

Industry Indepth

반도체/디스플레이

Overweight

2017 IFA Key Takeaways

Part I IFA 2017 키워드 Wrap-up

Part II 메리츠 선정 흥미유발 제품 Top 7

Part III IFA 2017 시사점: 평가 상승에 기반한 IT 르네상스

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
삼성전자(005930)	Buy	3,040,000원
SK하이닉스(000660)	Buy	89,000원
LG디스플레이(034220)	Buy	41,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
AP시스템(265520)	Buy(신규)	56,500원
삼성SDI(006400)	Trading Buy	203,000원
에스에프에이(056190)	Trading Buy(신규)	44,000원



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

Contents



Summary	4
Part I IFA 2017 키워드 Wrap-up	5
Part II 메리츠 선정 흥미유발 제품 Top 7	23
Part III IFA 2017 시사점: 판가 상승에 기반한 IT 르네상스	35
Part IV 기업분석	41
삼성전자(005930) - 실적 성장 재개와 함께 강화되는 주주환원	42
SK하이닉스(000660) - 업황의 추가 개선 예상	47
LG디스플레이(034220) - 할인 요인 완화 입증 필요	53
AP시스템(265520) - 주요 고객의 OLED 투자 공식화 필요	57
삼성SDI(006400) - 전기차 시장에서 찾는 기회	60
에스에프에이(056190) - 외형 성장 속 OLED 증착기 모멘텀 확보 필요	64

Executive Summary

I IFA 2017 트렌드 - 키워드에서 얻는 테크 산업의 진화 방향 = 반.디.불. 테크 르네상스는 진행 중

- 행사 키워드: 1) 디스플레이의 변신과 한계, 2) IoT와 스마트홈의 확산, 3) 로봇의 현실화, 4) AR/VR/MR = 체험이 소비로 이어질까?
- 키워드는 시장 내 Q 증가가 제한된 상황에서 P 성장을 도모하는 움직임으로 해석 가능. 새로운 소비 경험을 통한 소비 성향의 증대가 목표
- 정보기술의 발전 방향에서 데이터의 1) 생성 (IoT/360카메라), 2) 저장 (데이터 트래픽 팽창), 3) 전달 (기가빗), 4) 이해 (AR/MR, 인공지능, 차세대디스플레이), 5) 동작 (자율주행, 음성제어)이 발달될 전망. 당사는 데이터 생성 및 저장, 동작 관점에서 국내 기업들에 지속적 수혜 예상

II IFA 2017 시사점 - 기존 제품의 판가 인상 여력 확인 + 신규 제품의 탄생 가능성 점검

- 메리트 선정 흥미유발 제품들 - TV의 '작품화', 혁신가전 (다이얼로그 오븐, AI세탁기), 핸드스틱형 청소기, 생활로봇, AI악기 등
- 기술의 혁신은 결국 판가 상승이라는 기존의 시각을 유지. 신제품들의 소비 경험은 가전 분야에서도 판가 상승으로 연결될 개연성 충분함
- 중단기적 시각에서 지금의 IT 전방시장 (1,300조원 가량)은 스마트폰의 성장 정체 불구 모바일기기와 가전의 P성장에 기반해 완만한 성장세가 유지될 전망. 기존의 반.디.불 (반도체/디스플레이 Bullish) 의견은 여전히 유효
- 중장기적으로는 스마트폰의 성숙화에 따른 혁신 제품의 등장 (플렉서블 스마트PC)과 데이터 저장 수요 팽창 (낸드), 그리고 음성인식 발달과 디스플레이의 적용범위 확대, 그리고 자동차 시장으로의 IT 침투에 기반한 긍정적 전망을 유지함.

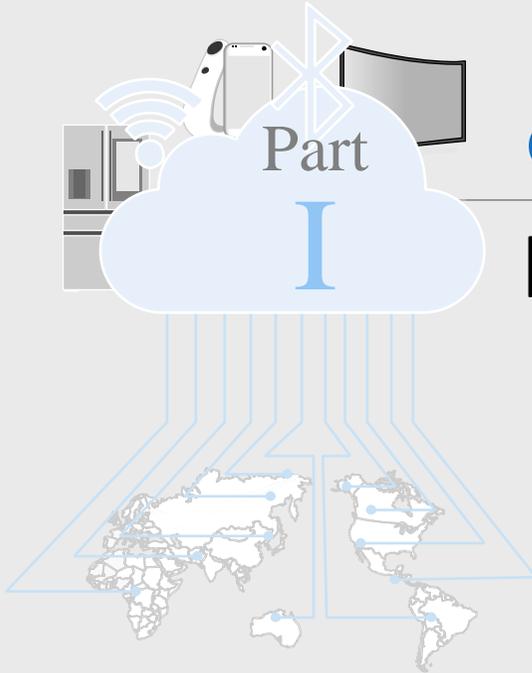
III 기업분석 - 삼성전자, SK하이닉스, LG디스플레이, AP시스템, 삼성SDI, 에스에프에이

- **삼성전자** [Buy, TP: 3,040,000원]: 시장 기대치를 능가하는 3Q17/4Q17 영업이익 전망 지속 유지. 10월말 신규 주주환원정책의 등장에 기대
- **SK하이닉스** [Buy, TP: 89,000원]: DRAM 업황 개선의 장기화 예상. 4Q17 DRAM 고정이 재반등 가능성이 Key catalyst
- **LG디스플레이** [Buy, TP: 41,000원]: 시장의 우려는 충분히 반영. 다만 상승을 주도할 Catalyst 즉각 등장 가능성 역시 제한적
- **AP시스템** [Buy, TP: 56,500원]: 모듈 라미네이터까지 제품 포트폴리오 다변화 진행 중. 하지만 SDC의 A5 투자 공식화 필요
- **삼성SDI** [Trading Buy, TP: 203,000원]: 실적 개선세의 지속과 전기차에서 찾는 기회. 다만 GS8의 판매 둔화는 Downside risk
- **에스에프에이** [Trading Buy, TP: 44,000원]: 증착기 경쟁력에 드리워진 의구심 불구 18년 실적 개선 기반 안정적 주가 흐름 예상



