

Morning Meeting Brief

해외증시

돌을 맞은 인도네시아 증시, 상처는 곧 아물 것

- 자연재해 우려가 지속되는 한 인도네시아에 대한センチ멘탈 위축 지속
- 신흥국내 이익개선 지속, 11월 주가 정체로 밸류에이션 부담 낮아져 관심 필요
- 향후 재해복구를 위한 정부대응이 경제 성장률 개선 요인으로 작용하며 점차センチ멘탈 회복요인으로 작용
- 우려가 존재하는 현 시점을 인도네시아 증시에 대한 비중 확대 기회로 삼을 필요

문남중, namjoong.moon@daishin.com

산업 및 종목 분석

영풍: 자회사 우려로 주가 급락

- 투자의견 매수, 목표주가 1,450,000원 유지
- 전일 하한가 기록한 인터플렉스 주가와 연동해 영풍 주가도 14.6% 급락
- 자회사 지분가치 중 인터플렉스 등 IT 자회사가 차지하는 비중은 미미, 과도한 주가 하락은 매수 기회라고 판단

이종형, jonghyung.lee@daishin.com

인터플렉스 품질 이슈 발생, 결과는 지켜보자!

- 글로벌 스마트폰 업체로 공급하는 터치스크린패널(TSP)용 R/F PCB에 품질 이슈(주문량 중 일부 불량문제)가 발생, 관련 제품의 생산라인 중단 및 개선책을 찾고 있다고 공시를 함
- 우리는 현 시점에서 고객사의 조사 결과(최근 발생한 화면 꺼짐 현상과 인터플렉스의 R/F PCB 연관성, 불량 문제 여부)를 지켜봐야 한다고 판단(1주일 이내에 결과 통보 예상). 결과 여부에 따라 인터플렉스의 2017년 4분기 및 2018년 실적 변화가 있을 것으로 추정
- 전일 공시 내용 및 일부 생산라인의 중단으로 주가의 추가 하락은 예상되나 하락 폭은 제한적으로 판단. 기존 공급하는 PCB(R/F PCB) 생산 / 검사 과정에서 문제가 없었던 점, 인터플렉스의 R/F PCB(TSP용)를 단시일 안에 다른 기업으로 대체가 어려운 점, 일부에서 제기된 내용(미승인 업체를 통한 일부 생산 등)은 관련 없다고 판단하여 추가적인 주가 하락은 제한적일 것으로 예상. 다만 동시에 단기간에 주가 하락의 만회도 시간이 걸릴 것으로 추정. 최종적인 조사 결과 여부를 확인하는 시간이 필요

박강호, john.park@daishin.com

반도체: 네티스트 소송건은 서버 DRAM 시장에서의 상호 견제 의미

- 미국 ITC, SK하이닉스의 특허 침해 여부 조사하기로 결정. 소송 상대방은 반도체기업 네티스트(NLST US)
- 2015년 네티스트는 삼성전자와 삼성벤처투자로부터 2,500만달러를 투자받으며 향후 5년간 특허 공유 약속
- 2016년 이후 네티스트는 SK하이닉스 상대로 2개의 특허 침해 소송 신청(1번째 6건 침해, 2번째 2건 침해)
- 특허 침해 소송에서 이슈로 제기된 분야는 DRAM 중에서 서버 DRAM 채용량 늘리는 모듈 기술
- 1번째 소송건의 예비 결정은 이미 무혐의 결론. 업계에서는 2번째 소송건도 결국 무혐의 결론으로 전망
- 과거 DRAM 시장의 경쟁은 단가 인하 또는 점유율 경쟁이었지만 상호 견제 방식으로 변화. 주가에 중립적

