반도체 증착 장비 시장, 디스플레이 장비 시장 점유율 1위 업체
- 동사는 ALD 증착 장비인 CENTURA, 식각 장비인 CENTRIS 등 반도체 장비 제품 총 89개, 디스플레이 장비 제품 총 10개 등 다양한 반도체/디스플레이 장비 포트폴리오를 보유한 것이 특징

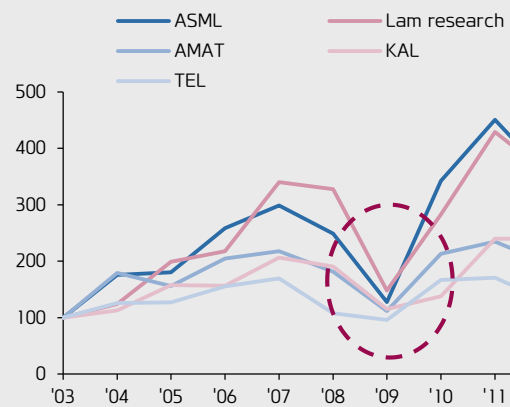
◎ 반도체/디스플레이 CAPEX 감소 기간에 실적 방어 가장 잘하는 장비 업체

- 다양한 제품 포트폴리오가 장점인 만큼, 장비 시장 둔화 시 실적 둔화가 다소 제한되는 장점
- 실제로 2009년 반도체 장비 시장 둔화 때 Peer 업체 대비 실적 감소폭 작은 모습
- FY1Q20 실적 역시 매출액, OPM, EPS 각각 11%, 0.8%p, 20% 상승하며 COVID19 악영향 peer 중 적게 받음

다양한 반도체/디스플레이 장비 포트폴리오 보유

자료: Applied materials, 키움증권

IT Capex 불황기에 실적 변동성 작은 AMAT



주: 2003년 매출액 = 100
자료: Applied materials, 키움증권

투자 포인트 2: 반등할 디스플레이 사업부 실적

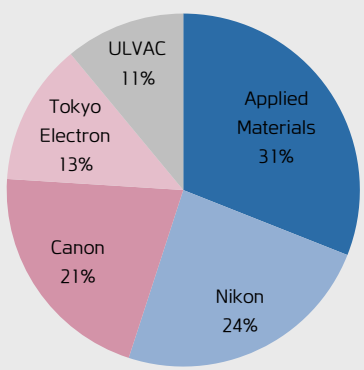
◎ 2019년부터 디스플레이 실적 감소세 지속

- 2019년은 디스플레이 업체들의 Capex 둔화로 디스플레이 장비 시장 축소가 이어지던 시기. 동사 실적도 감소세 지속
- FY1Q20 디스플레이 사업부 매출 3.3억달러(YoY -34.5%), 영업이익 3,800만달러(YoY -67.0%) 기록. OPM 11.4%
- FY2Q20 동사 디스플레이 사업부 매출액 가이던스는 약 3.1억달러. 매출액 QoQ 감소할 것으로 보고 있음

◎ 2H20부터 개선세 지속될 가능성 높은 디스플레이 사업부

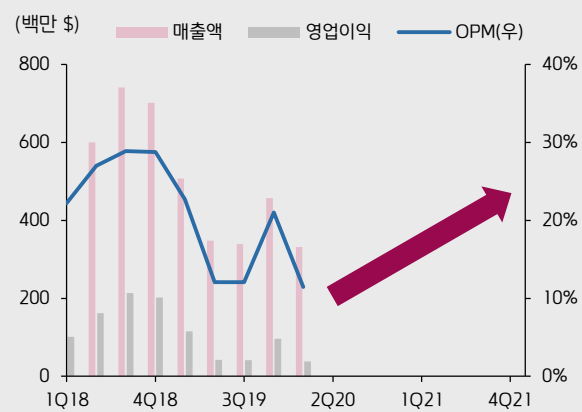
- 전년대비 60% 이상 감소할 것으로 보이는 FY1H20 영업이익에도 동사는 FY2020 디스플레이 사업부 실적이 전년도와 유사할 것으로 가이던스를 제시하고 있음. FY2H20에는 실적 개선세 나올 것으로 전망
- 중국 고객사들의 OLED 증설이 예정되어 있음(Visionox: 3Q20에 Guan V2 phase 2 15k/월 생산 규모의 장비 발주 예상 등)
- 2020년 이후에는 삼성디스플레이의 대형 QD디스플레이 Capex가 예정되어 있음. 동사 실적에 호재

디스플레이 장비 시장 점유율



자료: 산업 자료, 키움증권

2021년까지 개선세 지속될 디스플레이 사업부 실적



자료: Applied materials, 키움증권

Valuation: COVID19, 미중 분쟁 우려로 저렴한 밸류에이션

◎ FY2023~2040 주주귀속현금흐름 CAGR 성장률을 약 5%로 가정. 다양한 포트폴리오로 실적 안정성은 높지만, 매출 성장 예상되는 주력 제품에 집중하는 Lam research, ASML 대비 동사의 성장률을 낮게 가정하는 것이 합리적이라 판단

◎ 현재 시가총액은 IRR 10.9%로 설명. 성장하는 반도체 장비 시장의 major player이고 안정적인 재무구조임을 감안할 때 시장수익률(6.8% 가정) 대비 높은 할인율 부여할 이유는 없음. 적정 할인율 6.8%로 계산한 적정주가는 83.5달러(2020E, 2021E PER 각각 22.5, 19.6배 수준)

현재 시가총액은 IRR 7.0%로 설명. 벨류에이션 매력 크진 않은 상황

항목	(단위)	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022
매출액	(백만달러)	16,705	14,608	16,461	17,648	17,260
EBITDA(A)	(백만달러)	5,150	3,790	4,324	4,584	5,120
EBITDA Margin	(%)	30.8%	25.9%	26.3%	26.0%	29.7%
이자지급액(B)	(백만달러)	219	219	219	219	219
법인세지급액(C)	(백만달러)	363	544	621	658	735
운전자본 증가(D)	(백만달러)	505	173	444	284	(93)
Capex(E)	(백만달러)	622	441	391	426	423
주주귀속현금흐름(A-B-C-D-E)	(백만달러)	3,441	2,413	2,650	2,997	3,837
FY3Q20 비영업자산(F)	(백만달러)					5,673
시가총액(G)	(백만달러)					49,414
영업자산의 시장 가치(G-F)	(백만달러)					43,741
FY2023~2040 주주귀속현금흐름 성장률 가정	(%)					5.0%
FY2040 이후 영구성장률	(%)					1.0%
IRR	(%)					10.9%
적정 주주요구수익률	(%)					6.8%
무위험 명목이자율	(%)					1.8%
시장수익률	(%)					6.8%
베타						1.0
추정기간 현금흐름가치 합산(H)	(백만달러)					60,019
TV(I)	(백만달러)					11,375
적정 가치(F+H+I)	(백만달러)					76,714
유통주식수	(백만주)					918
적정 주가	(달러)					84
현재 주가	(달러)					54
Upside	(%)					55.2%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

재무제표

손익계산서

(USD 백만)	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
매출액	**9,659**	**10,825**	**14,698**	**16,705**	**14,608**
매출원가	5,707	6,314	8,086	9,188	8,222
매출총이익, GAAP	**42,274**	**13,199**	**43,009**	**15,528**	**6,386**
판관비	897	819	895	1,004	982
연구개발비	1,451	1,540	1,781	2,022	2,054
영업이익, GAAP	**1,693**	**2,152**	**3,936**	**4,491**	**3,350**
영업외 (이익)손실	95	139	120	95	81
세전이익, GAAP	**1,598**	**2,013**	**3,816**	**4,396**	**3,269**
법인세비용	221	292	297	1,358	563
당기순이익, GAAP	**1,377**	**1,721**	**3,519**	**3,038**	**2,706**
EPS, GAAP	**1.13**	**1.56**	**3.28**	**3**	**2.89**
희석 EPS, GAAP	**1.12**	**1.54**	**3.25**	**2.96**	**2.86**
영업이익, 조정	**1,679**	**2,159**	**4,118**	**4,693**	**3,427**
당기순이익, 조정	**1,258**	**1,780**	**3,610**	**4,294**	**2,813**
EBITDA	**2,064**	**2,541**	**4,343**	**4,948**	**3,713**

재무상태표

(USD 백만)	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
자산총계	**15,308**	**14,570**	**19,419**	**17,633**	**19,024**
유동자산	9,261	8,353	12,918	10,604	10,206
현금 및 현금성자산	4,965	3,749	7,276	4,030	3,618
매출채권	1,739	2,279	2,338	2,323	2,533
재고자산	1,833	2,050	2,930	3,721	3,474
비유동자산	6,047	6,217	6,501	7,029	8,818
유형자산	892	937	1,066	1,407	1,529
무형자산	4,064	3,891	3,780	3,581	3,555
부채총계	**7,695**	**7,353**	**10,070**	**10,788**	**10,810**
유동부채	3,798	3,632	4,115	3,922	4,447
매입채무	1,833	2,593	2,450	2,721	2,511
단기성부채	1,200	0	0	0	600
비유동부채	3,897	3,721	5,955	6,866	6,363
장기성부채	3,342	3,125	5,304	5,309	4,713
자본총계	**7,613**	**7,217**	**9,349**	**6,845**	**8,214**

