



## CES 2019 Key Takeaways

# IT & 자동차



### 관심종목

종목	투자판단	적정주가
삼성전자 (005930)	Buy	49,000원
현대차 (005380)	Buy	140,000원
만도 (204320)	Buy	45,000원
기아차 (000270)	Buy	40,000원
LG디스플레이 (034220)	Buy	23,000원
SK하이닉스 (000660)	Trading Buy	74,000원

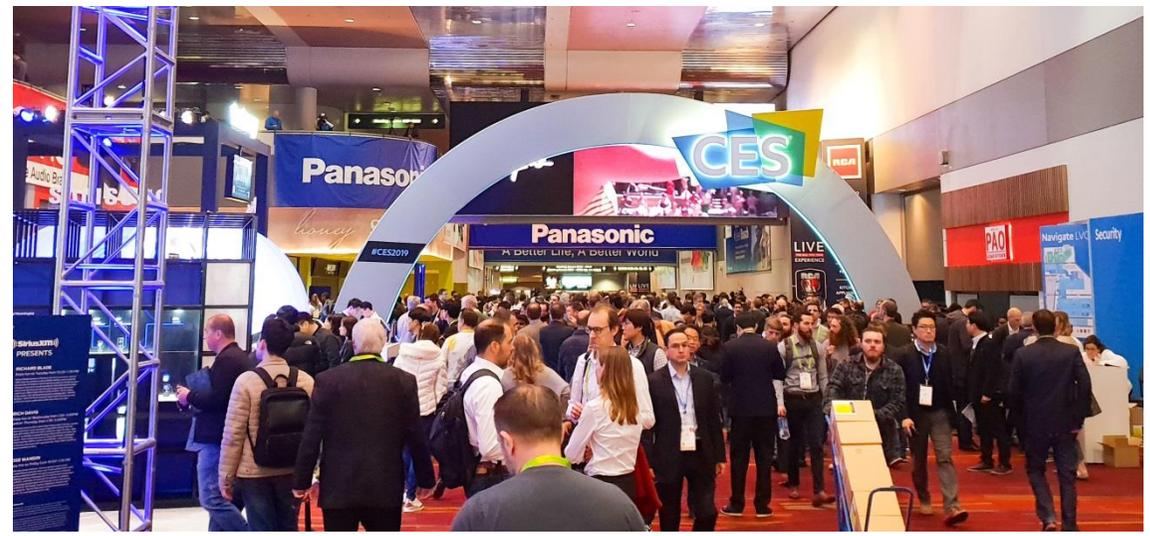




반도체/디스플레이  
Analyst 김선우  
02. 6098-6688  
sunwoo.kim@meritz.co.kr



자동차/타이어  
Analyst 김준성  
02. 6098-6690  
joonsung.kim@meritz.co.kr





# Contents

<b>Part I</b>	IT_CES 2019, IT의 진화방향	7
<b>Part II</b>	IT_CES 2019 시사점 모바일 기기의 진화와 사회화	35
<b>Part III</b>	자동차_ Beyond Technology	45
<b>Part IV</b>	자동차_ 현대차그룹 New Mobility 방향 점검	65
<b>Part V</b>	<b>기업분석</b>	<b>71</b>
	삼성전자 (005930)_ 시클릭컬 다운사이클과 급격한 이익 훼손	72
	현대차 (005380)_ 영업 레버리지의 발현을 기다리며	77
	만도 (204320)_ 19년 ADAS 매출 성장 +46% YoY 전망	80
	기아차 (000270)_ 아직은 비교열위의 펀더멘털 개선	85
	LG디스플레이 (034220)_ 장기적으로 더 큰 고민	88
	SK하이닉스 (000660)_ 유례 없는 급경사	92

# Executive Summary

## I IT – CES 2019: 장기적 관점의 IT 수요 성장 재확인. 문제는 중단기 수요 부진과 혁신 제품 개화까지의 소요 시간

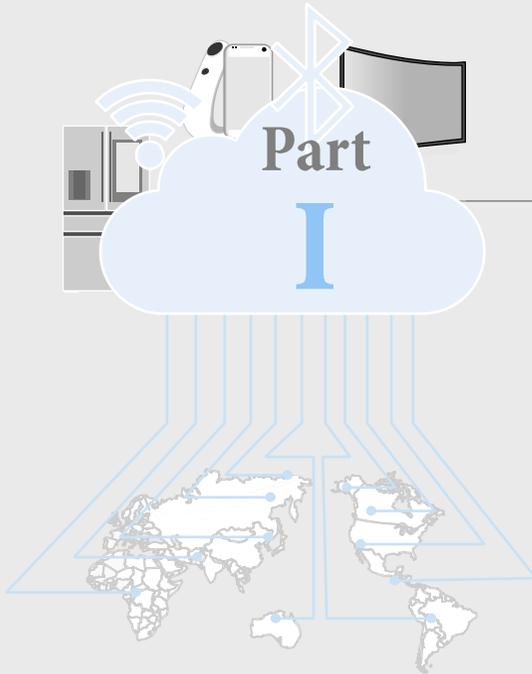
- '연결성 (Connectivity)'으로 대변되는 현재 IT 시장의 진화 방향은 '사람과 사람'의 연결에서 '사물과 사물'로 본격 확대되는 중
- IT 4대 기반기술 (5G, AI, 차세대 디스플레이, 로봇틱스)은 '모바일 기기'를 소비자와 소비자의 환경을 연결 시키는 중. 그 과정에서 폭발적으로 발생하는 데이터 처리를 위한 중장기 수요 성장은 CES를 통해 재확인
- 중단기적 시각에서 지금의 IT 전방시장 (1,300조원 가량)은 스마트폰의 역성장에 기반해 주요 부품들 (반도체, 디스플레이)의 공급 과잉 유발이 불가피할 전망. 역설적으로 수요 증가에 대한 공급 측면의 확신과 후발주자에 대한 견제 심리가 메모리를 공급과잉으로 반전시킴
- 전방시장 재성장을 위한 폴더블 기기의 본격적 상용화 시기는 올해 말로 예상되는 9인치 이상 기기부터 가능. 9인치 이하의 폴더블 기기는 제조비용만 증가될 뿐 가격 인상 여력과 실효성은 생략된 제품으로 판단. 폴더블 제품은 2020년부터 PC 수요를 흡수하며 폭발적 성장 가능

## II 자동차 – 완전 자율주행을 위한 기술의 발전은 이제 완성 단계, 사용자 경험 확대와 이를 통한 비즈니스 모델 구현에 대한 관심 증가 중

- 매년 가파른 성장을 이루어온 AI Computing 및 관련 Platform 기술 (Sensor Fusion, Crowd-Mapping, V2X 등). 지난 18년 CES를 기점으로 완전 자율주행의 기술적 완성에 대한 Roadmap이 확정된 이후부터는, 기술의 진화 그 자체에 대한 관심은 많이 줄어든 상황
- 19년 CES에서는 완전 자율주행 환경을 가정한 사용자 경험 (UX) 확대와 이 과정에서 발현 가능한 Riding Service 및 그 외의 새로운 비즈니스 모델 구현에 대한 관심이 집중. 새로운 비즈니스 모델 구현 위한 이종산업 간 다양한 종류의 Alliance 구축 심화
- 18년 12월 Waymo의 상용 서비스가 시작되었고, 19년 중에는 GM, Ford, Daimler, Uber의 상용 서비스 또한 개시. 그 밖에도 자율주행 환경 속 늘어난 시간 (25th hour) 을 소비로 연결시킬 수 있는 비즈니스 모델의 공개 (In-Car Entertainment, Payment)가 발 빠르게 이루어지고 있음

## III 기업분석 – 삼성전자, 현대차, 만도, 기아차, LG디스플레이, SK하이닉스

- **삼성전자** [Buy, TP: 4.9만원]: 19년 OP는 33조원으로 전년 59조원 대비 크게 감소. 방어주 관점 매력 증대 불구 성장 정체 우려가 더 큰 상황
- **현대차** [Buy, TP: 14만원]: 재고, 가동률, 인센티브 개선에 따른 영업 레버리지 발현 가능, 19년, 7년 만의 YoY 이익성장 실현 전망
- **만도** [Buy, TP: 4.5만원]: 중국 추가적인 이익훼손 가능성 제한적, 19년 ADAS 매출 성장 본격화와 현대차 가동률 개선으로 이익 성장 전환 전망
- **LG디스플레이** [Buy, TP: 2.3만원]: 가파른 주가 하락 이후 밸류에이션에 기반해 반등한 상황. 하지만 OP는 4Q18E 2,770억원 이후 적자 전환



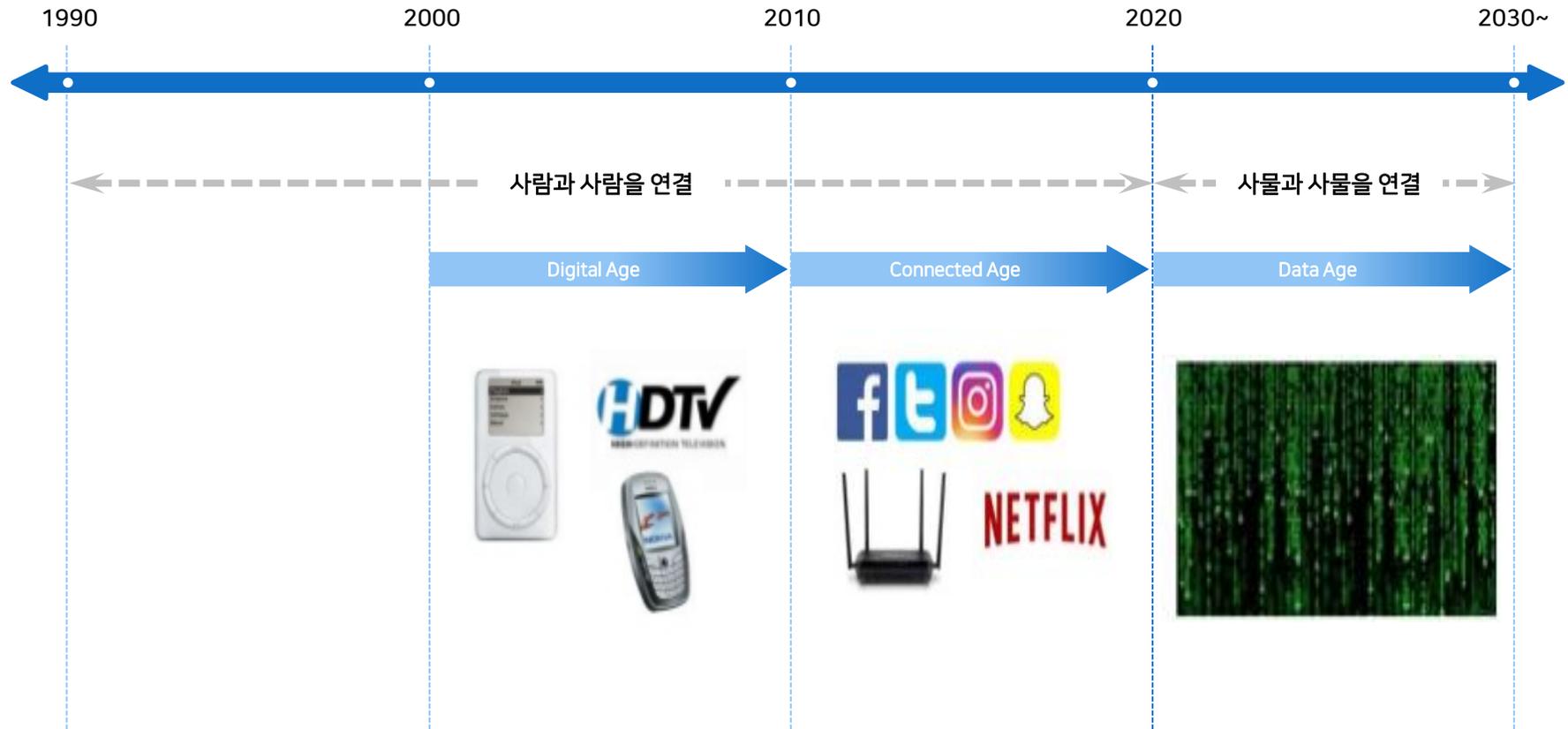
IT – Old Tech에서 New Tech로

# CES 2019, IT의 진화방향

Analyst 김선우  
02. 6309-6688  
sunwoo.kim@meritz.co.kr

# CES 2019: 연결의 시대, 우리는 지금 어디에 서있는가?

Top-down 테크 트렌드 분석 - 사람과 사람을 연결하는 시대에서, 사물과 사물을 연결하는 시대로...



자료: CES 2019, 메리츠증권증권 리서치센터



# 1-1. '연결'의 사회. 왜 5G를 향하는가?

- 5G는 향후 2-3년간 변화될 IT 기술들의 기반으로 가장 중요한 역할을 수행할 전망
- 현재 4G에서 통신 속도는 100배 가량 증가되며 다양한 신사업으로 발전 가능. 자율주행, 스마트시티 뿐 아니라 당사가 예상하는 폴더블 기기에도 5G는 필수적 역할을 수행할 전망
- 인텔, 퀄컴 등 연산처리 업체 뿐 아닌 IT, 자동차 업체들과 소재 업체 모두 CES 2019에서 관련 사업 공개

퀄컴과 인텔 등 통신칩의 5G 신기술 시연



자료: CES 2019, 메리츠증권증권 리서치센터

인텔의 5G 기반 평창 동계올림픽 중계 신기술



자료: CES 2019, 메리츠증권증권 리서치센터

# 1-2. 과거의 '연결'과 이제부터 펼쳐질 '연결'의 차이점

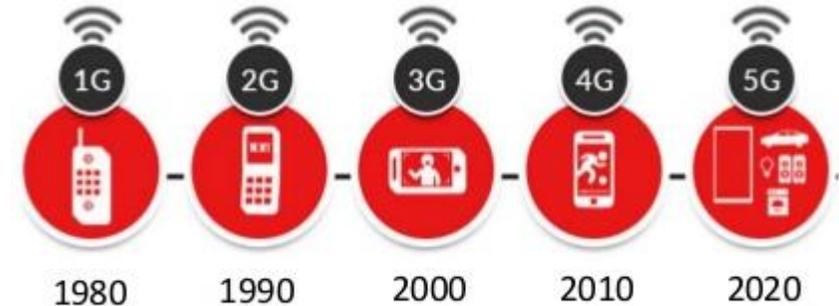
- 무선 통신이 시작된 1980년부터 지난 30여년간 IT 기술은 '사람'과 '사람'을 연결하며 성장해 옴
- 현재 포화된 모바일 시장은 역성장의 진통기를 지난 후 '사물'과 '사물'을 연결하는 과정에서 재성장
- 4G에서 5G로의 변화는 소비자에게는 한계적인 효익을 제공할 뿐이지만, 사물과 사물의 연결과정에서는 1) 속도 증가, 2) 지연속도 감소를 통해 혁신적 변화를 유발 가능

## 1980년부터 시작된 이동통신의 역사



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 2020년 5G 시작. 그 이후는 연결의 대상에 변화가 발생

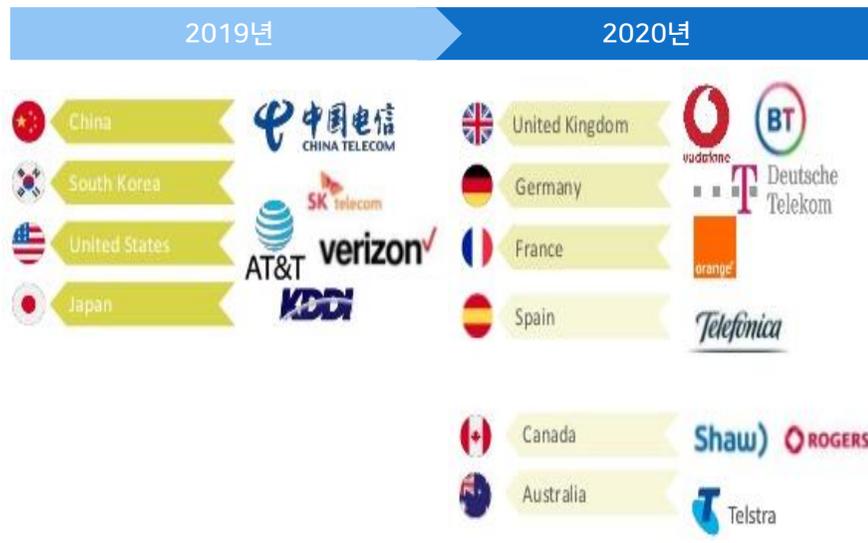


자료: CES 2019, 메리츠증권 리서치센터

# 1-3. 5G의 상징적 의미는 속도, 하지만 관건은 지연속도

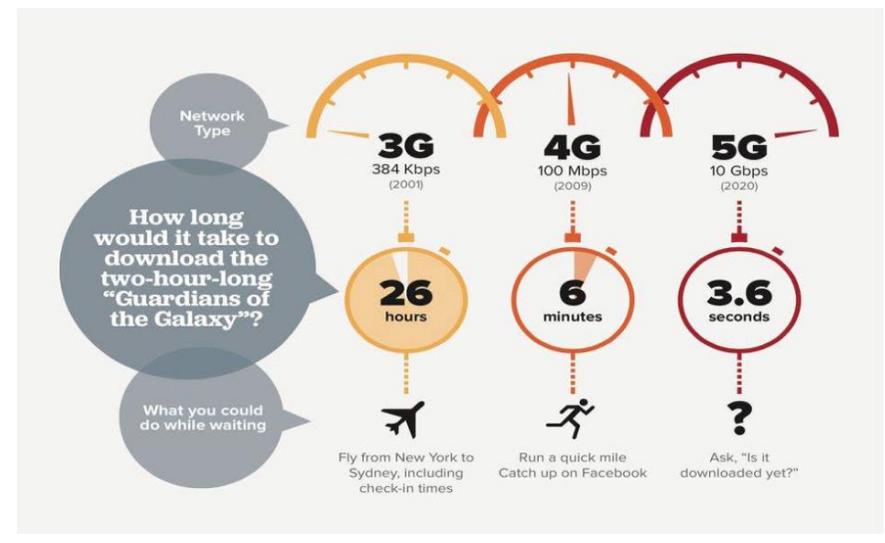
- 올해 한국, 미국, 중국, 일본에서 5G 시험 개통에 돌입
- 2020년 유럽 각국 뿐 아니라 캐나다, 호주에서도 5G 서비스는 시작될 전망
- 스마트폰 제조사 관점에서는 환기를 통한 마케팅 요인으로 활용 가능. 가장 크게 내세울 장점은 바로 100배까지 빨라질 수 있는 통신 속도
- 하지만 모바일 해상도에서 4G 환경에서 충분히 스트리밍으로 영상 시청이 가능한 만큼 5G의 차별화는 쉽지 않음. 자율주행 시장에서야 5G의 지연 속도 감소가 필수적으로 요구될 전망

## 5G 개발 로드맵 - 올해부터 통신사들의 상용화 시작 후 2020년 본격화



자료: CES 2019, 메리츠증권증권 리서치센터

## 5G기반에서 2시간 영화를 다운 받는데 걸리는 시간은 고작 3.6초



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 2-1. 데이터 홍수의 시대. 처리를 위한 프로세서의 발달

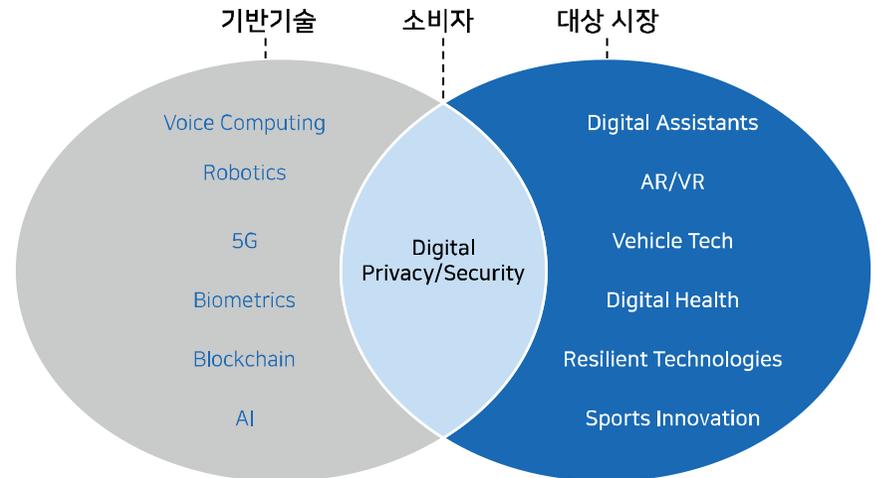
- 인공지능의 발달은 거창한 역할보다는 기능적 역할을 수행하며 발전할 전망
- 딥러닝과 머신러닝, 신경망에 기반한 인공지능은 인간이 시도할 수 없는 업무들에 대해 자체적으로 배워가며 자가발전 가능
- 인공지능은 5G, 로봇틱스 등과 함께 자율주행, 헬스케어, 여가활동 등 소비자의 생활 환경을 대폭 변화시킬 수 있음

### 폭발적으로 생성되는 데이터 처리를 위한 반도체 업체들의 시집 개발



자료: CES 2019, 메리츠중금증권 리서치센터

### 인공지능은 기반기술로 작용하며 인간 주변 환경에 큰 변화를 유발



자료: CES 2019, 메리츠중금증권 리서치센터

## 2-2. 음성인식 기반 '스마트'화

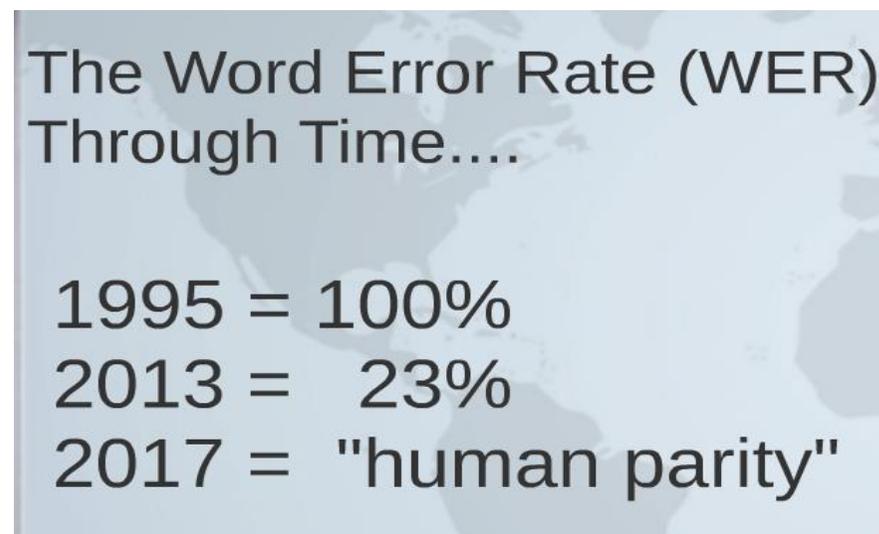
- 전자기기 조작 방식의 변화는 레버/다이얼 → 버튼 → 화면 (터치)로 발전해 옴
- 웨어러블의 등장 (제한적인 화면 크기)과 IoT 확산에 따른 새로운 조작방식의 등장은 필연적
- 음성인식률의 급속한 개선이 다채로운 음성제어를 가능하게 만들 것
- 아마존의 Alexa, 구글의 구글 어시스턴트, 삼성전자의 빅스비 등이 각축전
- CES 2017부터 본격화된 구글 어시스턴트의 Alliance 구성은 올해 들어 더욱 확대된 모습

기기 '조작'을 위한 방식은 터치를 위한 디스플레이의 확대로 발전



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

음성인식률은 이제 인간에 근접

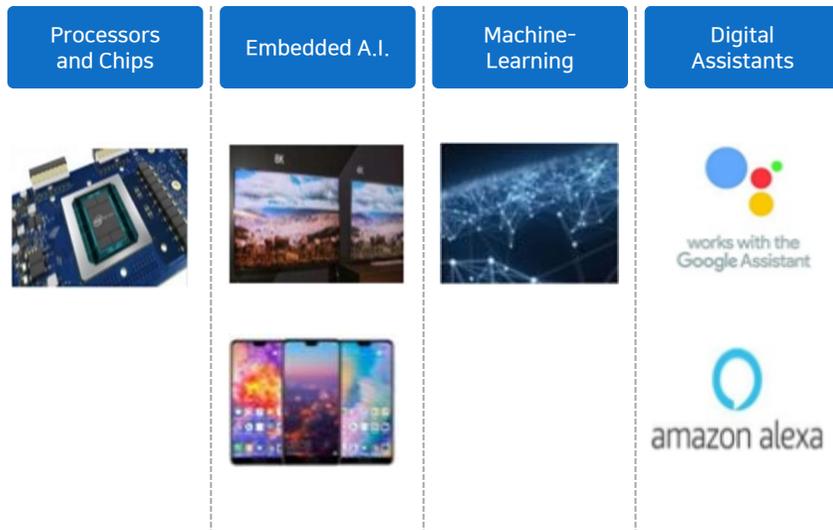


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 2-3. AI의 밸류체인. 프로세서부터 기능성까지...

- 스마트 스피커 (인공지능 비서)의 보편화는 지속되는 중
- 다만, 스마트 스피커는 향후 TV, 주방가전 등 다른 가전기기로 흡수 통합될 수 있음
- 현재까지의 '대화'형 스피커의 한계를 인식하고 인간과 소통하는 '교류'형 기술을 개발 중
- 선진 시장의 소비자들은 음성인식 비서 사용 경험이 빠르게 증가하며 동시에 데이터 축적 속도 역시 가파르게 상승하는 중

### AI 구성 요소 - 반도체, 단말기, 머신러닝, 보이스 어시스턴트까지 포괄



### 미국 소비자들의 음성인식 비서 사용 경험은 빠르게 증가하는 중

디지털 어시스턴트	사용률
Ask questions (general Internet search)	63%
Check the weather	58%
Listen to music/radio/podcasts	50%
Set a timer or alarm	45%
Call someone	32%
Check the news/sports	30%
Send a message to someone	25%
Search for recipes/cooking information	23%
Check personal calendar	22%

자료: CES 2019, 메리츠총금증권 리서치센터

주: 미국 성인 기준  
자료: CTA, Voice Shopping Study, 메리츠총금증권 리서치센터

## 2-4. 분석을 토대로 다양한 처리를 담당하는 프로세서들

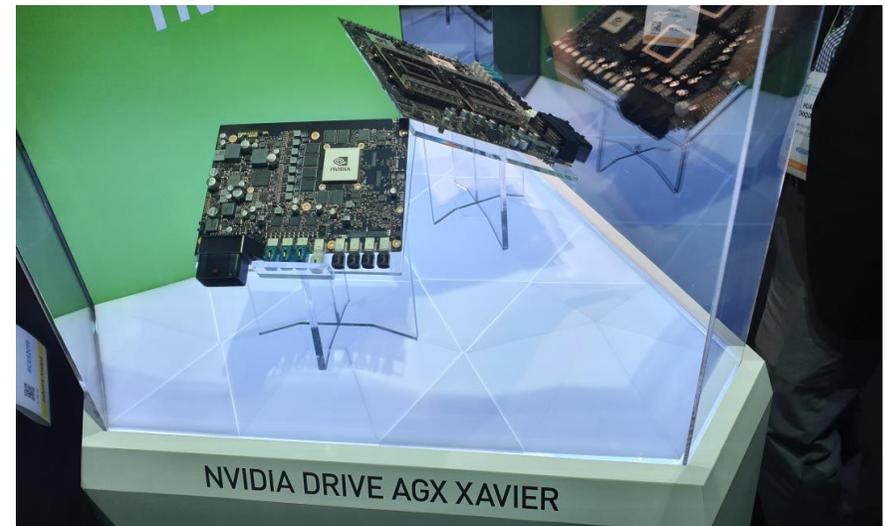
- 지난 해 인텔은 너바나 신경망프로세서를 통해 고성능 신경망 하드웨어 시장을 선점하겠다는 목표를 제시함. 이번 CES에서 인텔은 Project Athena를 통해 노트북 시장의 재정의의 시도
- 한편 자율주행 시장에서는 엔비디아의 Drive Xavier는 올해부터 상용화 시작
- Drive Pegasus 구성을 위해 Xavier는 추가 성능 향상을 이뤄냈으며, 상용화 과정에서 축적된 데이터를 통해 추가 발전이 가능할 전망