김경민, CFA clairekm.kim@daishin.com

돌을 맞은 인도네시아 증시, 상처는 곧 아물 것

자연재해에 무너진 인도네시아 증시. 올해 들어 가장 큰 낙폭 기록

- 올해들어 견고한 상승흐름을 이어오던 인도네시아 증시가 화산과 태풍이라는 자연재해에 발목이 잡히면서, 11월 마지막일에 급락(-1.8%) 마감했다. 발리의 아궁산이 화산 폭발 직전 상태인 것으로 확인된 것은 지난 9월 중순일로, 화산의 분화 우려가 장기화되어 가고 있는 상황에서 지난달 28일부터 태풍이 인근 자바섬을 강타함에 따라 재해우려가 다시 점증된데 기인한다.
- 인도네시아 정부는 지난달 27일 아궁 화산의 경보를 최고 단계인 위험으로 높이고 분화구 반경 8~10km 이내 주민에게 전원 대피를 지시했다. 인도네시아 화산지질자연예방센터(PVMBG)에 따르면 한때 3,000~4,000m에 달했던 아궁 화산의 연기기둥이 현재 500~1,000m까지 줄어들면서, 화산 분화가 가라앉고 있지만 화산 경보단계를 낮출 여건이 되지 못한다고 밝히고 있다. 이는 지난 1963년 아궁 화산의 대규모 분화 당시 첫 분화로부터 한달 가량이 지난 뒤 대규모 분화가 뒤따르는 형태로 진행됐다는 점에서, 이번 경우도 비슷한 양상이 반복될 가능성을 염두에 두고 있는 것이다.

자연재해 영향권에서 벗어나지 못하는 한, 인도네시아에 대한センチ멘탈 위축 지속

- 인도네시아는 아세안내에서 가장 많은 인구(약 2억 6천만명, 세계 4위)를 보유한 국가로, 풍부한 노동력을 바탕으로 생산기지로서의 역할 뿐만 아니라 잠재적 소비시장으로서 매력을 모두 가지고 있다. 정책측면에서도 조코 위도도 정부는 경기 활성화를 위한 여러 정책 패키지를 지속적으로 내놓으면서, 개혁 추진을 도모하고 있다.
- 실제로 이러한 정책 추진이 인도네시아 실물경기를 되살리는데 영향을 미침에 따라, 올해 신흥국 경제성장률 평균인 4.6%를 상회한 5.2%를 보일 전망이다. 또한, 내년 경제성장률은 5.3%로 아세안 경쟁국가 평균(5.1%)보다 상위에 위치할 전망이다. 이러한 투자환경을 바탕으로 글로벌 투자자들도 아세안 국가내 인도네시아에 대한 관심을 높이고 있다. 다만, 화산 분화 우려가 지속되는 한 인도네시아에 대한センチ멘탈 위축은 지속될 수 밖에 없다. 실제로 화산 분화 우려가 높아지기 시작한 9월 중순 이후 인도네시아항 글로벌 자금은 \$ 66.8 mil 순유출되며, 자금유출 강도가 강화됐다.

투자전략; 비중확대 기회. 이익, 밸류에이션을 바탕으로 하방경직성 높아질 전망

- 인도네시아는 아세안내에서 가장 많은 인구(약 2억 6천만명, 세계 4위)를 보유한 국가로, 풍부한 노동력을 바탕으로 생산기지로서의 역할 뿐만 아니라 잠재적 소비시장으로서 매력을 모두 가지고 있다. 정책측면에서도 조코 위도도 정부는 경기 활성화를 위한 여러 정책 패키지를 지속적으로 내놓으면서, 개혁 추진을 도모하고 있다.
- 실제로 이러한 정책 추진이 인도네시아 실물경기를 되살리는데 영향을 미침에 따라, 올해 신흥국 경제성장률 평균인 4.6%를 상회한 5.2%를 보일 전망이다. 또한, 내년 경제성장률은 5.3%로 아세안 경쟁국가 평균(5.1%)보다 상위에 위치할 전망이다. 이러한 투자환경을 바탕으로 글로벌 투자자들도 아세안 국가내 인도네시아에 대한 관심을 높이고 있다. 다만, 화산 분화 우려가 지속되는 한 인도네시아에 대한センチ멘탈 위축은 지속될 수 밖에 없다. 실제로 화산 분화 우려가 높아지기 시작한 9월 중순 이후 인도네시아항 글로벌 자금은 \$ 66.8 mil 순유출되며, 자금유출 강도가 강화됐다.