현금흐름표

(USD 백만)	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
영업활동으로 인한 현금흐름	**1,163**	**2,566**	**3,789**	**3,787**	**3,247**
감가상각비, 무형자산상각비	371	389	407	457	363
운전자본 변동	-661	166	-180	158	-29
투자활동으로 인한 현금흐름	**-281**	**-425**	**-2,526**	**571**	**-443**
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-215	-253	-345	-622	-441
유, 무형자산 처분	0	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**913**	**-3,532**	**341**	**-5,928**	**-3,115**
지급배당금	-487	-444	-430	-605	-771
차입금의 증가(감소)	2,581	-1,207	1971	0	0
자사주매입	-1,181	-1804	-1075	-5159	-2258
현금증가	**1,795**	**-1,391**	**1604**	**-1,570**	**-311**
기초현금	3,002	4,797	3,406	5,010	3,440
기말현금	4,797	3,406	5,010	3,440	3,129
FCF	**948**	**2,313**	**3,444**	**3,165**	**2,806**
FCFF	**1,037**	**2,446**	**3,627**	**3327**	**3,002**

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
매출이익률	14.26	15.90	23.94	18.19	18.52
영업이익률	17.53	19.88	26.78	26.88	22.93
EBITDA 마진	21.37	23.47	29.55	29.62	25.42
ROE	17.79	23.21	42.48	37.52	35.94
ROA	9.67	11.52	20.71	16.40	14.76
ROIC	13.14	16.22	29.15	23.52	23.35
부채비율	59.66	43.30	56.73	77.56	64.68
순차입금비율	-5.56	-8.65	-21.09	18.69	20.64
EBITDA/현금지급이자	22.43	16.83	23.35	22.59	16.95
현금비율	1.31	1.03	1.77	1.03	0.81
유동비율	2.44	2.30	3.14	2.70	2.30
PER	16.07	18.00	17.00	7.73	18.74
PBR	2.51	4.28	6.43	4.57	6.21
EV/EBIT	11.01	14.07	14.77	7.25	15.74
EV/EBITDA	9.03	11.91	13.38	6.58	14.20

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 주식 투자전략

China Equity/Strategy Analyst 홍록기
02-3787-4733 hongluckiee@kiwoom.com

BOE, 중화권 NO.1 디스플레이 기업의 진화

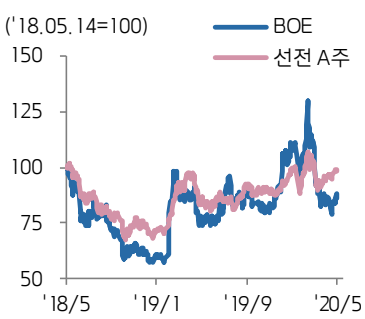
블룸버그 목표주가	CNY 4.31
현재주가 (5/11)	CNY 3.95

Stock Data

산업분류	하드웨어
벤치마크 현재주가	1,888.5
현재주가/목표주가	3.95 / 4.3
52주 최고/최저	5.9 / 3.3
시가총액(mln)	133,343.2
유통주식수(mln)	33,862.3

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-13.0	3.9	11.0	12.9
선전A주	4.8	4.9	12.0	15.1



◎ 기업 영문명:BOE, 중문명: 京东方科技集团股份有限公司

◎ BOE 실적 성장 둔화. LCD패널 가격 전망은 여전히 부정적. 그러나 BOE 수혜 전망
- 실적 부진 요인: LCD패널 가격 하락에 따른 기업 마진 축소. COVID19에 의한 조업일수 및 패널 수요 감소

◎ 투자 포인트 1. 중국 당국의 디스플레이 산업 육성 정책
- LCD 패널 하락세에도 불구, BOE는 생산량과 시장점유율을 꾸준히 늘림

◎ 투자 포인트 2. 긍정적인 수요 전망
- 가전제품/전자기기 추가 수요 발생 전망. 다양한 스마트폰 제조사와 협력 강화로 OLED 성장 기대감

◎ IOT, 스마트 의료 서비스 성장으로 매출 다각화. 그 외 새로운 성장동력으로 DOT 주목

(백만 USD)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	97,109	116,060	130,386	154,096
영업이익	6,898	2,050	4,154	9,780
영업이익률(%)	7.1	1.8	3.2	6.3
순이익	3,435	1,919	3,666	6,407
EPS(USD)	0.1	0.1	0.1	0.2
증가율(%)	-54.5	-50.0	140.0	67.5
PER(배)	19.9	54.5	33.7	20.7
PBR(배)	0.8	1.0	1.4	1.4
ROE(%)	4.0	2.0	3.7	5.9
배당수익률(%)	1.9	0.7	n/a	n/a

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

BOE 실적 부진

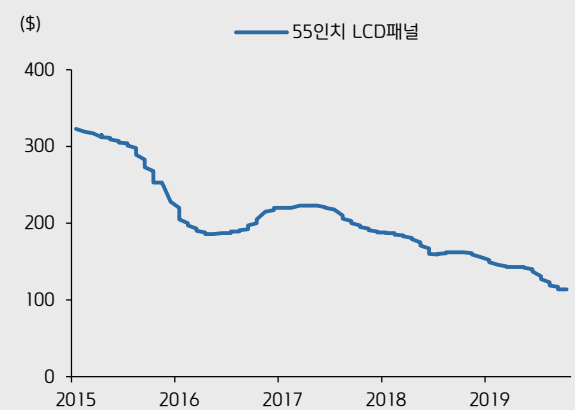
◎ BOE 순이익은 LCD패널 가격 하락 영향으로 하락

- 4/28일 FY19, FY20.1Q 실적 발표
- FY19 매출은 1,160억 위안(YoY+19.5%), 순이익 19.19억 위안(YoY-44.2%)
- 매출은 견조한 성장세 유지, 그러나 순이익은 LCD패널 시장가격 하락에 따른 기업 마진 축소 영향으로 전년대비 감소
- FY20.1Q 매출은 258.8억 위안(YoY-2.2%), 순이익 5.67억 위안(YoY-46.1%)
- 동사 전체 매출은 COVID19에 의한 조업일수 및 패널 수요 감소 영향으로 전년대비 감소

◎ LCD패널 가격 전망은 여전히 부정적. 그러나 BOE 수혜 전망

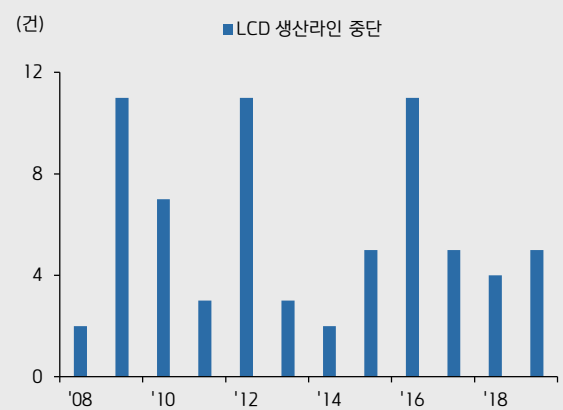
- LCD패널 가격은 중국發 과잉공급 영향으로 하락
- 이에 주요 LCD업체는 생산라인을 축소 및 폐쇄함(2015~19년, 총 30개 LCD 생산라인 폐쇄)
- LCD패널 가격 하락 불구, 중국당국의 디스플레이 산업 육성 정책 영향으로 BOE 수혜 전망

55인치 LCD패널 가격 추이



자료: WitsView, Bloomberg, 키움증권

중국 LCD 패널 생산라인 폐쇄



자료: HIS, 中화태증권, 키움증권

중국당국의 디스플레이 산업 육성 정책

◎ LCD 패널 하락세에도 불구, BOE는 생산량과 시장 점유율을 꾸준히 늘림
- 주요부품 국산화, 산업 공급라인 최적화를 위해 대규모 보조금 정책 전개