### 인텔 Project Athena – 연결성과 시를 강조한 노트북 프로세서 프로젝트



자료: CES 2019, 메리츠중금증권 리서치센터

### 자율주행에 적용되는 nVidia의 Drive Xavier

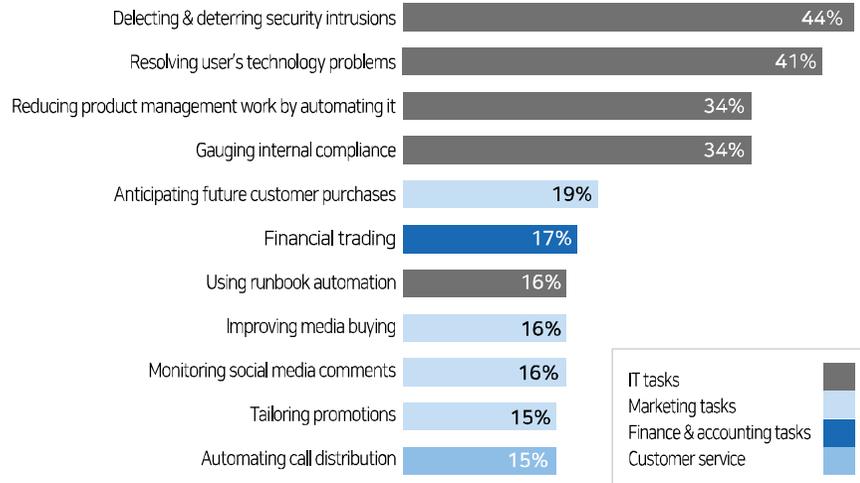


자료: CES 2019, 메리츠중금증권 리서치센터

## 2-5. 산업 효율성을 폭발적으로 증대시키는 AI

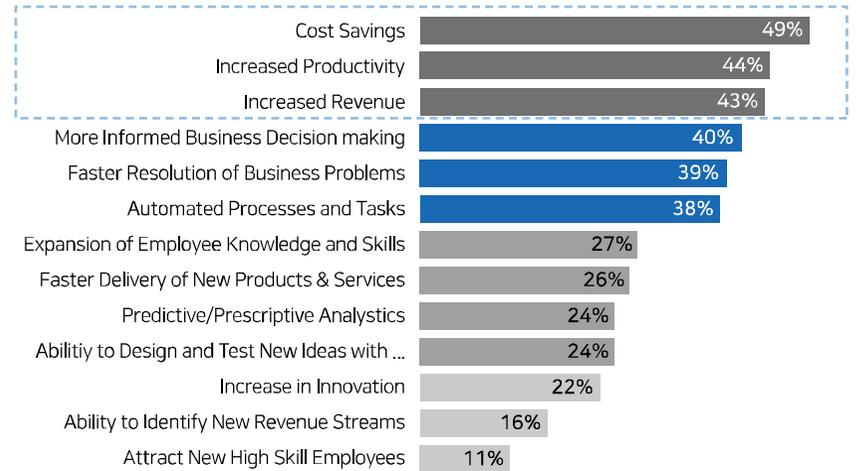
- 기업들은 원가절감, 생산량 증대, 매출 향상을 위한 인공지능 기반 전략 구성을 가속화시키는 중
- 미국 시장에서는 이미 2018년부터 소비 행태분석, 입지분석을 통해 AI가 다양한 산업으로 적용되어 감
- AI는 리테일 시장에서 원가 절감, 생산성 향상을 통한 매출 증대 등 다양한 효익을 제공

### AI는 마케팅, 금융, 고객대응 등 산업에 폭 넓게 적용되는 중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

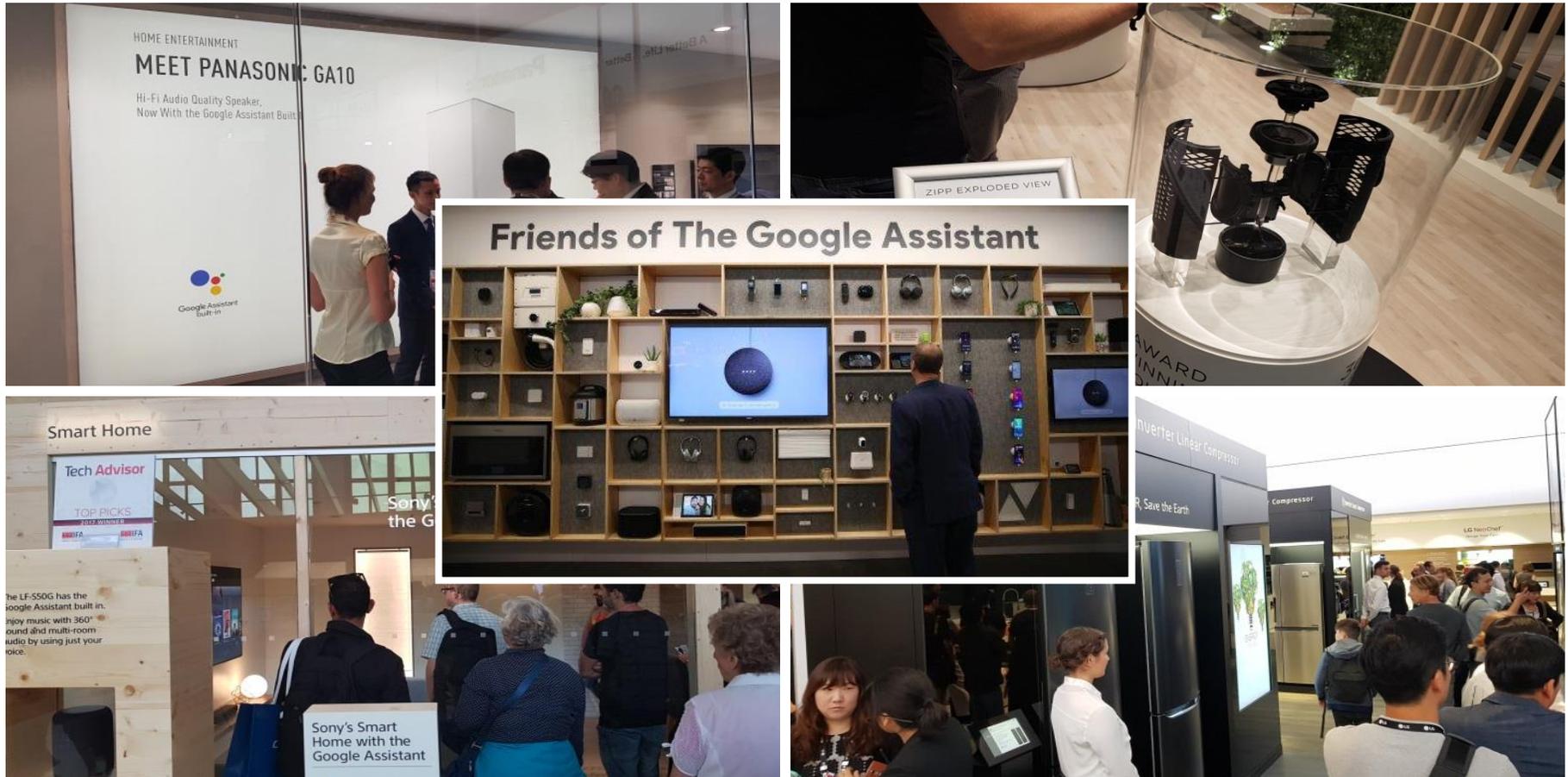
### 기업 입장에서 AI 분석을 통한 운영 효율성 증가는 빠르게 체감



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 2-6. 음성인식 기반 ‘스마트’화

### 구글 어시스턴트 – Alliance 구축에 더욱 가속화



자료: CES 2017-2019, 메리츠중금증권 리서치센터

## 2-7. 구글의 광폭 홍보. 음성인식화 처리 시연 열차

구글의 CES 2019 체험 부스 - 열차를 타고 다양한 하루 일과를 음성인식으로 처리하는 간접 경험 제공

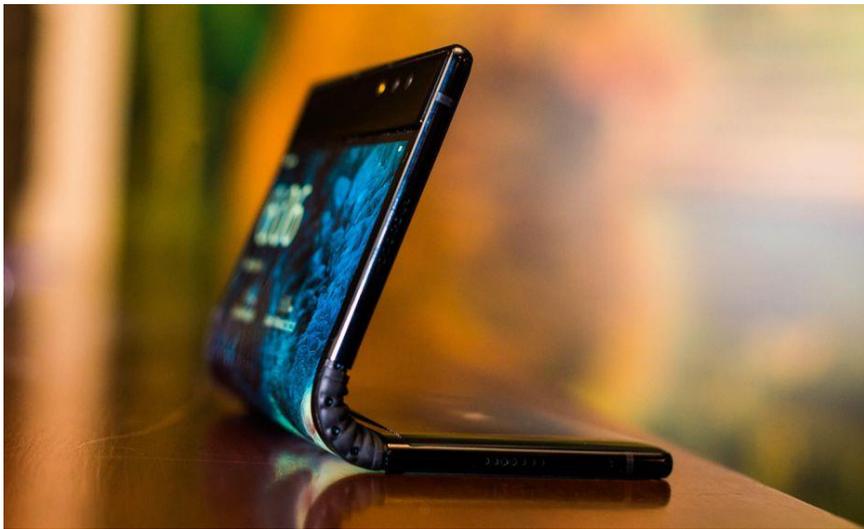


자료: CES 2019, 메리츠증권증권 리서치센터

## 3-1. 디스플레이: OLED, ‘폴더블’로의 여정

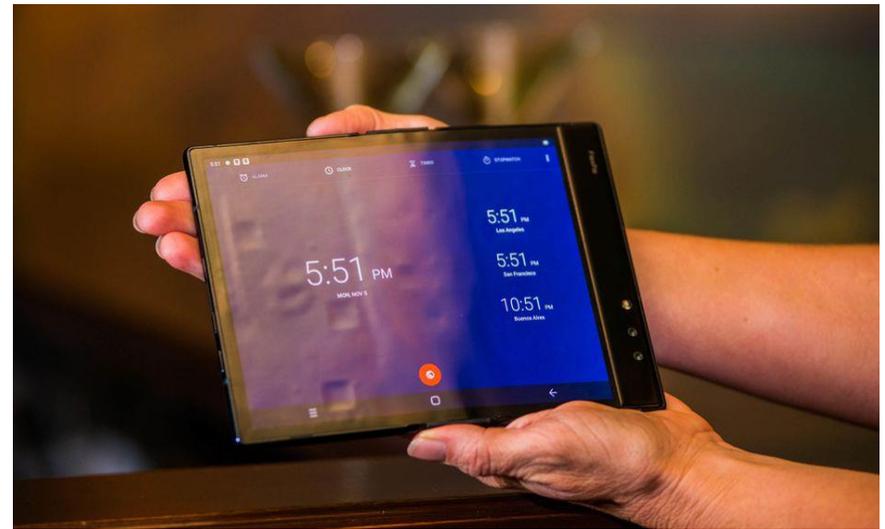
- 정보 전달의 마지막 기능을 수행하는 디스플레이의 발전은 지속되는 중
- 결국 제한된 공간 내에서 더 넓은 디스플레이 면적을 제공하기 위한 폴더블로의 여정은 진행되고 있음
- 지난 해 CES에서 삼성전자는 인폴드/아웃폴드의 모바일 기기를, LG디스플레이는 롤러블 TV를 제한적으로 공개했음
- 올해 CES에서 Royole은 기존에 공개했던 FlexPai를 대중에게 공개하며 선점 효과를 노림
- 하지만 기기의 두께와 사용성, 미흡한 마감을 감안 시 소비자 침투는 불가능에 가까운 제품이라는 결론

### Royole의 FlexPai – 아웃폴딩 방식의 기념비적 제품임은 분명하나...



자료: CES 2019, 메리츠증권증권 리서치센터

### ... 미흡한 마감과 불편한 사용성은 실험적 제품임을 재확인 시켜줌



자료: CES 2019, 메리츠증권증권 리서치센터

### 3-1. 디스플레이: OLED, ‘폴더블’로의 여정

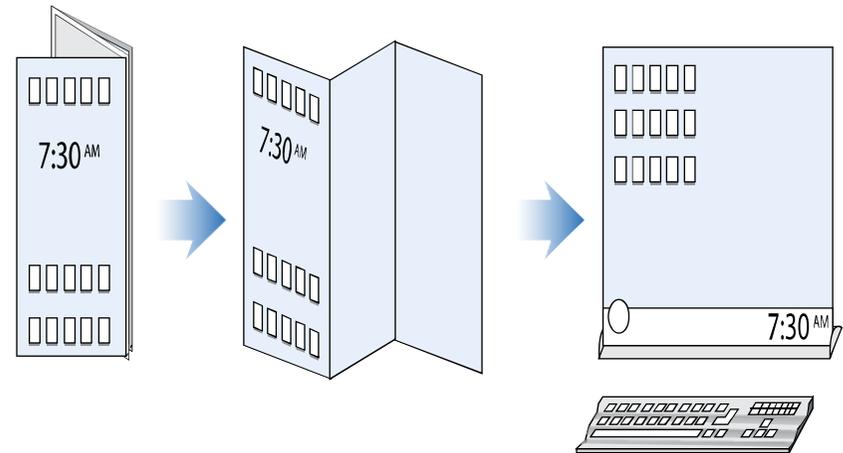
- 역성장기에 돌입한 스마트폰 시장이 재성장할 수 있는 유일한 가능성은, 소비자들의 소비를 흡수, 증폭시켜야 함
- 결국 스마트폰은 소비자들이 노트북과 데스크탑에 사용하는 소비성향을 가지고 오는 과정에서 재성장이 가능
- 이를 위해서 다양한 기술이 전제돼야겠지만, 1) 9인치 인상의 화면. 2) 편리한 입력 도구, 3) SW 측면의 원활한 동작은 필수적

#### Royole의 폴더블 키보드 - 정보 생성기기로의 진화를 위해서는 필요



자료: CES 2019, 메리츠증권증권 리서치센터

#### 혁신적 폴더블 기기 - 휴대 시 스마트폰, 확장 시 노트북 사이즈



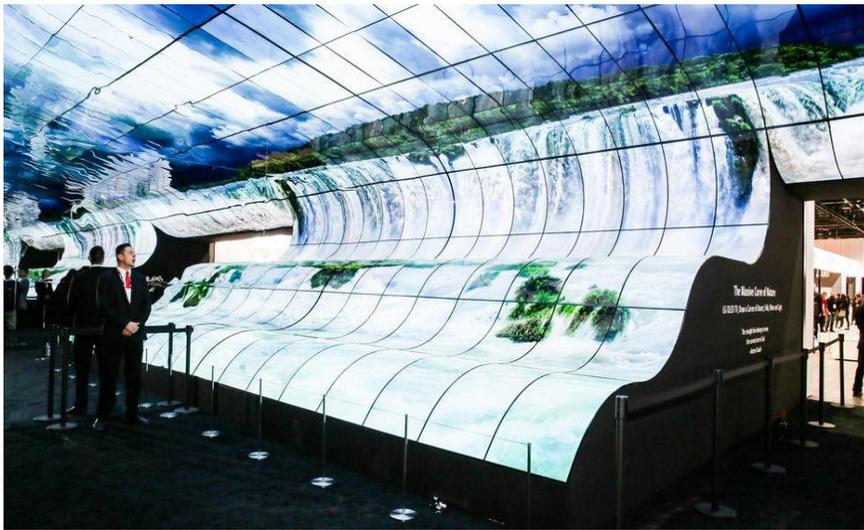
자료: 메리츠증권증권 리서치센터



### 3-3. 디스플레이: 비용 증대를 동반한 ‘와우 팩터’

- LG디스플레이의 OLED TV는 금번 CES에서도 관람객들의 눈을 사로 잡음
- LG전자 입구의 OLED 폭포는, 지난 2년간 OLED 터널, OLED 협곡 이후 더욱 높은 완성도를 선보임
- 롤러블 디스플레이를 이용한 시그니처 OLED TV R 역시 기존 LCD와의 차별화를 상용화할 수 있다는 자신감을 내보인 제품
- 다만 제조 비용의 가파른 증대와 높은 가격은 극히 일부의 판매량으로만 귀결될 전망

LG디스플레이의 OLED 터널은 협곡으로 진화



자료: CES 2019, 메리츠증권리서치센터

LG디스플레이의 롤러블 TV - 소구점 형성을 위한 한계 비용이 관건

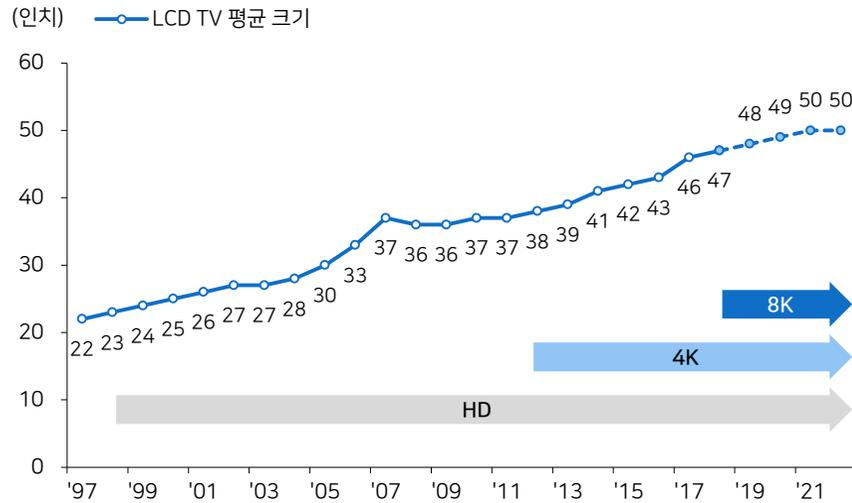


자료: CES 2019, 메리츠증권리서치센터

### 3-4. 디스플레이: 8K, 수요견인형 진화보다는 마케팅 푸시

- 모바일 시장에서도, TV 시장에서도 해상도의 개선은 주요 경쟁력 증가 요인
- 4K 해상도의 TV 시장 침투는 성공적으로 진행되고 있으나, 해상도 증가가 완제품의 판가를 끌어올리지 못한 채 제품 간 경쟁 요인으로만 작용한 점은 아쉬움
- 8K 역시 일부 초대형 TV에 제한적으로 적용되겠지만 실 수요 증가를 견인하기에는 차별화가 부족하다는 판단

#### 8K 해상도는 TV의 평균 사이즈가 50인치를 넘어가며 점차 침투할 전망



참고: 미국 시장 기준  
자료: CTA, 메리츠증권증권 리서치센터

#### 8K는 주로 80~90인치 TV에 적용될 가능성이 높음

해상도	가로x세로 픽셀	총 픽셀	Screen Size Impact
720p	1,280 x 720	100만	All sizes
1080p	1,920 x 1,080	200만	All sizes
4K	3,840 x 2,160	800만	39" and Larger
8K	7,680 x 4,320	3,300만	65" and Larger

자료: CES 2019, 메리츠증권증권 리서치센터

### 3-4. 디스플레이: 8K, 수요견인형 진화보다는 마케팅 푸시

8K 해상도의 등장 - 실수요 견인보다는 한동안 마케팅 도구로써 사용될 가능성이 높음

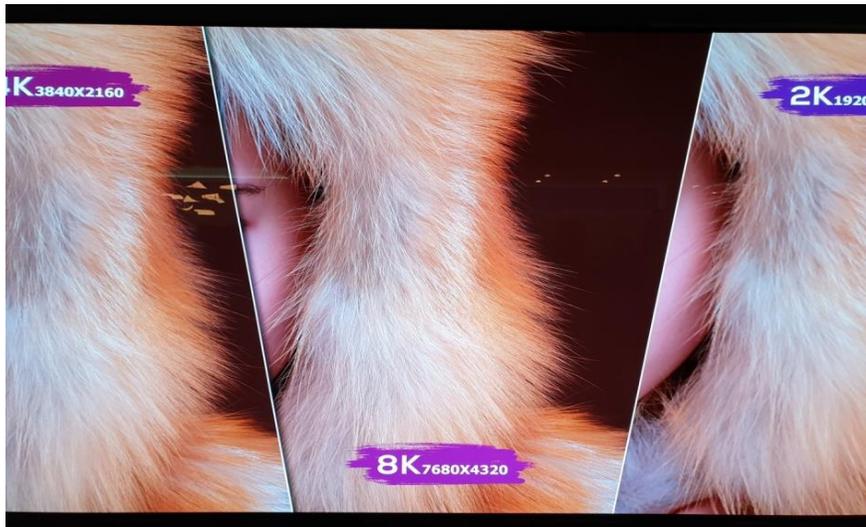


자료: CES 2019, 메리츠증권증권 리서치센터

### 3-4. 디스플레이: TV의 진화와 한계 - 8K 해상도의 출현

- 4K 대비 4배 선명한 8K 해상도는 근접 시청에서 분명 차별화 요인으로 보여짐
- 다만 충분한 시청 거리가 확보될 경우 그 차이는 미미한 수준으로 떨어짐
- 일본에서는 2020 도쿄 올림픽 8K 중계를 준비하며 기술력을 과시할 전망
- 그 외 8K 화질의 다양한 영상 및 업스케일링 기술 확보가 전제되어야 보급율이 빠르게 증가될 수 있음

#### 8K 해상도는 종전 4K보다 4배 선명한 화질 제공



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

#### 2020 도쿄 올림픽 중계는 사상 최초로 8K로 전송될 전망



자료: CES 2019, 메리츠증권증권 리서치센터

## 3-5. 디스플레이: TV의 진화와 한계 - 마이크로LED

- 삼성전자는 The Wall에 이어 마이크로LED를 이용한 영상 모듈 (블록)과 75인치 TV를 공개함
- 영상 모듈은 블록 형식으로 사운드 모듈과 결합해 이형 디스플레이를 구성할 수 있는 혁신적 제품
- 다만 LED의 물리적 전사는 필연적으로 1) 높은 제조 비용과 2) 일부 불량화소를 동반할 수 밖에 없음
- 75인치 마이크로 LED TV는 자발광의 장점을 살려 압도적인 영상미를 과시하는 제품. 다만 제품의 두께, 발열, 무게 등 상용화의 한계 역시 분명히 존재

### 삼성전자 마이크로LED 영상 모듈 - 다양한 조합으로 구성 가능



자료: CES 2019, 메리츠중금증권 리서치센터

### 삼성전자 마이크로LED는 75인치 TV 사이즈까지도 집적도 높임



자료: CES 2019, 메리츠중금증권 리서치센터

## 3-6. 디스플레이: AR/VR을 통한 시청각 이상의 경험으로 연결

- 인공지능은 현실세계로, 인간은 가상세계로의 교차 탐험
- AI는 빠른 시일 내에 스마트폰에 도입되어 편리성을 더할 수 있음
- 업체들은 VR (가상현실)과 MR (복합현실) 등의 추가 개발을 통한 소비자 경험 증대를 꾀하고 있음
- 하지만 문제는 여러 소비자들은 여전히 일회성 이벤트로만 인지하며 본격적 소비로 이어지는 데에 한계가 존재

영화 '레디 플레이어 원' 의 VR Suit



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

CES 2019의 Teslasuit - 공상과학 영화의 현실화 시대



자료: CES 2019, 메리츠증권증권 리서치센터

### 3-7. 디스플레이: 모바일 디스플레이의 한계 체감적 효용 증가

- 모바일 디스플레이 - 삼성전자 위주의 OLED 스마트폰은 이제 확산 단계에 접어들
- 애플이 선도한 노치 디자인의 카메라 구역은 점차 점을 향해 줄어드는 중
- 하지만 OLED 패널 채용은 현 상황에서는 BOM Cost 증가 요인일 뿐. 결국 Form Factor 변화까지 이어져야 부가가치 창출이 가능
- HIAA (Hole In Active Area)는 올해부터 스마트폰에 본격 적용될 전망. 화웨이의 Honor View 20은 카메라 구멍만 디스플레이 상에 존재하며, 삼성전자의 갤럭시S10 역시 이와 유사한 폼팩터로 예상됨

노치 디자인의 축소 추세. 올해부터는 카메라 구멍만 남을 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

화웨이 Honor View 20 - HIAA 기반 디스플레이 내 카메라 홀 탑재



자료: CES 2019, 메리츠증권증권 리서치센터

### 3-7. 배 (P)보다 배꼽 (C)이 더 큰 모바일 디스플레이 진화 구간

- 삼성디스플레이는 다양한 신기술을 최근 공개
- 이는 FoD, UPS, HoD, SoD로써 당사가 가장 기대하는 기술은 UPS임
- 화면 아래 센서를 탑재할 수 있는 기술로 카메라 모듈을 디스플레이에 내재화 가능
- 삼성전자 갤럭시 S10에 만약 UPS가 탑재될 경우 출하량 반전도 가능할 전망이나, 현실적으로는 인피니티O (HIAA, Hole In Active Area)로 출시될 가능성이 높음

#### 삼성디스플레이의 모바일 디스플레이 기술 진보

<p><b>FoD</b> (Fingerprint on Display)</p>	<p><b>UPS</b> (Under Panel Sensor)</p>
<p>- 디스플레이 지문인식 - 광학식과 초음파식 중 신규 플래그십 스마트폰 상위 모델에는 초음파식이 적용될 전망</p>	<p>화면 아래 센서 탑재 기술로 화면 속에 카메라 모듈도 숨길 수 있음</p>
<p><b>HoD</b> (Haptic on Display)</p>	<p><b>SoD</b> (Sound on Display)</p>
<p>화면 자체에서 터치 시 진동 발생</p>	<p>디스플레이 일체 형 스피커</p>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

#### 갤럭시 S10 언팩 행사 초대장 - 폴더블 기기도 함께 공개될 전망



자료: 삼성전자, 메리츠증권증권 리서치센터

## 4-1. 로봇의 현실화: 실생활에 가까워가는 로봇틱스

- CES 2019에서는 지난해 보다 전시 로봇의 수가 많아짐
- LG CLOi 시리즈 중 Suitbot은 흡사 공상과학 영화의 일부. 하지만 현실화 시점은 불명확
- 규모의 경제가 생략된 높은 판가는 시장 침투의 걸림돌
- 흥미 유도 영역임은 확실하나, 시장성 확보까지는 요원하다는 판단

LG전자의 클로이 로봇 - 사물 이동 및 활동 보조 로봇 역할



자료: CES 2019, 메리츠증권증권 리서치센터

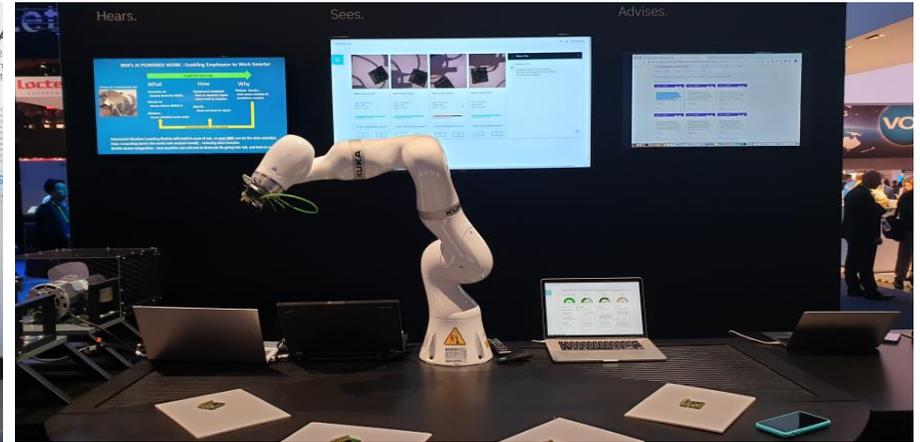
익숙한 외모의 삼성전자 로봇



자료: CES 2019, 메리츠증권증권 리서치센터

## 4-2. 로봇의 현실화: 다양한 기능을 소화

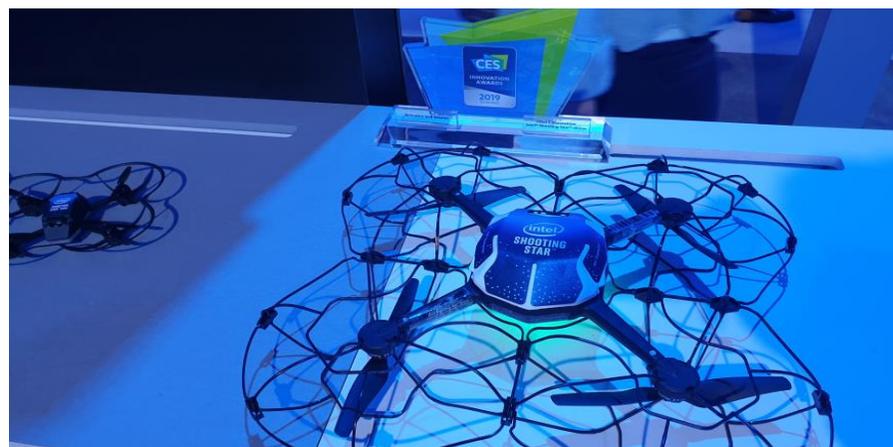
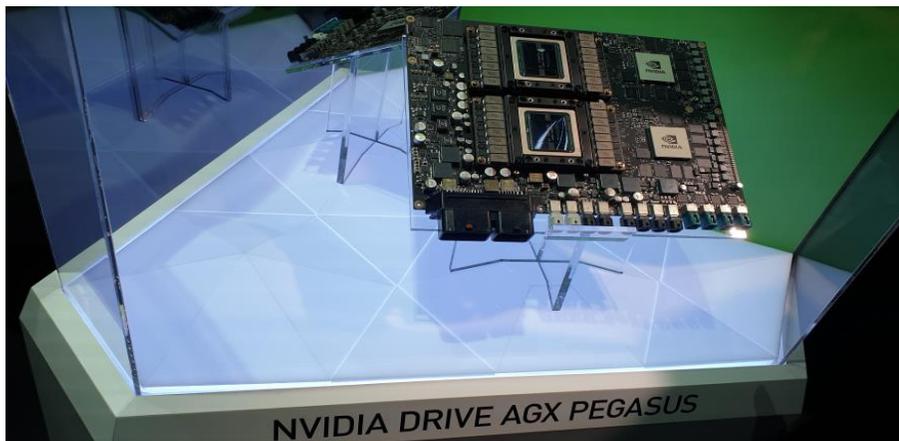
다양한 업체로부터 공개된 로봇들 - 제조, 동작, 실생활에서 탁구까지 적용 범위의 확대