영풍(000670)

자회사 우려로 주가급락

이종형 jonghyung.lee@daishin.com

2017. 12. 05

투자 의견 **BUY**

목표주가 **1,450,000원**

현재주가(17.12.04) **1,025,000원**

하한가 기록한 인터플렉스 주가와 연동해 영풍 주가도 -14.6% 급락

- 전일 영풍의 연결회사인 인터플렉스의 주가가 FPCB 품질관련 우려로 하한가로 급락해 인터플렉스 지분을 보유하고 있는 계열사인 코리아씨키트 -22.1%, 영풍 -14.6% 급락
- 영풍이 직접 보유한 인터플렉스 지분율은 10.9%에 불과하나 인터플렉스 지분을 31.8% 보유한 최대주주 코리아씨키트를 영풍이 36.1% 보유해 인터플렉스는 코리아씨키트에는 지분법적용 회사, 영풍에게는 연결대상 회사

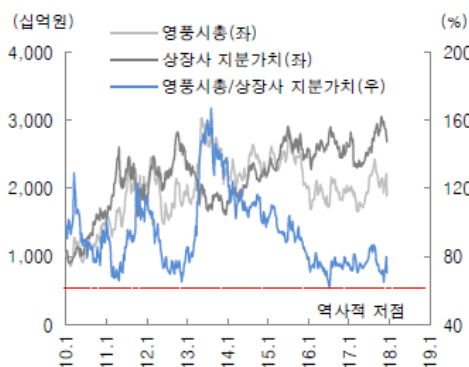
자회사 지분가치 중 인터플렉스 등 IT 자회사가 차지하는 비중은 미미

- 영풍의 상장 자회사는 고려아연과 IT 3사(인터플렉스, 코리아씨키트, 시그네틱스) 등 총 4개사로 구성됨
- 12/4 기준 각 상장 자회사의 시가총액과 영풍의 지분율을 감안한 지분가치는 각각 고려아연 2조 4,320억원, 인터플렉스 1,150억원, 코리아씨키트 1,210억원, 시그네틱스 380억원으로 총 합계는 2조 7,060억원
- 상장 자회사의 지분가치의 약 90%는 고려아연이 차지, 인터플렉스와 코리아씨키트의 지분가치는 각각 약 5% 수준. 즉 전일 인터플렉스와 코리아씨키트의 주가 급락으로 인한 자회사 가치 변동은 전체가치의 2~3% 수준에 불과
- 상장 4개사를 제외한 기타 비상장 자회사의 3Q17기준 장부가 합계는 660억원으로 이를 자회사 가치에 포함시킬 경우 자회사 가치 합계는 2조 7,720억원으로 인터플렉스와 코리아씨키트의 비중은 좀 더 낮아짐

과도한 주가하락을 매수기회로

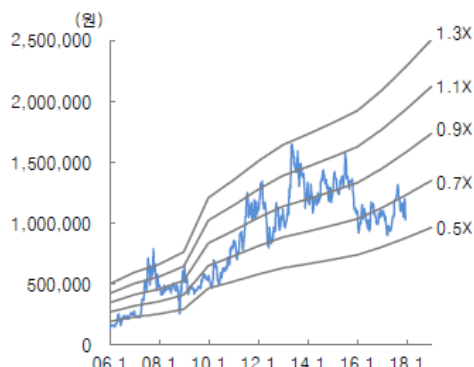
- 3Q17말 기준 영풍의 영업가치는 약 6,650억원으로 추정. 12/4 기준 자회사 가치를 30% 할인해도 1조 9,400억원
- 따라서 영업가치와 30% 할인을 감안한 자회사 가치를 합한 영풍의 Sum of the parts 가치는 2조 6,050억원. 현재 영풍의 시가총액 1조 8,880억원은 Sum of the parts 가치대비 약 28% 저평가된 상황임
- 전일 인터플렉스 주가와 연동한 영풍 주가급락은 영풍의 가치산정에서 인터플렉스가 차지하는 미미한 비중을 감안 시 과도하다고 판단하며 매수기회라고 판단함. 목표주가 145만원과 투자 의견 BUY 유지