디스플레이 산업 육성정책

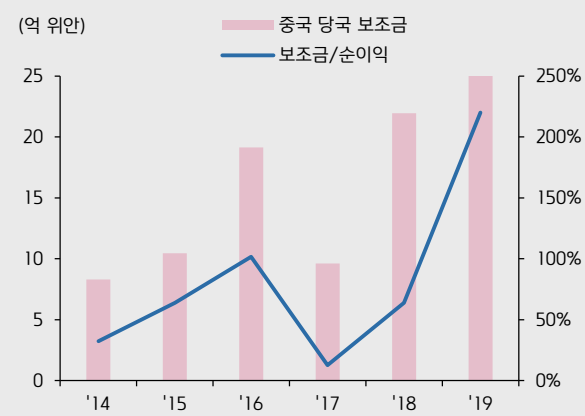
날짜	정책 이름	내용
2009/04	**〈디지털 정보산업 조율 및 진흥 관련 규칙〉**	**디스플레이 산업 생산, 완제품 조립 일체화, 유리기판 제조 등 영역에서 기술적 협력**
2010/01	〈2010-2012년 패널 산업 발전 계획〉	LCD산업체인 최적화, 최신 디스플레이 패널 및 모듈 기술 개발, 관련 사업에 대한 공신부와 발개위의 비준 절차
2011/07	〈국가 십이오 계획에 따른 과학기술 발전 계획〉	패널 주요 부품의 국산화 추진
2011/12	〈공업 발전 계획 (2011-2015년)〉	최신 LCD패널 개발, 글로벌 디스플레이 산업 비중 20%이상 목표 언급
2012/02	〈디지털 정보산업 관련 국무원 십이오 발전 계획〉	패널 산업 연 성장률 30%이상, 매출 1500억위안 이상, 글로벌 시장 점유율 20%이상 목표 가시화
2012/04	〈일부 상품의 수출입 관세 조정 관련 통지〉	백라이트 모듈 없는 32인치 이상 액정 패널에 대한 (최혜국)관세를 3%에서 5%로 인상
2012/05	〈에너지 고효율 TV패널 관련 세부적 규칙〉	32인치 이상 TV 보조금 250~300위안 지급
2012/09	〈신형 디스플레이 패널 관련 '십이오' 사업 계획〉	2015년까지 산업체인 생산규모 가치 5000억위안 까지 확장
2014/10	〈2014-2016년 신형 디스플레이 산업혁신 관련 실행 계획〉	2016년까지 면적 당 출하량세계 2위, 글로벌 시장 점유율 20% 달성, 산업 전체 규모 3000억위안 초과 목표 설정
2015/12	〈대한민국 정부와 중화인민공화국간 자유무역협정〉	한국산 디스플레이 패널 관세 5% 유지, 9번째 해 2.5%까지 인하, 10번째 해 0%
2018/10	〈콘텐츠 소비 확대를 위한 3년간 시행계획(2018-2020년〉	기업의 최신 디스플레이 패널 양산 기술 지원, 하이엔드 소비 부문 성장, 스마트 기술 적용 분야 확대 지원
2019/03	〈초고화질 시청산업 발전 시행 계획(2019-2022년)〉	4K TV의 전체 시장 40%이상, 미디어 산업 내 고화질 표준 시스템 마련, 중앙/지방 방송국의 4K방송, 4K 고화질 방송 1만시간/연 달성

자료: 중국언론 자료 모음, 키움증권

글로벌 디스플레이 NO.1 기업으로 가는 길

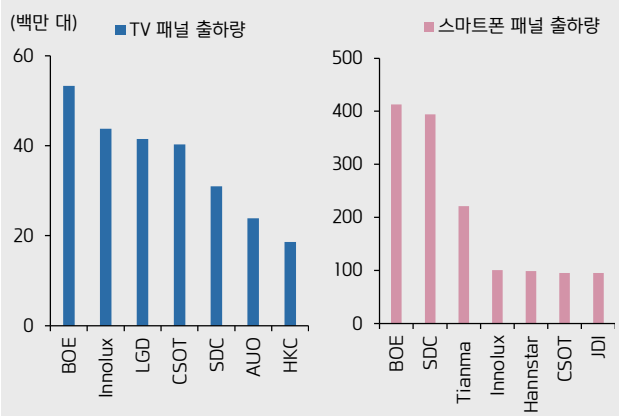
◎ BOE에 지급된 보조금은 42.2억 위안(동사 매출 4%, 순이익 220% 수준)
◎ 글로벌 디스플레이 시장 점유율 1위로 성장
- FY19, TV 디스플레이 패널 출하량은 5,330만 대, 스마트폰 디스플레이 패널 출하량 4.13억 대

중국당국의 대규모 보조금은 BOE 실적 성장에 일조



자료: BOE, 키움증권 리서치

FY'19 TV, 스마트폰 LCD패널 출하량 1위 기록



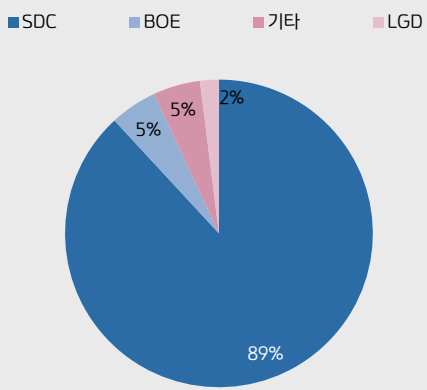
자료: Sigmaintel, CIINO Research, 키움증권 리서치

긍정적인 수요 전망

◎ 가전제품 및 전자기기 추가 수요가 발생할 것으로 판단
- COVID-19 이후, 내수 확대 부양책으로 이구환신(以旧换新) 캠페인 재등장
- 중국 당국의 가전제품 보조금 지원, 소비 쿠폰 제공을 통해 가전제품 소비 확대 유도

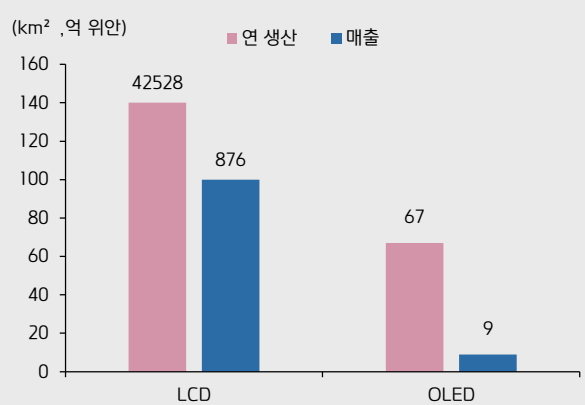
◎ 다양한 스마트폰 제조사와 협력 강화로 동사 OLED 시장점유율 확대 전망
- 현재 모토로라 Raze, Oppo Ace2 5G, 노키아 X 제품에 패널 부품 납품 중
- 화웨이의 MateXs의 Flexible AMOLED패널 공급
- 최근 아이폰 12 패널 공급 가능성 제기

스마트폰용 OLED 기업별 시장점유율



자료: Bloomberg, 키움증권

LCD, OLED 생산량 및 매출 비교



자료: Wind, 中화태증권, 키움증권 리서치

그 외 새로운 성장 동력

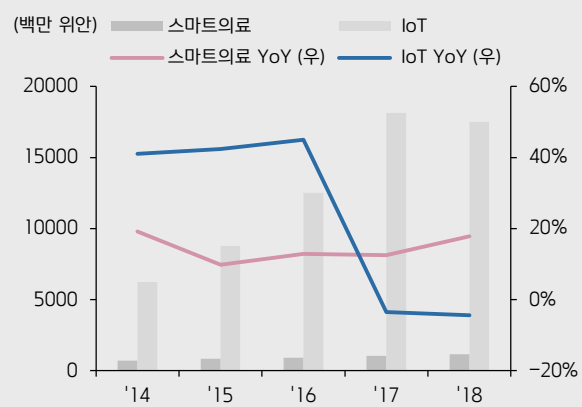
◎ IOT와 스마트의료서비스

- IOT는 스마트 제조업과 IOT 솔루션으로 분류. 금융·오피스·교통·에너지·소매판매 등 다양한 고객층에 디스플레이 제품 제공, 사업 특성에 따른 IOT솔루션 서비스 제공
- 스마트 의료 서비스는 모바일 헬스, 스마트 병원으로 분류. 모바일 헬스는 개인 건강관리 플랫 폼. 스마트 병원은 AI와 빅데이터를 활용하여 건강 정보 및 유전자 정보 관리, 이와 관련된 IT솔루션 서비스 제공

◎ DOT (Display of Thing)시대 도래 가능성 주목

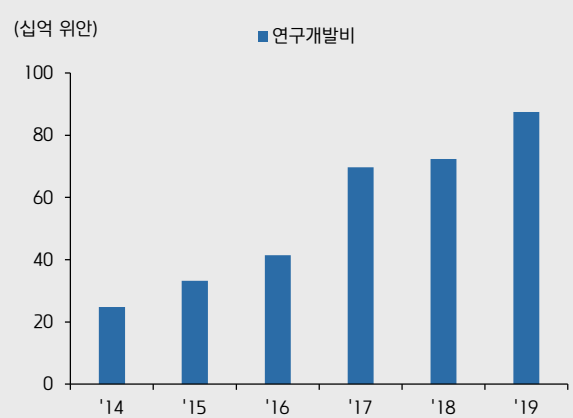
- 전제조건은 IOT기술과 그 정보를 신속하게 전달할 수 있는 5G 대중화, Flexible OLED
- BOE의 Flexible OLED 분야 경쟁력이 우수하다고 평가하기는 어려우나, 이를 보완하기 위해 적극적으로 투자 확대