자료: CES 2019, 메리츠증권증권 리서치센터

## 4-3. 로봇의 현실화: 물리적 기능까지 확장된 IT로 해석

IT 기술의 침투 영역 확장 - 물리적 영역으로 진화한 IT는 향후 드론과 자율주행으로 발전될 전망



자료: CES 2017, CES 2019, 메리츠증권증권 리서치센터





IT – Old Tech에서 New Tech로

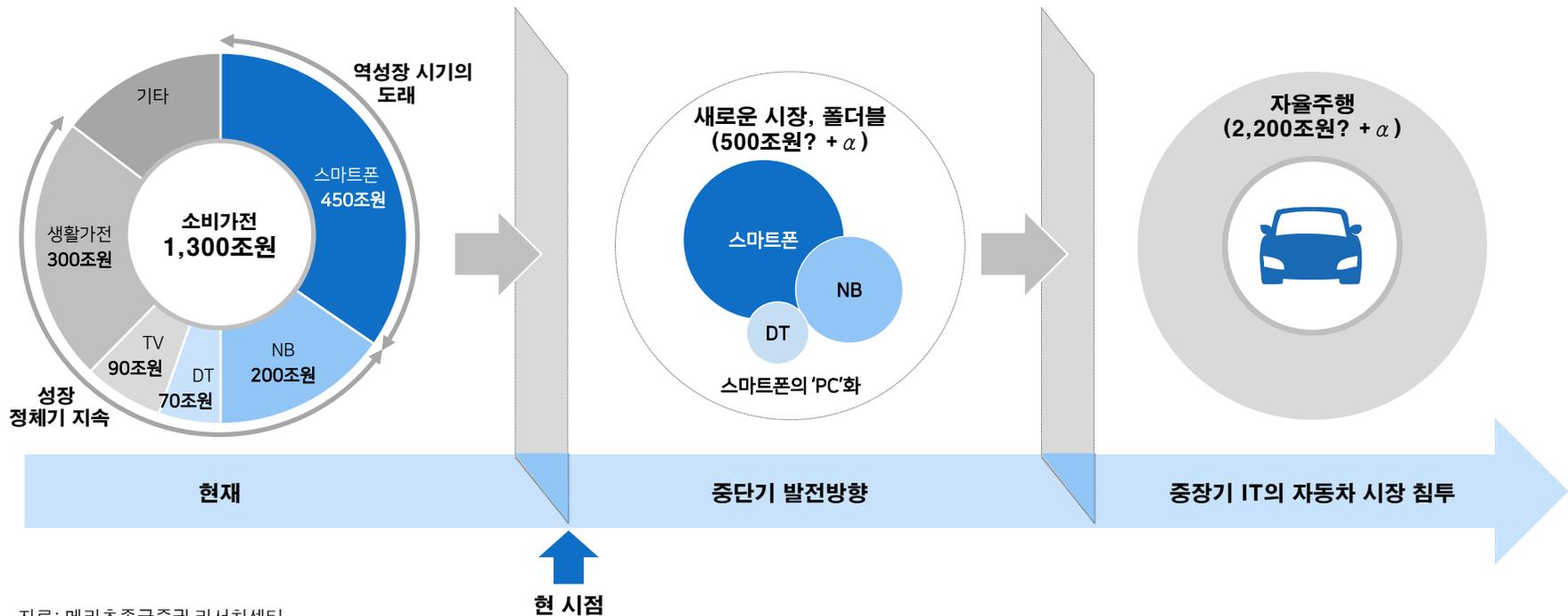
# CES 2019 시사점

## 모바일 기기의 진화와 사회화

Analyst 김선우  
02. 6309-6688  
sunwoo.kim@meritz.co.kr

# CES 시사점 (1): 노쇠한 에이스와 아직 미숙한 유망주, 그 사이

- 장기적 관점에서 IT 전방산업은 성장 가능하지만 중단기 위험요인이 부각되는 중
- 2019년초 최초 양산 폴더블 제품 출시 이후, 2019년 하반기부터 '스마트폰의 PC화'가 본격화될 전망
- 장기적으로는 IT 업체들의 자동차 시장 침투 (Connected Car, 자율주행)가 자연스레 이어질 것
- 문제는 바로 지금 스마트폰의 역성장 시기가 도래하며 하이엔드 제품 고가 전략이 통하지 않는 상황으로 전환되었다는 점

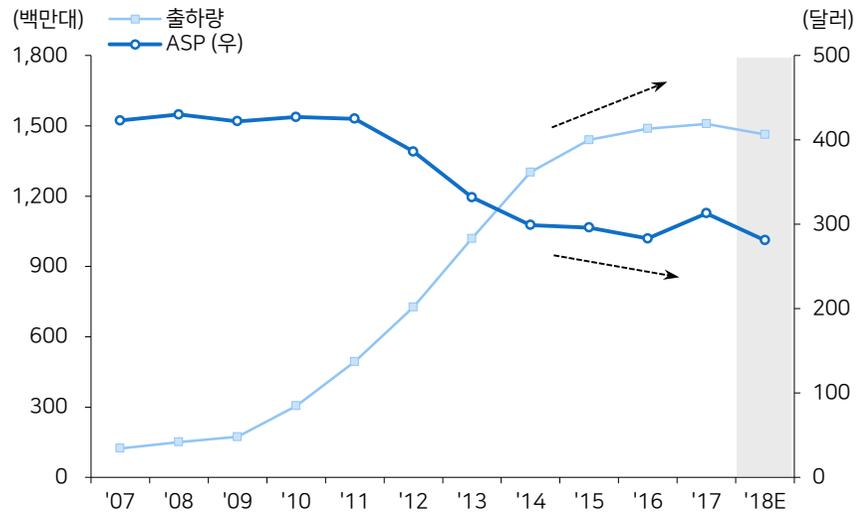


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# CES 시사점 (2): 전방시장의 위축, 스마트폰의 생명 연장 필요성

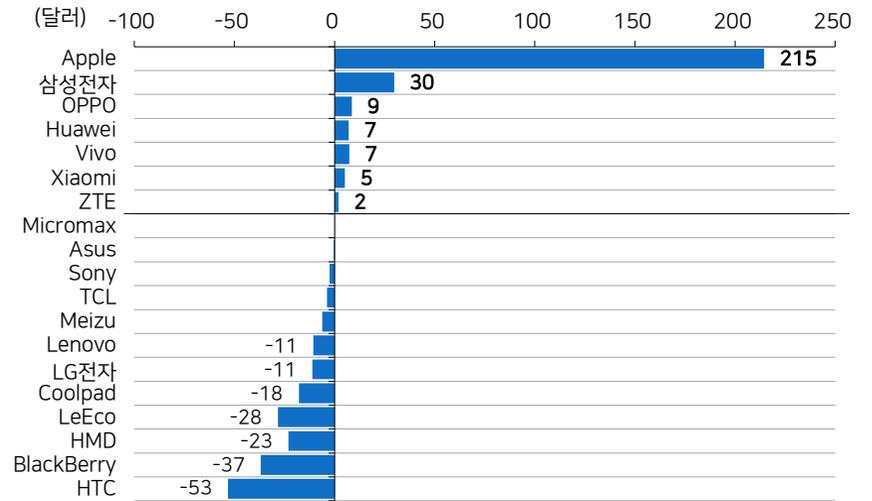
- 성숙기가 도래한 스마트폰시장은 2018년 Peak 이후 금액기준 역성장 시대로 진입
- 제조사들의 고민은 이러한 판가 하락을 어찌 최소화하는냐, 그리고 어떻게 개선을 시킬 것인가
- 향후 스마트폰 전방시장의 약화는 1) 신 시장 발굴 또는 2) 타 시장 침투를 통해 해결 가능
- 당사가 예상하는 1) '신 시장'은 스마트폰과 PC와의 결합. 2) '타 시장'은 자동차 시장으로의 침투

스마트폰 판가는 지속 하락하는 중...



자료: IDC, 메리츠증권증권

스마트폰 업체당 영업이익 - 향후 P 성장 없이 이익 감소는 필연적

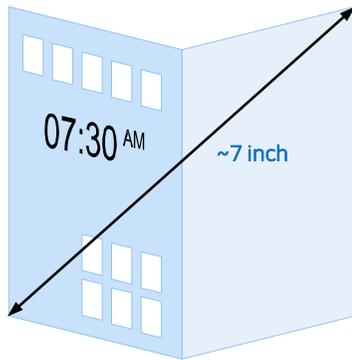


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# CES 시사점 (2): 스마트폰의 생명 연장은 접히면서 가능

- 삼성전자는 2월 갤럭시F를 출시하며 폴더블 시대를 시작
- 연간 출하량은 갤럭시 F 20-40만대, 올해말 공개될 투폴딩 제품까지 추가될 경우 최대 80-100만대 예상
- 갤럭시F는 삼성디스플레이의 인피니티 플렉스 화면을 탑재해 아이폰8사이즈 (외관디스플레이)와 아이패드 미니 (인폴딩 디스플레이)로 변화가 가능
- 다만 여전히 '정보취득기기'로만 남을 예정. 디스플레이 사이즈는 9인치 이상 확대되어야 PC를 대체하며 '정보생성기기'로 변화 가능

## 메리츠 폴더블 기기 예상도 - 인폴딩 스마트폰은 '시작점' 의 의미에 불과



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 폴더블 갤럭시 화면크기는 스마트폰에서 아이패드 미니에 대응하는 수준

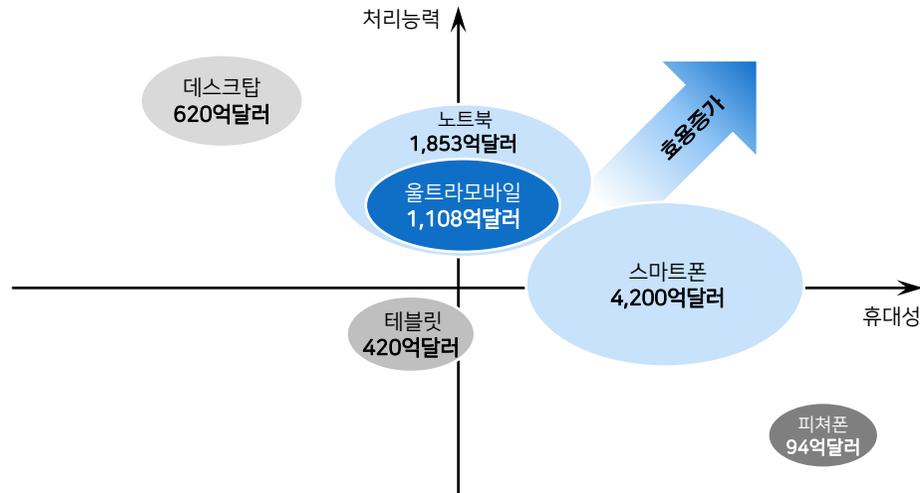


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# CES 시사점 (2): 9인치 이상의 크기 확보가 필수적

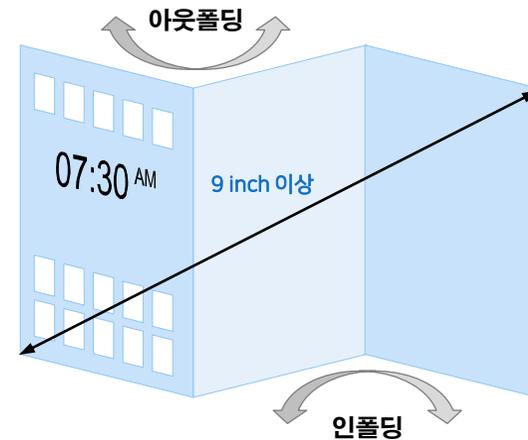
- 향후 스마트폰 시장의 지속적 고전 예상. 스마트폰 판가의 하락과 더불어 비용 증가가 동반될 전망
- 5.5" 기반으로 한번접는 기기 (7.9")로는 아직 PC가 제공하는 '정보생성' 기능을 제공할 수 없음
- 결국 두번 접혀 9.7"로 확장되어야만 소비자들의 구매로 이어질 수 있을 전망 당사는 지속적으로 '스마트폰의 PC화'를 주장
- 이를 통해 스마트폰은 정보 획득 기기에서 생성 기기로 업그레이드. 성공할 경우 제조 업체 입장에서 판가 및 수익성 개선 가능함

## 성숙기의 스마트폰은 PC 시장을 흡수/통합/확대하며 성장할 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 휴대 시 스마트폰, 확장 시 노트북 사이즈 (메리츠증권증권 예상)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# CES 시사점 (2): 혁신적 기기는 패러다임 충돌에서 탄생 가능

- 소프트웨어 측면에서 MS의 윈도우와 오피스를 흡수해야만 폴더블 기기는 성공할 수 있음
- 인텔의 CPU는 마이크로소프트의 독점적 구동을 무기로 우월적 지위를 지켜왔지만, 점차 WoA (Windows on Arm)이 생태계 변화를 가져올 전망
- 이번 CES에서도 퀄컴은 스냅드래곤 AP 구동 하에서의 윈도우 성능과 전력 관리 개선을 선보임
- 향후 모바일 기기의 윈도우 탑재 (또는 호환)은 스마트폰의 정보 생성 기능을 강화시킬 중요 요소

## 퀄컴 AP로 구동되는 노트북 - MS 프로그램을 원활히 구동



자료: CES 2019, 메리츠증권증권 리서치센터

## 폴더블 디스플레이를 위한 힌지, 소재, 기술특허 장벽들 상존

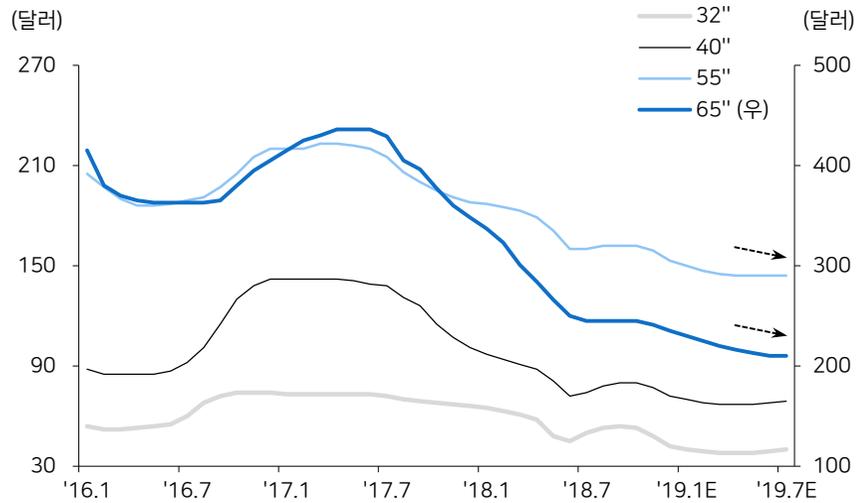


자료: CES 2019, 메리츠증권증권 리서치센터

# CES 시사점 (3): TV의 한계적 성장은 패널가 하락 안정화를 의미

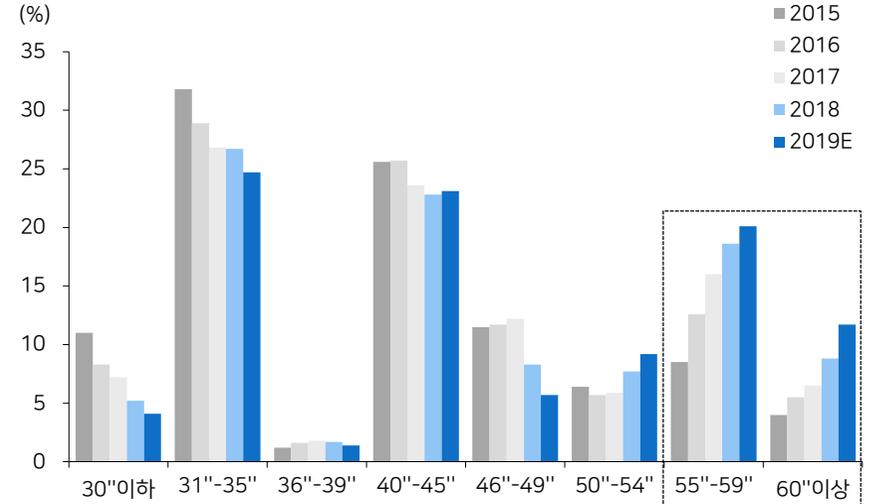
- 제한적인 TV 시장 내 지속적인 공급 증가는 LCD 판가의 하락 요인
- 2019년 LCD 패널 판가의 하락은 이제 중대형으로 옮겨갈 전망. 이는 1) 중국 업체들의 10.5G 가동과 2) 65인치 이상 보편화에 기반함
- 55인치 및 65인치 이상 패널의 판가 하락은 3Q19까지 지속될 전망

TV 패널 판가 전망 - 40인치 이상 판가 반등은 연말부터 조정 예상



자료: TrendForce, 메리츠증권증권 리서치센터

TV 사이즈 내 55인치 이상 영역 확대는 향후 가속화될 전망

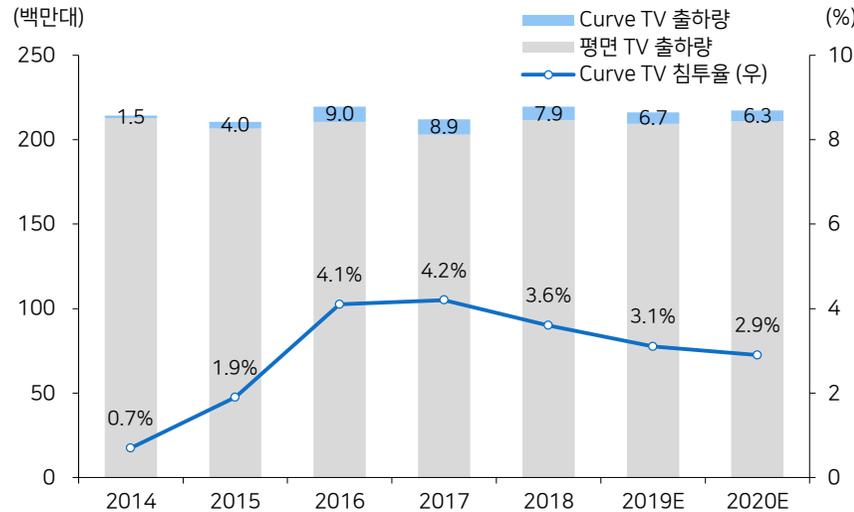


자료: TrendForce, 메리츠증권증권 리서치센터

# CES 시사점 (3): 8K는 구세주일까?

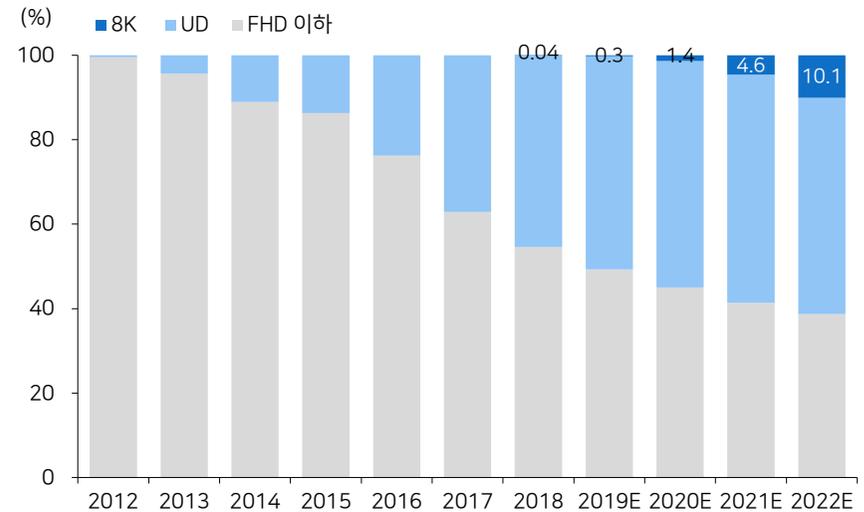
- 성숙화된 TV 시장에서 그간 세트 업체들의 노력은 1) 폼팩터 변화 (Curved TV)와 2) 해상도 개선 (4K, 8K)
- 이는 업체간 경쟁의 우위를 가져올 요소임은 분명함
- 하지만 TV 수요 자체를 개선시킬 수 있는 진화라는 해석에는 한계가 있음
- TV가 내포하는 '공동시청 · 고정된 시간과 장소'의 제한요인은 이미 모바일 디스플레이가 해결하기 때문
- TV의 장기적 진화방향은 스마트시티, 커넥티드카 보편화 이후 정보전달 창구로서 발전해야 한다는 판단

## Curved TV, 소비자는 진정 원하는가?



자료: TrendForce, 메리츠증권증권 리서치센터

## TV 시장 내 UHD 이후 8K 시장은 언제 열릴까?

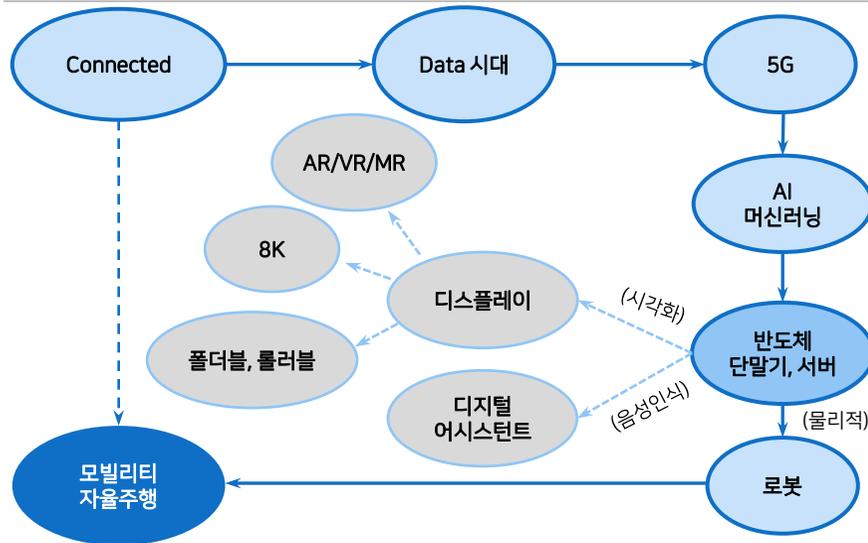


자료: TrendForce, 메리츠증권증권 리서치센터

# CES 시사점 (4): 연결에서 데이터, 인공지능, 로봇을 거쳐 자동차로

- IT는 연결성으로 진화하는 중. 하루에 250경 Byte씩 생성되는 데이터를 처리하기 위해 통신은 5G로 진화하며 인공지능과 머신러닝 기술은 개발되는 중
- HW 측면에서 반도체와 단말기, 서버 수요가 2017년부터 급등했다면, 이제 물리적 기능이 더해지며 로봇 기술이 발전할 차례
- 거기에 IT는 또 다른 대형 시장인 자동차 시장으로 동적인 진화를 거듭하며 결국 연결성은 자율주행으로 발전할 전망

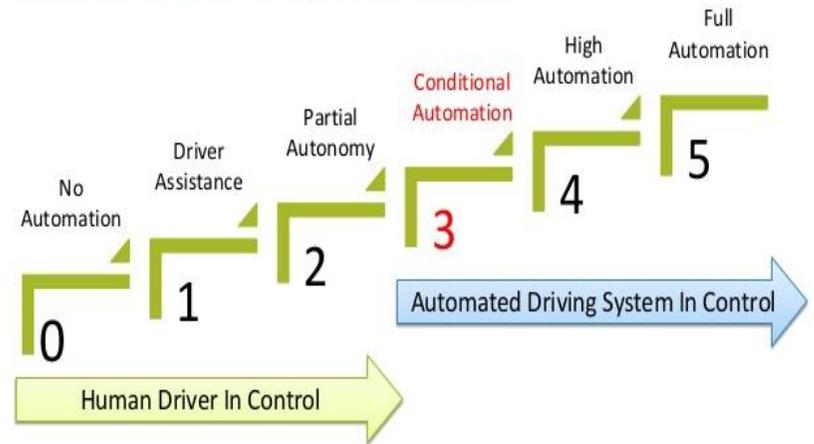
## IT의 진화방향은 필연적으로 모빌리티와 연결될 예정



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 자율 주행은 IT와 자동차와의 조화. 2019년은 바로 그 분기점

### Levels of Self-Driving Technology



자료: CES 2019, 메리츠증권증권 리서치센터

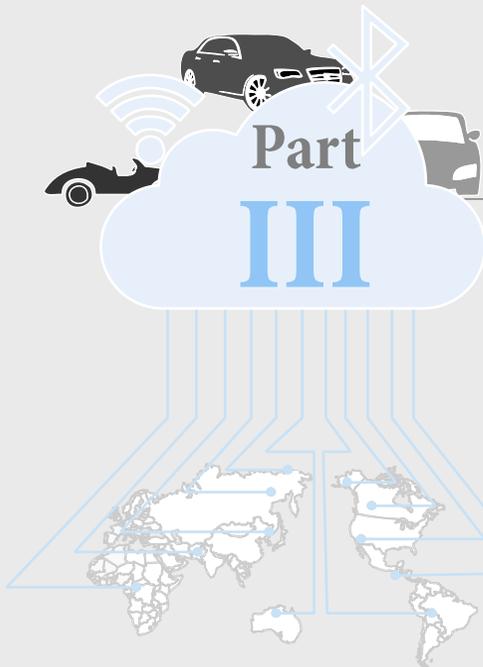
## CES 시사점 (4): 스마트홈과 스마트시티로 진화하는 IoT

- IoT를 위한 통신기술의 속도 향상과 단가 하락은 빠르게 진행 중
- 지난해에 이어 금번 CES에서도 스마트시티 구현을 통해 와이파이 메쉬, 모바일 기기와 소비자와의 연결성, 자율주행 차량과 기반 시설의 통신이 추구되었음
- 미국과 유럽에서는 스마트시티 선정을 통해 지속적인 기술 개발 및 제도화를 추진 중
- 결국 사람과 사물 모든 개체가 연결되는 IT 기술의 종착역이 스마트시티로 표현

### IT 기술의 종착역 - 스마트시티



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



## 자동차 – 비즈니스 모델 변화의 시작

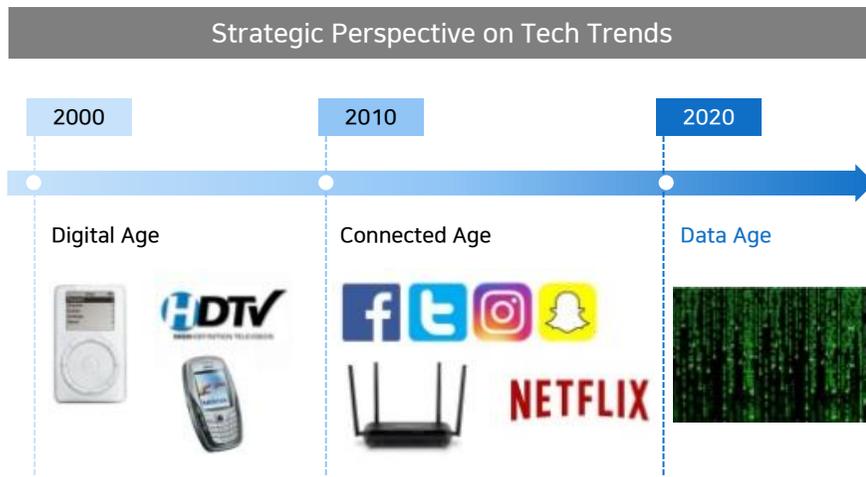
# Beyond Technology

Analyst 김준성  
02-6098-6690  
joonsung.kim@meritz.co.kr

# 1-1. 다가오는 'Data'의 시대, 이제 기술은 얼마나 'Smart'해졌나?

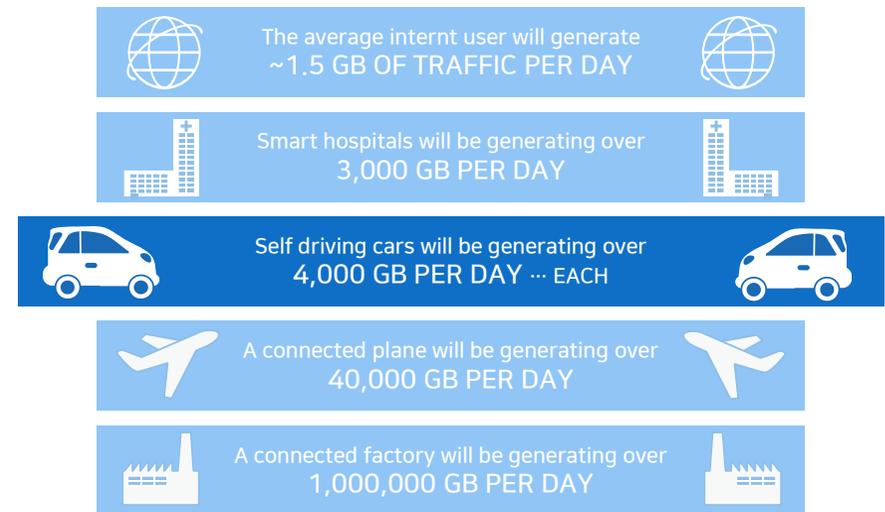
- 사람-사람 만이 아닌 모든 종류의 사람-사물 · 사물-사물이 연결되는 Smart City의 구현, 멀지 않은 미래
- 지난 14년 이후 CES에서는 Smart Phone (iPhone) · Smart Home (Alexa)을 넘어 Smart City로 가는 교두보로서 Smart Car (Waymo)의 기술적 고도화가 빠르게 진전되어 왔음
- 19년 CES를 기점으로 Smart Car에 대한 준비와 인식은 Sensor Fusion (AI Super Computer), Crowd-Mapping (HD Map), V2X (5G)와 같은 Data 처리 기술 실현이 아닌 그 같은 실현에 근거한 소비자 경험 확대 및 비즈니스 모델 구현으로 전환