Old Tech에서 New Tech로

IFA 2017 키워드 Wrap-up



IFA 소개: IFA란? 역사를 자랑하는 가전 박람회

IFA는 매년 9월 독일 베를린에서 개최되는 국제가전박람회

- IFA란? 매년 9월 독일 베를린에서 개최되는 국제 가전박람회
- IFA는 1924년 라디오 박람회로 시작되었으며 세계 3대 IT 전시회(IFA, IFA, MWC) 중 역사가 가장 오래됨
- 1924년 라디오 기술전시회로 출발하여 글로벌 가전업체들의 최첨단 기술 경연장으로 발전
- 올해로 57회째를 맞이한 IFA는 1971년부터 행사명이 IFA로 변경되었으며 국제 전시회로 규모가 확대됨
- CES가 업체들의 각종 기술 선도력의 경쟁구도라면, IFA는 가전 위주 실판매 제품 구성에 집중

IFA 2017



자료: IFA 2017, 메리츠중금증권 리서치센터

1930년 독일 베를린에서 IFA 기초연설 중인 아이슈타인 박사



자료: IFA, 2017 메리츠중금증권 리서치센터

IFA 소개: 누가누가 참여하나

50여개국에서

1,823개 업체가 참여했으며
계약규모는 6조원

- IFA 2016에는 50여개국에서 1,600여개 업체가 참여하였으며 24만여명의 관람객이 방문
- IFA 2016을 통해 성사된 계약규모는 45억유로(약 6조원)
- 국내업체로는 삼성전자, LG전자 등 약 39개 기업이 참여
- IFA 2017 참여업체는 1,800여개로 확대, 관람객 역시 25만여명으로 대폭 증가

보안 위기 고조에도 불구하고 성황리에 개최된 IFA 2017



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

업체 설명 직원과 관람객이 어울리는 자유로운 분위기



자료: IFA2017 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 The Frame TV - TV의 '작품화' 를 시현 (1)



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 The Frame TV - TV의 '작품화' 를 시현 [2]



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

IFA 2017 키워드 분석 (1) - 디스플레이의 변신과 한계

- OLED 패널 채용을 통한 TV의 고급화 - formfactor 변화, 크리스탈 사운드 도입, 그러나 로고는 중구난방



IFA 2017 키워드 분석 (1) - 디스플레이의 변신과 한계

Industry Indepth
2017 IFA Key Takeaways

LG전자의 OLED 터널은 관람객의 이동을 방해할 정도로 몰입감 제공



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

IFA 2017 키워드 분석 (1) - 디스플레이의 변신과 한계

Industry Indepth
2017 IFA Key Takeaways

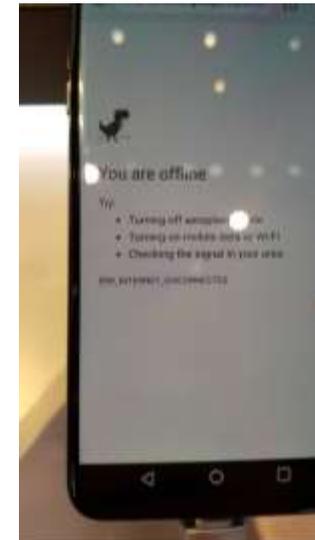
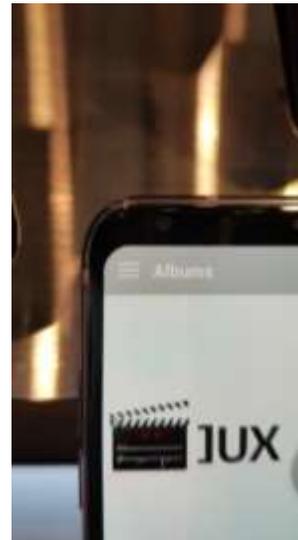
- 모바일 디스플레이 - 삼성전자 위주의 OLED 스마트폰은 이제 확산 단계에 접어 들
- LG전자 V30 등 신규 스마트폰들의 OLED 채용 본격화
- 차주에 등장하는 아이폰 X Edition을 기점으로 OLED 채용은 더욱 가속화될 전망
- 하지만 OLED 패널 채용은 현 상황에서는 BOM Cost 증가 요인일 뿐. 결국 Form Factor 변화까지 이어져야 부가가치 창출이 가능
- 일부 패널의 미숙한 제조력은 보완이 시급하다는 판단

LG전자 V30 - '감량화' 차별화는 예상치 못한 경쟁력



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

다만, OLED 모듈화 품질 및 저조도 색상균일도에서 보완점이 눈에 띈



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

IFA 2017 키워드 분석 (2) - IoT와 조작 방식의 음성화

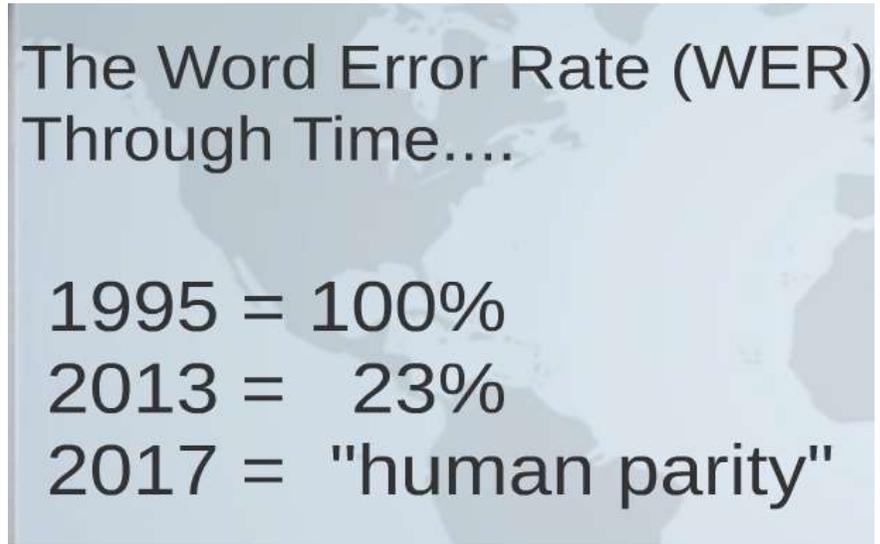
- 전자기기 조작 방식의 변화는 레버/다이얼 -> 버튼 -> 화면 (터치)로 발전해 옴
- 웨어러블의 등장 (제한적인 화면 크기)과 IoT 확산에 따른 새로운 조작방식의 등장은 필연적
- 음성인식률의 급속한 개선이 다채로운 음성제어를 가능하게 만들 것
- 아마존의 Alexa, 구글의 구글 어시스턴트, 삼성전자의 빅스비 등이 각축전
- IFA 2017을 통해서는 구글 어시스턴트의 Alliance 구성이 눈에 띄