IoT, 스마트의료 부문 매출



자료: BOE, 키움증권 리서치

연구개발비 추이



자료: BOE, 키움증권 리서치

재무제표

손익계산서

(CNY 백만)	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
매출액	**48,348**	**68,896**	**93,800**	**97,109**	**116,060**
매출원가	38,755	56,586	70,282	77,306	98,446
매출총이익, GAAP	**42,274**	**13,199**	**43,009**	**15,528**	**17,613**
판관비	3,593	4,771	6,404	7,405	7,546
연구개발비	2,188	2,619	3,178	5,040	6,700
영업이익, GAAP	**2,263**	**2,651**	**11,506**	**6,898**	**2,050**
영업외 (이익)손실	249	139	1,765	2,776	1,546
세전이익, GAAP	**2,013**	**2,512**	**9,741**	**4,122**	**504**
법인세비용	375	467	1,881	1,242	980
당기순이익, GAAP	**1,636**	**1,883**	**7,568**	**3,435**	**1,919**
EPS, GAAP	**0.046**	**0.054**	**0.22**	**0.1**	**0.05**
희석 EPS, GAAP	**0.05**	**0.054**	**0.22**	**0.1**	**0.05**
영업이익, 조정	**2,264**	**2,893**	**11,518**	**6,928**	**2,510**
당기순이익, 조정	**1,622**	**2,007**	**7,597**	**3,425**	**1,586**
EBITDA	**10,302**	**12,958**	**23,372**	**20,673**	**20,913**

재무상태표

(CNY 백만)	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
자산총계	**152,593**	**205,135**	**256,109**	**304,028**	**340,412**
유동자산	63,757	91,042	99,780	99,692	104,449
현금 및 현금성자산	39,804	49,415	57,704	48,880	57,246
매출채권	8,555	17,562	16,347	20,537	18,467
재고자산	6,609	7,833	8,958	11,985	12,396
비유동자산	88,836	114,093	156,328	204,336	235,964
유형자산	83,400	104,584	141,030	187,038	216,951
무형자산	1,688	1,707	1,537	4,385	4,336
부채총계	**74,242**	**113,119**	**151,824**	**183,671**	**199,355**
유동부채	28,871	41,440	49,736	62,228	78,378
매입채무	20,389	31,116	35,321	48,366	48,859
단기성부채	7,719	9,241	12,903	11,639	27,245
비유동부채	45,371	71,679	102,088	121,443	120,976
장기성부채	36,341	61,103	90,116	106,485	109,103
자본총계	**78,351**	**92,016**	**104,284**	**120,357**	**141,058**

현금흐름표

(CNY 백만)	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
영업활동으로 인한 현금흐름	**9,453**	**8,309**	**24,035**	**21,964**	**20,494**
감가상각비, 무형자산상각비	8,039	10,307	11,866	13,775	18,863
운전자본 변동	-1,027	-5709.2245	3018.2337	4535.4064	2,262
투자활동으로 인한 현금흐름	**-19,779**	**-24,644**	**-59,636**	**-47,420**	**-47,510**
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-18,607	-30,703	-47,742	-54,521	-49,416
유, 무형자산 처분	26	214.1373	6.9068	98.6446	20
재무활동으로 인한 현금흐름	**9,353**	**28,055**	**35,732**	**19,643**	**33,461**
지급배당금	-350	-352	-1,047	-1,726	-1,053
차입금의 증가(감소)	6,876	22,818	34769.101	17,094	24,707
자사주매입	0	0	0	0	0
현금증가	**-322**	**13,172**	**-1442**	**-4,563**	**6,920**
기초현금	36,505	36,183	49,355	47,913	43,351
기말현금	36,183	49,355	47,913	43,351	50,270
FCF	**-9,154**	**-22,394**	**-23,707**	**-32,557**	**-28,922**
FCFF	**-8,054**	**-20,481**	**-21,706**	**-30275**	**-31,309**

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

(%, 배)	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
매출이익률	3.38	2.73	8.07	3.54	1.65
영업이익률	4.68	3.85	12.27	7.10	1.77
EBITDA 마진	21.31	18.81	24.92	21.29	18.02
ROE	2.13	2.41	9.26	4.03	2.01
ROA	1.13	1.05	3.28	1.23	0.60
ROIC	1.56	1.49	5.14	2.14	-0.73
부채비율	56.86	89.38	121.47	137.58	143.44
순차입금비율	5.43	22.75	43.45	57.53	56.08
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비율	1.38	1.19	1.16	0.79	0.73
유동비율	2.21	2.20	2.01	1.60	1.33
PER	41.85	36.96	18.82	19.94	54.53
PBR	0.87	0.89	1.70	0.81	1.00
EV/EBIT	32.18	39.28	18.15	25.10	107.30
EV/EBITDA	7.07	8.04	8.94	8.37	10.52

자료: 키움증권 리서치센터

글로벌 ETF 투자전략

Global ETF Analyst 김진영
02-3787-4870 jykim@kiwoom.com

미국 반도체/디스플레이 투자 ETF

◎ 미국 반도체/디스플레이 투자에 ETF를 활용

- 반도체 시장의 공정별 세분화와 제품 다양화로 개별 기업에 대한 이해가 어렵다면 펀드 활용 가능
- 미국 ETF 시장 내 반도체/디스플레이 세부 업종에 투자할 수 있는 종목 다수 상장
- 글로벌 반도체 장비 시장의 45%를 점유하고 있는 미국에는 기술력 기반 대형화를 거친 업체들이 과점 구도를 형성
- 하반기 NAND, 비메모리, 디스플레이 투자 확대의 수혜가 예상되는 종목(램리서치, 어플라이드머터리얼즈, ASML, KLA-텐코, 테라다인 등) 비중이 높은 ETF가 매력적일 것. 반도체/디스플레이 장비에만 특화된 ETF는 부재하나, 관련 익스포져 높은 ETF를 보유하는 것 추천

◎ 미국 상장 글로벌 반도체 ETF

- SMH: 비메모리 제조부터 반도체 장비에 이르는 25개 핵심 기업에 투자하며, 유동성이 가장 풍부하고 보수 저렴
- SOXX: 미 상장 반도체 기업에 투자하는 가장 오래된 ETF로, 비메모리 시장 내 점유율 상위 기업들의 비중 높음. 분기 배당
- PSI: 반도체 장비 비중 높으나, 유동성과 보수 측면에서 peer 대비 매력도 낮음. 베타는 상대적으로 높은 편

미국 상장 반도체/디스플레이 투자 ETF List

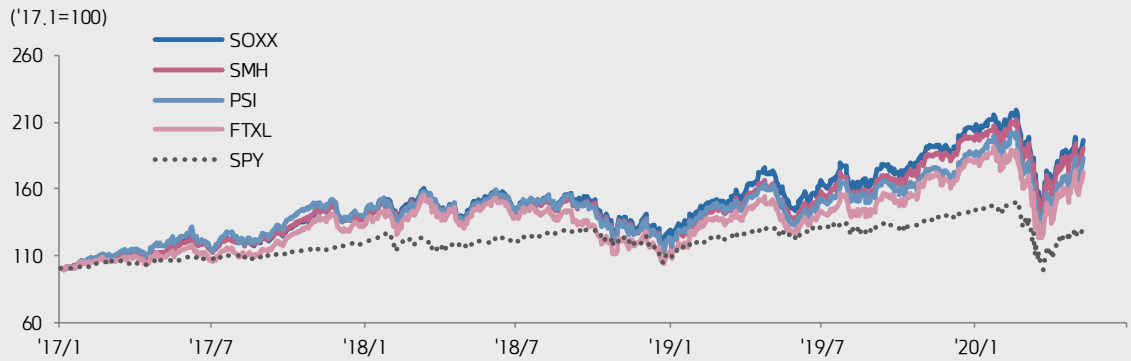
티커	ETF 명	AUM ($mln, 억원)	거래량 (3M,K)	운용보수 (%)	수익률 (%)				
					1M	3M	6M	1Y	3Y
SOXX	iShares PHLX Semiconductor ETF	2,566.9	1,236	0.46	+6.5	-12.0	-0.5	+22.2	+65.6
SMH	VanEck Vectors Semiconductor ETF	1,551.8	6,020	0.35	+6.0	-12.1	-0.2	+26.2	+60.5
XSD	SPDR® S&P® Semiconductor ETF	426.0	115	0.35	+9.7	-9.5	-0.3	+25.5	+62.5
PSI	Invesco Dynamic Semiconductors ETF	233.2	44	0.61	+10.1	-11.5	+1.9	+22.0	+48.1
FTXL	First Trust Nasdaq Semiconductor ETF	38.7	19	0.60	+9.3	-10.8	-0.7	+24.0	+51.9
SOXL	Direxion Daily Semiconductor Bull 3X Shares	1,122.6	2,825	0.95	+13.2	-60.1	-44.4	-8.2	+48.0
091160 KS	KODEX 반도체 ETF	433	81	0.47	+11.9	-15.8	+3.8	+13.0	-3.7
091230 KS	TIGER 반도체 ETF	327	86	0.48	+12.0	-15.8	+3.9	+13.4	-2.8