## 2020년을 눈 앞에 둔 지금, 기술 진화의 중심은 Data 처리능력의 고도화



자료: CTA, 메리츠증권증권 리서치센터

## 자율주행 자동차 일 Data 사용량 4,000GB vs. 스마트폰 사용자 일 1.5GB

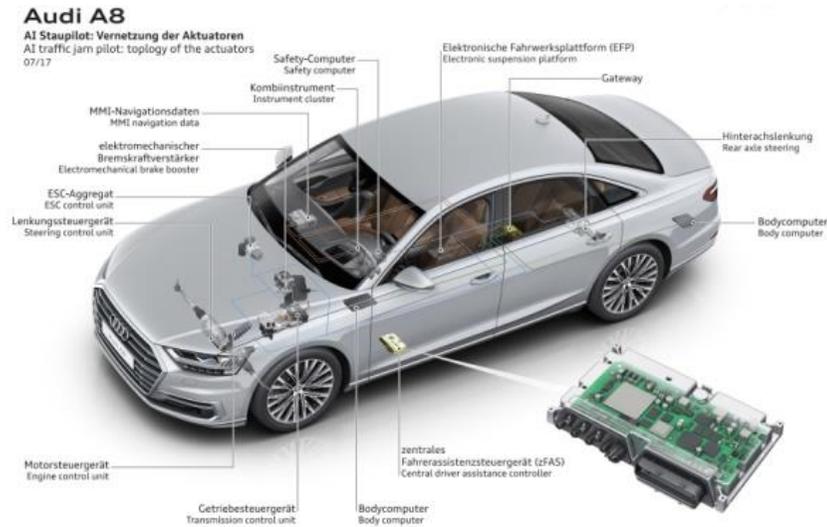


자료: Intel, 메리츠증권증권 리서치센터

# 1-2. Nvidia가 이끌어온 Data 처리 기술, 고속 성장 지속 실현

- 15년 1월, Nvidia CEO Jensen Hwang은 Drive PX1을 공개하며 자율주행에 대한 비전 처음으로 제시
- 16년 1월에는 PX1보다 10배 이상 연산능력이 뛰어난 AI Super Computer Drive PX2 (초당 24조회) 및 PX2와 연동되는 중앙시스템 AI Deep-learning Server DGX를 공개했으며, Navigation 업체 Tom Tom과 Cloud-Mapping까지 공동개발에 나서 능동적인 자율주행 기술 (3단계 이상)의 현실화를 실현
- 17년 10월에는 Drive PX2 대비 다시금 10배 이상 연산처리 능력이 개선된 Drive Pegasus (초당 320조회)를 공개했으며, 이를 통해 자율주행 4단계 이상에서의 비즈니스 모델 (로봇택시) 구현을 개시

## Nvidia의 Drive PX2 통해 세계 최초 3단계 자율주행 (TJA)을 실현한 Audi



자료: Nvidia, 메리츠증권증권 리서치센터

## 4단계 이상 자율주행이 구현 가능한 Nvidia Drive Pegasus

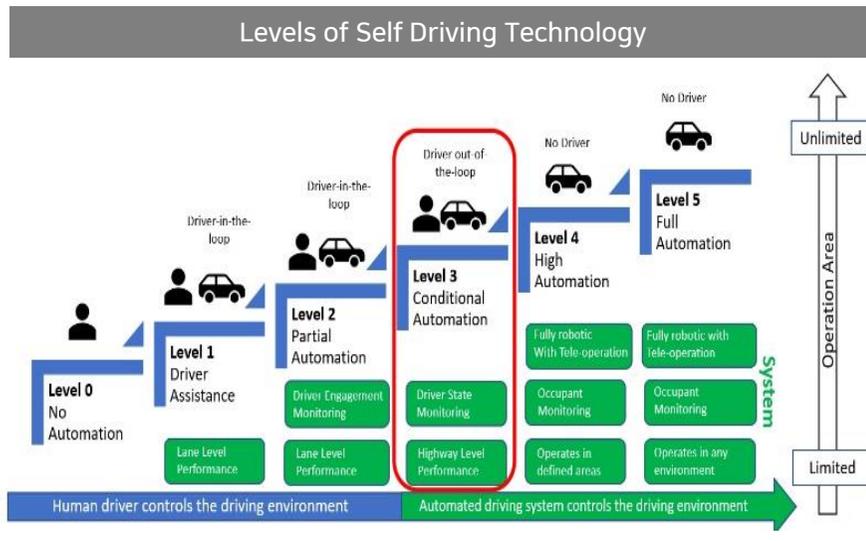


자료: Nvidia, 메리츠증권증권 리서치센터

# 1-3. AI computing을 중심으로 Platform 기술의 고도화 또한 동행

- 자율주행 기술은 인지 (Camera, Radar, LiDAR 등 Sensor), 판단 (AI Super Computer), 제어 (Brake, Steering 등 Actuator) 능력과 이를 뒷받침하기 위한 위치정보 (HD Map), 통신인프라 (V2X가 가능한 5G), HVI (감성 제어 및 운전자 경고 등이 가능한 Human Vehicle Interface) 등으로 구성
- 두뇌 역할을 맡고 있는 AI Computing 기술의 고도화와 더불어 다른 자율주행 Platform 내 기술들의 발전 또한 동행하고 있는 상황

현실이 된 3단계, 개발 중인 4단계, 가까운 미래 5단계



자료: CTA, 메리츠증권증권 리서치센터

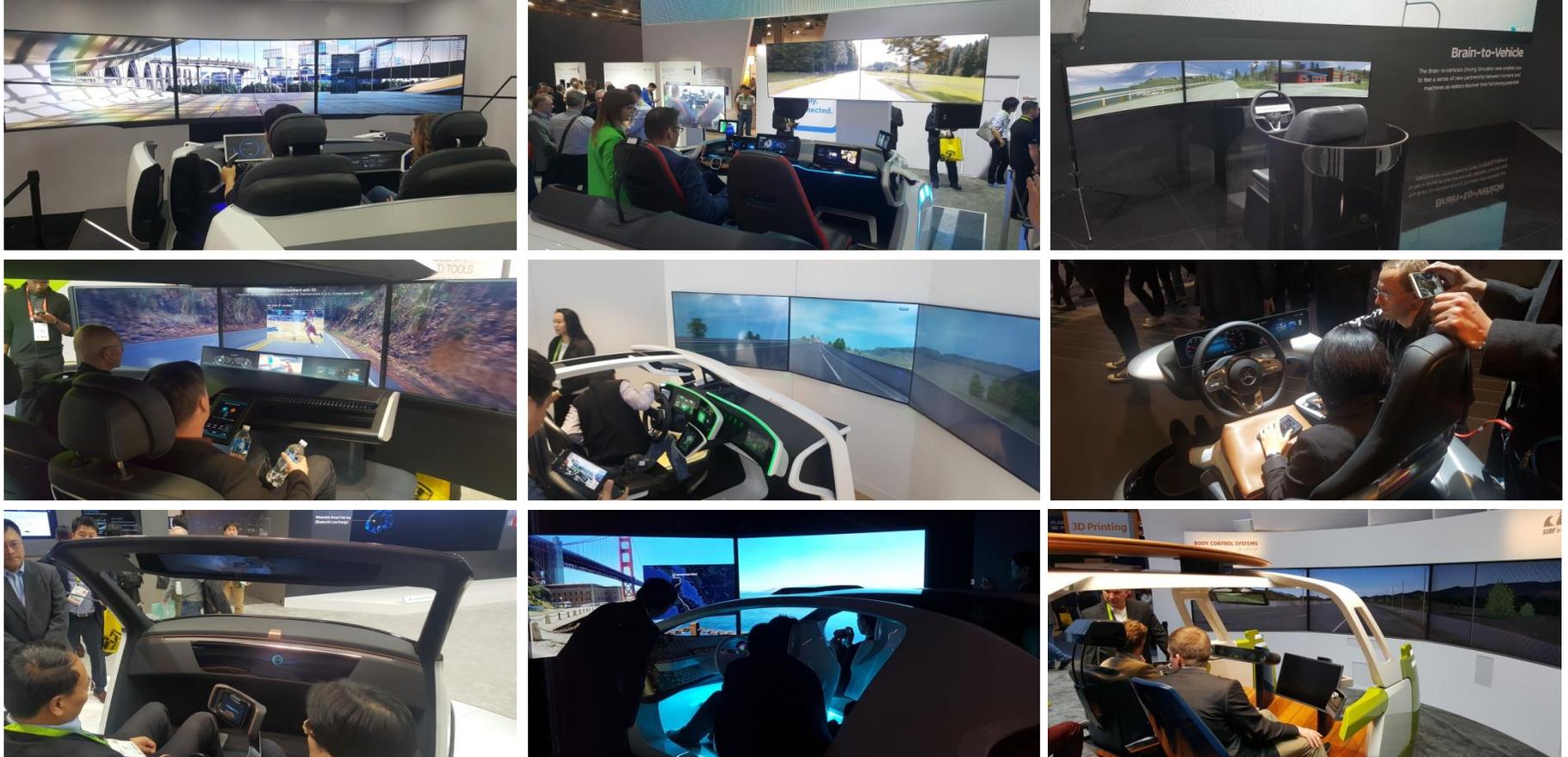
센서, 통신, 위치정보, 음성인식 등 Platform 기술 고도화 빠르게 진전 중



자료: Mobileye, Qualcomm, HERE, Nvidia, 메리츠증권증권 리서치센터

# 1-4. 3단계 기술의 보편화에 기반해 IPC 전시가 표준화됐던 18년 CES

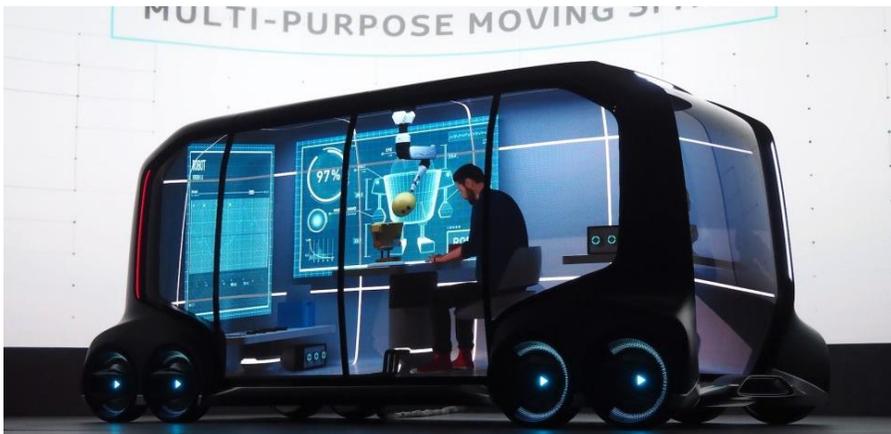
- 18년 CES에서는 거의 모든 브랜드가 Intelligent Personal Cockpit을 통해 자신들의 Mobility 비전을 제시. 17년과 비교했을 때 자율주행 3단계 기술역량의 보편화로 IPC를 통한 비전 제시가 범용화되었음



참고: 좌측 상단부터 시계 반대방향으로 현대차, 기아차, 모비스, Toyota, ZF, Mercedes, Nissan, Bosch, Valeo 순서  
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

# 1-5. 당시 Robo-Taxi 통해 Mobility 비전 제시했던 Toyota 부각

- 18년 CES에서 Robo-Taxi를 통해 서비스 비즈니스 모델에 대한 비전을 제시한 Toyota (e-Palette)



자료: Toyota, 메리츠증권증권 리서치센터

# 1-6. 19년 CES, Robo-Taxi 공개 통한 Mobility 비전제시 일반화

- 완전 자율주행에 대한 인식과 기술의 가파른 고도화로 불과 1년 만에 Robo-Taxi를 통한 Mobility 비전제시가 일반화되었음



참고: 좌측 상단부터 시계 반대방향으로 Continental, ZF, Velodyne, Denso, Toyota Boshoku, Bosch, Panasonic, Enride, Mercedes 순서  
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

# 1-7. 현실이 된 미래, UX 확대 기조 속 비즈니스 모델 발굴 니즈 증가

- 손에 잡힐 듯 가까워진 완전 자율주행 기술 환경
- 이제 시대의 흐름은 높아진 기술 수준에서의 사용자 경험 (UX)을 확대하고, 이 같은 과정 속에서 새로운 형태의 비즈니스 모델을 정립해나가는 부분에 초점이 맞춰지고 있음

## 이미 대부분의 관련 기업들과 협업을 진행 중인 Nvidia



자료: Nvidia, 메리츠증권증권 리서치센터

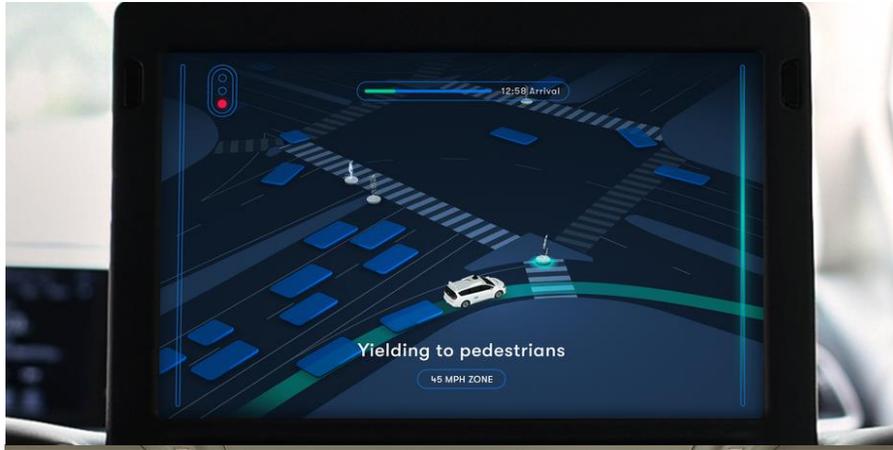
## Robo-Taxi 업체들 대부분 Nvidia와의 협업을 통해 AI Computing 구현



자료: Nvidia, 메리츠증권증권 리서치센터

## 2-1. 자율주행 비즈니스 모델의 시작점 (Basic), Waymo

- 09년 처음으로 연구개발이 시작됐고 15년 전세계 최초 일반도로 5단계 자율주행 테스트를 개시한 Waymo. 지난해 12월 역사상 처음으로 연구개발 목적을 넘어선 상용화된 자율주행 Ride-hailing (호출) 서비스를 개시



자료: Waymo, 메리츠증권증권 리서치센터

## 2-2. UX 축적의 본격적인 시작 → 신규 비즈니스 모델 개발 속도 증가

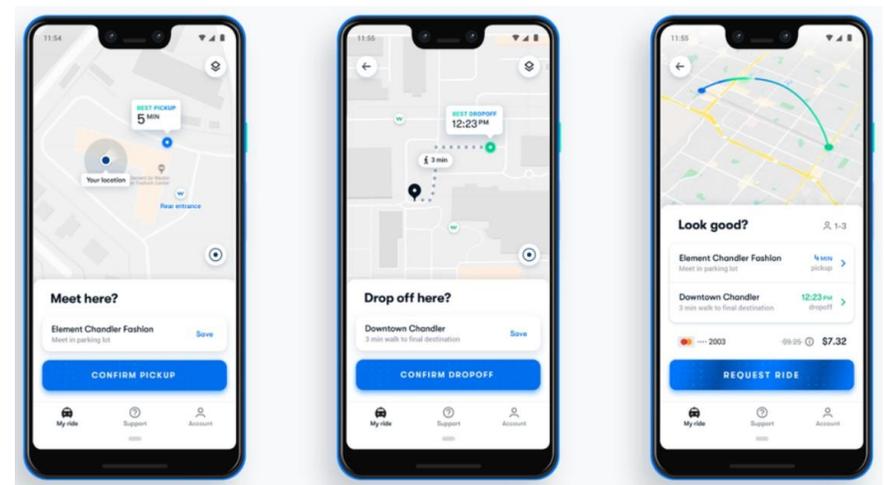
- 물론 1) Arizona주 Phoenix시라는 제한된 장소에서, 2) 400명의 Beta서비스 (Early Rider Program)와 그들의 친지에게만 사용 기회가 주어지고, 3) 비상 시를 대비해 운전자가 탑승해 있다는 점에서 아직 완전한 형태의 비즈니스 모델이 발현됐다고 할 수는 없는 상황
- 완전하지 못한 형태의 서비스 제공은 여전히 Waymo의 자율주행 기술이 매 순간순간의 안전성을 완벽하게 보장하고 있지 못하다는 의미. 그러나 지금 이 시점에도 매 순간 기술적 개선은 진행 중이며, 소비자 경험은 어쨌든 시작되었음. 소비자 경험의 확대는 다양한 관점에서의 니즈를 발현시켜며, 이는 기술의 보완은 물론 새로운 비즈니스 모델 구현의 속도도 증폭시킬 예정

### 19년 CES에서 전시된 Google의 Waymo (Chrysler Pacifica 기반)



자료: FCA, 메리츠증권증권 리서치센터

### APP (Waymo One)을 통해 Uber와 같이 쉽게 사용 가능한 Waymo



자료: Waymo, 메리츠증권증권 리서치센터

## 2-3. 19년, GM · Ford · Daimler · Uber의 Robo-Taxi 상용화 개시

MERITZ Collaboration Report  
CES 2019 Key Takeaways: 자동차

- GM 19년초 San Francisco, Ford 19년초 Washington, Daimler/Bosch 19년 San Jose, Uber 19년 California에서 Robo-Taxi 상용화 시작 예정.  
Waymo 뿐만 아니라 다양한 지역, 다양한 업체의 상용화 서비스 개시는 새로운 비즈니스 모델 구현을 더욱 빠르게 만들 전망



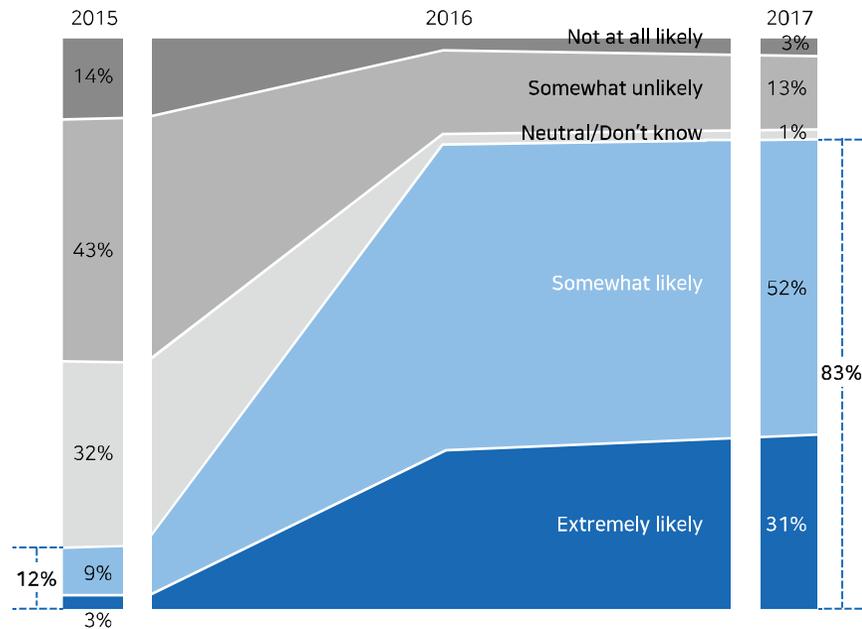
자료: GM, Ford, Daimler, Uber, 메리츠증권증권 리서치센터

## 2-4. 비즈니스 모델 변혁 가능성에 대한 Survey, 2년 만에 12% → 83%

MERITZ Collaboration Report  
CES 2019 Key Takeaways: 자동차

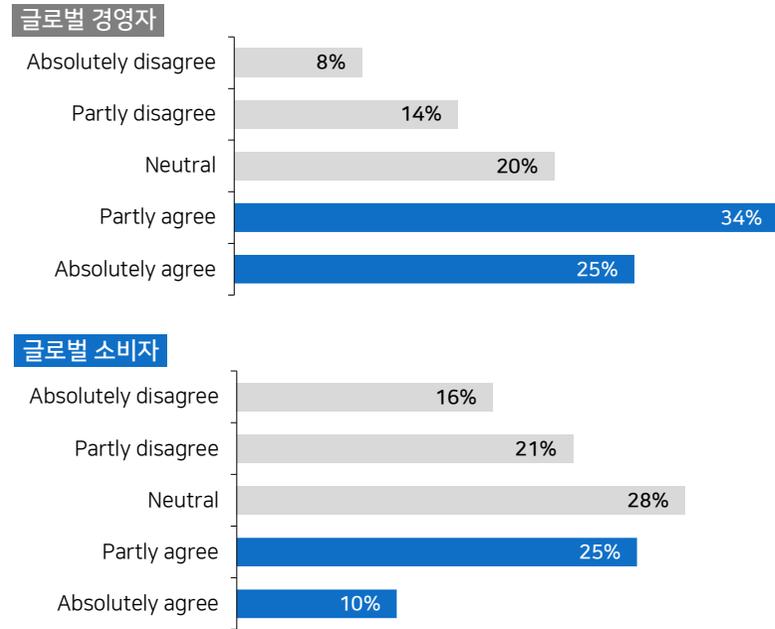
- 자율주행 역량이 기본값이 될 New Mobility에서의 자동차 산업 비즈니스 모델은 더 이상 제조/판매를 통한 상품 매출 인식이 아닌 서비스 (차량 이용 + 콘텐츠 플랫폼 사용) 매출을 영위하는 구조로 전환될 예정. 차량의 구매비용은 더 이상 매출이 아닌 원가
- KPMG Survey에 따르면 글로벌 경영자 59% · 글로벌 소비자 35%가 25년이 되면 자동차 소유를 원하지 않을 것이라 밝혔음. 또한 83%의 경영자는 산업 비즈니스 모델 파괴가 눈 앞에 다가왔다고 응답했으며, 불과 2년 전 Survey에서의 응답률 12%와 비교해 가파른 상승세를 실현

자동차 산업 비즈니스모델 변혁 여부에 대해 글로벌 경영자 83%가 동의



자료: KPMG, 메리츠증권리서치센터

25년 차량 소유 불필요 여부에 대한 글로벌 경영자 · 소비자의 높은 동의



자료: KPMG, 메리츠증권리서치센터

## 2-5. 서비스 중심 매출·이익, 제품 중심 기존 대비 1.4배·11.6배 확대

- 차량 가동률 확대와 대당 이용자 수 증가로 연간 신차 판매대수는 급감 가능
- 그러나 상품 매출이 아닌 서비스 매출로의 전환과 원가구조 변화를 통해 대규모 산업 팽창 실현될 예정

### Old Mobility vs. New Mobility, 판매에서 서비스로 비즈니스 모델 변화

	Old Mobility	New Mobility
인구 수 (명)	1,000	1,000
평균 차량 가동률 (%)	8.3	100.0
평균 차량 교체주기 (년)	12.0	1.0
차량 한대당 탑승자 수 (명)	1.3	3.3
운행 중인 차량 대수 (대)	600	15
신규 판매 차량 대수 (대)	50	15

- 직관적 접근을 위해 전세계 인구수를 1,000명으로 가정
- 완전 자율주행 공유경제 환경을 가정 (소유의 종말). 현재 개별 운행자의 차량 평균 가동률은 8.3%이며 평균 12년의 사용기간 동안 가치가 상각되고 폐기. 로보택시의 가동률은 100.0%에 가까우며 현재보다 12배 높은 속도로 상각되어 교체주기가 1년으로 축소된다고 가정
- 개별적으로 소유되는 차량이 아닌 경제성 정도에 따라 공유빈도가 높아지는 차량의 시대 도래, 현재보다 차량 탑승자 수 2.5배 증가 가정
- 기존 1,000명의 Mobility를 위해 600대가 존재했던 차량, 가동률이 12배 늘어나고 탑승자 수가 2.5배 늘어나면 15대로 충분
- 가동률 100%로 매년 100% 상각된다고 가정할 경우, 운행 중인 차량의 대수와 신규 판매 차량의 대수는 동일할 전망

#### Old Mobility (현재)의 자동차 산업 Biz 모델

평균 차량 가격 (백만원)	25
연간 총 차량판매 매출 (백만원)	1,250
차량 생산/판매 원가율 (%)	90.0
차량 생산/판매 원가 (백만원)	1,125
적정 수익률 (%)	10.0
차량판매 이익 (백만원)	125

- 현재 글로벌 자동차산업 대당 평균 판매가격
- 신규 판매 차량 대수 50대 X 평균 차량 가격 2,500만원
- 현재 글로벌 자동차산업의 대당 평균 영업비용 비율 90%로 가정
- 현재 글로벌 자동차산업의 대당 평균 영업비용 비율 10%로 가정
- 인구 1,000명당 자동차 산업의 이익은 1.25억원

#### New Mobility에서의 자동차 산업 Biz 모델

평균 차량 이용가격 (원)	10,000
평균 차량 내 컨텐츠 소비규모 (원)	1,000
하루 평균 차량 당 이용자 수 (명)	30
하루 평균 차량 당 매출 (백만원)	0.3
연간 차량 당 매출 (백만원)	119
연간 총 서비스 매출 (백만원)	1,782
차량 생산/유지보수 원가율 (%)	90
대당 차량 생산/유지보수 원가	23
총 차량 생산/유지보수 원가	338
연간 총 서비스 이익 (백만원)	1,445

- 탑승자 수 증가 (1.3명에서 3.3명으로)와 가동률 증가 (8.3%에서 100.0%) 반영
- 월 30일, 12개월 반영
- 15대의 차량 운영 중
- Old Mobility에서의 차량 생산/판매 원가를 적용
- 15대의 차량 운영 중

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 2-6. Audi meets Disney, 새로운 Mobility 서비스의 등장

- 완전 자율주행 기술의 현실화를 통한 운행 서비스 제공에 대한 진전이 빠르게 이루어 지고 있는 가운데, 이제 자율주행을 통해 소비자에게 제공되는 새로운 시간의 활용이라는 관점에서의 접근 증가

소비자에게 주어진 25번째 시간의 활용이라는 Concept에 기반해 Disney와의 협업을 발표한 Audi

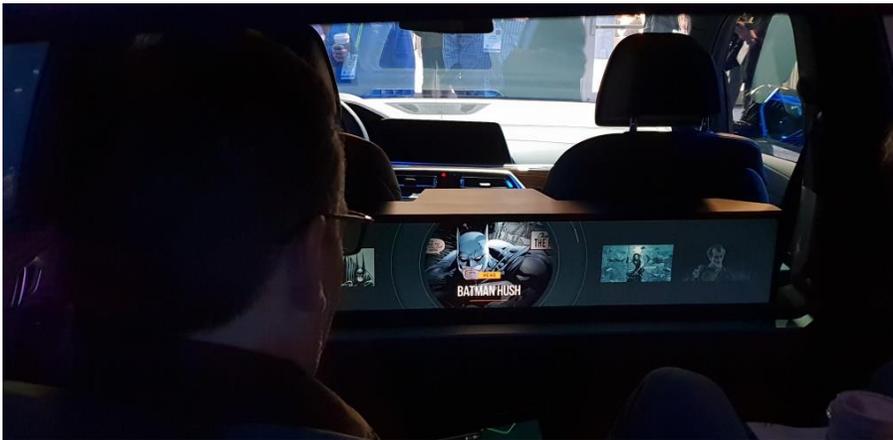


자료: Audi, 메리츠증권증권 리서치센터

## 2-7. 자율주행 기술 완성 → 새로운 소비 시간 확보 → 신규 Biz 모델 등장

MERITZ Collaboration Report  
CES 2019 Key Takeaways: 자동차

- 19년 CES에서 Audi는 Disney와, Intel은 Warner Brothers와 콘텐츠 서비스에 대한 협업을 발표



자료: Audi, Intel, 메리츠증권증권 리서치센터

## 2-8. AR 기술을 통해 구현된 In-Car Entertainment

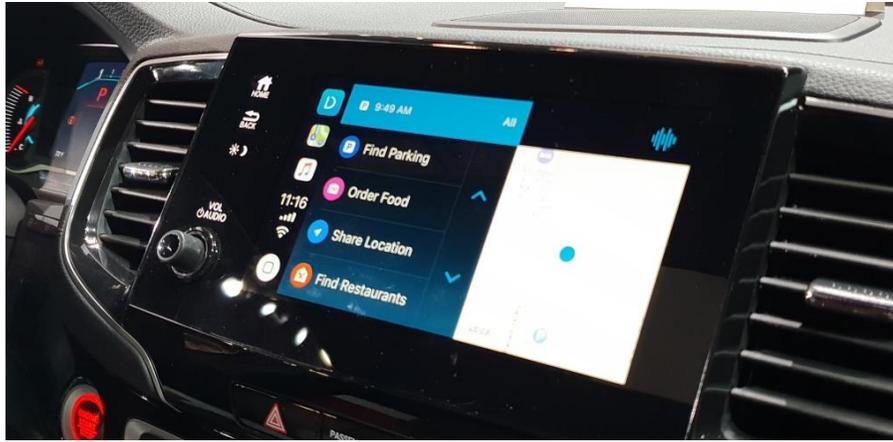
- 운행 중인 차량의 공간감 (관성)과 AR을 바탕으로 Game 비즈니스를 구현한 Audi. 새롭게 등장하고 있는 비즈니스 모델 환경에서 기존 자동차 업체에게 필요한 부분은 Contents 제공업체들과의 Alliance의 확대