기기 '조작'을 위한 방식은 터치를 위한 디스플레이의 확대로 발전



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

음성인식률은 이제 인간에 근접



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

IFA 2017 키워드 분석 (2) - IoT와 조작 방식의 음성화

- 한편, 아마존의 알렉사와 마이크로소프트의 코타나는 인공지능 사업의 전략적 제휴를 발표
- 알렉사+코타나 = 알렉사의 쇼핑, 음악 재생, 뉴스 읽기 + 코타나의 검색 (빙), MS Office 구동
- 생활 분야와 업무 영역의 조합의 시너지 효과에 주목
- 모바일 영역의 AI 사용자 확보 측면의 단점을 극복. 하지만 해당 분야에서 구글과 애플을 능가할 수 있을지가 관건

아마존 알렉사 - 가장 보편화된 음성인식 비서



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

MS 코타나와의 협력이 업무 영역에서 시너지를 만들어 낼 것인가



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

IFA 2017 키워드 분석 (2) - IoT와 조작 방식의 음성화

- 냉장고, 세탁기, 청소기... 심지어 피아노까지 스며든 음성인식 비서



IFA 2017 키워드 분석 (2) - IoT와 조작 방식의 음성화

- 구글 어시스턴트의 반격 - Panasonic, LG전자, 소니 등 제조사들의 대거 Alliance 참여



IFA 2017 키워드 분석 (3) - 로봇의 현실화

- 간단한 명령어를 처리하는 로봇 제품들 역시 출품
- 통화, 시청, 검색 등 처리하는 로봇이지만 아직 대량 시판에는 미흡한 수준이라는 판단
- 규모의 경제가 생략된 높은 판가는 시장 침투의 걸림돌
- 흥미 유도 영역임은 확실하나, 시장성 확보까지는 요원하다는 판단

IFA 2017 다양한 부스에서 주인공이 된 로봇 기기들



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

신기함과 편리함이 늘 동행하지는 않는다



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

Sphero의 R2D2 등 동작이 자유로운 로봇들



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

IFA 2017 키워드 분석 (4) - AR, VR 그리고 MR

- 인공지능은 현실세계로, 인간은 가상세계로의 교차 탐험
- AI는 빠른 시일 내에 스마트폰에 도입되어 편리성을 더할 수 있음
- VR (가상현실)과 MR (복합현실) 등의 추가 개발을 통한 소비자 경험 증대
- 연산 정보의 확대와 정보 저장 용량의 확대는 필연적

압도적인 삼성 부스 전경과 안면 인식 체험 기기들



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권

VR 및 MR을 통한 새로운 소비자 경험 증대



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권

IFA 2017 키워드 분석 (4) - AR, VR 그리고 MR

- AR/VR/MR = 신기할 순 있으나, 아직은 생경한 경험 제공
- 디스플레이 측면의 품질 향상은 전제 조건
- 신기한 체험은 대부분 긍정적으로 인식됨. 하지만 소비 성향을 자극하는 수준의 소비 경험이 제공될까?
- 생경한 경험에서 오는 신체적 부작용은 또 하나의 위험 요인

AR/VR/MR을 체험하는 소비자



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

문제는 생경한 경험을 위한 IT 소비액의 증가 여부



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

다양한 제조사들의 MS MR 지원 기기들

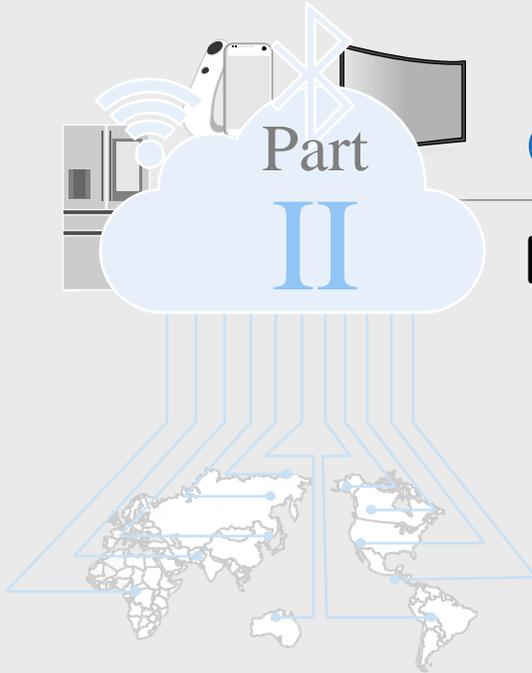


자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터



Old Tech에서 New Tech로

메리츠 선정 흥미유발 제품 Top 7



흥미유발 (1-1) - TV의 '작품화'

- 역사적으로 디스플레이의 진화 방향은 크기, 해상도, 시야각, 명암비 등
- 발전 속도의 체증보다 소비 경험의 체감이 더욱 빠르게 진행 중
- TV업체들의 '작품화'노력이 진행 중. TV에서 그림으로, TV에서 조각품으로 진화 중
- 꺼져 있어도 작품이며, 켜지면 예술로의 변신 시도

B&O BeoVision Eclipse (55" \$10,700 / 65" \$14,980)



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 The Frame (65" \$2,797)



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

흥미유발 (1-2) - TV의 '작품화'

삼성전자 - TV프레임 및 작품 구성을 원하는대로 바꿀 수 있음



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 - TV의 후면 및 받침대 디자인 관련 다양한 컬렉션 선보임



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

흥미유발 (2) - Miele의 Dialog Oven

- Miele에서 출시한 스마트 오븐
- 스마트홈 가전은 대부분 원격조종으로 사용 가능한 가전이라는 상식을 넘어서는 제품
- 전자기파를 이용해 음식에만 작용. 식자재 표면과 대화 (Dialog)해 적절하게 익혀주는 기능 제공
- 조리 후, 얼음은 -8도 내용물은 57도 측정
- 9,500달러의 높은 가격대로 2018년 상반기에 출시될 예정