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2020-05-12 기준

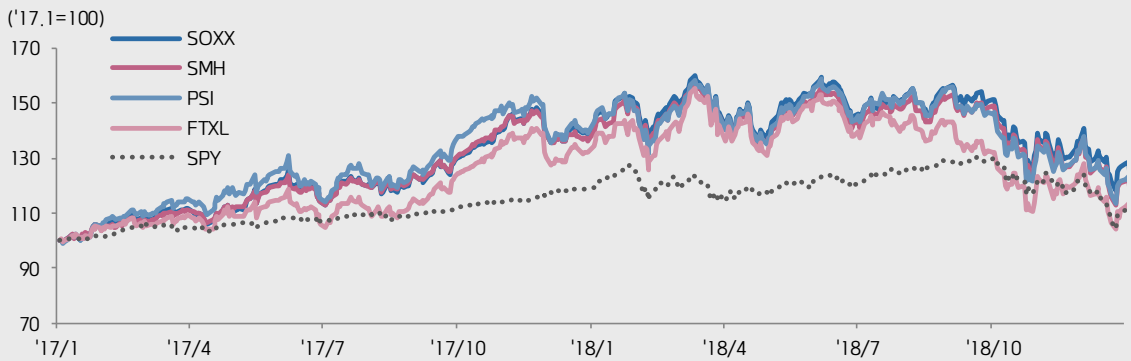
미국 반도체/디스플레이 투자 ETF

◎ 과거 반도체 대규모 Capex 투자가 진행됐던 '17~18년 반도체 ETF들의 BM 대비 큰 폭의 초과 수익 달성

미국 상장 반도체/디스플레이 ETF 주가 흐름



미국 상장 반도체/디스플레이 ETF, 2017~2018 슈퍼 사이클 구간 주가 흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

VanEck Vectors Semiconductor ETF (SMH:US)

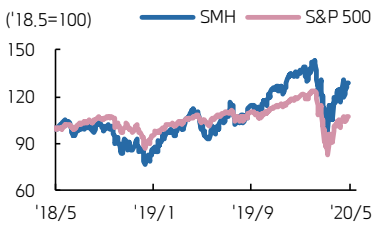
현재주가 (5/11)	USD 136.72

Stock Data

ETF 테마	미국 반도체
설정일	2011-12-21
운용보수 (%)	0.35
AUM (백만 USD)	1,595.65
유통주식수 (백만)	11.67
52주 최고/최저 (USD)	152.62 / 96.00
일평균 거래량 (3M)	5,395,642

Performance & Price Trend

주가수익률(%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-3.3	10.4	3.1	23.6
S&P 500	-9.3	5.0	-5.1	2.1



◎ 비메모리 제조부터 장비에 이르는 25개 핵심 기업에 투자

- 2011년 VanEck에서 출시한 반도체 ETF로 동종 산업 내 AUM 2위, 거래량 측면에서 유동성이 가장 풍부

◎ NAND, 비메모리, 디스플레이 투자 수혜 예상되는 반도체/디스플레이 장비 비중 높아

- 코로나 19에도 불구하고 하반기 삼성전자의 투자 감안 시 국내 및 미국 장비 업체들의 수혜 확대 예상
- ASML(5.14%), AMAT(4.12%), 램리서치(3.85%), KLA-텐코(3.25%) 등 대표 반도체 장비업체 약 18% 보유
- 이 외 특징적으로 TSMC(11.76%), 인텔(10.41%), 엔비디아(7.80%) 등 파운드리, CPU/GPU 비중 역시 높은데, 하반기 언택트 소비 연장에 따른 서버 수요가 이어질 것을 예상한다면 ETF 주가 측면에서는 매력적
- 한편 미 정부의 인텔, TSMC에 대한 팹 이전 요구 이슈는 아직 확정된 바 없으나, 미국 내 광범위한 반도체 공급망 구축, 자국 기업 생산/투자 지원에 대한 정부 의지는 재확인. 그 만큼, 투자 확대 필요성이 부각되는 상황

◎ 기초자산의 향후 실적 전망 안정적

- MVIS US Listed Semiconductor 25 Index를 기초자산으로 추종. 동 지수는 1) 반도체 산업에서 매출 50% 이상 창출하는 반도체/장비 업체 중, 2) 시가총액 1.5억 달러 이상 및 3개월 평균 거래대금 백만달러 이상인 종목을 시가총액 가중 평균하여 구성, 개별 종목의 비중 한도는 20%로 높은 편
- ETF 포트폴리오는 미국 20개(75.1%), 네덜란드 3개(11.7%), 대만 1개(11.7%) 등으로 분산
- 컨센서스 상 기초자산의 매출액 및 순이익, 이익률은 올해와 내년 모두 2019년 대비 꾸준히 증가할 것으로 전망

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY17	CY18	CY19	CY20E	CY21E
매출액	422.5	520.5	519.1	538.2	594.4
EBIT	103.8	151.0	121.4	150.8	182.8
EBIT이익률(%)	24.7	28.4	23.2	28.0	30.8
순이익	97.3	133.0	108.9	125.8	154.7
PER(배)	19.3	12.7	25.4	21.2	17.3
PBR(배)	4.5	3.5	5.3	4.8	4.4
ROE(%)	18.9	29.9	20.2	24.4	23.9
배당수익률(%)	1.5	2.1	1.7	1.8	2.0

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2020-05-11 기준

VanEck Vectors Semiconductor ETF (SMH:US)

ETF Profile

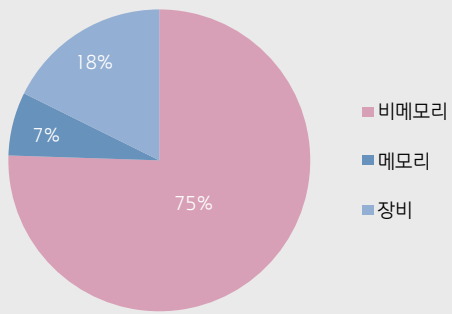
발행사	Van Eck Associates Corp
상장일	2011-12-21
운용보수	0.35%
AUM ($mln)	1,595.65
거래량 (1M/3M Avg.,k)	5,158 / 5,396
52주 최고/최저 ($)	152.62 / 96.00
12M 배당수익률 (%)	1.55
수익률 (1M/YTD/3Y)	10.37% / -3.32% / 65.48%
벤치마크	MVIS US Listed Semiconductor 25 Index
편입종목 수	25개
% Asset in Top10	63.9
Underlying 지수 구성	- 전체 매출이 반도체 산업에서 50% 이상 창출되는 업체 - 시가총액 1.5억 달러 이상, 지수 리밸런싱 시점 최근 3개월 일평균 거래대금 백만달러 이상, 6개월 이상 일평균 거래량 25만 주 이상 - 개별 종목 비중 최대 20%, 반기 리밸런싱 진행

자료: 각 운용사, Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2020-05-11 기준

구성종목 Top 15

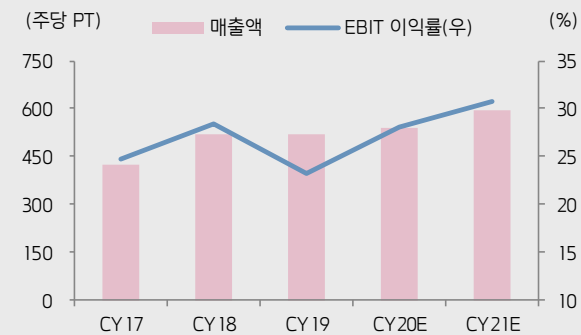
티커	종목 명	비중(%)	주요산업	수익률(%)		
				1M	6M	1Y
TSM	Taiwan Semicon.	11.8	파운드리	+8.4	+0.5	+22.3
INTC	Intel	10.4	PC·서버용 CPU	+5.2	+3.3	+30.2
NVDA	Nvidia	7.8	GPU	+22.7	+53.9	+91.1
ASML	ASML Holding	5.2	EUV 노광장비	+10.0	+13.8	+53.2
AVGO	Broadcom	5.0	네트워크 통신반도체	+8.3	-12.7	-9.4
TXN	Texas Instruments	4.8	아날로그 반도체	+6.7	-3.5	+2.0
QCOM	Qualcomm Inc	4.8	스마트폰 5G 칩셋	+12.4	-11.5	-6.2
AMD	Advanced Micro Devices	4.7	시스템 반도체 / CPU	+15.2	+51.8	+99.4
ADI	Analog Devices	4.7	아날로그 반도체/ DSP IC	+9.7	-4.3	-2.0
MU	Micron Tech.	4.4	메모리 반도체	+4.5	+2.8	+23.8
NXPI	NXP Semicon.	4.1	차량용(자율주행용) 반도체	+14.0	-13.8	+2.4
AMAT	Applied Materials	4.1	식각·증착공정 특화 반도체 장비	+8.9	-4.3	+32.4
LRCX	Lam Research	3.9	반도체 식각공정 장비	+1.5	-2.9	+32.5
KLAC	KLA Corp	3.3	반도체 공정제어·검사 장비	+12.4	-3.2	+48.0
XLNX	Xilinx	3.0	FPGA	+4.0	-9.2	-26.1