자료: Audi, 메리츠증권증권 리서치센터

## 2-9. 자유로워진 손과 머리, In-Car Payment도 활성화될 전망

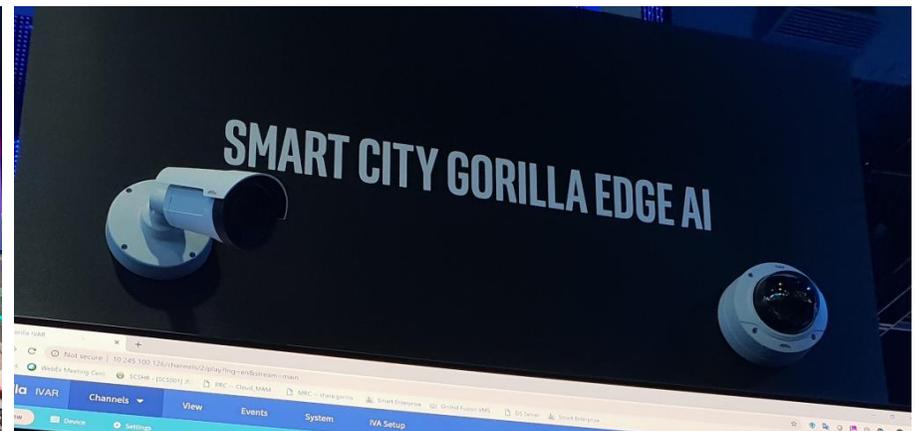
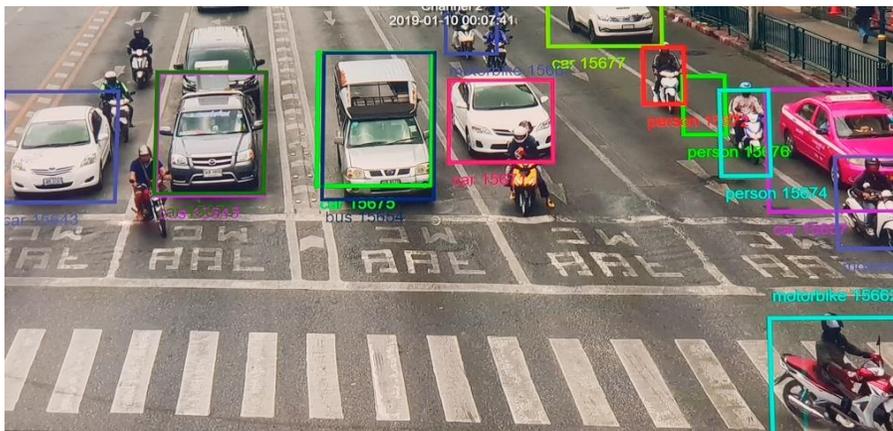
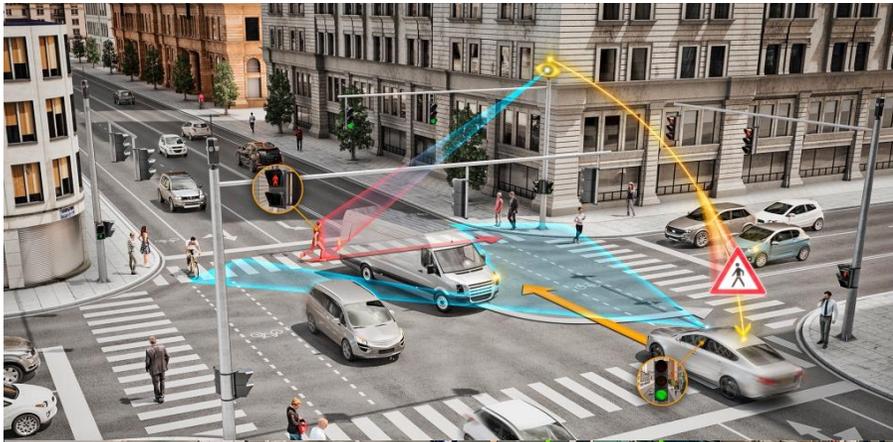
- 자유로워진 손과 머리로 새롭게 제공된 시간은 Game Play 뿐 아니라 새로운 소비활동으로 연결 가능. Honda는 19년 CES를 통해 새로운 소비와 소비 주체 간의 연결을 통해 기존의 Platform 비즈니스와 유사한 형태의 새로운 부가가치 창출이 실현될 수 있다고 전망



자료: Honda, 메리츠증권증권 리서치센터

### 3-1. 주목할 만한 Smart Infrastructure for Smart City

- V2X의 한 축인 V2I (Vehicle to Infrastructure) 구현을 위한 새로운 기술들도 이번 CES에서 공개. Continental와 Intel은 가로등 및 IP (Internet Protocol) 카메라를 통한 한층 개선된 V2X 기술환경을 제시

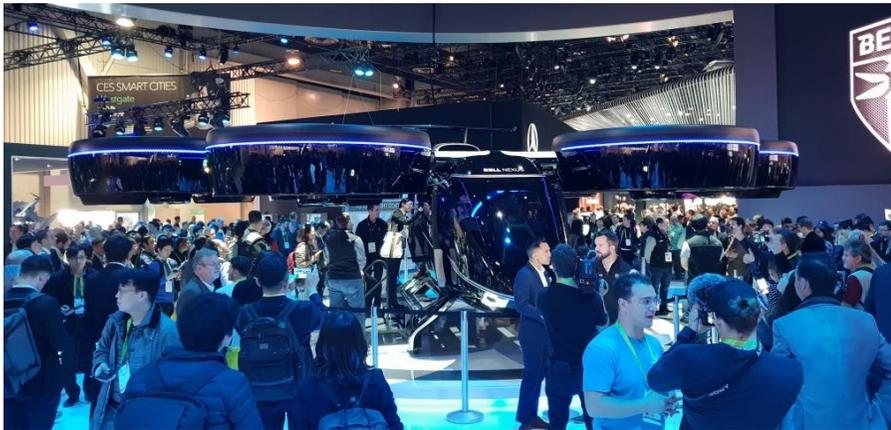


자료: Continental, Intel, 메리츠증권증권 리서치센터

## 3-2. 시간의 제약 넘어서는 자율주행, 공간의 제약 넘어서는 Air Taxi

MERITZ Collaboration Report  
CES 2019 Key Takeaways: 자동차

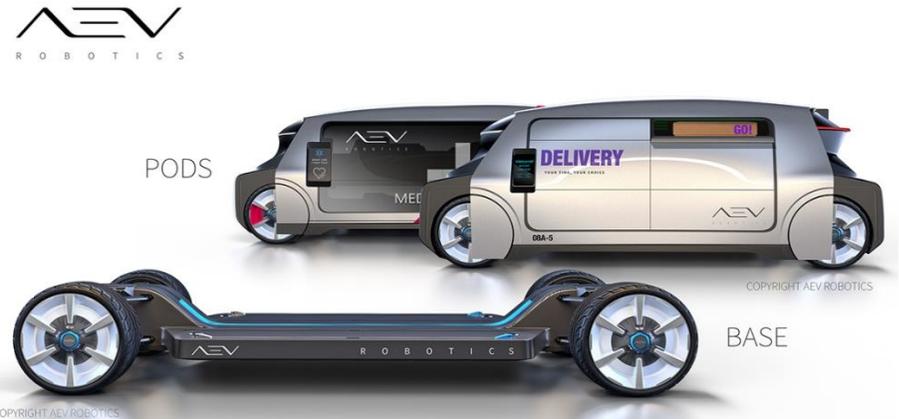
- 18년 CES에서 헬리콥터 모양의 Air Taxi Concept (사진 우상단)을 제시했던 Bell. 이번 CES에서는 Hybrid-electric Flying Taxi Concept 공개를 통해 Uber와의 Air Taxi 비즈니스 구현에 대한 비전을 제시



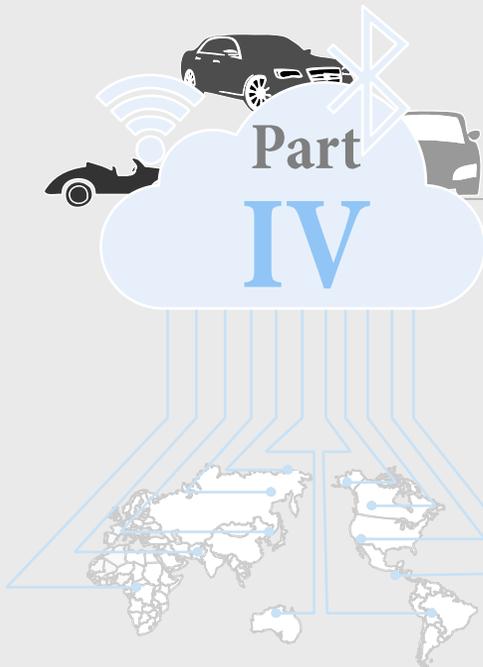
자료: Bell, Uber, 메리츠증권증권 리서치센터

### 3-3. 모듈화·개인화된 새로운 형태의 교통수단을 제안한 AEV

- 전기차 기반 Base를 바탕으로 필요에 따라 다양한 Pods를 적용해 사용할 수 있는 AEV의 제품 공개. 전기차 환경 속에서 완성차 생산 비즈니스에 대한 진입장벽 매우 낮아질 수 있으며, 대체로워질 소비자의 이동수단 니즈에 기존 업체들의 대응역량 강화가 필요



자료: AEV, 메리츠증권증권 리서치센터



## 자동차 - 비즈니스 모델 변화의 시작

# 현대차그룹 New Mobility 방향 점검

Analyst 김준성  
02. 6098-6690  
Joonsung.kim@meritz.co.kr

# 1-1. 구체적인 New Mobility 비전 제시가 이루어졌던 18년 CES

- ▣ 정의선 수석 부회장이 참관한 가운데 Aurora와의 자율주행 협업, FCEV NEXO 공개, New Mobility 3대 비전 제시가 이루어졌던 지난 18년 CES

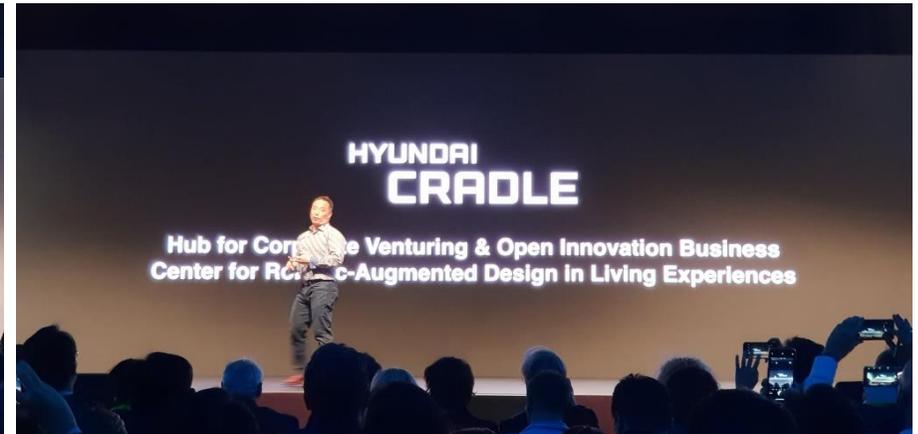


자료: 현대차, 메리츠증권증권 리서치센터

# 1-2. 18년과 비교해 크게 다르지 않았던 19년 CES Media Day

MERITZ Collaboration Report  
CES 2019 Key Takeaways: 자동차

- 전년 제시됐던 3대 비전이 재강조되었으며, 자체적으로나 협력을 통한 기술적 진전에 대한 구체적인 언급 부재. EV 플랫폼 (E-GMP)의 존재는 이미 모비스를 통해 알려져 왔던 사안



자료: 현대차, 메리츠증권증권 리서치센터

# 1-3. 흥미로웠던 'Elevate' 공개, 향후 다양한 활용방안 제시 필요

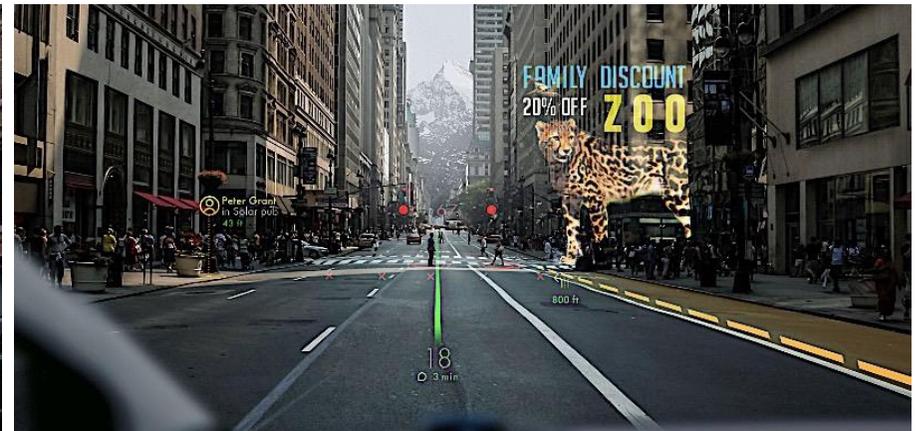
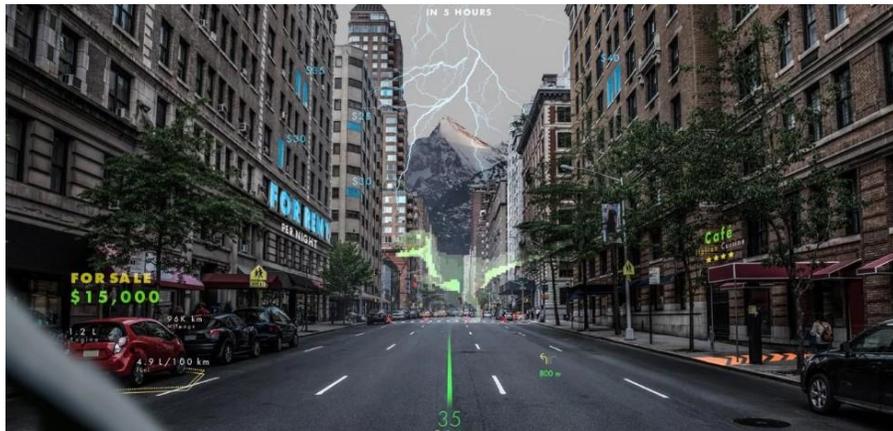
- 로봇 다리를 통해 재난상황 이동이 가능한 'Elevate' 공개는 현대 Cradle의 높은 Robotics 기술을 입증. Robot Dog 통해 Robo-Taxi와 사람 간 세밀한 물류를 구현한 Continental처럼 다양한 활용 방안 제시 필요



자료: 현대차, Continental, 메리츠증권증권 리서치센터

## 1-4. 화제를 모았던 홀로그램 AR 기술의 WayRay

- 18년 9월 현대차가 \$80mn을 투자한 바 있는 홀로그램 AR 업체 WayRay도 CES에 참여, 기존 HUD를 대체하고 콘텐츠 소비 수단으로도 활용 가능한 WayRay 기술은 20년 이후 현대차 모델에 적용될 예정



자료: 현대차, WayRay, 메리츠증권증권 리서치센터

# 1-5. Emotive Driving에 초점을 둔 기아차

- AI Computing을 통한 운전자의 감정 해석을 통해 최적의 Mobility 환경 (음향, 온도, 조명, 진동, 향기 등)을 제공하는 R.E.A.D (Real-time Emotion Adaptive Driving)와 모션인식 제어기술 V Touch 공개



자료: 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터



## 기업분석

종목	투자판단	적정주가
삼성전자 (005930)	Buy	49,000원
현대차 (005380)	Buy	140,000원
만도 (204320)	Buy	45,000원
기아차 (000270)	Buy	40,000원
LG디스플레이 (034220)	Buy	23,000원
SK하이닉스 (000660)	Trading Buy	74,000원

# 삼성전자(005930) 시클리컬 다운사이클과 급격한 이익 훼손

Analyst 김선우 02. 6098-6688  
sunwoo.kim@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	49,000원
현재주가 (1.11)	40,500원
상승여력	21.0%
KOSPI	2,075.57pt
시가총액	2,417,762억원
발행주식수	596,978만주
유동주식비율	78.75%
외국인비중	55.82%
52주 최고/최저가	53,000원/37,450원
평균거래대금	4,783.9억원
<b>주요주주(%)</b>	
삼성물산 외 12 인	21.25
국민연금	9.99

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	0.6	-12.0	-16.0
상대주가	-0.5	-3.3	0.6

### 주가그래프



## 수요 부진이 촉발한 4Q18 메모리 시장 둔화. 2019 DRAM 업황은 재차 레벨 다운될 전망

- DRAM 산업은 유례 없는 다운사이클로 진입하며 동사는 4Q18 10.8조원의 잠정 영업이익 기록
- 모바일, 서버, 컨수머 제품의 전방위적인 수요 둔화에 기반해 동사 DRAM과 NAND의 4Q18 Bit growth는 -15%, -8% 기록. 판가 역시 -8%, -22% 급락 추정
- 판가의 급락 상황에서 DRAM 산업 내 판가 하락은 가속화될 전망. 2019년 DRAM과 NAND 판가는 전년 대비 40%와 52% 하락할 전망. 그 과정에서 DRAM 업황은 2Q19에 한차례 더 레벨 다운

## 2019년 영업이익은 33조원으로 올해 59조원에서 43% 가량 감소할 전망. 2020년 반등 가능성 제한적

- 메모리 경쟁적 업황 훼손이 2019년 내 지속되며 분기별 영업이익은 1Q19 9.4조원에서 4Q19 7.6조원까지 지속 하락할 전망
- 시장은 시클리컬/커머디티 산업 고유의 특징인 개선과 훼손 속도의 가속화를 충분히 인지하지 못한 상황

## 성장주가 뽐내는 방어적 매력? 투자의견 Buy 유지하나 적정주가 49,000원으로 하향 조정

- 이익 훼손은 밸류에이션 매력도를 빠르게 잠식하는 중. 다만 연평균 주주환원수익률은 5~6% 이상 수준
- 견조한 방어주 매력에 기반해 투자의견 Buy 유지하나 적정주가 49,000원으로 하향조정 (2019E 1.48x P/B)

(조원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	201.9	29.2	22.4	3,139	23.6	22,096	9.2	1.3	3.2	12.0	35.9
2017	239.6	53.6	41.3	6,198	97.5	25,235	6.3	1.6	3.2	20.0	40.7
2018P	244.0	58.9	43.6	5,950	-4.0	30,800	6.8	1.3	2.3	19.5	39.4
2019E	224.0	33.4	25.8	3,530	-40.7	33,191	11.5	1.2	2.8	10.4	41.6
2020E	248.6	32.4	25.7	3,505	-0.7	35,562	11.6	1.1	2.4	9.7	44.7

# 삼성전자: 분기 실적은 2Q19까지 점진적 둔화 예상

## 삼성전자 실적추정

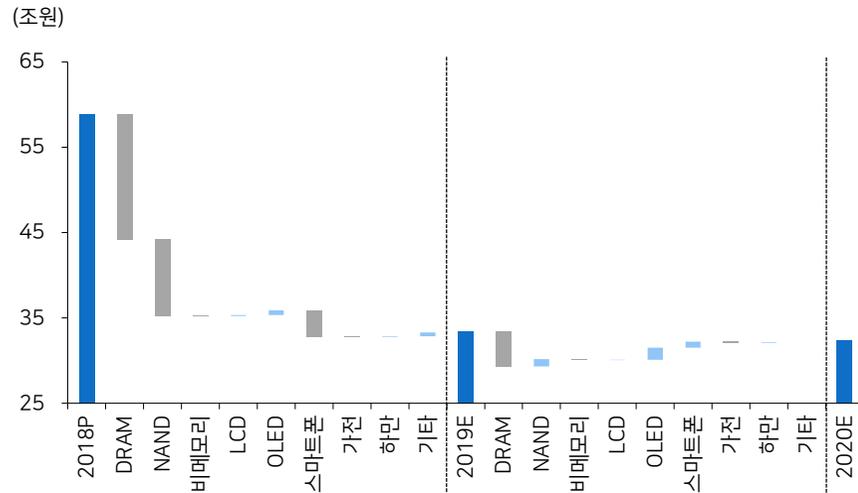
(조원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E
매출액	60.6	58.5	65.5	59.5	52.4	53.7	56.9	61.1	239.6	244.0	224.0
반도체	20.8	22.0	24.8	19.0	17.1	16.6	17.8	17.0	74.3	86.6	68.5
DRAM	11.1	11.9	14.2	10.8	9.7	8.9	9.0	8.3	36.8	48.0	35.8
NAND	6.3	6.6	6.8	4.9	3.8	3.8	4.5	5.0	23.5	24.6	17.2
비메모리	3.5	3.5	3.7	3.3	3.6	3.8	4.3	3.8	14.0	13.9	15.5
디스플레이	7.5	5.7	10.1	9.8	8.5	8.5	11.1	12.3	34.5	33.1	40.5
LCD	2.2	1.9	1.9	2.0	1.9	1.9	2.0	2.0	10.6	8.0	7.8
OLED	5.4	3.8	8.2	7.8	6.6	6.6	9.2	10.3	23.9	25.1	32.7
무선통신	28.4	24.0	24.9	23.1	21.4	22.2	22.2	23.9	106.7	100.5	89.7
핸드셋	27.7	22.7	24.0	22.0	20.4	21.2	21.1	22.6	103.6	96.3	85.2
피쳐폰	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	2.0	1.1	1.0
스마트폰	26.0	21.0	22.2	20.1	18.6	19.4	19.2	20.6	94.3	89.3	77.8
테블릿	1.4	1.5	1.5	1.6	1.4	1.5	1.7	1.8	7.3	5.9	6.5
가전	9.7	10.4	10.2	12.3	9.5	10.4	10.1	12.5	45.1	42.7	42.5
하만	1.9	2.1	2.2	2.4	2.2	2.4	2.5	2.7	7.1	8.7	9.7
기타	-7.9	-5.7	-6.7	-7.2	-6.3	-6.5	-6.9	-7.4	-28.0	-27.5	-27.0
영업이익	15.6	14.9	17.6	10.8	9.4	8.4	8.1	7.6	53.6	58.9	33.4
영업이익률 (%)	25.8	25.4	26.8	18.2	17.9	15.6	14.2	12.4	22.4	24.1	14.9
반도체	11.5	11.6	13.7	7.9	6.3	5.4	5.0	4.3	35.2	44.7	21.0
DRAM	7.8	8.1	10.3	6.5	5.7	4.6	4.2	3.4	23.1	32.7	18.0
NAND	3.2	3.1	2.8	1.1	0.2	0.2	0.3	0.4	10.4	10.1	1.2
비메모리	0.6	0.4	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	1.6	1.9	1.9
디스플레이	0.4	0.1	1.1	1.0	0.5	0.4	1.2	1.2	5.4	2.7	3.3
LCD	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3	0.0	0.1
OLED	0.4	0.2	1.1	1.0	0.5	0.4	1.1	1.2	4.1	2.7	3.2
무선통신	3.8	2.7	2.2	1.2	2.1	2.0	1.4	1.4	11.8	9.9	6.9
핸드셋	3.7	2.6	2.2	1.2	2.1	2.0	1.3	1.3	11.5	9.7	6.8
피쳐폰	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
스마트폰	3.7	2.6	2.1	1.1	2.0	1.9	1.2	1.2	11.3	9.5	6.5
테블릿	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
가전	0.3	0.5	0.6	0.6	0.3	0.5	0.5	0.6	1.7	2.0	1.9
하만	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타	-0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.5	-0.4	0.0
지배주주 순이익	11.7	11.0	13.2	8.2	7.4	6.7	6.3	6.0	41.3	43.6	25.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 삼성전자: 예상을 넘어서는 영업이익 감소 vs 방어적 매력

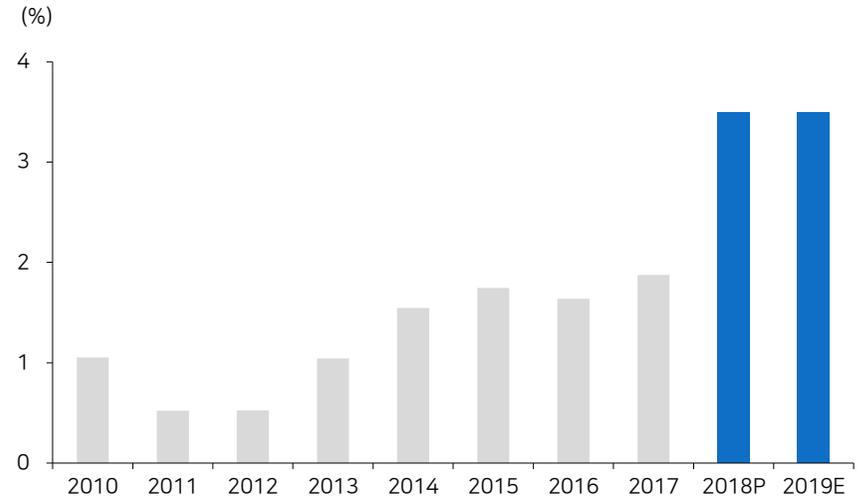
- 18년 영업이익 59조원에서 19년 33조원으로 43% 급감할 전망
- 시클리컬 산업인 메모리 반도체의 이익 감소가 절대적. 역사적으로 DRAM 산업 내 방향성의 전환 후 제품 판가 꺾적은 가속화를 동반했음
- 적정주가 49,000원은 2019E BVPS에 최근 점진적 이익 감소를 경험했던 13-15년 평균 1.48배 적용 (vs 올해 예상 ROE 10.4%)

삼성전자의 2019년 영업이익은 반도체 사업부문에서 주로 하락세 기록



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 배당수익률 추이 (분기배당 총계)



참고: 2019년 1월 11일 종가 기준  
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 삼성전자: 메모리 전망 주요 가정

## 삼성전자 - 메모리 출하량 및 판가 전망 가정치

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	10,240	10,752	12,473	10,602	11,556	13,174	14,755	15,050	38,559	44,068	54,535
	% QoQ	-1	5	16	-15	9	14	12	2			
	% YoY	17	15	12	2	13	23	12	42	15	14	24
	NAND	153,176	179,522	218,119	200,670	210,703	248,630	294,626	329,981	551,621	751,486	1,083,940
	% QoQ	-4	17	22	-8	5	18	19	12			
	% YoY	29	41	50	25	38	38	35	64	26	36	44
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	1.01	1.03	1.02	0.90	0.76	0.62	0.55	0.50	0.85	0.99	0.60
	% QoQ	5	2	-1	-11	-16	-19	-10	-10			
	% YoY	40	27	16	-6	-25	-40	-45	-45	48	17	-40
	NAND	0.04	0.03	0.03	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.04	0.03	0.01
	% QoQ	-2	-11	-18	-22	-24	-15	-1	-1			
	% YoY	8	-10	-27	-44	-57	-59	-50	-37	28	-21	-52

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 삼성전자 (005930)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>201,866.8</b>	<b>239,575.4</b>	<b>243,992.3</b>	<b>223,969.4</b>	<b>248,607.5</b>
매출액증가율(%)	0.6	18.7	1.8	-8.2	11.0
매출원가	120,277.7	129,290.7	134,426.8	144,252.6	164,796.2
매출총이익	81,589.0	110,284.7	109,565.5	79,716.8	83,811.3
판매비와관리비	52,348.4	56,639.7	50,661.5	46,312.6	51,382.4
<b>영업이익</b>	<b>29,240.7</b>	<b>53,645.0</b>	<b>58,901.5</b>	<b>33,404.2</b>	<b>32,428.9</b>
영업이익률(%)	14.5	22.4	24.1	14.9	13.0
금융손익	774.5	1,591.0	942.8	1,806.1	2,541.2
충속/관계기업관련손익	19.5	201.4	407.6	0.0	0.0
기타영업외손익	794.0	1,792.5	1,645.5	1,806.1	2,541.2
세전계속사업이익	30,713.7	56,196.0	60,549.6	35,210.3	34,970.0
법인세비용	7,987.6	14,009.2	16,418.8	8,802.6	8,742.5
<b>당기순이익</b>	<b>22,726.1</b>	<b>42,186.8</b>	<b>44,130.8</b>	<b>26,407.7</b>	<b>26,227.5</b>
지배주주지분 순이익	22,415.7	41,344.6	43,570.1	25,847.1	25,666.8

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>141,429.7</b>	<b>146,982.5</b>	<b>187,838.5</b>	<b>214,865.3</b>	<b>242,811.7</b>
현금및현금성자산	32,111.4	30,545.1	57,951.6	76,393.6	91,833.9
매출채권	24,279.2	27,696.0	24,970.7	25,637.7	28,007.1
재고자산	18,353.5	24,983.4	22,525.0	23,126.7	25,264.0
비유동자산	120,744.6	154,769.6	157,916.6	160,054.8	164,403.6
유형자산	91,473.0	111,665.7	114,856.4	116,856.4	120,356.4
무형자산	5,344.0	14,760.5	14,667.6	14,073.6	13,342.9
투자자산	12,642.2	14,554.5	15,960.6	16,360.6	16,760.6
<b>자산총계</b>	<b>262,174.3</b>	<b>301,752.1</b>	<b>345,755.1</b>	<b>374,920.1</b>	<b>407,215.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>54,704.1</b>	<b>67,175.1</b>	<b>77,589.6</b>	<b>89,837.5</b>	<b>105,371.9</b>
매입채무	6,485.0	9,083.9	8,190.1	8,408.8	9,185.9
단기차입금	12,746.8	15,767.6	18,826.5	17,826.5	16,826.5
유동성장기부채	1,232.8	278.6	251.2	257.9	281.7
비유동부채	14,507.2	20,085.6	20,214.2	20,323.6	20,457.0
사채	58.5	953.4	972.4	972.4	972.4
장기차입금	1,179.1	1,756.9	34.8	134.8	234.8
<b>부채총계</b>	<b>69,211.3</b>	<b>87,260.7</b>	<b>97,803.8</b>	<b>110,161.1</b>	<b>125,828.8</b>
자본금	897.5	897.5	897.5	897.5	897.5
자본잉여금	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9
기타포괄이익누계액	-2,257.1	-7,677.0	-7,619.7	-7,619.7	-7,619.7
이익잉여금	193,086.3	215,811.2	247,476.4	264,284.1	280,911.6
비지배주주지분	6,538.7	7,278.0	7,626.8	7,626.8	7,626.8
<b>자본총계</b>	<b>192,963.0</b>	<b>214,491.4</b>	<b>247,951.3</b>	<b>264,759.0</b>	<b>281,386.5</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>47,385.6</b>	<b>62,162.0</b>	<b>90,210.9</b>	<b>65,799.1</b>	<b>67,280.2</b>
당기순이익(손실)	22,726.1	42,186.8	44,130.8	26,407.7	26,227.5
유형자산감가상각비	19,312.5	20,593.6	25,000.0	26,500.0	29,500.0
무형자산상각비	1,400.5	1,523.8	1,352.8	1,242.2	1,379.0
운전자본의 증감	-1,181.0	-10,620.6	8,382.5	-982.9	-3,491.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-29,658.7</b>	<b>-49,385.2</b>	<b>-54,144.7</b>	<b>-36,863.8</b>	<b>-41,363.8</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-24,143.0	-42,792.2	-30,000.0	-28,500.0	-33,000.0
투자자산의 감소(증가)	1,756.4	728.1	-4,439.8	-400.0	-400.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-8,669.5</b>	<b>-12,560.9</b>	<b>-8,765.3</b>	<b>-10,493.3</b>	<b>-10,476.2</b>
차입금증감	2,139.9	2,588.2	1,383.2	-893.3	-876.2
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>9,474.7</b>	<b>-1,566.3</b>	<b>27,406.4</b>	<b>18,442.0</b>	<b>15,440.2</b>
기초현금	22,636.7	32,111.4	30,545.1	57,951.6	76,393.6
기말현금	32,111.4	30,545.1	57,951.6	76,393.6	91,833.9