Miele에서 출시한 스마트 오븐 (\$9,500)



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

얼음 상자에 들어있는 식재료만 익히는 기술을 선보임



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

흥미유발 (3) - 세탁기 대전

- 삼성전자 QuickDrive, LG전자 Twin Wash, Bosch HomeProfessional, Electrolux PerfectCare 등 스마트 냉장고 대거 전시
- 삼성전자 제품의 경우 또 다른 드럼이 다른 방향으로 작동하며 내부 옷감을 분리/선별해 세탁
- 원격 작동은 물론, 옷감을 판별하여 적합한 세탁 코스 등을 알려줌

삼성전자 QuickDrive (가격 미정)



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

LG전자 Twin Wash와 Styler



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

흥미유발 (4) - 무선 청소기 경쟁

- 삼성전자 Powerstick, LG전자 Cordzero stick 등 핸디형 무선 청소기 출품
- 경쟁제품에 1) 작동시간 증가, 2) 흡입력 강화, 3) 역방향 흡입롤러 등 신기능 추가로 주목
- Fast follower로서의 면모를 유감없이 발휘 중
- High-end 청소기 판가 상승으로 이어질 전망

삼성전자 Powerstick (가격 미정)



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

LG전자 인버터 모터와 Turbo Cyclone (가격 미정)



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

흥미유발 (5) - 냉장고의 개성화

- 디스플레이 및 AI 탑재된 냉장고를 통한 부가가치 창출 제품이 다량 출품
- 이는 이미 CES 2017을 통해 정보 제공 기능으로의 진화 방향이 점검된 내용
- 그에 더해 '가전의 작품화'가 냉장고에서도 진행 중
- Bosch Vario 냉장고는 다양한 색상 표현에 주력 (1,665달러)

LG전자, 삼성전자 등에 이어 Haier에서 출시된 Link Cook Series



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

Bosch Vario (\$1,665)



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

흥미유발 (6) - 생활 속의 로봇

- 복잡한 기능의 로봇은 제한된 작동 범위 내에서 구현 가능
- 샤프의 로봇 스마트폰은 IT 기기로서의 다양한 기능 제공을 구현
- Sphero의 R2-D2 및 Qihan의 Sanbot Nano 등은 CCTV, Alexa AI 내장 등을 구현 가능

Sharp 로봇 전화기 (가격 미정)



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

Qihan Sanbot Nano (\$2,800)



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

흥미유발 (7) - 악기에도 적용된 IoT/AI

- 기기의 연결성이 악기에도 적용됨을 목격
- Yamaha의 피아노는 아마존 알렉사를 내장하여 피아노를 연주할 수도, MusicCast Yamaha 기기들과 연계되어 다양한 음악을 시연할 수도 있음

Yamaha의 Disklavier Enspire Piano (\$26,830~\$72,380)



자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

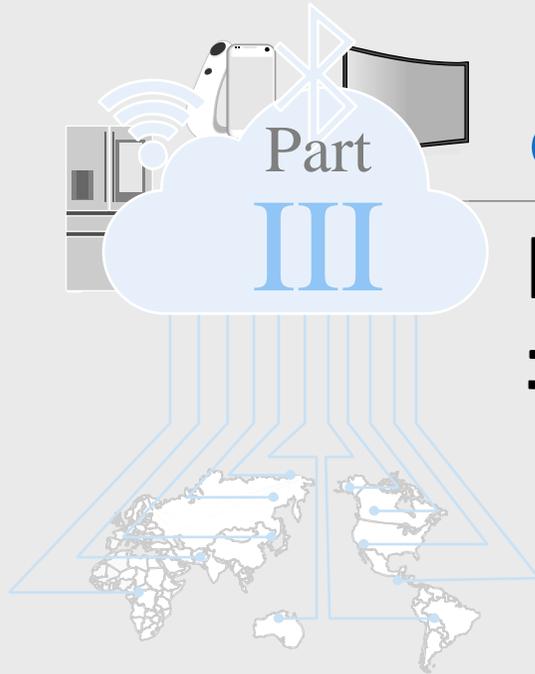
국내 기업 - 파트론과 쿨샤

- 파트론은 웨어러블 디바이스를, 쿨샤는 전동 칫솔을 선보여 관람객의 관심을 받음
- 웨어러블의 경우 다수의 유사 제품들이 출시된 점이 아쉬움
- 쿨샤 역시 Connected 건강 진단 제품으로 개발이 충분히 가능했음