항목별 구성비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

기초자산 연간 실적 및 전망



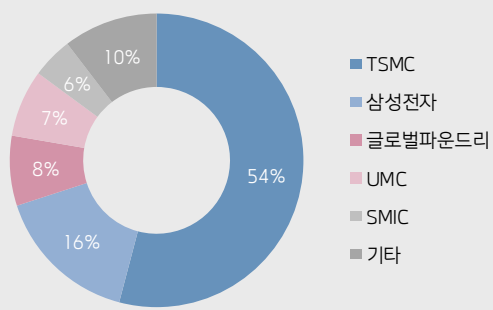
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

글로벌 반도체 장비 시장 점유율 (2019)

순위	기업명	비중(%)	세부 공정
1	ASML	21.6	EUV 노광장비
2	Applied Materials	19.4	식각/증착장비
3	Tokyo Electron	14.8	식각장비
4	Lam Research	14.2	식각장비
5	KLA-Tencor	6.9	공정제어·검사 장비
6	기타	23.1	

자료: Statista, 키움증권 리서치

글로벌 파운드리 시장 점유율 (1Q20): 삼성전자, 점유율 확대 위해 적극적 투자 진행



자료: 트렌드포스, 키움증권 리서치

iShares PHLX Semiconductor ETF (SOXX:US)

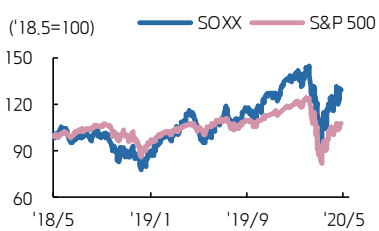
현재주가 (5/11)	USD 240.81

Stock Data

ETF 테마	미국 반도체
설정일	2001-07-13
운용보수 (%)	0.46
AUM (백만 USD)	2,636.87
유통주식수 (백만)	10.95
52주 최고/최저 (USD)	269.36 / 167.79
일평균 거래량 (3M)	1,235,914

Performance & Price Trend

주가수익률(%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-4.1	10.7	2.6	19.9
S&P 500	-9.3	5.0	-5.1	2.1



◎ 미국 1위 AUM을 지닌 반도체 대표 ETF

- SMH와 함께 미국 반도체 장비 익스포져가 높음. 반도체 ETF 중 운용기간이 가장 길고, AUM이 가장 큰 종목

◎ 다양한 비메모리 반도체와 장비 업체 투자에 적합

- 하반기 메모리, 비메모리, 디스플레이 설비투자가 늘어난다면 관련 장비 업체에 주목
- 반도체(80.4%), 장비(18.9%)로 분류되며, 장비에서 KLA-텐코(4.1%), AMAT(3.6%), 램리서치(3.5%), ASML(3.4%) 보유. 이 외 비메모리에서는 엔비디아(8.9%), 인텔(8.3%), 퀄컴(7.9%), AMD(4.5%)가 비중 상위
- PHLX Semiconductor Sector Index를 기초자산으로 추종. 동 지수는 1) 반도체 설계·유통·제조 관련 기업이자 2) 시가총액 1억 달러 이상, 최근 6개월 일평균 거래량 150만 주 이상인 종목으로 구성, 3) 개별 종목의 비중 한도는 8%이며 분기 리밸런싱 실시. 특정 종목에 대한 쏠림은 SMH 대비 낮음
- 또한, SMH가 연간 배당을 실시하는 것과 비교해 SOXX는 분기 배당 지급

◎ 장기적으로 신성장 중심 반도체 투자 확대로 20E~21E 실적 개선 전망

- 컨센서스 상, 기초자산의 2020~2021년 매출과 순이익, ROE가 2019년 대비 꾸준히 확대될 것으로 전망
- 향후 인공지능(AI), 차량용 반도체 산업 성장, 데이터센터 업체들의 투자 증대 등 신성장 분야 중심의 반도체 수요는 장기적으로 글로벌 반도체/장비 업황에 우호적
- 차량용 반도체에 대해서는 2분기 수요 우려가 있지만, 하반기 회복 기대가 시장에서 형성되고 있음

기초자산 Earnings & Valuation

(주당 PT)	CY17	CY18	CY19	CY20E	CY21E
매출액	293.2	345.3	348.9	357.5	396.3
EBIT	67.1	93.2	77.4	100.7	123.4
EBIT이익률(%)	23.0	26.4	22.0	28.2	31.1
순이익	64.4	85.6	71.1	84.0	103.8
PER(배)	20.0	13.5	26.3	21.3	17.2
PBR(배)	4.6	3.7	5.5	5.1	4.6
ROE(%)	14.6	29.7	18.5	24.4	25.0
배당수익률(%)	1.5	2.1	1.6	1.9	2.0

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2020-05-11 기준

iShares PHLX Semiconductor ETF (SOXX:US)

ETF Profile

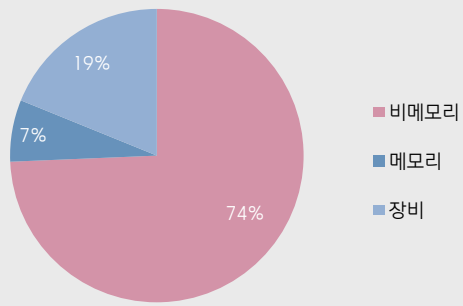
발행사	BlackRock Fund Advisors
상장일	2001-07-13
운용보수	0.46%
AUM ($mln)	2,636.87
거래량 (1M/3M Avg,K.)	1,269 / 1,236
52주 최고/최저 ($)	269.36 / 167.79
12M 배당수익률 (%)	1.36
수익률 (1M/YTD/3Y)	10.67% / -4.1% / 70.59%
벤치마크	PHLX SOX Semiconductor Sector Index
편입종목 수	31개
% Asset in Top10	60.2
Underlying 지수 구성	- 반도체 설계·유통·제조·판매 관련 기업으로 구성 - 시가총액 $1억, 6개월 일평균 거래량 150만 주 이상 - 분기 리밸런싱 작업 (종목당 8% 초과 편입 불가)

자료: 각 운용사, Bloomberg, 키움증권 리서치, 주) 2020-05-11 기준

구성종목 Top 15

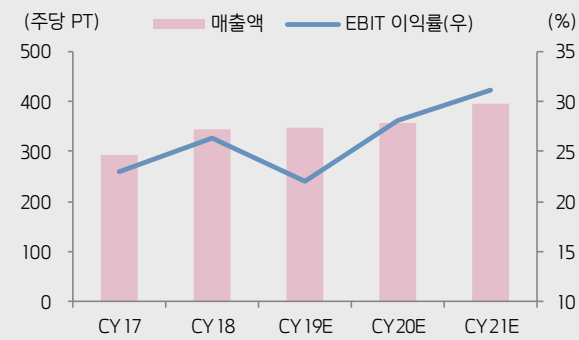
티커	종목 명	비중(%)	주요산업	수익률(%)		
				1M	6M	1Y
NVDA	Nvidia	8.9	GPU	+22.7	+53.9	+91.1
INTC	Intel	8.3	PC·서버용 CPU	+5.2	+3.3	+30.2
QCOM	Qualcomm	7.9	스마트폰·5G 칩셋	+12.4	-11.5	-6.2
AVGO	Broadcom	7.7	네트워크 통신반도체	+8.3	-12.7	-9.4
TXN	Texas Instrument	7.7	아날로그 반도체	+6.7	-3.5	+2.0
AMD	Advanced Micro Devices	4.5	시스템 반도체 / CPU	+15.2	+51.8	+99.4
KLAC	KLA Corp	4.1	반도체 공정제어·검사 장비	+12.4	-3.2	+48.0
ADI	Analog Devices	3.9	아날로그 반도체/ DSP IC	+9.7	-4.3	-2.0
TSM	Taiwan Semicon.	3.8	파운드리	+8.4	+0.5	+22.3
AMAT	Applied Materials	3.6	식각·증착공정 특화 반도체 장비	+8.9	-4.3	+32.4
NXPI	NXP Semicon.	3.5	차량용(자율주행용) 반도체	+14.0	-13.8	+2.4
MU	Micron Tech.	3.5	메모리 반도체	+4.5	+2.8	+23.8
LRCX	LAM Research	3.5	반도체 식각공정 장비	+1.5	-2.9	+32.5
ASML	ASML Honding	3.4	EUV 노광장비	+10.0	+13.8	+53.2
XLNX	Xilinx	3.3	FPGA	+4.0	-9.2	-26.1