Key Financial Data					
	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	24,632	31,414	33,303	30,585	33,949
EPS(지배주주)	3,139	6,198	5,950	3,530	3,505
CFPS	1,156	-205	3,741	2,518	2,108
EBITDAPS	6,095	9,934	11,636	8,350	8,645
BPS	22,096	25,235	30,800	33,191	35,562
DPS	590	955	1,416	1,416	1,416
배당수익률(%)	1.6	1.9	3.5	3.5	3.5
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	9.2	6.3	6.8	11.5	11.6
PCR	24.9	-190.6	10.8	16.1	19.2
PSR	1.2	1.2	1.2	1.3	1.2
PBR	1.3	1.6	1.3	1.2	1.1
EBITDA	49,953.6	75,762.4	85,254.3	61,146.4	63,307.9
EV/EBITDA	3.2	3.2	2.3	2.8	2.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	12.0	20.0	19.5	10.4	9.7
EBITDA이익률	46.1	65.8	54.1	35.3	41.2
부채비율	35.9	40.7	39.4	41.6	44.7
금융비용부담률	-0.5	-0.4	-0.5	-0.8	-1.0
이자보상배율(x)	49.7	81.9	79.8	35.3	35.7
매출채권회전율(x)	8.2	9.2	9.3	8.9	9.3
재고자산회전율(x)	6.5	6.0	5.7	6.3	6.8

# 현대차(005380) 영업 레버리지의 발현을 기다리며

Analyst 김준성 02. 6098-6690  
joonsung.kim@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	140,000원	
현재주가 (1.11)	123,000원	
상승여력	13.8%	
KOSPI	2,075.57pt	
시가총액	262,812억원	
발행주식수	21,367만주	
유동주식비율	66.35%	
외국인비중	45.57%	
52주 최고/최저가	164,000원/92,800원	
평균거래대금	814.0억원	
<b>주요주주(%)</b>		
현대모비스 외 5인	29.11	
국민연금	8.70	
The Capital Group Companies, Inc. 외	7.78	
<b>주가상승률(%)</b>		
절대주가	상대주가	
1개월	10.3	9.1
6개월	1.2	11.2
12개월	-20.6	-4.9
<b>주가그래프</b>		



### 본격적인 RV 중심 신차 Cycle 개시로 가동률 · 재고 · 인센티브 정상화 진행 중

- 국내공장 가동률 회복 시작, 15년 99% → 16년 90% → 17년 88% → 18년 1Q-3Q 89% → 4Q18 108% (펠리세이드 4Q18, 쏘나타 1Q19, QX1 3Q19, G80 3Q19, GV80 4Q19 출시로 유휴설비 재가동 시작)
- 미국공장 가동률 개선 시작, 15년 104% → 16년 103% → 17년 89% → 18년 1Q-3Q 83% → 4Q18 100% (싼타페 3Q18 투입 통한 연간 생산능력 24만대에서 34만대로 개선)
- 미국 재고 감소 빠르게 진행, 15년 3.4개월 → 16년 3.6 → 17년 4.1 → 18년 1Q-3Q 3.3 → 4Q18 3.2
- 미국 인센티브 축소, 15년 \$2,287 → 16년 \$2,302 → 17년 \$2,882 → 18년 1Q-3Q \$2,832 → 4Q18 \$2,583
- 중국의 판매부진 우려 여전하나, 라페스타와 같은 현지화 모델 흥행으로 판매량 YoY 개선과 One Model One Quality 전략에서 벗어나 있어 원가율이 좋은 현지화 모델 Mix증가로 수익성 개선 이루어질 전망

### 1Q19 이후 본격적인 영업 레버리지 효과 발현 전망, 적정주가 140,000원 유지

- 판매부진에 따른 영업지표 훼손과 대외변수에 의한 비용발생으로 13년 이후 6년 연속 연결 순이익 YoY 감소를 기록. 그러나 19년에는 1) RV 중심 신차출시를 통한 가동률 · 재고 · 인센티브 회복과 ASP 증가를 통한 원가율 개선과, 2) 전년 비우호적 환율, 과도한 품질비용의 기저효과를 통해 +63% YoY의 이익회복을 실현할 수 있을 전망
- 4Q18 실적은 비자동차 연결 자회사의 일회성 총당금 발생으로 현재 시장기대치를 하회할 예정. 그러나 본격적인 신차효과 반영을 통한 자동차 사업부의 기초체력 개선은 실현될 전망이며, 19년 이 같은 자동차 사업의 정상화 지속을 통해 기업가치 증대 가능하다고 판단. 적정주가 140,000원, 투자이견 Buy 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	93,649.0	5,193.5	5,406.4	23,414	-15.8	253,415	5.2	0.5	1.1	7.8	147.2
2017	96,376.1	4,574.7	4,032.8	17,178	-25.4	261,867	7.1	0.5	1.0	5.5	138.4
2018E	97,619.7	2,712.5	2,399.3	9,762	-40.5	262,790	12.5	0.5	1.5	3.2	136.8
2019E	102,809.2	4,148.1	3,912.5	16,519	63.1	273,114	7.4	0.4	1.2	5.1	132.9
2020E	107,571.9	4,394.9	4,461.5	18,887	14.3	284,833	6.5	0.4	1.1	5.6	128.3

# 현대차: 분기 및 연간 실적 Snapshot

## 현대차 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, 천대)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>23,366.0</b>	<b>24,308.0</b>	<b>24,201.3</b>	<b>24,500.8</b>	<b>22,436.6</b>	<b>24,711.8</b>	<b>24,433.7</b>	<b>26,037.6</b>	<b>96,376.1</b>	<b>97,619.7</b>	<b>102,809.1</b>
(% YoY)	4.5	-1.5	9.6	-0.2	-4.0	1.7	1.0	6.3	2.9	1.3	5.3
자동차	17,823	19,187	18,824	18,657	17,389	18,852	18,625	19,939	74,490	74,805	79,154
(% YoY)	3.4	-1.2	13.3	-3.9	-2.4	-1.7	-1.1	6.9	2.5	0.4	5.8
금융	4,097	3,571	3,714	4,032	3,778	4,216	4,041	4,258	15,415	16,294	17,107
(% YoY)	16.1	0.3	-1.4	26.2	-7.8	18.1	8.8	5.6	9.7	5.7	5.0
기타	1,445	1,550	1,664	1,812	1,269	1,643	1,768	1,840	6,471	6,520	6,548
(% YoY)	-8.7	-8.5	-2.1	-6.5	-12.2	6.0	6.2	1.5	-6.4	0.8	0.4
판매볼륨 (중국 제외)	882	994	885	909	858	953	914	1,001	3,670	3,736	3,846
(% YoY)	1.9	1.4	7.8	-9.7	-2.7	-4.2	3.3	10.1	-0.1	1.8	2.9
연결기준 ASP (백만원)	19.9	19.1	18.9	18.5	18.9	19.0	19.1	19.5	19.1	19.1	19.6
(% YoY)	2.2	-0.7	4.8	-2.9	-5.0	-0.4	1.2	5.8	0.7	0.1	2.4
<b>OP</b>	<b>1,250.8</b>	<b>1,344.5</b>	<b>1,204.2</b>	<b>775.2</b>	<b>681.3</b>	<b>950.8</b>	<b>288.9</b>	<b>791.5</b>	<b>4,574.7</b>	<b>2,712.5</b>	<b>4,148.1</b>
(% YoY)	-6.8	-23.7	12.7	-24.1	-45.5	-29.3	-76.0	2.1	-11.9	-40.7	52.9
자동차	959.7	1,055.6	942.0	560.5	469.9	596.4	3.8	696.9	3,517.7	1,767.0	3,026.8
(% YoY)	-8.3	-21.4	23.6	-26.6	-51.0	-43.5	-99.6	24.4	-10.2	-49.8	71.3
금융	179.2	213.0	178.9	147.1	172.9	266.1	197.2	149.7	718.1	785.9	884.4
(% YoY)	-9.9	-18.0	11.0	76.1	-3.5	24.9	10.2	1.8	2.1	9.4	12.5
기타	111.9	75.9	83.4	67.7	38.5	88.3	88.0	-55.2	338.8	159.6	236.9
(% YoY)	15.9	-52.4	-42.4	-61.2	-65.6	16.4	5.5	-181.5	-41.1	-52.9	48.5
<b>RP</b>	<b>1,757.1</b>	<b>1,165.0</b>	<b>1,100.4</b>	<b>416.1</b>	<b>925.9</b>	<b>1,128.8</b>	<b>362.3</b>	<b>1,013.4</b>	<b>4,438.6</b>	<b>3,430.4</b>	<b>5,353.0</b>
(% YoY)	-18.8	-51.1	-26.4	-67.2	-47.3	-3.1	-67.1	143.5	-39.3	-22.7	56.0
<b>NP</b>	<b>1,330.6</b>	<b>816.9</b>	<b>852.4</b>	<b>1,033.0</b>	<b>668.0</b>	<b>700.6</b>	<b>269.2</b>	<b>761.4</b>	<b>4,032.8</b>	<b>2,399.3</b>	<b>3,912.5</b>
(% YoY)	-21.1	-50.7	-19.7	3.3	-49.8	-14.2	-68.4	-26.3	-25.4	-40.5	63.1
<b>OP margin (%)</b>	<b>5.4</b>	<b>5.5</b>	<b>5.0</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>3.8</b>	<b>1.2</b>	<b>3.0</b>	<b>4.7</b>	<b>2.8</b>	<b>4.0</b>
자동차	5.4	5.5	5.0	3.0	2.7	3.2	0.0	3.5	4.7	2.4	3.8
금융	4.4	6.0	4.8	3.6	4.6	6.3	4.9	3.5	4.7	4.8	5.2
기타	7.7	4.9	5.0	3.7	3.0	5.4	5.0	-3.0	5.2	2.4	3.6
RP margin (%)	7.5	4.8	4.5	1.7	4.1	4.6	1.5	3.9	4.6	3.5	5.2
<b>NP margin (%)</b>	<b>5.7</b>	<b>3.4</b>	<b>3.5</b>	<b>4.2</b>	<b>3.0</b>	<b>2.8</b>	<b>1.1</b>	<b>2.9</b>	<b>4.2</b>	<b>2.5</b>	<b>3.8</b>
글로벌 판매볼륨	1,089	1,109	1,077	1,209	1,024	1,174	1,097	1,241	4,484	4,546	4,701
(% YoY)	-1.6	-13.8	-0.6	-12.3	-6.0	5.9	1.9	2.6	-7.6	1.4	3.4
글로벌 ASP (백만원)	19.0	18.4	18.3	17.7	18.5	18.3	18.3	18.7	18.3	18.4	19.0
(% YoY)	-0.9	-1.7	3.1	-3.5	-2.7	-0.9	-0.1	5.8	-0.9	0.3	3.3
글로벌 ASP (천달러)	16.5	16.3	16.2	16.0	17.3	16.9	16.3	16.6	16.2	16.7	17.0
(% YoY)	2.6	1.0	1.8	0.7	4.7	3.7	1.0	3.8	1.4	3.1	1.5
평균환율 (원·달러)	1,154	1,130	1,133	1,107	1,072	1,080	1,121	1,128	1,131	1,100	1,120
기말환율 (원·달러)	1,119	1,144	1,145	1,067	1,067	1,115	1,109	1,125	1,067	1,125	1,120

자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>93,649.0</b>	<b>96,376.1</b>	<b>97,619.7</b>	<b>102,809.2</b>	<b>107,571.9</b>
매출액증가율(%)	1.8	2.9	1.3	5.3	4.6
매출원가	75,959.7	78,798.2	82,402.6	86,286.5	89,914.9
매출총이익	17,689.3	17,577.9	15,217.1	16,522.6	17,657.0
판매비와관리비	12,495.8	13,003.2	12,504.6	12,374.5	13,262.1
<b>영업이익</b>	<b>5,193.5</b>	<b>4,574.7</b>	<b>2,712.5</b>	<b>4,148.1</b>	<b>4,394.9</b>
영업이익률(%)	5.5	4.7	2.8	4.0	4.1
금융손익	433.2	-147.4	230.2	240.3	254.6
중속/관계기업관련손익	1,729.4	225.1	829.3	1,170.2	1,422.9
기타영업외손익	-49.1	-213.7	-341.7	-205.6	0.0
세전계속사업이익	7,307.1	4,438.5	3,430.4	5,353.0	6,072.4
법인세비용	1,587.4	-107.9	781.5	1,177.7	1,335.9
<b>당기순이익</b>	<b>5,719.7</b>	<b>4,546.4</b>	<b>2,648.9</b>	<b>4,175.3</b>	<b>4,736.5</b>
지배주주지분 순이익	5,406.4	4,032.8	2,399.3	3,912.5	4,461.5
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	72,449.6	73,975.9	72,508.5	74,125.4	75,945.8
현금및현금성자산	7,890.1	8,821.5	9,273.9	9,766.9	10,219.3
매출채권	4,437.6	3,838.0	3,904.8	3,598.3	3,227.2
재고자산	10,523.8	10,279.9	9,957.2	10,280.9	10,757.2
비유동자산	106,386.3	104,223.5	105,165.0	107,492.9	109,711.9
유형자산	29,405.7	29,827.1	29,922.3	30,499.8	31,031.4
무형자산	4,586.2	4,809.3	4,755.5	4,770.0	4,791.1
투자자산	20,730.2	19,910.0	20,313.4	21,547.4	22,707.0
<b>자산총계</b>	<b>178,835.9</b>	<b>178,199.5</b>	<b>177,673.5</b>	<b>181,618.3</b>	<b>185,657.7</b>
유동부채	43,609.8	43,160.7	45,185.9	46,087.9	46,710.9
매입채무	6,985.9	6,483.9	6,469.9	6,711.1	6,914.4
단기차입금	8,760.7	9,889.7	10,384.1	10,488.0	10,592.9
유동성장기부채	14,837.0	13,098.5	15,718.3	15,403.9	15,095.8
비유동부채	62,881.6	60,281.4	57,466.7	57,562.2	57,633.1
사채	36,456.4	36,454.2	36,818.7	36,818.7	36,818.7
장기차입금	13,390.0	12,488.1	9,366.1	9,178.8	8,995.2
<b>부채총계</b>	<b>106,491.4</b>	<b>103,442.1</b>	<b>102,652.6</b>	<b>103,650.1</b>	<b>104,344.0</b>
자본금	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0	1,489.0
자본잉여금	4,202.6	4,201.2	4,201.2	4,201.2	4,201.2
기타포괄이익누계액	-1,223.2	-2,279.0	-2,279.0	-2,279.0	-2,279.0
이익잉여금	64,361.4	67,332.3	66,786.9	69,471.4	72,541.8
비지배주주지분	5,154.9	5,653.9	5,903.4	6,166.3	6,441.3
<b>자본총계</b>	<b>72,344.6</b>	<b>74,757.4</b>	<b>75,020.9</b>	<b>77,968.2</b>	<b>81,313.7</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>997.0</b>	<b>3,922.4</b>	<b>3,237.8</b>	<b>7,856.1</b>	<b>8,211.8</b>
당기순이익(손실)	5,719.7	4,546.4	2,648.9	4,175.3	4,736.5
유형자산감가상각비	2,164.6	2,254.6	2,338.4	2,353.7	2,429.0
무형자산상각비	1,194.2	1,274.8	1,420.5	1,424.8	1,431.1
운전자본의 증감	-13,565.1	-11,384.3	-10,915.4	-9,259.3	-9,408.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-6,311.8</b>	<b>-4,744.4</b>	<b>-594.2</b>	<b>-5,872.9</b>	<b>-6,144.5</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,971.2	-3,055.0	-2,902.3	-2,931.3	-2,960.6
투자자산의 감소(증가)	-78.8	-192.5	-336.7	-1,234.1	-1,159.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>5,691.4</b>	<b>2,181.2</b>	<b>-2,013.9</b>	<b>-1,490.2</b>	<b>-1,614.8</b>
차입금증감	7,124.8	3,215.8	-506.2	-397.8	-386.8
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>558.6</b>	<b>931.4</b>	<b>452.3</b>	<b>493.0</b>	<b>452.5</b>
기초현금	7,331.5	7,890.1	8,821.5	9,273.9	9,766.9
기말현금	7,890.1	8,821.5	9,273.9	9,766.9	10,219.3
Key Financial Data					
(원,%배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	425,143	437,523	443,169	466,728	488,349
EPS(지배주주)	23,414	17,178	9,762	16,519	18,887
CFPS	76,654	78,662	71,456	77,699	79,990
EBITDAPS	38,825	36,790	29,378	35,985	37,476
BPS	253,415	261,867	262,790	273,114	284,833
DPS	4,000	4,000	4,000	4,500	5,100
배당수익률(%)	3.3	3.3	3.3	3.7	4.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	5.2	7.1	12.5	7.4	6.5
PCR	1.6	1.6	1.7	1.6	1.5
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EBITDA	85,523.3	81,040.6	64,713.6	79,266.9	82,550.2
EV/EBITDA	1.1	1.0	1.5	1.2	1.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	7.8	5.5	3.2	5.1	5.6
EBITDA이익률	9.1	8.4	6.6	7.7	7.7
부채비율	147.2	138.4	136.8	132.9	128.3
금융비용부담률	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	1.9	1.4	0.9	1.4	1.5
매출채권회전율(x)	21.0	23.3	25.2	27.4	31.5
재고자산회전율(x)	9.0	9.5	9.6	9.6	9.8

# 만도(204320) 19년 ADAS 매출 성장 +46% YoY 전망

Analyst 김준성 02. 6098-6690  
Joonsung.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	45,000원	
현재주가 (1.11)	29,450원	
상승여력	52.8%	
KOSPI	2,075.57pt	
시가총액	13,829억원	
발행주식수	4,696만주	
유동주식비율	68.27%	
외국인비중	25.75%	
52주 최고/최저가	58,600원 / 26,550원	
평균거래대금	128.0억원	
주요주주(%)		
한라홀딩스 외 11인	30.30	
국민연금	13.44	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	3.0	1.9
6개월	-24.5	-17.0
12개월	-46.6	-36.0
주가그래프		



## 신차출시와 Mix 고도화로 19년 ADAS 매출 성장 +46% YoY 전망

- ADAS 매출 16년 2,873억원 → 17년 3,647억원 → 18년 4,944억원 예상 → 19년 7,200억원 예상
- 만도의 ADAS 매출은 공급점유율이 높은 현대·기아차의 신차출시 및 ADAS 기능 채택율이 높은 고가차량 판매가 늘어날 때마다 계단식으로 상향되는 모습을 보여왔음 (4Q16 이후 그랜저, 2Q18 이후 쏘나타, 19년 이후 쏘나타, G80, GV80)
- ADAS 영업이익 16년 43억원 → 17년 179억원 → 18년 316억원 예상 → 19년 540억원 예상
- 높아진 매출을 통한 영업 레버리지 효과로 수익성 개선 동반 중. 19년 ADAS 영업이익의 연결 영업이익 기여도 20% 이상으로 높아질 전망

## 중국의 회복은 어려울 전망, 그러나 ADAS 확대·현대차 가동률 개선·GM 수주 반영은 실적개선의 근거

- 무역분쟁과 경제성장률 둔화로 19년 중국 자동차 수요성장은 제한적 수준에 그칠 전망이며, 만도의 주요 고객인 현대차, Geely, Chang An 등의 가동률 확대를 기대하기 어려운 상황이라 판단
- 그러나 신차 투입을 통한 ADAS 매출의 확대, 현대차의 국내공장/미국공장 가동률 개선, 4Q18부터 본격적으로 반영되기 시작한 GM의 신규 플랫폼 발주는 19년 EPS +32% YoY의 근거로 작용할 예정
- 18년 Tesla, Uber, Toyota 등의 자율주행 시험 사고 발생 및 개발 중단으로 위축됐던 자율주행 관련 업종의 밸류에이션, 19년 본격적인 Robo-Taxi 상용화 통한 재확장이 예상되며 만도의 기업가치 개선에 기여 전망
- 다만, 중국의 더딘 회복을 반영해 19년 이익추정치를 13.7% 조정하며, 적정주가 또한 45,000원으로 하향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	5,866.4	305.0	199.5	4,249	58.6	32,265	7.0	0.9	4.7	13.9	194.7
2017	5,684.7	83.5	4.8	102	-97.6	30,075	291.6	1.0	6.9	0.3	215.2
2018E	5,791.6	227.8	126.1	2,686	427.4	32,277	11.1	0.9	5.4	8.6	202.1
2019E	6,210.8	276.3	166.9	3,554	32.3	35,408	8.4	0.8	4.9	10.5	189.7
2020E	6,483.3	301.6	185.7	3,956	11.3	38,800	7.5	0.8	4.6	10.7	173.9

# 주력 신차 출시 확대로 19년 ADAS 매출 성장 +46% YoY 전망

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	비고
현대차 글로벌 판매 (천대)	4,854	4,484	4,599	4,801	4,982	5,055	
기아차 글로벌 판매 (천대)	3,018	2,708	2,688	2,815	2,890	2,970	
현대/기아차 합산 글로벌 판매 (천대)	7,872	7,192	7,287	7,616	7,872	8,025	
(YoY 성장률, %)	-1.7	-8.6	1.3	4.5	3.4	1.9	
ADAS 적용가능 주요시장 판매비중 (%)	86.0	86.0	86.0	86.0	86.0	86.0	
ADAS 적용가능 차량 중 ADAS 채택율 (%)	4.7	8.1	11.6	17.4	23.3	29.1	▪ 현대/기아차 ADAS 패키지 소형차량까지 확대 목표
<b>ADAS 적용 차량 글로벌 판매비중 (%)</b>	<b>4.0</b>	<b>7.0</b>	<b>10.0</b>	<b>15.0</b>	<b>20.0</b>	<b>25.0</b>	▪ 현기차 20년까지 AEB 의무화, 18년 북미/국내 시작
현대/기아차 ADAS 채택 글로벌 판매볼륨 (천대)	315	503	729	1,142	1,574	2,006	
<b>ADAS 패키지 대당 납품가 (백만원)</b>	<b>1.26</b>	<b>1.20</b>	<b>1.14</b>	<b>1.08</b>	<b>1.03</b>	<b>0.98</b>	▪ 규모의 경제 효과로 매년 ASP 5% 인하 가정
현대/기아차 ADAS 부품매입 총액	396.7	604.2	830.7	1,237.2	1,619.8	1,960.9	
<b>만도 ADAS 공급점유율 (%)</b>	<b>72.4</b>	<b>60.4</b>	<b>59.5</b>	<b>58.2</b>	<b>53.2</b>	<b>48.2</b>	▪ 19년 이후 만도의 공급점유율 매년 5%p 감소 가정
모비스 ADAS 공급점유율 (%)	20.0	20.0	20.0	21.0	24.0	28.0	
기타 ADAS 공급점유율 (%)	7.6	19.6	20.5	20.8	22.8	23.8	
<b>만도 ADAS 매출</b>	<b>287.3</b>	<b>364.7</b>	<b>494.4</b>	<b>720.0</b>	<b>861.7</b>	<b>945.1</b>	
1Q	64.2	84.0	93.4	140.0			
2Q	70.9	92.9	133.0	170.0			
3Q	63.6	91.8	133.0	200.0			
4Q	88.6	96.0	135.0	210.0			
만도 ADAS 영업이익	4.3	17.9	31.6	54.0	68.9	75.6	
만도 ADAS 영업이익 (%)	1.5	4.9	6.4	7.5	8.0	8.0	
만도 연결매출	5,866.4	5,684.7	5,791.6	6,210.8	6,483.3	6,677.8	
만도 영업이익	305.0	237.0	231.0	263.9	288.6	317.5	
만도 영업이익률 (%)	5.2	4.2	4.0	4.2	4.5	4.8	
만도 ADAS 매출 비중 (%)	4.9	6.4	8.5	11.6	13.3	14.2	
만도 ADAS 영업이익 비중 (%)	1.4	7.5	13.7	20.5	23.9	23.8	

자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

# 만도, 분기 및 연간 실적 Snapshot

## 만도 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>1,430.4</b>	<b>1,393.3</b>	<b>1,350.9</b>	<b>1,510.1</b>	<b>1,346.2</b>	<b>1,433.4</b>	<b>1,398.1</b>	<b>1,613.8</b>	<b>5,684.7</b>	<b>5,791.6</b>	<b>6,210.8</b>
(% YoY)	4.7	-3.2	-0.4	-11.3	-5.9	2.9	3.5	6.9	-3.1	1.9	7.2
<b>OP</b>	<b>60.4</b>	<b>55.3</b>	<b>-95.6</b>	<b>63.5</b>	<b>43.3</b>	<b>66.4</b>	<b>49.9</b>	<b>68.2</b>	<b>83.5</b>	<b>227.8</b>	<b>276.3</b>
(% YoY)	7.9	-14.7	적자전환	-42.0	-28.3	20.1	흑자전환	7.4	-72.6	172.7	21.3
<b>RP</b>	<b>47.8</b>	<b>49.7</b>	<b>-122.7</b>	<b>44.4</b>	<b>38.0</b>	<b>49.0</b>	<b>33.9</b>	<b>60.0</b>	<b>19.3</b>	<b>180.8</b>	<b>233.6</b>
(% YoY)	-8.4	-5.0	적자전환	-60.7	-20.7	-1.4	흑자전환	35.0	-93.1	838.6	29.2
<b>NP</b>	<b>32.7</b>	<b>33.2</b>	<b>-95.0</b>	<b>33.8</b>	<b>22.9</b>	<b>36.5</b>	<b>24.3</b>	<b>42.4</b>	<b>4.8</b>	<b>126.1</b>	<b>166.9</b>
(% YoY)	-17.6	-22.6	적자전환	-54.6	-29.8	9.9	흑자전환	25.3	-97.6	2,536.9	32.3
OP margin (%)	4.2	4.0	-7.1	4.2	3.2	4.6	3.6	4.2	1.5	3.9	4.4
RP margin (%)	3.3	3.6	-9.1	2.9	2.8	3.4	2.4	3.7	0.3	3.1	3.8
NP margin (%)	2.3	2.4	-7.0	2.2	1.7	2.5	1.7	2.6	0.1	2.2	2.7

자료: 만도, 메리츠증권 리서치센터

# 적정주가 45,000원으로 하향, 투자의견 Buy 유지

- 신차 투입을 통한 ADAS 매출의 확대, 현대차의 국내공장/미국공장 가동률 개선, 4Q18부터 본격적으로 반영되기 시작한 GM의 신규 플랫폼 발주를 통해 19년 EPS +32% YoY를 예상
- 지난 18년 Tesla, Uber, Toyota 같은 주요 업체들의 자율주행 사고 발생 및 일시적인 개발 중단으로 위축됐던 자율주행 관련 기업집단의 밸류에이션이, 19년에는 본격적인 Robo-Taxi 비즈니스의 개시와 새로운 Mobility 서비스에 대한 수요 증가를 통한 ADAS 채택율 증가로 재확장되며 만도의 기업가치 증대에도 기여할 전망
- 다만, 무역전쟁과 경제성장률 감소에 따른 소비심리 위축으로 저성장 국면에 진입한 중국시장에서의 지속된 부진이 예상되며, 이를 반영해 19년 이익추정치를 13.7% 조정. 적정주가 또한 45,000원으로 하향

## 만도, 적정주가 45,000원으로 하향 · 투자의견 Buy 유지

적정 밸류에이션 PER (배, a)	12.6배
만도 2019년 EPS 추정치 (원, b)	3,554원
Fair Value (원, c = a x b)	44,781원
<b>적정 주가 ('000 rounding, 원)</b>	<b>45,000원</b>
현재 주가 (1월 11일 기준 종가)	29,450원
<b>괴리율 (%)</b>	<b>52.8%</b>