파트론의 블루투스 헤드셋 및 쿨샤 전동 칫솔



자료: IFA 2017, 메리츠증권리서치센터



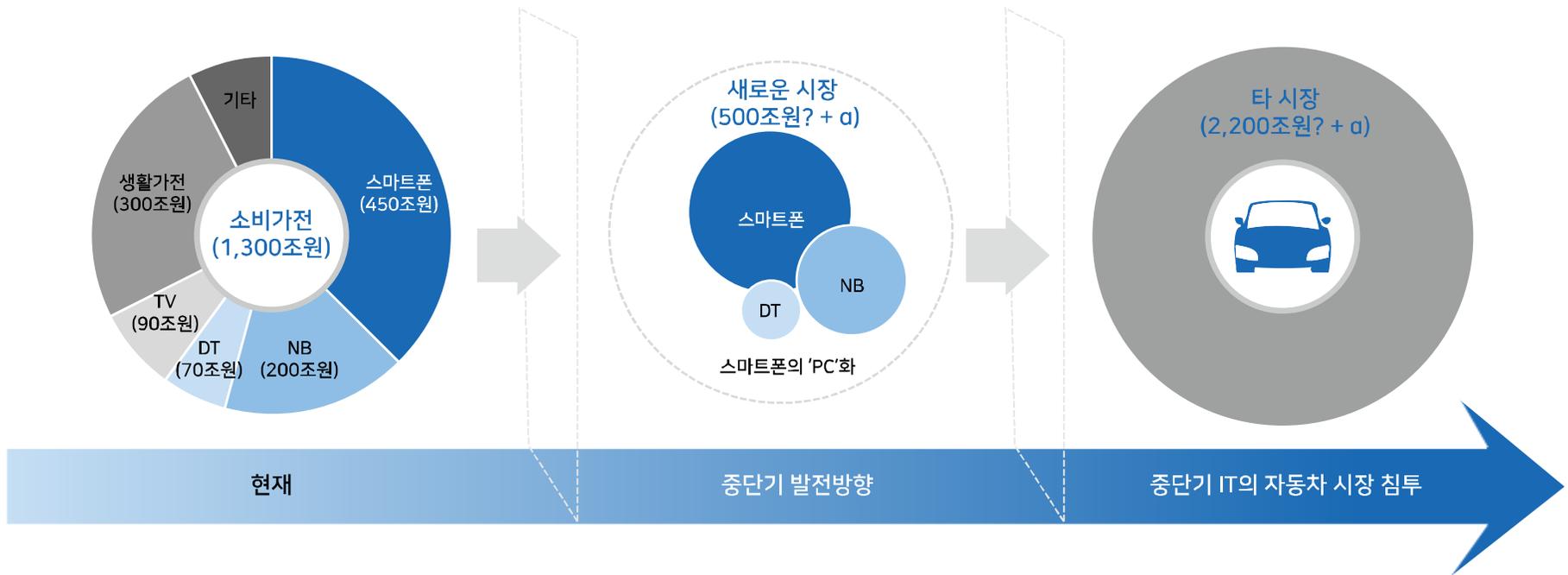
Old Tech에서 New Tech로

IFA 2017 시사점: 평가 상승에 기반한 IT 르네상스



IFA 시사점 (1) - 중장기 관점 IT 먹거리 생각해보기

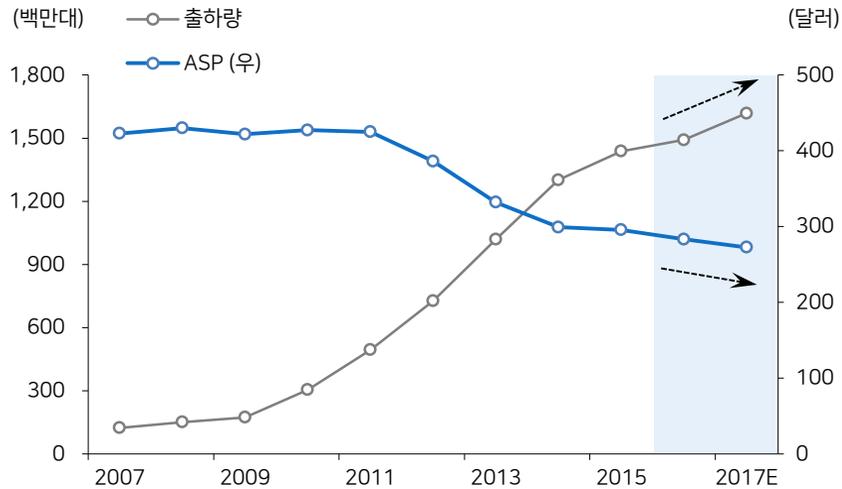
- IT 전방시장 규모는 크게 성장하기 어려운 상황. 이는 출하량 증가 (Q)가 제한적이기 때문.
- 하지만 IFA를 통해 스마트폰/TV/생활가전의 P 성장 가능성을 목격
- 이는 당사가 예상하는 2019년부터의 '스마트폰의 PC화'에 앞서 전방시장을 견조하게 지탱해줄 전망
- 장기적으로는 IT 업체들의 자동차 시장 침투 (Connected Car, 자율주행)가 자연스레 이어질 것



IFA 시사점 (2) - 구조적 한계에 봉착한 스마트폰 시장...

- IFA 2017에서 다양한 중저가 스마트폰 모델들이 공개됨
- 경쟁구도 속 스펙 개선은 부품 업체에 수혜로 작용해왔음. 문제는 수익성이 결여된 스펙 경쟁이 언제까지 지속될지 여부
- 스마트폰 평균 ASP는 지속 하락 추세. High-end 스마트폰 판가의 \$1,000 돌파 여부가 관건
- 올해는 스마트폰 탄생 10주년. Tech Boom & Bust 주기 중 추가 성장의 변곡점

스마트폰 판가는 지속 하락하는 중...