항목별 구성비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

기초자산 연간 실적 및 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

대표 반도체 기업 1분기 실적

기업명	소재지	매출액 (억 달러)	YoY	2분기 매출 가이던스
인텔	미국	198.3	23.5%	185.5
삼성전자	한국	464.0	5.6%	-
TSMC	대만	103.1	42.0%	-
SK하이닉스	한국	60.4	6.3%	-
브로드컴	미국	58.6	1.2%	57.0
퀄컴	미국	52.2	4.7%	44~52
마이크론	미국	48.0	-18%	46~52
텍사스인스트루먼트	미국	33.3	-7.4%	26~32

자료: 각 사, 키움증권 리서치, 주) CY20 1Q 기준

대표 반도체 기업 M&A 현황

기업	날짜	피인수 기업	주요 기술/사업
인텔	2020.5	무빗	교통경로 최적화 솔루션
	2019.12	하바나	인공지능(AI) 반도체
	2017.3	모빌아이	자율주행
엔비디아	2020.5	큐물러스 네트웍스	데이터센터 SW용 솔루션
	2020.4	멜라녹스	반도체 설계(팹리스)
삼성전자	2020.1	텔레웰드솔루션즈	5G/LTE망 설계/최적화
	2016.11	하만	전장/음향기기
인피니언테크	2020.4	사이프레스	전력, 차량용 반도체, 보안
NXP반도체	2019.5	마벨 무선랜 사업	

자료: 언론보도, 키움증권 리서치

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

◎ Compliance Notice

> 당사는 5월 13일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
> 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
> 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
> 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

◎ 고지사항

> 본 자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장 할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
> 본 자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
> 본 자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

◎ 투자의견 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

◎ 투자등급 비율 통계 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
삼성전자 (005930)	2018-05-29	BUY(Maintain)	68,000원	6개월	-27.17	-24.56
	2018-06-21	BUY(Maintain)	68,000원	6개월	-28.79	-24.56
	2018-07-06	BUY(Maintain)	68,000원	6개월	-30.75	-24.56
	2018-08-20	BUY(Maintain)	68,000원	6개월	-30.93	-24.56
	2018-08-28	BUY(Maintain)	68,000원	6개월	-31.16	-24.56
	2018-09-20	BUY(Maintain)	68,000원	6개월	-31.25	-24.56
	2018-10-08	BUY(Maintain)	68,000원	6개월	-32.05	-24.56
	2018-11-01	BUY(Maintain)	62,000원	6개월	-29.59	-27.10
	2018-11-26	BUY(Maintain)	58,000원	6개월	-26.72	-25.60
	2018-12-03	BUY(Maintain)	58,000원	6개월	-26.65	-25.43
	2018-12-05	BUY(Maintain)	58,000원	6개월	-28.30	-25.43
	2018-12-14	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-31.19	-30.09
	2019-01-09	BUY(Maintain)	50,000원	6개월	-19.64	-19.00
	2019-01-14	BUY(Maintain)	48,000원	6개월	-7.93	-3.33
	2019-02-11	BUY(Maintain)	52,000원	6개월	-10.52	-8.65
	2019-02-27	BUY(Maintain)	52,000원	6개월	-11.03	-8.65
	2019-03-04	BUY(Maintain)	52,000원	6개월	-12.68	-8.65
	2019-03-18	BUY(Maintain)	52,000원	6개월	-12.72	-8.65
	2019-03-27	BUY(Maintain)	52,000원	6개월	-12.57	-8.65
	2019-04-08	BUY(Maintain)	52,000원	6개월	-12.31	-8.65
	2019-05-02	BUY(Maintain)	52,000원	6개월	-13.20	-8.65
	2019-05-22	BUY(Maintain)	55,000원	6개월	-21.37	-18.55
	2019-06-11	BUY(Maintain)	55,000원	6개월	-19.08	-14.55
	2019-07-08	BUY(Maintain)	55,000원	6개월	-17.92	-14.00
	2019-08-01	BUY(Maintain)	55,000원	6개월	-17.24	-10.00
	2019-10-10	BUY(Maintain)	59,000원	6개월	-14.77	-13.05
	2019-11-01	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-18.29	-16.98
	2019-11-05	BUY(Maintain)	65,000원	6개월	-20.43	-17.38
	2019-12-10	BUY(Maintain)	65,000원	6개월	-20.44	-17.38
	2019-12-11	BUY(Maintain)	65,000원	6개월	-17.86	-12.62
	2020-01-09	BUY(Maintain)	69,000원	6개월	-13.88	-13.04
	2020-01-14	BUY(Maintain)	73,000원	6개월	-17.10	-14.52
	2020-01-31	BUY(Maintain)	73,000원	6개월	-20.49	-14.52
	2020-03-17	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-27.66	-22.78
	2020-03-26	BUY(Maintain)	60,000원	6개월	-20.75	-18.83
	2020-04-07	BUY(Maintain)	60,000원	6개월	-18.52	-14.33
	2020-04-29	BUY(Maintain)	60,000원	6개월	-18.41	-14.33
	2020-05-13	BUY(Maintain)	60,000원	6개월		

* 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
SK하이닉스 (000660)	2018-05-29	BUY(Maintain)	135,000원	6개월	-34.87	-29.63
	2018-07-19	BUY(Maintain)	135,000원	6개월	-34.92	-29.63
	2018-07-24	BUY(Maintain)	135,000원	6개월	-35.07	-29.63
	2018-07-26	BUY(Maintain)	135,000원	6개월	-36.77	-29.63
	2018-08-20	BUY(Maintain)	135,000원	6개월	-37.10	-29.63
	2018-08-28	BUY(Maintain)	135,000원	6개월	-39.17	-29.63
	2018-10-11	BUY(Maintain)	111,000원	6개월	-37.05	-34.77
	2018-10-26	BUY(Maintain)	111,000원	6개월	-36.88	-32.88
	2018-11-26	BUY(Maintain)	111,000원	6개월	-36.82	-32.88
	2018-12-03	BUY(Maintain)	111,000원	6개월	-36.83	-32.88
	2018-12-05	BUY(Maintain)	111,000원	6개월	-37.63	-32.88
	2018-12-17	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-36.76	-33.05
	2019-01-10	BUY(Maintain)	87,000원	6개월	-25.11	-24.94
	2019-01-14	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-24.44	-23.65
	2019-01-21	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-22.94	-17.06
	2019-01-25	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-16.31	-9.76
	2019-02-11	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-14.72	-8.94
	2019-03-04	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-15.95	-8.94
	2019-03-18	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-13.43	-3.76
	2019-04-26	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-12.76	-3.76
	2019-05-22	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-14.12	-3.76
	2019-06-13	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-15.14	-3.76
	2019-07-11	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-15.09	-3.76
	2019-07-26	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-17.23	-11.26
	2019-10-25	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-16.74	-10.84
	2019-11-05	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-24.06	-22.55
	2019-11-18	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-25.30	-22.27
	2019-12-10	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-20.20	-8.64
	2020-01-14	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-24.72	-22.31
	2020-02-03	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-24.43	-19.23
	2020-03-05	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-26.06	-19.23
	2020-03-17	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-33.97	-28.50
	2020-04-08	BUY(Maintain)	105,000원	6개월	-20.76	-19.05
	2020-04-24	BUY(Maintain)	105,000원	6개월	-21.03	-19.05
	2020-05-13	BUY(Maintain)	105,000원	6개월		

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
SK머티리얼즈 (036490)	2018-05-29	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-21.19	-18.32
	2018-07-10	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-20.53	-17.41
	2018-08-28	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-19.35	-11.91
	2018-10-17	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-29.75	-22.60
	2018-11-26	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-33.90	-27.48
	2019-01-07	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-22.39	-19.40
	2019-02-11	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-19.96	-11.00
	2019-02-27	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-17.17	-10.80
	2019-05-22	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-19.17	-10.80
	2019-07-12	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-14.39	-8.55
	2019-07-31	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-22.57	-18.26
	2019-11-05	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-22.60	-16.52
	2020-01-14	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-22.61	-16.52
	2020-01-21	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-24.89	-21.36
	2020-02-10	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-29.57	-20.00
	2020-05-13	BUY(Maintain)	210,000원	6개월		
한솔케미칼 (014680)	2018-08-28	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-9.74	-3.00
	2018-10-24	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-28.68	-24.64
	2018-11-26	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-29.69	-24.64
	2019-01-07	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-28.40	-20.82
	2019-02-11	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-27.19	-17.09
	2019-02-27	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-26.27	-17.09
	2019-03-18	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-25.78	-17.09
	2019-11-05	BUY(Reinitiate)	130,000원	6개월	-22.90	-17.31
	2020-01-14	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-20.27	-8.85
	2020-02-11	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	-37.69	-19.29
	2020-05-13	BUY(Maintain)	115,000원	6개월		
리노공업 (058470)	2020-05-13	BUY(Initiate)	110,000원	6개월		