그림 1. 영풍 시가총액과 상장 자회사 지분가치



자료: 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 영풍 12mf PBR 밴드



자료: 대신증권 Research&Strategy본부

인터플렉스 품질 이슈 발생, 결과는 지켜보자!

박강호 john.park@daishin.com

2017. 12. 05

투자 의견 **BUY**

6개월
목표주가

75,000원

현재주가 (12.04)

45,200원

전일(12/4), 인터플렉스의 주가(45,200원)는 전일 대비 하한가(-30%)를 기록

- 글로벌 스마트폰 업체로 공급하는 터치스크린패널(TSP)용 R/F PCB에 품질 이슈(주문량 중 일부 불량문제)가 발생, 관련 제품의 생산라인 중단 및 개선책을 찾고 있다고 공시를 함
- 우리는 현 시점에서 고객사의 조사 결과(최근 발생한 화면 깨짐 현상과 인터플렉스의 R/F PCB 연관성, 불량 문제 여부)를 지켜봐야 한다고 판단(1주일 이내에 결과 통보 예상). 결과 여부에 따라 인터플렉스의 2017년 4분기 및 2018년 실적 변화가 있을 것으로 추정
- 전일 공시 내용 및 일부 생산라인의 중단으로 주가의 추가 하락은 예상되나 하락 폭은 제한적으로 판단. 기존 공급하는 PCB(R/F PCB) 생산 / 검사 과정에서 문제가 없었던 점, 인터플렉스의 R/F PCB(TSP용)을 단시일 안에 다른 기업으로 대체가 어려운 점, 일부에서 제기된 내용(미승인 업체를 통한 일부 생산 등)은 관련 없다고 판단 하여 추가적인 주가 하락은 제한적일 것으로 예상. 다만 동시에 단기간에 주가 하락의 만회도 시간이 걸릴 것으로 추정. 최종적인 조사 결과 여부를 확인하는 시간이 필요

우리는 다음과 같이 3가지 시나리오를 예상

- 1) 첫번째 시나리오는 품질 이슈(불량 문제)가 단기에 그치는 것(1주일 이내에 최종 결과 통보 예정). 품질 이슈가 인터플렉스 책임이 아닌 것으로 판명될 경우에 12월 중순에 공급이 정상화될 것으로 추정. 2018년 신규 모델의 개발 참여에 문제가 없다고 판단. 2017년 4분기 실적이 소폭 하향(컨세서스)되나 주가는 전고점을 회복할 것으로 예상
- 2) 두번째 시나리오는 품질 이슈의 책임이 일부 존재하는 것으로 판단. 기존 공급된 제품의 폐기 처분, 생산 차질에 대한 보상 및 2018년 신규 모델에 공급에 불확실성 존재. 다만 현재 TSP 용 R/F PCB 공급은 인터플렉스가 주력 업체인 점을 감안하면 단기간에 다른 공급업체로 대체가 어렵다고 판단. 경쟁사의 생산능력이 한계가 있기 때문. 주가는 단기 반등하나 조정국면에 진입 예상
- 3) 세번째 시나리오는 최종적으로 품질 이슈 책임이 인터플렉스로 결정될 경우. 향후에 생산 물량 감소 및 기생 산한 물량의 폐기, 고객사내 점유율 하락이 불가피할 것으로 예상. 또한 2018년 신규 모델 개발 과정에서 경쟁력이 악화, 2018년 기존의 매출 추정치가 크게 하락할 것으로 전망. 주가는 추가적으로 하락 예상