자료: IDC, 메리츠증권증권

새로운 High-end 스마트폰의 판가 혁신이 필요함

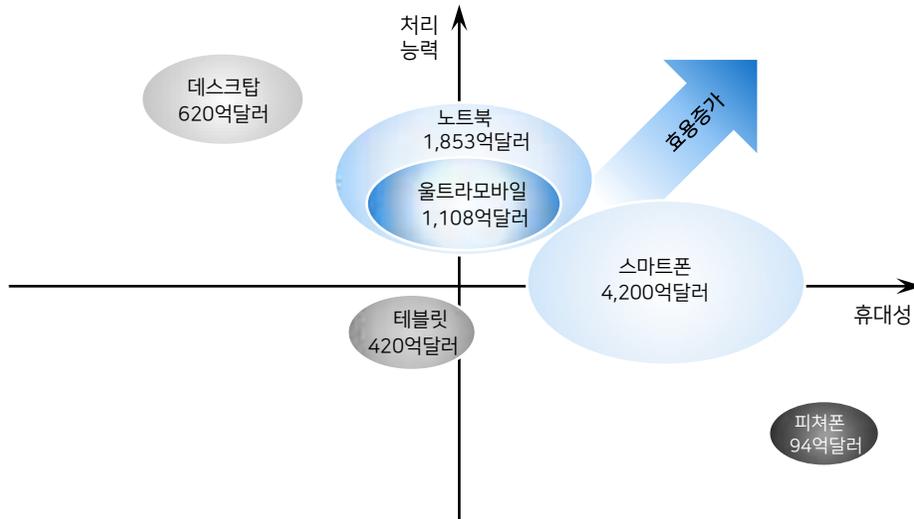


자료: IFA 2017, 메리츠증권증권

IFA 시사점 (2) - ... OLED기반 혁신 기기 등장은 필연적

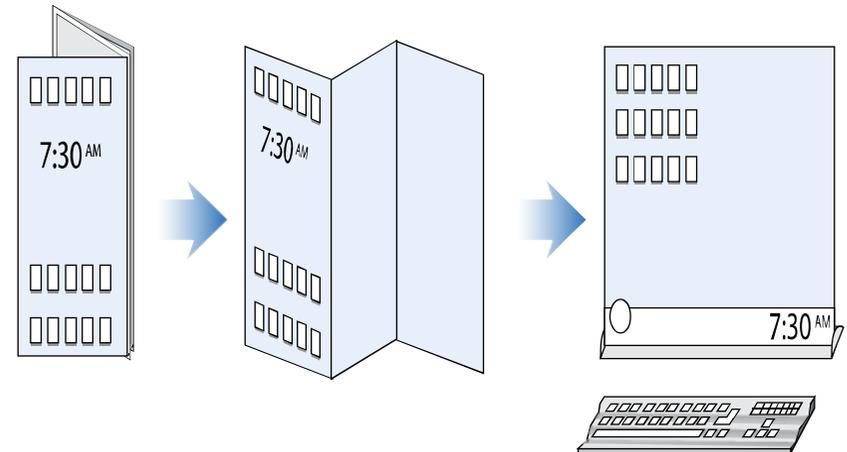
- 스마트폰 판가의 하락속도보다 비용 증가속도가 더 빠를 전망
- 1st Tier 스마트폰 업체의 대응 방식은 둘 중 하나로 귀결될 것
 - (1) High-end 수요 자극을 통한 판가 개선/유지에 따른 수익성 유지
 - (2) 스마트폰 폼팩터를 탈피하여 새로운 시장 개척
- 당사는 지속적으로 '스마트폰의 PC화'를 주장. 이를 통해 스마트폰은 정보 획득 기기에서 생성 기기로 업그레이드. 제조 업체 입장에서 판가 및 수익성 개선 가능.

성숙기의 스마트폰은 PC 시장을 흡수/통합/확대하며 성장할 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

휴대 시 스마트폰, 확장 시 노트북 사이즈 (메리츠증권증권 예상)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

IFA 시사점 (3) - 데이터 트래픽의 급격한 증가

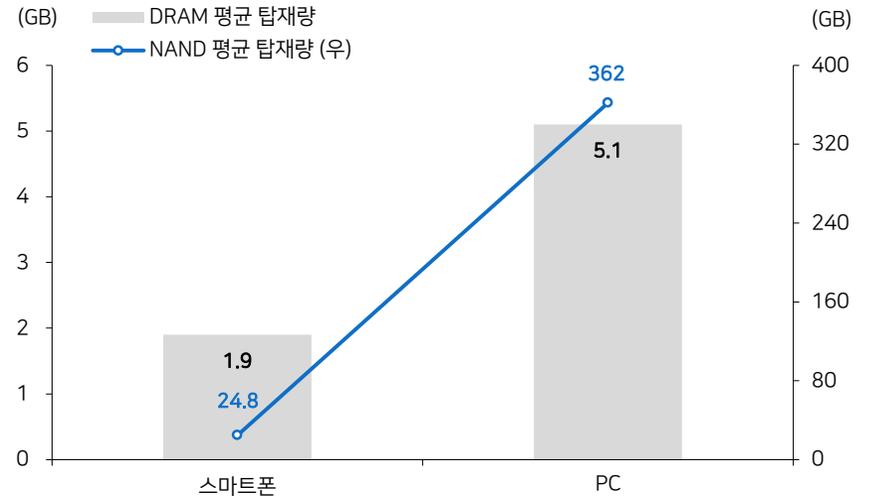
- 향후 새로운 소비자 경험의 등장은 데이터 트래픽의 급격한 증가를 의미
: 360도 카메라와 AR/MR, 자율주행, IoT
- 정보 저장 성장 규모에 대한 간단한 이해
 - (1) 스마트폰의 PC화 과정 = 낸드 용량의 15배 증가
 - (2) VR을 위한 360 카메라의 데이터 저장량은 4TB/분 vs 현재 일반 유저의 데이터 소모량 650MB
- 향후 장기 낸드 수요 성장율은 연평균 50% 이상 수준도 가능할 전망

VR을 위한 소니 카메라

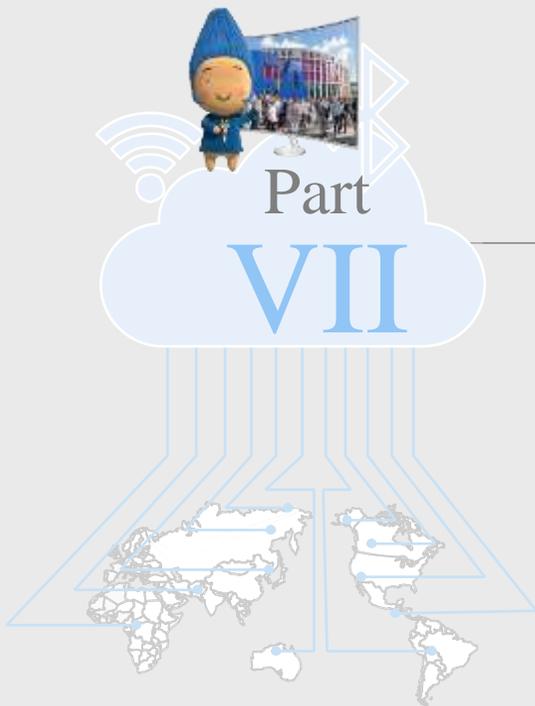


자료: IFA 2017, 메리츠증권증권 리서치센터

스마트폰이 PC가 되면 DRAM과 NAND는? 탑재량 쾨텀점프!



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터



기업분석



종목	투자판단	적정주가
삼성전자(005930)	Buy	3,040,000원
SK하이닉스(000660)	Buy	89,000원
LG디스플레이(034220)	Buy	41,000원
AP시스템(265520)	Buy(신규)	56,500원
삼성SDI(006400)	Trading Buy	203,000원
에스에프에이(056190)	Trading Buy(신규)	44,000원

삼성전자(005930) 실적 성장 재개와 함께 강화되는 주주환원

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

Buy

적정주가 (12개월) **3,040,000 원**

현재주가 (9.7) **2,406,000 원**

상승여력 **26.4%**

KOSPI	2,346.19pt
시가총액	3,122,230억원
발행주식수	12,977만주
유동주식비율	72.84%
외국인비중	53.32%
52주 최고/최저가	2,56,000원 / 1,465,000원
평균거래대금	5,343.4억원

주요주주(%)

삼성물산 외 9 인	20.0
국민연금	9.7

주가상승률(%)