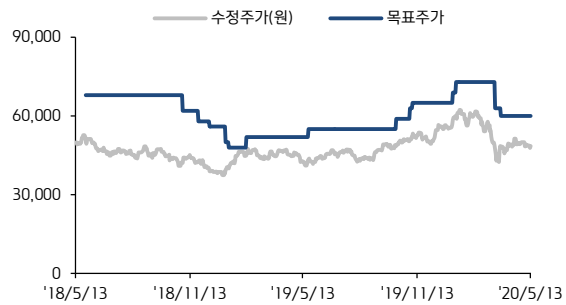
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
원익IPS (240810)	2018-05-24	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-34.32	-23.56
	2018-08-20	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-43.49	-23.56
담당자변경	2019-02-27	BUY(Reinitiate)	31,000원	6개월	-21.53	-9.84
	2019-11-05	BUY(Reinitiate)	42,000원	6개월	-18.73	-9.17
담당자변경	2020-02-25	BUY(Reinitiate)	43,000원	6개월	-34.85	-17.67
	2020-05-13	BUY(Maintain)	43,000원	6개월		
AP시스템 (265520)	2020-02-25	BUY(Initiate)	40,000원	6개월	-29.07	-23.63
	2020-03-05	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-35.23	-23.13
	2020-05-13	BUY(Maintain)	37,000원	6개월		
SFA반도체 (036540)	2020-05-13	BUY(Initiate)	7,500원	6개월		
에스에프에이 (056190)	2019-02-27	BUY(Initiate)	57,000원	6개월	-23.93	-16.67
	2019-05-02	BUY(Maintain)	57,000원	6개월	-26.59	-16.67
	2019-06-20	BUY(Maintain)	49,000원	6개월	-17.06	-8.98
	2019-11-15	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-18.20	-11.13
담당자변경	2020-02-25	BUY(Reinitiate)	56,000원	6개월	-38.57	-29.55
	2020-04-02	BUY(Maintain)	47,000원	6개월	-34.11	-31.28
	2020-04-07	BUY(Maintain)	47,000원	6개월	-28.19	-21.91
	2020-05-13	BUY(Maintain)	47,000원	6개월		
덕산네오룩스 (213420)	2019-02-27	BUY(Initiate)	24,000원	6개월	-22.43	0.42
	2019-11-22	BUY(Reinitiate)	28,000원	6개월	-4.64	33.21
담당자변경	2020-02-25	BUY(Reinitiate)	43,000원	6개월	-29.76	-16.98
	2020-04-09	BUY(Maintain)	37,000원	6개월	-20.08	-12.57
	2020-05-08	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-19.10	-18.75
	2020-05-13	BUY(Maintain)	40,000원	6개월		

* 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

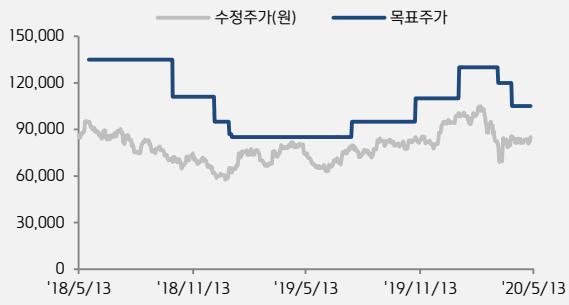
투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

목표주가추이(2개년)

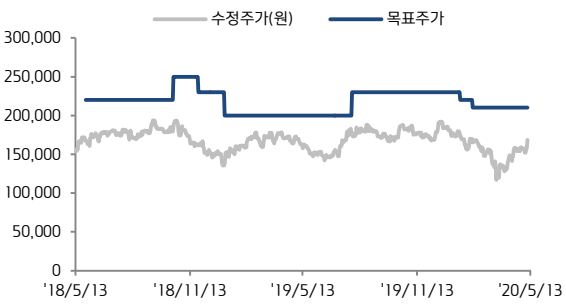
삼성전자



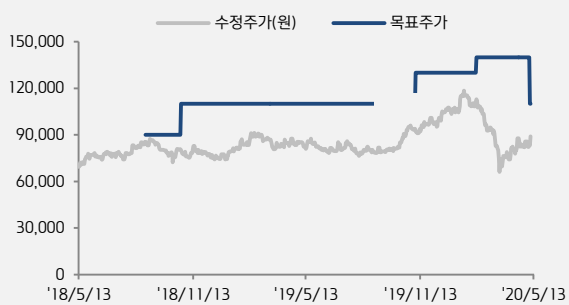
SK하이닉스



SK머티리얼즈



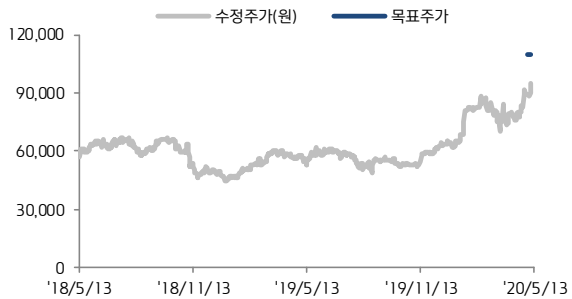
한솔케미칼



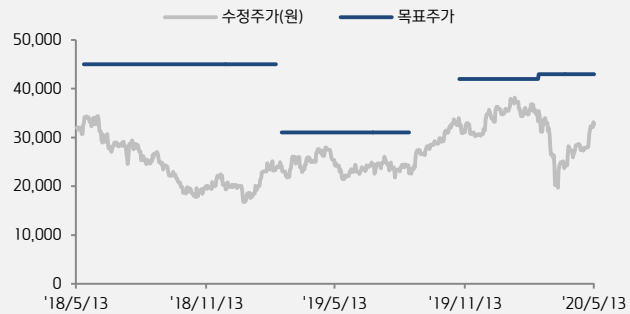
투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

목표주가추이(2개년)

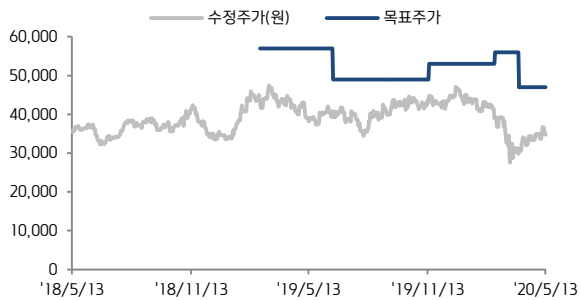
리노공업



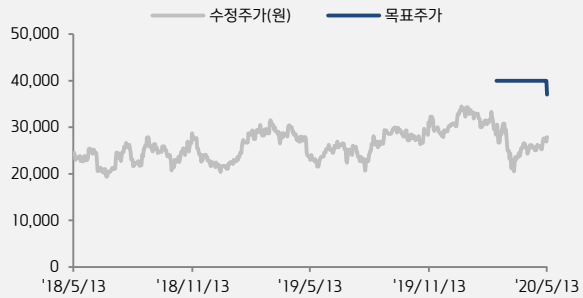
원익IPS



에스에프에이



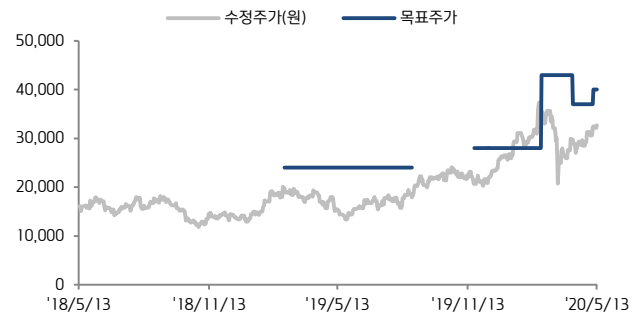
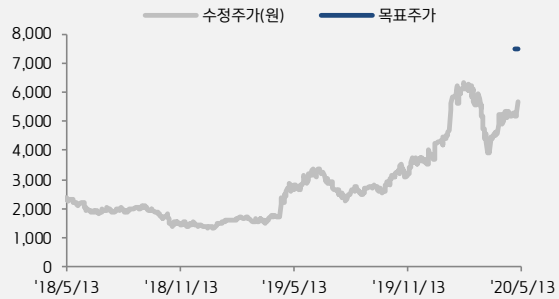
AP시스템



투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

목표주가추이(2개년)

덕산네오룩스



SFA반도체