[반도체] 넷리스트 소송건은 서버 DRAM 시장에서의 상호 견제 의미

김경민, CFA clairekm.kim@daishin.com

2017. 12. 04

투자의견 **Overweight**

미국 ITC, SK하이닉스의 특허 침해 여부 조사하기로 결정. 소송 상대방은 반도체기업 넷리스트(NLST US)

- 미국 ITC(국제무역위원회)는 SK하이닉스의 메모리 반도체 모듈(조립) 제품이 넷리스트의 특허를 침해했는지 조사하기로 결정. 이번 소송은 넷리스트와 SK하이닉스간의 2번째 특허 침해 소송

2015년 넷리스트는 삼성전자와 삼성벤처투자로부터 2,500만달러를 투자받으며 향후 5년간 특허 공유 약속

- 2015년 11월 19일, 넷리스트는 삼성전자와 5년간 공동 개발 및 라이선스 계약 체결. 양사는 NVDIMM-P라고 불리는 제품 샘플을 잠재 고객에게 제공하기로 합의. 동 제품은 휘발성 메모리에 해당되는 DRAM에 임시 저장된 데이터가 비휘발성 메모리에 해당되는 NAND Flash에 실시간으로 저장되는 제품

2016년 이후 넷리스트는 SK하이닉스 상대로 2개의 특허 침해 소송 신청(1번째 6건 침해, 2번째 2건 침해)

- 2016년 9월, 넷리스트는 SK하이닉스가 서버 DRAM 관련된 6개 특허를 침해했다고 소송 신청
- 2017년 10월, 넷리스트는 SK하이닉스가 추가적으로 2개의 개량된 특허를 침해했다고 소송 신청

특허 침해 소송에서 이슈로 제기된 분야는 DRAM 중에서 서버 DRAM 채용량 늘리는 모듈 기술

- 넷리스트의 핵심 기술은 서버 DRAM과 NAND Flash 저장장치의 장점을 결합한 기술. 과거 넷리스트가 독점권을 인정받는 LRDIMM(Load Reduced Dual In-Line Memory Module) 기술은 서버에서 사용되는 RDIMM(Registered Dual In-Line Memory Module)에 버퍼(Buffer)를 추가하여 데이터 신호를 제어하는 기술. 동 기술을 사용하면 서버에 채용할 수 있는 DRAM 모듈 숫자가 최소 2개에서 최대 12개 이상으로 늘어남. 이와 같은 기술은 고성능 서버 운영 시 필요한 기술

1번째 소송건의 예비 결정은 이미 무혐의 결론. 업계에서는 2번째 소송건도 결국 무혐의 결론으로 전망

- 2017년 11월, ITC는 1차 소송건 관련 예비 결정(initial determination)에서 SK하이닉스가 RDIMM과 LRDIMM과 관련해 미국 관세법을 위반하지 않았다고 판정. 업계에서는 2차 소송건도 무혐의 처리될 것으로 전망. 이는 1차 소송에서 이슈가 되었던 6개 특허와, 2차 소송에서 이슈가 되었던 2개 특허가 유사하기 때문

과거 DRAM 시장의 경쟁은 단가 인하 또는 점유율 경쟁이었지만 상호 견제 방식으로 변화. 주가에 중립적

- DRAM 공급사들은 과거처럼 가격 측면에서의 경쟁이나 점유율 경쟁을 전개하지 않을 것으로 전망. 공급량이 제한적으로 증가하고 있어 가격을 굳이 인하할 이유가 없고, 특정 공급사의 점유율이 지나치게 높아지면 독과점 논란이나 소송을 유발할 수 있기 때문
- 이번 소송에서 이슈로 제기된 특허는 서버 DRAM 모듈 구조에서 핵심적인 기술이므로 SK하이닉스와 넷리스트는 결국 상호간의 해법을 찾을 것이라고 전망

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.