	절대주가	상대주가
1개월	1.1	3.4
6개월	19.7	6.8
12개월	48.4	30.4



시장 기대치를 소폭 능가하는 3Q17 영업이익 14.3조원 전망 지속 유지 · 4Q17 견조한 성장 재개

- 상존하는 시장의 우려는 견조한 2Q17 실적 불구 다소 보수적으로 제시된 3Q17 가이드런스
- 이례적인 이익 가이드스는 다방면으로 상존하는 영업 불확실성에 기인했다는 판단
- 상대적으로 양호한 3Q17 영업이익 이후 4Q17 견조한 실적 상승 흐름이 재개될 전망. 이는 메모리 업황의 추가 개선과 안정적인 IM 수익성 회복에 기반

주주환원의 강화가 불러 올 큰 변화 · 주가 상승 모멘텀의 순조로운 교체

- 그룹의 동사 지배력 상승이 제한된 상황에서 주주친화정책 (배당 등)은 필연적으로 강화될 전망
- 18-20년 대상 주주환원 정책은 10월말 강화된 방향으로 공개될 전망. 기본 강화 방안은 배당 상황
- 미미한 수준인 배당펀드/인컴펀드 등 신규 주주의 유입은 주가의 Re-rating을 견인할 전망

Tech 업종 내 Top Pick 유지, 적정주가 3,040,000원 유지

- 적정주가는 2017E/2018E 평균 BVPS기준 PBR 1.99배 수준
- 3Q17까지는 실적 개선이 주가 상승을 주도, 이후에는 신규 주주환원 정책이 주요 Catalyst

(조원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	200.7	26.4	18.7	126,916	-17.7	1,016,129	10.2	1.3	3.3	10.8	35.3
2016	201.9	29.2	22.4	156,930	23.6	1,137,396	9.2	1.3	3.2	12.0	35.9
2017E	246.5	54.1	41.0	295,352	88.2	1,370,088	8.1	1.7	3.9	20.7	34.4
2018E	269.9	57.9	43.8	315,259	6.7	1,677,628	7.6	1.4	3.3	19.3	31.2
2019E	291.5	64.1	49.3	355,205	12.7	1,920,678	6.7	1.2	2.8	18.9	29.3

삼성전자 - IM의 실적 개선은 4Q17에 재개

- 갤럭시S8 출하는 2H17 약세로 전환되겠지만 ASP가 높은 노트8의 무난한 출하 예상
- 관건은 차주에 공개되는 아이폰 X Edition으로부터의 영향력. 삼성 입장에서는 High-end 시장에서의 입지 약화를 낳을 수 있겠지만, 기기의 판가 저항 돌파라는 긍정적 영향 기대
- 노트FE (노트7 리퍼)의 Sell-in 기준 판가는 450-500달러 (vs GS8 600달러, GS8+ 680달러)로 추정. 고수익성 모델은 7월 중 일부 출하되었으나 상당수는 4Q17에 출하 재개 예상

하이엔드 스마트폰 출하량 추이

(백만대)	2015					2016					2017E				
	1Q	2Q	3Q	4Q		1Q	2Q	3Q	4Q		1Q	2Q	3QE	4QE	
Galaxy Note3	2.0	1.0	1.0		4.0										
Galaxy S5	7.0	3.0	4.0	2.0	16.0	1.0				1.0					
Galaxy Note4	6.0	3.0	3.0	2.0	14.0	2.0	1.0			3.0					
Galaxy S6	3.0	17.0	11.0	10.0	41.0	7.0	4.0	3.0	2.0	16.0	1.0				1.0
Galaxy Note5			4.0	5.0	9.0	3.0	2.0	1.0	-	6.0	-	-			-
Galaxy S7						10.0	15.0	10.0	12.0	47.0	8.0	3.0	3.0	2.0	16.0
Galaxy Note7								-	-	-	-	-	-	-	-
Galaxy S8											2.0	18.3	11.5	9.0	40.8
Galaxy Note8													3.0	7.0	10.0
Galaxy derivatives	9.0	7.0	10.0	10.0	36.0	10.0	8.0	8.0	10.0	36.0	9.0	8.0	9.0	12.0	38.0
Sub total	28.0	31.0	33.0	29.0	121.0	33.0	30.0	22.0	24.0	109.0	20.0	29.3	26.5	30.0	105.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 - 분기 실적은 3Q17 지속 상승