자료: 만도, 메리츠증권증권 리서치센터

# 만도 (204320)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,866.4	5,684.7	5,791.6	6,210.8	6,483.3
매출액증가율(%)	10.7	-3.1	1.9	7.2	4.4
매출원가	5,005.4	5,012.2	5,018.1	5,341.3	5,556.2
매출총이익	861.0	672.5	773.5	869.5	927.1
판매비와관리비	556.0	589.0	545.7	593.2	625.5
영업이익	305.0	83.5	227.8	276.3	301.6
영업이익률(%)	5.2	1.5	3.9	4.4	4.7
금융손익	-33.0	-33.8	-52.4	-50.3	-50.1
종속/관계기업관련손익	52.8	32.7	44.3	60.0	65.0
기타영업외손익	-45.8	-63.2	-38.8	-52.5	-57.5
세전계속사업이익	279.1	19.3	180.8	233.6	259.0
법인세비용	69.0	1.0	44.8	56.1	62.2
당기순이익	210.1	18.3	136.0	177.5	196.9
지배주주지분 순이익	199.5	4.8	126.1	166.9	185.7
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,100.9	2,021.1	2,059.1	2,208.1	2,305.0
현금및현금성자산	184.7	118.8	121.0	129.8	135.5
매출채권	1,405.1	1,418.1	1,444.8	1,549.4	1,617.3
재고자산	336.4	313.4	319.3	342.5	357.5
비유동자산	2,363.5	2,430.0	2,519.7	2,608.9	2,685.8
유형자산	1,900.4	1,905.3	1,976.0	2,038.8	2,094.7
무형자산	196.6	222.7	235.9	249.8	261.3
투자자산	119.7	119.1	121.3	130.1	135.8
자산총계	4,464.4	4,451.0	4,578.8	4,817.1	4,990.8
유동부채	1,753.0	1,953.6	1,983.7	2,056.8	2,062.7
매입채무	1,051.2	1,036.5	1,055.9	1,132.4	1,182.1
단기차입금	165.4	100.7	151.0	154.0	154.0
유동성장기부채	141.1	164.3	493.0	497.9	502.9
비유동부채	1,196.3	1,085.2	1,079.4	1,097.6	1,106.1
사채	449.0	299.2	388.9	392.8	394.8
장기차입금	534.0	475.1	380.1	380.1	380.1
부채총계	2,949.3	3,038.8	3,063.1	3,154.4	3,168.9
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	601.8	601.8	601.8	601.8	601.8
기타포괄이익누계액	-5.2	-5.2	-5.2	-5.2	-5.2
이익잉여금	654.2	604.4	707.8	854.8	1,014.1
비지배주주지분	217.3	164.3	164.3	164.3	164.3
자본총계	1,515.1	1,412.3	1,515.7	1,662.7	1,822.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	350.2	276.9	406.6	456.3	498.7
당기순이익(손실)	210.1	18.3	136.0	177.5	196.9
유형자산감가상각비	200.8	209.6	209.3	217.2	224.1
무형자산상각비	27.8	35.4	51.8	51.2	53.5
운전자본의 증감	-170.4	-193.5	-66.0	-39.0	-25.3
투자활동 현금흐름	-366.2	-377.4	-445.4	-428.8	-462.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-336.5	-285.7	-280.0	-280.0	-280.0
투자자산의 감소(증가)	22.7	-17.1	-71.7	-13.8	-11.5
재무활동 현금흐름	3.9	41.0	43.1	-18.7	-30.6
차입금증감	57.7	94.9	60.5	11.8	6.9
자본의증가	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0
현금의증가(감소)	-15.1	-65.9	2.2	8.8	5.7
기초현금	199.8	184.7	118.8	121.0	129.8
기말현금	184.7	118.8	121.0	129.8	135.5
Key Financial Data					
(원,%배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	124,930	121,062	123,337	132,266	138,069
EPS(지배주주)	4,249	102	2,686	3,554	3,956
CFPS	3,932	2,529	2,577	2,763	2,885
EBITDAPS	11,364	6,997	10,412	11,599	12,336
BPS	32,265	30,075	32,277	35,408	38,800
DPS	1,000	200	650	800	1,000
배당수익률(%)	3.4	0.7	2.2	2.7	3.4
Valuation(Multiple)					
PER	7.0	291.6	11.1	8.4	7.5
PCR	3.3	5.6	3.6	3.2	3.0
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8
EBITDA	533.6	328.6	488.9	544.7	579.2
EV/EBITDA	4.7	6.9	5.4	4.9	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.9	0.3	8.6	10.5	10.7
EBITDA이익률	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
부채비율	194.7	215.2	202.1	189.7	173.9
금융비용부담률	6.5	6.2	8.3	7.8	7.5
이자보상배율(x)	0.8	0.2	0.5	0.6	0.6
매출채권회전율(x)	4.4	4.0	4.0	4.1	4.1
재고자산회전율(x)	17.8	17.5	18.3	18.8	18.5

# 기아차(000270) 아직은 비교열위의 펀더멘털 개선

Analyst 김준성 02. 6098-6690  
Joonsung.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	40,000원	
현재주가 (1.11)	33,950원	
상승여력	17.8%	
KOSPI	2,075.57pt	
시가총액	137,621억원	
발행주식수	40,536만주	
유동주식비율	62.03%	
외국인비중	41.04%	
52주 최고/최저가	35,250원 / 27,000원	
평균거래대금	301.6억원	
<b>주요주주(%)</b>		
현대자동차 외 3인	35.62	
국민연금	6.52	
<b>주가상승률(%)</b>		
절대주가	상대주가	
1개월	8.1	6.9
6개월	9.9	20.7
12개월	4.5	25.2
<b>주가그래프</b>		



## 재고 · 가동률 · 인센티브로 대변되는 영업지표 개선 진행 중, 그러나 19년 두 가지 실적악화 요인 존재

- 미국 재고 15년 3.3개월 → 16년 3.6개월 → 17년 4.1개월 → 18년 3.3개월로 빠르게 정상화 진행 중  
미국 인센티브 15년 \$2,849 → 16년 \$2,935 → 17년 \$3,390 → 18년 1-3Q \$3,899 → 4Q18 \$3,479  
미국 가동률 15년 107% → 16년 106% → 17년 89% → 18년 1-3Q 90% → 4Q18 100%  
국내 가동률 15년 107% → 16년 98% → 17년 102% → 18년 1-3Q 95% → 4Q18 103%
- 미국 신타페 생산이전 영향 마무리됐으며, 적자지속이던 멕시코 공장 또한 이제 BEP를 넘어서고 있음
- 문제는 18년 하반기부터 19년까지 국내 및 미국시장에서 전 세그먼트 (A-E)에 걸친 현대차의 RV 신차 투입이 예정되어 있기에, 쏘렌토, 모하비, 카니발와 같은 노후화된 RV 모델들의 판매부진 불가피한 점
- 국내공장에서 B-Segment SUV SP와 미국공장에서 E-Segment SUV 텔루라이드가 생산/가동될 예정이나, 국내공장에서는 기존 SUV 모델의 판매감소로 신차투입 통한 가동률 개선효과가 반감될 전망
- 또한 2H19 가동을 시작할 인도공장 또한 멕시코 공장이 그러했듯 1-2년간 초기 가동 손실 기록 예상됨

## 극단적 실적부진에서 벗어날 19년, 그러나 실적 정상화에 근거한 투자매력은 현대차 대비 비교열위

- 19년 지배주주 순이익은 전년동기 품질비용 및 환율 영향의 기저효과와 주요 영업지표의 정상화로 전년 대비 +32% 개선된 1.98조원을 기록할 수 있다고 전망 (현대차의 +63% 대비 비교열위)
- 기존에 제시했던 적정주가 40,000원, 투자의견 Buy를 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	52,712.9	2,461.5	2,754.6	6,795	4.7	65,569	5.0	0.5	3.1	10.8	91.5
2017	53,535.7	662.2	968.0	2,388	-64.9	66,264	14.2	0.5	4.9	3.6	94.7
2018E	54,913.4	1,159.1	1,500.3	3,701	55.0	68,158	9.2	0.5	3.2	5.5	92.9
2019E	56,311.1	1,705.9	1,974.9	4,872	31.6	71,799	7.0	0.5	2.8	7.0	85.1
2020E	57,744.1	1,831.2	2,165.5	5,342	9.6	76,887	6.4	0.4	2.6	7.2	76.7

# 기아차: 분기 및 연간 실적 Snapshot

## 기아차 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원, 천대, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>12,843.9</b>	<b>13,578.4</b>	<b>14,107.7</b>	<b>13,005.6</b>	<b>12,562.2</b>	<b>14,060.1</b>	<b>14,074.3</b>	<b>14,216.8</b>	<b>53,535.7</b>	<b>54,913.4</b>	<b>56,311.1</b>
(%, YoY)	1.5	-6.0	11.1	0.7	-2.2	3.5	-0.2	9.3	1.6	2.6	2.5
연결기준 판매볼륨	581	609	607	552	540	603	553	677	2,350	2,372	2,375
(%, YoY)	3.1	0.4	11.2	-15.2	-7.0	-1.1	-9.0	22.6	-0.8	1.0	0.1
국내공장	377	386	389	352	339	388	335	420	1,504	1,482	1,475
(%, YoY)	-1.8	-4.5	18.0	-18.7	-10.3	0.4	-13.7	19.4	-3.0	-1.5	-0.5
해외공장	204	223	219	200	202	215	217	212	845	845	920
(%, YoY)	13.3	10.1	0.8	-8.3	-1.1	-3.7	-0.6	5.8	3.4	0.0	8.8
연결 ASP (백만원)	20.8	21.2	21.8	22.5	22.1	22.1	23.9	21.5	21.6	22.4	22.4
(%, YoY)	-2.4	-6.0	-0.1	21.2	6.2	4.2	9.4	-4.4	2.7	3.7	0.1
<b>OP</b>	<b>382.8</b>	<b>404.0</b>	<b>-427.0</b>	<b>302.4</b>	<b>305.6</b>	<b>352.5</b>	<b>117.3</b>	<b>383.6</b>	<b>662.2</b>	<b>1,159.1</b>	<b>1,705.9</b>
(%, YoY)	-39.6	-47.6	적자전환	-43.2	-20.2	-12.7	흑자전환	26.8	-73.1	75.0	47.2
RP	767.3	517.8	-448.0	303.0	513.8	444.4	316.4	585.0	1,140.1	1,859.5	2,532.0
(%, YoY)	-26.7	-51.1	적자전환	-33.6	-33.0	-14.2	흑자전환	93.0	-66.9	63.1	36.2
지분법이익	258.0	118.8	101.7	85.5	220.4	236.4	200.8	252.3	564.0	910.0	1,045.9
(%, YoY)	-26.1	-59.2	-60.0	-67.8	-14.6	99.0	97.5	195.2	-57.3	-34.7	16.9
<b>NP</b>	<b>765.4</b>	<b>389.6</b>	<b>-291.8</b>	<b>104.8</b>	<b>432.0</b>	<b>331.9</b>	<b>297.7</b>	<b>438.7</b>	<b>968.0</b>	<b>1,500.3</b>	<b>1,974.9</b>
(%, YoY)	-19.0	-52.8	적자전환	-67.2	-43.6	-14.8	흑자전환	318.6	-64.9	55.0	31.6
<b>OP margin</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>	<b>-3.0</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>	<b>2.5</b>	<b>0.8</b>	<b>2.7</b>	<b>1.2</b>	<b>2.1</b>	<b>3.0</b>
<b>RP margin</b>	<b>6.0</b>	<b>3.8</b>	<b>-3.2</b>	<b>2.3</b>	<b>4.1</b>	<b>3.2</b>	<b>2.2</b>	<b>4.1</b>	<b>2.1</b>	<b>3.4</b>	<b>4.5</b>
<b>NP margin</b>	<b>6.0</b>	<b>2.9</b>	<b>-2.1</b>	<b>0.8</b>	<b>3.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.1</b>	<b>3.1</b>	<b>1.8</b>	<b>2.7</b>	<b>3.5</b>
글로벌 판매볼륨	659	662	690	699	623	693	623	799	2,710	2,737	2,755
(%, YoY)	-6.5	-12.0	0.9	-20.3	-5.5	4.7	-9.8	14.2	-10.2	1.0	0.7
글로벌 ASP (백만원)	21	21	22	21	22	22	24	20	22	22	22
(%, YoY)	0.1	-4.0	2.6	16.4	2.7	2.4	9.0	-7.3	3.9	1.1	2.3
글로벌 ASP (천달러)	18	19	19	19	20	20	21	18	19	20	20
(%, YoY)	3.7	-1.4	1.3	21.5	10.5	7.1	10.2	-9.0	6.3	3.9	0.5
평균환율 (원/달러)	1,154	1,130	1,133	1,107	1,072	1,080	1,121	1,128	1,131	1,100	1,120
기말환율 (원/달러)	1,119	1,144	1,145	1,067	1,067	1,115	1,109	1,125	1,067	1,125	1,120

자료: 기아차, 메리츠증권 리서치센터

# 기아자동차 (000270)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	52,712.9	53,535.7	54,913.4	56,311.1	57,744.1
매출액증가율(%)	6.4	1.6	2.6	2.5	2.5
매출원가	42,281.6	44,618.7	46,565.7	47,456.1	48,602.3
매출총이익	10,431.3	8,917.0	8,347.7	8,855.0	9,141.8
판매비와관리비	7,969.8	8,254.8	7,188.6	7,149.1	7,310.5
영업이익	2,461.5	662.2	1,159.1	1,705.9	1,831.2
영업이익률(%)	4.7	1.2	2.1	3.0	3.2
금융손익	-43.4	157.7	-72.3	-79.0	-69.8
종속/관계기업관련손익	1,159.9	564.0	910.0	1,045.9	1,130.3
기타영업외손익	-135.9	-243.9	-137.3	-140.8	-115.5
세전계속사업이익	3,442.0	1,140.1	1,859.5	2,532.0	2,776.3
법인세비용	687.4	172.0	359.2	557.0	610.8
당기순이익	2,754.6	968.0	1,500.3	1,974.9	2,165.5
지배주주지분 순이익	2,754.6	968.0	1,500.3	1,974.9	2,165.5
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	20,912.2	21,642.1	21,734.6	21,893.6	22,624.0
현금및현금성자산	3,064.2	1,561.7	2,361.3	2,534.0	2,598.5
매출채권	2,402.5	2,093.0	2,526.0	2,590.3	2,656.2
재고자산	8,854.4	8,543.6	7,687.9	7,883.5	8,084.2
비유동자산	29,977.0	30,652.4	31,566.6	31,991.7	32,447.7
유형자산	13,493.2	13,652.9	14,117.5	14,052.5	14,039.9
무형자산	2,295.3	2,470.5	2,469.0	2,492.5	2,537.2
투자자산	13,302.0	13,489.0	13,836.1	14,188.3	14,549.3
자산총계	50,889.3	52,294.4	53,301.2	53,885.2	55,071.7
유동부채	16,246.9	15,323.0	15,536.8	14,628.9	13,757.4
매입채무	6,128.0	5,113.3	6,589.6	6,194.2	5,774.4
단기차입금	2,876.3	2,993.7	1,197.5	1,257.4	1,257.4
유동성장기부채	1,255.2	862.7	560.8	560.8	560.8
비유동부채	8,062.9	10,110.2	10,135.5	10,151.6	10,147.1
사채	1,665.4	3,020.0	3,080.4	3,172.8	3,236.2
장기차입금	2,271.6	1,874.7	1,687.3	1,721.0	1,755.4
부채총계	24,309.8	25,433.3	25,672.3	24,780.5	23,904.5
자본금	2,139.3	2,139.3	2,139.3	2,139.3	2,139.3
자본잉여금	1,715.8	1,715.8	1,560.7	1,560.7	1,560.7
기타포괄이익누계액	-525.2	-852.0	-937.2	-1,031.0	-1,134.1
이익잉여금	23,465.8	24,074.3	24,866.2	26,435.8	28,601.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	26,579.4	26,861.2	27,628.9	29,104.8	31,167.1

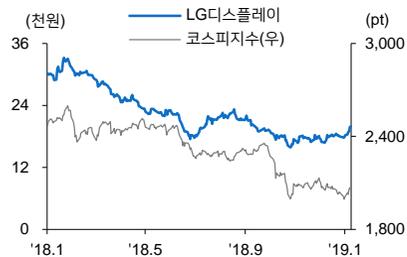
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	3,275.9	2,594.2	4,844.4	2,169.9	2,312.4
당기순이익(손실)	2,754.6	968.0	1,500.3	1,974.9	2,165.5
유형자산감가상각비	1,129.3	1,261.1	1,335.4	1,325.0	1,323.0
무형자산상각비	557.3	594.6	617.3	623.1	634.3
운전자본의 증감	-2,232.3	-2,583.2	398.0	-2,378.5	-2,411.4
투자활동 현금흐름	-2,312.3	-4,794.6	-1,234.4	-1,799.0	-1,940.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,559.5	-1,689.5	-1,800.0	-1,260.0	-1,310.4
투자자산의 감소(증가)	436.5	-723.0	8.2	-352.2	-361.1
재무활동 현금흐름	945.4	731.9	-2,797.9	-198.1	-307.5
차입금증감	1,521.2	1,171.0	-2,477.1	126.2	97.9
자본의증가	-131.8	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1,959.3	-1,502.5	799.5	172.7	64.5
기초현금	1,104.9	3,064.2	1,561.7	2,361.3	2,534.0
기말현금	3,064.2	1,561.7	2,361.3	2,534.0	2,598.5
Key Financial Data					
(원,%,배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	130,039	132,068	135,467	138,915	142,450
EPS(지배주주)	6,795	2,388	3,701	4,872	5,342
CFPS	14,993	13,888	11,734	11,220	11,653
EBITDAPS	10,233	6,212	7,676	9,014	9,346
BPS	65,569	66,264	68,158	71,799	76,887
DPS	1,100	1,100	800	1,000	1,100
배당수익률(%)	3.2	3.2	2.4	2.9	3.2
Valuation(Multiple)					
PER	5.0	14.2	9.2	7.0	6.4
PCR	2.3	2.4	2.9	3.0	2.9
PSR	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EBITDA	4,148.1	2,518.0	3,111.7	3,654.1	3,788.5
EV/EBITDA	3.1	4.9	3.2	2.8	2.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.8	3.6	5.5	7.0	7.2
EBITDA이익률	7.9	4.7	5.7	6.5	6.6
부채비율	91.5	94.7	92.9	85.1	76.7
금융비용부담률	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	17.7	3.0	6.3	9.1	9.6
매출채권회전율(x)	22.0	23.8	23.8	22.0	22.0
재고자산회전율(x)	6.4	6.2	6.8	7.2	7.2

## Buy

적정주가 (12개월)	23,000원
현재주가 (1.11)	19,950원
상승여력	15.3%
KOSPI	2,075.57pt
시가총액	71,384억원
발행주식수	35,782만주
유동주식비율	62.08%
외국인비중	24.21%
52주 최고/최저가	33,250원/15,850원
평균거래대금	301.9억원
<b>주요주주(%)</b>	
LG전자 외 4인	37.92
국민연금	7.15

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	17.4	1.3	-33.2
상대주가	16.1	11.3	-19.9

### 주가그래프



### 4Q18 영업이익 2,770억원으로 완만한 실적 개선 가능하나, 상당부분 일회성 이익 기반 추정

- 4Q18 영업이익은 전분기 대비 소폭 개선될 전망이나 이는 2,000억원 가량의 일회성 이익이 반영되었다는 추정. 분기 영업이익은 이후 지속 감익 추세로 전환될 전망
- LCD 패널가는 3Q19까지 점진 하락할 전망. BOE는 65인치 패널 판가 인하로 점유율 확대를 모색할 전망

### ... 타인의 손에 쥐어진 회복의 열쇠

- 업황 부진 타개를 위해서는 선두업체들의 동시적 가동율 조절 또는 Capa 감축이 필수적. 동사 역시 TV 패널 Capa의 OLED 전환이 필요해 보이나, LCD 패널의 안정화는 목표이며 전제조건이기에 도출이 어려움
- POLED의 경우 1) 구체적 주문, 2) 수율 안정화, 3) 수익성 구축력이 담보되어야 안정적 실적 개선이 가능

### 저점에서 반등한 주가. 본격적 주가 반등의 선결과제는 TV패널가 회복과 POLED

- TV OLED 경쟁력과 POLED 기반 장기 성장성에 기반해 투자이견 Buy와 적정주가 23,000원 유지
- 중장기적 우려 요인인 1) LCD 패널가 반등세 지속력, 2) POLED 경쟁력 회복, 3) TV OLED 수익성 본격 기여의 가시화 이전까지는 본격적 주가 반등 가능성은 제한적일 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	26,504.1	1,311.4	906.7	2,534	-6.2	36,209	10.6	0.7	2.7	7.0	84.8
2017	27,790.2	2,461.6	1,802.8	5,038	98.8	40,170	6.2	0.8	2.4	12.5	94.6
2018E	23,948.7	90.6	-152.1	-425	-108.4	39,140	-46.9	0.5	3.3	-1.1	129.3
2019E	23,983.9	-143.5	-149.4	-417	-1.8	38,751	-47.8	0.5	2.7	-1.1	160.8
2020E	24,366.1	548.7	426.8	1,193	-385.7	40,105	16.7	0.5	2.1	3.0	182.6

# LG디스플레이: 꺼지지 않는 전방 시장의 성장 둔화 우려

## LG 디스플레이 실적 전망

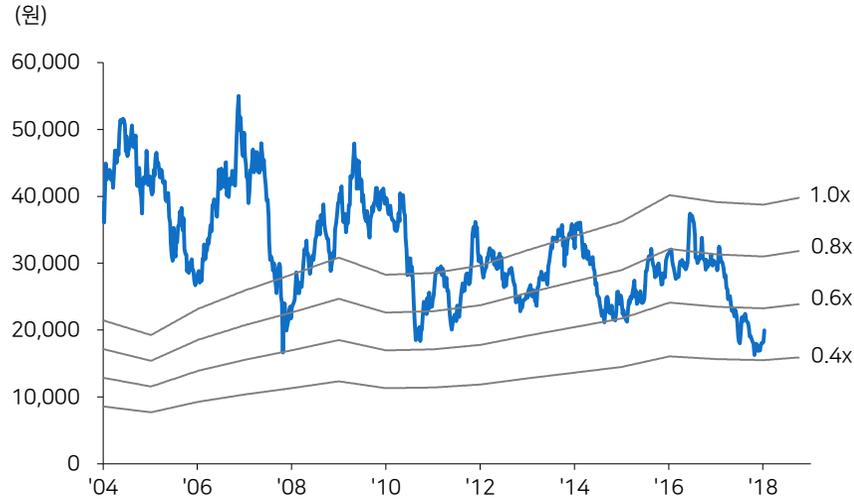
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
환율전망 (원)	1,072	1,079	1,122	1,100	1,075	1,075	1,075	1,075	1,130	1,093	1,075
<b>매출액</b>	<b>5,675</b>	<b>5,611</b>	<b>6,103</b>	<b>6,560</b>	<b>5,909</b>	<b>5,768</b>	<b>6,071</b>	<b>6,236</b>	<b>27,790.2</b>	<b>23,948.7</b>	<b>23,983.9</b>
% YoY	-19.7	-15.3	-12.5	-7.9	4.1	2.8	-0.5	-4.9	4.9	-13.8	0.1
% QoQ	-20.4	-1.1	8.8	7.5	-9.9	-2.4	5.2	2.7			
투입면적 ('000 m <sup>2</sup> )	13,065	13,643	13,948	13,990	13,990	13,990	14,040	14,040	54,037	54,646	56,059
출하면적 ('000 m <sup>2</sup> )	10,084	10,385	10,876	11,192	10,860	10,708	10,941	10,911	41,622	42,537	43,419
% YoY	0.1	1.6	5.7	1.4	7.7	3.1	0.6	-2.5	1.3	2.2	2.1
% QoQ	-8.7	3.0	4.7	2.9	-3.0	-1.4	2.2	-0.3			
평균단가(달러)	522	501	500	533	506	501	516	532	593	514	514
% YoY	-14.1	-12.8	-16.5	-9.5	-3.1	0.0	3.2	-0.2	6.5	-13.3	-0.1
% QoQ	-11.3	-4.1	-0.1	6.5	-5.0	-1.0	3.0	3.0			
매출총이익	542	467	889	1,058	549	438	712	1,046	5,365.6	2,955.7	2,744.6
매출총이익률 (%)	9.6	8.3	14.6	16.1	9.3	7.6	11.7	16.8	19.3	12.3	11.4
<b>영업이익</b>	<b>-98</b>	<b>-228</b>	<b>140</b>	<b>277</b>	<b>-158</b>	<b>-262</b>	<b>-20</b>	<b>297</b>	<b>2,461.6</b>	<b>90.6</b>	<b>-143.5</b>
영업이익률 (%)	-1.7	-4.1	2.3	4.2	-2.7	-4.5	-0.3	4.8	8.9	0.4	-0.6
경상이익	-96	-340	110	260	-159	-259	-27	303	2,332.6	-65.6	-141.3
경상이익률 (%)	-1.7	-6.1	1.8	4.0	-2.7	-4.5	-0.4	4.9	8.4	-0.3	-0.6
<b>당기순이익</b>	<b>-49</b>	<b>-301</b>	<b>18</b>	<b>208</b>	<b>-135</b>	<b>-202</b>	<b>-21</b>	<b>236</b>	<b>1,802.8</b>	<b>-152.1</b>	<b>-149.4</b>
순이익률 (%)	-0.9	-5.4	0.3	3.2	-2.3	-3.5	-0.3	3.8	7.0	-0.5	-0.5
EPS (원)	-166	-831	10	563	-406	-555	-97	641	5,038	-425	-417

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# LG디스플레이: Buy, 적정주가 23,000원

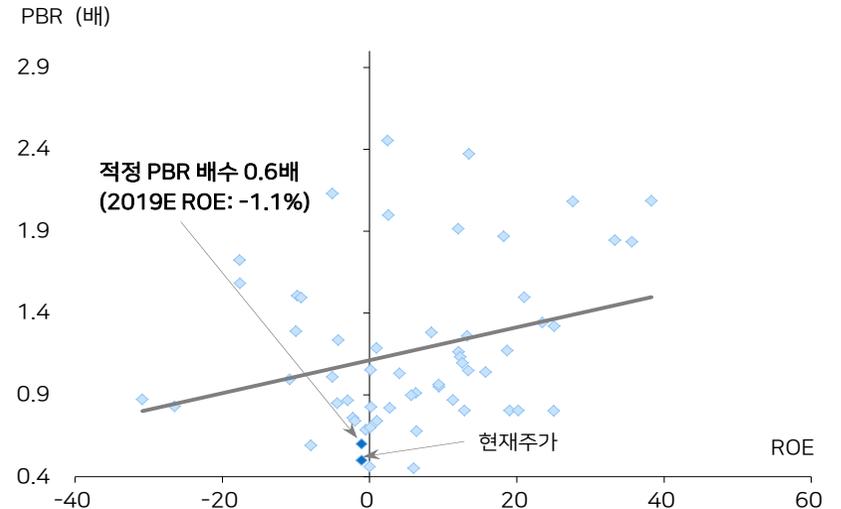
- 동사의 적정주가 23,000원은 당사 추정 19년 BVPS 0.6배에 기반함
- 최근 주가 반등 불구, 경쟁사의 신규 10세대 양산라인에 대한 불확실성은 향후 재차 투자심리에 부정적으로 작용할 전망. 중국 업체는 보조금과 무관하게 점유율 확대를 추구할 전망
- 주가의 상승 모멘텀은 1) LCD 패널가 하락세의 안정화, 2) POLED 수율회복 및 추가 고객과의 파트너십 공식화, 3) 지속적인 OLED TV의 수익성 개선 시현

PBR 밴드 차트 (12개월 Rolling forward)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

LG디스플레이 과거 PBR/ROE vs 적정주가 23,000원



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# LG디스플레이 (034220)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	26,504.1	27,790.2	23,948.7	23,983.9	24,366.1
매출액증가율(%)	-6.6	4.9	-13.8	0.1	1.6
매출원가	22,754.3	22,424.7	20,993.0	21,239.4	20,881.8
매출총이익	3,749.8	5,365.6	2,955.7	2,744.6	3,484.4
판매비와관리비	2,438.4	2,903.9	2,864.8	2,888.0	2,935.7
영업이익	1,311.4	2,461.6	90.6	-143.5	548.7
영업이익률(%)	4.9	8.9	0.4	-0.6	2.3
금융손익	123.0	-148.7	-58.7	-6.7	25.6
충속/관계기업관련손익	8.3	9.6	3.3	8.9	8.9
기타영업외손익	131.3	-139.2	-156.4	2.2	34.4
세전계속사업이익	1,316.2	2,332.6	-65.6	-141.3	583.1
법인세비용	384.7	395.6	58.5	-20.0	128.3
당기순이익	931.5	1,937.1	-124.0	-121.3	454.8
지배주주지분 순이익	906.7	1,802.8	-152.1	-149.4	426.8

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	10,484.2	10,473.7	10,008.3	11,266.4	13,104.0
현금및현금성자산	1,558.7	2,602.6	3,388.8	4,969.3	6,811.3
매출채권	4,958.0	4,325.1	3,981.5	3,784.7	3,782.0
재고자산	2,287.8	2,350.1	2,163.4	2,056.4	2,055.0
비유동자산	14,400.2	18,686.0	24,163.7	27,235.3	29,984.3
유형자산	12,031.5	16,202.0	21,654.7	24,754.7	27,474.7
무형자산	894.9	912.8	1,044.6	1,073.1	1,094.1
투자자산	180.7	127.7	135.6	144.4	153.3
자산총계	24,884.3	29,159.7	34,172.0	38,501.7	43,088.4
유동부채	7,058.2	8,978.7	11,211.3	13,804.8	16,906.8
매입채무	2,877.3	2,875.1	2,646.7	2,515.8	2,514.1
단기차입금	113.2	0.0	0.0	10.0	20.0
유동성장기부채	554.7	1,452.9	2,337.5	2,222.0	2,220.4
비유동부채	4,363.7	5,199.5	8,060.7	9,936.1	10,936.0
사채	1,511.1	1,506.0	2,729.8	3,680.2	4,680.2
장기차입금	2,599.8	2,644.2	3,883.1	4,812.5	4,812.5
부채총계	11,422.0	14,178.2	19,272.0	23,740.9	27,842.8
자본금	1,789.1	1,789.1	1,789.1	1,789.1	1,789.1
자본잉여금	2,251.1	2,251.1	2,251.1	2,251.1	2,251.1
기타포괄이익누계액	-88.5	-288.3	-321.4	-321.4	-321.4
이익잉여금	9,004.3	10,621.6	10,286.0	10,146.8	10,631.5
비지배주주지분	506.4	608.0	895.2	895.2	895.2
자본총계	13,462.4	14,981.5	14,900.1	14,760.8	15,245.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	3,640.9	6,764.2	5,990.5	7,960.7	8,940.2
당기순이익(손실)	931.5	1,937.1	-124.0	-121.3	454.8
유형자산감가상각비	2,643.5	2,791.9	3,300.0	4,400.0	4,780.0
무형자산상각비	378.1	422.7	422.8	424.6	432.0
운전자본의 증감	-847.2	1,442.4	1,449.1	1,497.9	1,498.9
투자활동 현금흐름	-3,189.2	-6,481.1	-8,274.7	-8,134.9	-8,134.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,736.0	-6,592.4	-8,500.0	-7,500.0	-7,500.0
투자자산의 감소(증가)	608.0	384.6	642.4	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	308.0	862.2	3,070.6	1,754.7	1,036.7
차입금증감	504.0	1,042.8	3,251.1	1,774.2	1,008.4
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	807.0	1,043.9	786.3	1,580.5	1,842.0
기초현금	751.7	1,558.7	2,602.6	3,388.8	4,969.3
기말현금	1,558.7	2,602.6	3,388.8	4,969.3	6,811.3

Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	74,072	77,666	66,930	67,029	68,097
EPS(지배주주)	2,534	5,038	-425	-417	1,193
CFPS	2,255	2,917	2,197	4,417	5,148
EBITDAPS	12,110	15,863	10,657	13,083	16,100
BPS	36,209	40,170	39,140	38,751	40,105
DPS	500	500	50	-83	239
배당수익률(%)	2.5	2.5	0.3	-0.4	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	10.6	6.2	-46.9	-47.8	16.7
PCR	11.9	10.7	9.1	4.5	3.9
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.8	0.5	0.5	0.5
EBITDA	4,333	5,676	3,813	4,681	5,761
EV/EBITDA	2.7	2.4	3.3	2.7	2.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.0	12.5	-1.1	-1.1	3.0
EBITDA이익률	19.4	36.0	-3.2	-3.5	8.2
부채비율	84.8	94.6	129.3	160.8	182.6
금융비용부담률	0.3	0.1	0.0	0.0	-0.2
이자보상배율(x)	11.6	27.2	1.1	-1.5	5.0
매출채권회전율(x)	5.9	6.0	5.8	6.2	6.4
재고자산회전율(x)	9.8	9.7	9.3	10.1	10.2

## Trading Buy

적정주가 (12개월)	74,000원		
현재주가 (1.11)	65,100원		
상승여력	13.7%		
KOSPI	2,075.57pt		
시가총액	473,930억원		
발행주식수	72,800만주		
유동주식비율	73.89%		
외국인비중	48.92%		
52주 최고/최저가	95,300원/57,700원		
평균거래대금	2,246.7억원		
<b>주요주주(%)</b>			
SK텔레콤 외 3인	20.07		
국민연금	9.10		
The Capital Group Companies, Inc. 외 10인	6.80		
<b>주가상승률(%)</b>			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.3	-25.0	-10.3
상대주가	-0.8	-17.6	7.5
<b>주가그래프</b>			



### DRAM 업황 둔화는 충분히 인지된 리스크? 하락폭 및 속도는 더욱 확대될 전망

- 선두업체의 DRAM 투자 지연 불구 신규 라인 및 공정효율화에 기반해 산업 공급 증가는 지속 발생. 이에 더해 최근 DRAM과 NAND 시황은 더욱 급격한 악화국면으로 전환되었다는 판단
- DRAM 및 NAND의 1Q19와 2019년 판가 하락은 각각 18%, 22% 그리고 36%, 44%를 기록하며 역사적 가장 가파른 판가하락을 보였던 2011년과 유사하게 전개될 전망

### 4Q18 · 19년 영업이익은 각각 4.9조원 · 9.9조원으로 시장 기대를 다시 한번 크게 하회할 전망

- 2019년 동사 영업이익은 9.9조원으로 올해 21.3조원에서 크게 감소할 전망 (vs 2019년 컨센서스 15.5조원)
- NAND 수익성은 추가 악화되며 동사는 1Q19 영업손실로 전환된 후 연내 적자 지속 전망

### 반도체 업황 둔화는 주가에 압축적 반영 완료? 2Q19 경쟁적 업황 훼손에서 오는 부정적 모멘텀 예상

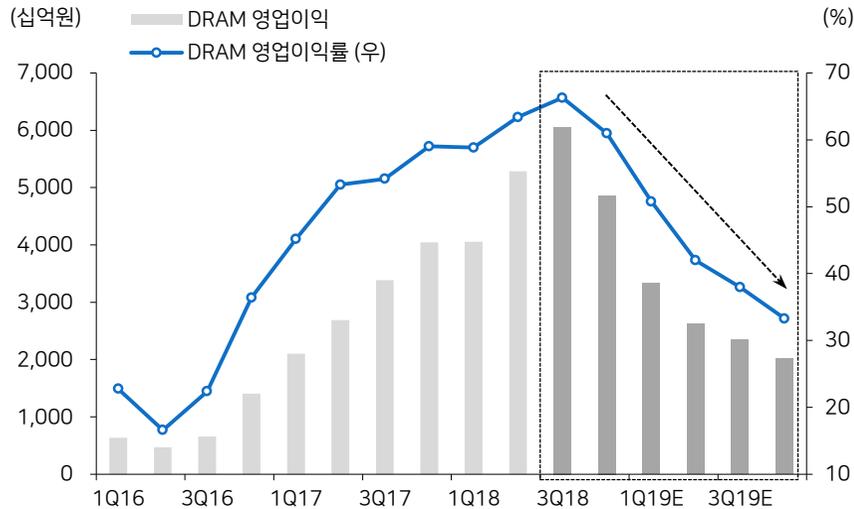
- 당사의 7월말 투자의견 하향조정 이후 동사 주가는 업황 하드랜딩 가능성을 압축적으로 반영했음
- 최근 반도체 업황 둔화의 압축 반영에 대한 탄성으로 주가는 상당부분 회복하였으나, 당사가 예상하는 2Q19 추가 업황 레벨다운 감안 시 추가 주가 조정 가능성이 매우 높은 상황
- 투자의견 Trading Buy 유지하며 적정주가는 74,000원으로 소폭 하향 조정 (2019E P/B 1.03x)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	17,198.0	3,276.8	2,953.8	4,057	-31.7	32,990	8.4	1.0	3.2	12.3	34.1
2017	30,109.4	13,721.3	10,641.5	14,617	260.3	46,449	4.5	1.4	2.3	31.5	34.3
2018E	40,510.8	21,320.6	15,748.1	21,632	48.0	64,680	3.0	1.0	1.6	38.9	28.3
2019E	31,574.9	9,919.9	7,335.6	10,076	-53.4	72,654	6.5	0.9	2.3	14.7	26.0
2020E	34,544.7	10,546.5	7,739.2	10,631	5.5	82,011	6.1	0.8	1.9	13.7	31.2

# SK하이닉스: DRAM의 아쉬운 변곡점. NAND의 급격한 변곡점

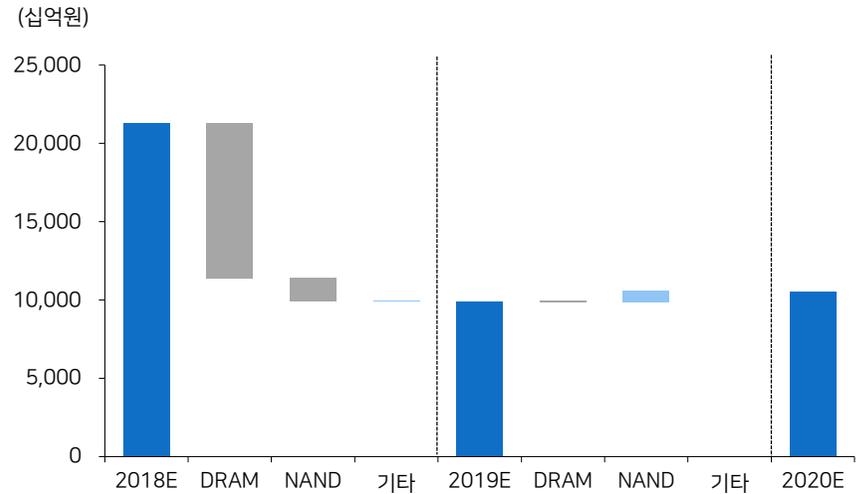
- DRAM 업황 둔화는 4Q18부터 시작되어 1H19에는 가속화될 전망
- 2019년 업황 회복 시점에 관해 동사가 캐스팅 보트를 쥐고 있다는 판단
- 동사가 1) 선두업체의 판가 인하를 확대시키지 않으며, 2) Capa 확대가 제한적인 마이크론을 염두에 둔 물량 경쟁에 참여하지 않을 경우 계절적 수요 회복이 예상되는 3Q19에 업황은 단기 저점 형성
- 다만 최근 공급사들의 물량 확대 대비 수요 급랭이 관찰되는 NAND 업황의 급격한 훼손은 동사의 2019년 실적에 부담으로 작용할 전망

SK하이닉스 - 분기별 DRAM 영업이익 및 영업이익률



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK하이닉스 사업부분별 영업이익 브릿지 차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# SK하이닉스: 분기별 영업이익은 4Q19까지 감소할 전망

## SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>8,720</b>	<b>10,371</b>	<b>11,417</b>	<b>10,003</b>	<b>8,151</b>	<b>7,768</b>	<b>7,826</b>	<b>7,830</b>	<b>30,109</b>	<b>40,511</b>	<b>31,575</b>
DRAM	6,890	8,335	9,141	7,974	6,571	6,245	6,182	6,049	22,806	32,340	25,047
NAND	1,696	1,862	2,066	1,812	1,406	1,342	1,448	1,577	6,578	7,436	5,773
<b>영업이익</b>	<b>4,367</b>	<b>5,574</b>	<b>6,472</b>	<b>4,908</b>	<b>3,249</b>	<b>2,421</b>	<b>2,252</b>	<b>1,998</b>	<b>13,722</b>	<b>21,321</b>	<b>9,920</b>
DRAM	4,053	5,283	6,059	4,863	3,336	2,622	2,347	2,012	12,224	20,257	10,316
NAND	305	280	401	26	-104	-219	-115	-35	1,425	1,011	-472
기타	9	11	13	20	17	18	20	20	74	53	76
세전이익	4,291	5,903	6,435	4,902	3,333	2,456	2,259	1,997	13,440	21,532	10,045
당기순이익	3,121	4,329	4,692	3,603	2,433	1,793	1,649	1,458	10,642	15,748	7,336
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>50</b>	<b>54</b>	<b>57</b>	<b>49</b>	<b>40</b>	<b>31</b>	<b>29</b>	<b>26</b>	<b>46</b>	<b>53</b>	<b>31</b>
DRAM	59	63	66	61	51	42	38	33	54	63	41
NAND	18	15	19	1	-7	-16	-8	-2	22	14	-8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# SK하이닉스: 메모리 전망 주요 가정

## SK하이닉스 - 메모리 출하량 및 판가 전망 가정치

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	6,412	7,438	7,780	7,585	7,813	8,438	9,282	9,560	24,228	29,215	35,093
	% QoQ	-5	16	5	-3	3	8	10	3			
	% YoY	19	33	19	13	22	13	19	26	23	21	20
	NAND	35,581	42,412	50,301	55,331	56,438	59,824	65,208	71,729	133,749	183,625	253,199
	% QoQ	-10	19	19	10	2	6	9	10			
	% YoY	15	45	48	40	59	41	30	30	15	37	38
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	1.00	1.04	1.05	0.93	0.76	0.67	0.61	0.58	0.83	1.01	0.65
	% QoQ	9	4	1	-11	-18	-12	-10	-5			
	% YoY	39	30	24	1	-24	-35	-42	-38	54	21	-36
	NAND	0.04	0.04	0.04	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.04	0.04	0.02
	% QoQ	-1	-9	-10	-21	-22	-10	-1	-1			
	% YoY	8	-9	-15	-36	-49	-50	-45	-31	35	-15	-44

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# SK하이닉스 (000660)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	17,198.0	30,109.4	40,510.8	31,574.9	34,544.7
매출액증가율(%)	-8.5	75.1	34.5	-22.1	9.4
매출원가	10,787.1	12,701.8	15,045.6	18,436.3	20,477.9
매출총이익	6,410.8	17,407.6	25,465.3	13,138.6	14,066.8
판매비와관리비	3,134.1	3,686.3	4,143.8	3,218.7	3,520.3
영업이익	3,276.8	13,721.3	21,320.6	9,919.9	10,546.5
영업이익률(%)	19.1	45.6	52.6	31.4	30.5
금융손익	-51.6	-41.0	237.9	112.8	39.2
충속/관계기업관련손익	22.8	12.4	14.4	11.9	11.9
기타영업외손익	-28.9	-28.6	210.2	124.7	51.1
세전계속사업이익	3,216.5	13,439.6	21,531.7	10,044.6	10,597.6
법인세비용	256.0	2,797.4	5,786.5	2,712.1	2,861.4
당기순이익	2,960.5	10,642.2	15,745.1	7,332.6	7,736.2
지배주주지분 순이익	2,953.8	10,641.5	15,748.1	7,335.6	7,739.2

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,839.0	17,310.4	18,085.3	18,205.9	24,191.1
현금및현금성자산	613.8	2,950.0	5,376.4	6,804.1	10,148.5
매출채권	3,251.7	5,552.8	6,152.9	4,816.2	5,730.2
재고자산	2,026.2	2,640.4	2,925.8	2,290.2	2,724.8
비유동자산	22,377.0	28,108.0	42,326.2	48,468.2	54,118.9
유형자산	18,777.4	24,062.6	34,187.0	41,187.0	45,187.0
무형자산	1,915.6	2,247.3	2,525.9	2,752.3	2,941.6
투자자산	278.8	403.1	567.4	579.2	591.1
자산총계	32,216.0	45,418.5	60,411.5	66,674.1	78,310.0
유동부채	4,160.9	8,116.1	9,555.7	10,377.3	15,490.2
매입채무	696.1	758.6	840.6	657.9	782.8
단기차입금	0.0	192.7	265.8	265.8	265.8
유동성장기부채	704.9	581.1	643.9	504.0	599.7
비유동부채	4,031.7	3,481.4	3,763.9	3,399.5	3,111.0
사채	1,535.4	1,317.2	1,511.6	1,392.0	1,292.0
장기차입금	2,095.7	2,080.3	2,163.1	1,935.1	1,735.1
부채총계	8,192.5	11,597.6	13,319.6	13,776.8	18,601.3
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,143.7	4,143.7	4,143.7	4,143.7	4,143.7
기타포괄이익누계액	-79.1	-502.3	-503.8	-503.8	-503.8
이익잉여금	17,066.6	27,287.3	42,296.3	48,101.6	54,913.1
비지배주주지분	6.6	5.6	4.8	4.8	4.8
자본총계	24,023.5	33,820.9	47,091.9	52,897.3	59,708.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	5,548.9	14,690.6	23,374.9	19,848.7	19,279.8
당기순이익(손실)	2,960.5	10,642.2	15,745.1	7,332.6	7,736.2
유형자산감가상각비	4,133.9	4,618.9	6,100.0	7,500.0	8,500.0
무형자산상각비	322.6	407.4	532.1	419.2	456.3
운전자본의 증감	-1,459.1	-3,190.1	-1,129.8	1,768.6	-772.5
투자활동 현금흐름	-6,230.5	-11,919.2	-18,862.0	-16,406.2	-14,806.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-5,956.4	-9,128.3	-16,500.0	-14,500.0	-12,500.0
투자자산의 감소(증가)	-19.2	-137.4	-196.8	0.1	0.1
재무활동 현금흐름	116.9	-351.9	-2,084.3	-2,014.7	-1,129.1
차입금증감	469.9	71.7	358.2	-487.5	-204.3
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-561.9	2,336.2	2,426.4	1,427.7	3,344.4
기초현금	1,175.7	613.8	2,950.0	5,376.4	6,804.1
기말현금	613.8	2,950.0	5,376.4	6,804.1	10,148.5

Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	23,624	41,359	55,647	43,372	47,451
EPS(지배주주)	4,057	14,617	21,632	10,076	10,631
CFPS	-772	3,209	3,333	1,961	4,594
EBITDAPS	10,623	25,752	38,396	24,504	26,789
BPS	32,990	46,449	64,680	72,654	82,011
DPS	600	1,000	2,163	1,310	1,595
배당수익률(%)	0.9	1.5	3.3	2.0	2.4
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	8.4	4.5	3.0	6.5	6.1
PCR	N/A	20.3	19.5	33.2	14.2
PSR	1.4	1.6	1.2	1.5	1.4
PBR	1.0	1.4	1.0	0.9	0.8
EBITDA	7,733.2	18,747.6	27,952.7	17,839.1	19,502.7
EV/EBITDA	3.2	2.3	1.6	2.3	1.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	12.3	31.5	38.9	14.7	13.7
EBITDA이익률	34.7	80.4	67.4	32.0	41.5
부채비율	34.1	34.3	28.3	26.0	31.2
금융비용부담률	0.5	0.2	0.0	-0.1	0.0
이자보상배율(x)	27.3	110.7	244.3	128.3	146.4
매출채권회전율(x)	5.8	6.8	6.9	5.8	6.6
재고자산회전율(x)	5.5	5.4	5.4	7.1	8.2

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 1월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 1월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 1월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김선우, 김준성)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.  
 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

### 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

### 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0%

2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성전자(005930) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.25	산업분석	Buy	2,070,000	김선우	-22.2	-19.0	
2016.11.29	기업브리프	Buy	2,070,000	김선우	-16.2	-11.9	
2017.01.09	산업분석	Buy	2,330,000	김선우	-19.4	-16.7	
2017.01.25	기업브리프	Buy	2,330,000	김선우	-16.5	-9.0	
2017.03.20	기업브리프	Buy	2,720,000	김선우	-23.1	-21.8	
2017.03.30	기업브리프	Buy	2,720,000	김선우	-23.4	-21.8	
2017.04.24	산업브리프	Buy	2,720,000	김선우	-23.1	-19.4	
2017.04.28	기업브리프	Buy	2,830,000	김선우	-19.6	-16.9	
2017.06.07	산업분석	Buy	2,830,000	김선우	-16.7	-9.5	
2017.07.28	기업브리프	Buy	3,040,000	김선우	-22.6	-19.4	
2017.08.24	기업브리프	Buy	3,040,000	김선우	-22.8	-19.4	
2017.09.08	산업분석	Buy	3,040,000	김선우	-17.9	-9.4	
2017.11.01	기업브리프	Buy	3,400,000	김선우	-18.8	-15.9	
2017.12.04	산업분석	Buy	3,400,000	김선우	-22.5	-15.9	
2018.01.15	산업분석	Buy	3,400,000	김선우	-23.4	-15.9	
2018.02.01	기업브리프	Buy	3,300,000	김선우	-25.8	-20.0	
2018.04.27	기업브리프	Buy	3,300,000	김선우	-24.8	-19.7	
2018.06.01	산업분석	Buy	66,000	김선우	-25.8	-19.7	
2018.07.23	산업브리프	Buy	59,000	김선우	-21.2	-20.5	
2018.08.01	기업브리프	Buy	59,000	김선우	-21.8	-17.9	
2018.09.10	산업분석	Buy	59,000	김선우	-23.2	-17.9	
2018.11.01	기업브리프	Buy	56,000	김선우	-21.4	-19.3	
2018.11.15	산업분석	Buy	56,000	김선우	-23.0	-19.3	
2018.12.10	산업브리프	Buy	56,000	김선우	-26.3	-19.3	
2019.01.14	산업분석	Buy	49,000	김선우	-	-	

\* 5/4일 삼성전자 50:1 액면분할 후 재상장

현대차 (005380) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.01.26	기업브리프	Trading Buy	150,000	김준성	-0.6	2.7	
2017.02.02	산업브리프	Trading Buy	150,000	김준성	-2.2	2.7	
2017.03.03	산업브리프	Trading Buy	150,000	김준성	-2.4	2.7	
2017.03.15	기업브리프	Trading Buy	150,000	김준성	-1.1	13.3	
2017.03.27	산업분석	Hold	150,000	김준성	-0.5	13.3	
2017.04.04	산업브리프	Hold	150,000	김준성	-1.2	13.3	
2017.04.27	기업브리프	Hold	150,000	김준성	-1.2	13.3	
2017.05.04	산업브리프	Hold	150,000	김준성	-0.5	13.3	
2017.05.22	산업분석	Buy	192,000	김준성	-14.9	-11.5	
2017.07.03	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-15.4	-11.5	
2017.07.10	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-17.4	-11.5	
2017.07.27	기업브리프	Buy	192,000	김준성	-17.9	-11.5	
2017.08.02	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-19.8	-11.5	
2017.09.01	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-21.4	-11.5	
2017.10.11	산업분석	Buy	192,000	김준성	-21.3	-11.5	
2017.10.11	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-21.3	-11.5	
2017.10.27	기업브리프	Buy	192,000	김준성	-21.1	-11.5	
2017.11.02	산업브리프	Buy	192,000	김준성	-20.7	-11.5	
2017.11.27	산업분석	Buy	200,000	김준성	-19.8	-17.8	
2017.12.04	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.1	-17.8	
2018.01.03	기업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.6	-17.8	
2018.01.15	산업분석	Buy	200,000	김준성	-22.2	-17.8	
2018.01.26	기업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.2	-17.8	
2018.02.01	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-21.8	-17.8	
2018.03.05	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-21.9	-17.8	
2018.03.08	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.5	-17.8	
2018.04.16	산업분석	Buy	200,000	김준성	-22.4	-17.8	
2018.04.24	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.3	-17.8	
2018.04.27	기업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.3	-17.8	
2018.05.02	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-22.4	-17.8	
2018.05.24	산업분석	Buy	200,000	김준성	-22.9	-17.8	
2018.06.04	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-24.2	-17.8	
2018.07.02	산업브리프	Buy	200,000	김준성	-24.9	-17.8	
2018.07.12	기업브리프	Buy	175,000	김준성	-28.7	-27.4	
2018.07.23	기업브리프	Buy	175,000	김준성	-27.7	-25.4	
2018.07.27	기업브리프	Buy	175,000	김준성	-27.8	-23.4	
2018.09.07	산업브리프	Buy	175,000	김준성	-27.5	-23.4	
2018.10.11	산업브리프	Buy	175,000	김준성	-28.5	-23.4	
2018.10.26	기업브리프	Buy	150,000	김준성	-28.5	-26.7	
2018.11.07	산업분석	Buy	140,000	김준성	-21.2	-12.1	
2019.01.14	산업분석	Buy	140,000	김준성	-	-	

만도(204320) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.02.08	기업브리프	Trading Buy	280,000	김준성	-9.9	2.3	
2017.04.28	기업브리프	Trading Buy	260,000	김준성	-4.8	2.5	
2017.06.13	기업브리프	Buy	295,000	김준성	-16.0	-11.5	
2017.07.28	기업브리프	Buy	295,000	김준성	-15.7	-8.6	
2017.10.11	산업분석	Buy	295,000	김준성	-13.7	9.5	
2017.10.30	기업브리프	Buy	355,000	김준성	-10.3	-8.0	
2017.11.27	산업분석	Trading Buy	365,000	김준성	-18.1	-7.0	
2018.02.07	기업브리프	Buy	365,000	김준성	-26.3	-7.0	
2018.04.16	산업분석	Buy	315,000	김준성	-28.7	-24.5	
2018.05.24	산업분석	Buy	63,000	김준성	-32.9	-24.5	
2018.06.28	기업브리프	Buy	60,000	김준성	-34.8	-30.3	
2018.07.27	기업브리프	Buy	60,000	김준성	-36.6	-30.2	
2018.09.17	기업브리프	Buy	52,000	김준성	-37.2	-32.1	
2018.10.11	산업브리프	Buy	52,000	김준성	-42.3	-32.1	
2019.01.14	산업분석	Buy	45,000	김준성	-	-	

\* 5/8일 만도 1:5 액면분할 후 재상장

기아차 (000270) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.01.31	기업브리프	Trading Buy	43,000	김준성	-15.2	-15.1	
2017.02.02	산업브리프	Trading Buy	43,000	김준성	-13.5	-10.8	
2017.03.03	산업브리프	Trading Buy	43,000	김준성	-13.9	-10.8	
2017.03.27	산업분석	Trading Buy	43,000	김준성	-14.0	-10.8	
2017.04.04	산업브리프	Trading Buy	43,000	김준성	-15.2	-10.8	
2017.04.28	기업브리프	Trading Buy	40,000	김준성	-12.6	-12.3	
2017.05.04	산업브리프	Trading Buy	40,000	김준성	-8.7	-3.0	
2017.05.22	산업분석	Trading Buy	41,000	김준성	-5.0	-2.2	
2017.07.03	산업브리프	Trading Buy	41,000	김준성	-5.4	-2.2	
2017.07.10	산업브리프	Trading Buy	41,000	김준성	-6.9	-2.2	
2017.08.02	산업브리프	Trading Buy	41,000	김준성	-8.5	-2.2	
2017.08.31	기업브리프	Trading Buy	41,000	김준성	-8.6	-2.2	
2017.09.01	산업브리프	Trading Buy	41,000	김준성	-11.9	-2.2	
2017.10.11	산업브리프	Trading Buy	41,000	김준성	-12.8	-2.2	
2017.11.02	산업브리프	Trading Buy	41,000	김준성	-13.3	-2.2	
2017.11.27	산업분석	Trading Buy	40,000	김준성	-17.1	-15.9	
2017.12.04	산업브리프	Trading Buy	40,000	김준성	-17.2	-13.4	
2018.02.01	산업브리프	Trading Buy	40,000	김준성	-16.7	-11.9	
2018.03.05	산업브리프	Trading Buy	40,000	김준성	-16.7	-11.9	
2018.03.08	산업브리프	Trading Buy	40,000	김준성	-17.6	-11.9	
2018.04.16	산업분석	Trading Buy	36,000	김준성	-12.8	-11.9	
2018.04.24	산업브리프	Trading Buy	36,000	김준성	-12.2	-8.1	
2018.05.02	산업브리프	Trading Buy	36,000	김준성	-9.0	-5.7	
2018.05.24	산업분석	Trading Buy	36,000	김준성	-9.5	-5.7	
2018.06.04	산업브리프	Trading Buy	36,000	김준성	-10.1	-5.7	
2018.07.02	산업브리프	Trading Buy	36,000	김준성	-10.8	-5.7	
2018.07.30	기업브리프	Buy	40,000	김준성	-17.8	-11.9	
2018.10.11	산업브리프	Buy	42,000	김준성	-28.6	-20.8	
2018.10.29	산업브리프	Buy	42,000	김준성	-29.9	-20.8	
2018.11.07	산업분석	Buy	40,000	김준성	-21.9	-12.9	
2019.01.14	산업분석	Buy	40,000	김준성	-	-	

**LG디스플레이(034220) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.25	산업분석	Buy	38,000	김선우	-21.9	-14.5	
2017.01.25	기업브리프	Buy	41,000	김선우	-28.6	-23.4	
2017.04.27	기업브리프	Buy	43,000	김선우	-29.8	-21.0	
2017.06.07	산업분석	Buy	43,000	김선우	-21.0	-9.5	
2017.07.26	기업브리프	Buy	41,000	김선우	-24.7	-21.0	
2017.09.08	산업분석	Buy	41,000	김선우	-24.8	-17.1	
2017.10.26	기업브리프	Buy	36,000	김선우	-16.5	-11.7	
2017.12.04	산업분석	Buy	36,000	김선우	-16.7	-11.7	
2018.01.15	산업분석	Buy	36,000	김선우	-16.4	-9.6	
2018.01.24	기업브리프	Buy	39,000	김선우	-27.8	-14.7	
2018.04.26	기업브리프	Buy	34,000	김선우	-32.7	-29.7	
2018.06.01	산업분석	Buy	29,000	김선우	-30.6	-20.3	
2018.07.26	기업브리프	Buy	27,000	김선우	-19.5	-13.9	
2018.09.10	산업분석	Buy	27,000	김선우	-24.5	-13.9	
2018.10.25	기업브리프	Buy	23,000	김선우	-26.1	-21.1	
2018.11.15	산업분석	Buy	23,000	김선우	-23.2	-13.3	
2019.01.14	산업분석	Buy	23,000	김선우	-	-	

**SK하이닉스(000660) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.25	산업분석	Buy	51,000	김선우	-8.1	4.5	
2017.01.31	기업브리프	Buy	74,000	김선우	-32.5	-26.2	
2017.04.24	산업브리프	Buy	74,000	김선우	-32.4	-26.2	
2017.04.26	기업브리프	Buy	74,000	김선우	-30.1	-21.8	
2017.06.07	산업분석	Buy	75,000	김선우	-12.0	-2.7	
2017.07.26	기업브리프	Buy	85,000	김선우	-21.2	-15.6	
2017.09.08	산업분석	Buy	89,000	김선우	-8.5	0.1	
2017.10.27	기업브리프	Buy	101,000	김선우	-18.3	-14.1	
2017.12.04	산업분석	Buy	103,000	김선우	-26.2	-22.1	
2018.01.26	기업브리프	Buy	103,000	김선우	-23.4	-11.9	
2018.04.25	기업브리프	Buy	103,000	김선우	-21.7	-7.5	
2018.06.01	산업분석	Buy	118,000	김선우	-26.0	-22.5	
2018.07.23	산업브리프	Hold	89,000	김선우	-7.6	-6.1	
2018.07.27	기업브리프	Hold	89,000	김선우	-13.6	-3.0	
2018.10.26	기업브리프	Trading Buy	78,000	김선우	-9.8	-4.5	
2018.11.15	산업분석	Trading Buy	78,000	김선우	-10.4	-4.5	
2018.12.10	산업브리프	Trading Buy	78,000	김선우	-14.8	-4.5	
2019.01.14	산업분석	Trading Buy	74,000	김선우	-	-	