삼성전자 실적추정

(조원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	49.78	50.94	47.82	53.33	50.01	61.00	64.84	70.10	201.86	246.48	269.89
반도체	11.14	11.60	13.15	14.86	15.66	17.58	19.49	20.40	50.76	73.13	81.63
DRAM	4.80	4.99	5.86	6.72	7.26	8.54	9.90	10.33	22.37	36.03	39.85
NAND	3.13	3.05	4.00	4.90	4.86	5.41	5.97	6.44	15.08	22.67	25.73
비메모리	3.21	3.57	3.29	3.24	3.54	3.64	3.62	3.63	13.31	14.43	16.06
디스플레이	6.12	6.45	7.06	7.42	7.29	7.71	8.66	9.66	27.04	33.32	43.05
LCD	2.51	2.48	2.78	3.07	2.75	2.68	2.64	2.58	10.84	10.65	9.65
OLED	3.61	3.97	4.28	4.35	4.54	5.03	6.02	7.09	16.20	22.67	33.39
무선통신	27.60	26.56	22.54	23.61	23.50	30.01	29.74	30.44	100.31	113.69	119.01
핸드셋	26.94	26.07	22.09	22.65	22.47	28.92	28.64	29.11	97.74	109.15	113.64
피쳐폰	0.64	0.57	0.28	0.27	0.54	0.47	0.46	0.43	1.76	1.90	1.52
스마트폰	23.34	22.40	19.92	20.38	20.19	26.67	26.36	26.80	86.05	100.03	104.28
테블릿	2.96	3.10	1.89	1.99	1.74	1.78	1.81	1.88	9.93	7.22	7.84
가전	10.62	11.55	11.24	13.64	10.34	10.92	12.25	15.34	47.05	48.85	50.05
하만					0.54	2.15	2.50	2.70		7.89	8.85
기타	-5.70	-5.22	-6.17	-6.20	-6.78	-7.37	-7.81	-8.44	-23.29	-30.40	-32.69
영업이익	6.68	8.14	5.20	9.22	9.90	14.07	14.35	15.69	29.24	54.12	57.85
영업이익률 (%)	13.4%	16.0%	10.9%	17.3%	19.8%	23.1%	22.1%	22.4%	14.5%	22.0%	21.4%
반도체	2.63	2.64	3.37	4.95	6.31	8.03	9.35	9.38	13.59	33.07	34.32
DRAM	1.68	1.85	2.19	3.15	4.02	5.21	6.25	6.38	8.87	21.86	22.67
NAND	0.57	0.60	1.02	1.67	2.00	2.43	2.71	2.71	3.87	9.85	10.05
비메모리	0.38	0.19	0.15	0.13	0.28	0.38	0.40	0.29	0.85	1.36	1.60
디스플레이	-0.26	0.14	1.02	1.34	1.30	1.71	1.29	1.84	2.24	6.14	7.65
LCD	-0.74	-0.51	0.09	0.49	0.45	0.54	0.26	0.21	-0.67	1.45	0.44
OLED	0.48	0.65	0.94	0.85	0.85	1.18	1.02	1.63	2.92	4.68	7.21
무선통신	3.90	4.33	0.10	2.50	2.07	4.06	3.25	3.88	10.83	13.25	13.47
핸드셋	3.89	4.32	0.08	2.47	2.05	3.80	3.21	3.84	10.76	12.90	13.33
피쳐폰	0.03	0.02	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.05	0.05	0.04
스마트폰	3.81	4.24	0.08	2.36	2.01	3.73	3.16	3.75	10.48	12.66	12.92
테블릿	0.06	0.06	0.00	0.10	0.03	0.05	0.04	0.08	0.22	0.20	0.38
가전	0.51	1.03	0.77	0.32	0.38	0.32	0.47	0.60	2.63	1.76	2.27
하만					0.02	0.01	0.03	0.05		0.11	0.15
기타	-0.10	0.00	-0.06	0.11	-0.16	-0.05	0.00	0.00	-0.05	-0.21	0.00
당기순이익	5.25	5.85	4.54	7.09	7.68	11.05	10.87	11.92	22.73	41.53	44.29

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 - 자사주 소각, 그 이후는?

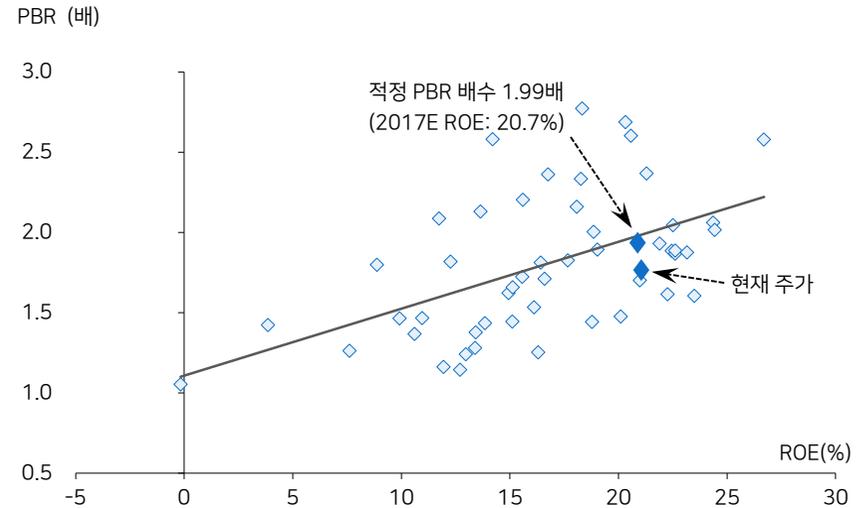
- 45조원 규모의 자사주 소각 발표에도 불구하고, 여전히 삼성전자 시가총액의 35%에 육박하는 비영업자산
- 실적 개선의 가속화는 적정 현금 보유수준 (70조원) 초과분의 특별 주주환원으로 연결
- 적정주가 304만원은 순현금 전환 당시 역사적 평균 수준의 밸류에이션에 기반 (2017E/2018E 평균 PBR 1.99배)

분기배당에 기반한 Apple의 주가 상승 (2012년 7월부터 분기배당 실시)



자료: Google finance, 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 과거 PBR/ROE vs 적정주가 283만원 (적정 PBR 배수 1.99배)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 (005930)

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	200,654	201,867	246,480	269,890	291,528
매출액증가율(%)	-2.7	0.6	22.1	9.5	8.0
매출원가	123,482	120,278	130,711	144,438	154,478
매출총이익	77,171	81,589	115,769	125,452	137,050
판매비와관리비	50,758	52,348	61,756	67,598	73,000
영업이익	26,413	29,241	54,123	57,854	64,051
영업이익률(%)	13.2	14.5	22.0	21.4	22.0
금융손익	-2,038	775	748	1,127	2,326
중속/관계기업관련손익	1,102	20	77	77	77
기타영업외손익	-936	794	954	1,204	2,403
세전계속사업이익	25,961	30,714	54,967	59,058	66,454
법인세비용	6,901	7,988	13,438	14,765	16,613
당기순이익	19,060	22,726	41,529	44,294	49,840
지배주주지분 손이익	18,695	22,416	41,012	43,777	49,323
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	124,815	141,430	138,795	168,102	199,857
현금및현금성자산	22,637	32,111	32,966	58,204	85,050
매출채권	25,168	24,279	26,913	28,738	30,941
재고자산	18,812	18,354	19,124	20,421	21,986
비유동자산	117,365	120,745	152,280	160,401	169,577
유형자산	86,477	91,473	110,790	118,790	127,790
무형자산	5,396	5,344	13,930	12,567	11,052
투자자산	13,609	12,642	12,726	13,204	13,681
자산총계	242,180	262,174	291,075	328,502	369,434
유동부채	50,503	54,704	57,112	60,641	66,142
매입채무	6,187	6,485	13,524	14,441	15,548
단기차입금	11,155	12,747	9,519	8,519	7,519
유동성장기부채	222	1,233	1,620	1,730	1,863
비유동부채	12,617	14,507	17,315	17,430	17,549
사채	1,230	59	950	950	950
장기차입금	194	1,179	1,575	1,675	1,775
부채총계	63,120	69,211	74,427	78,071	83,691
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
기타포괄이익누계액	-3,965	-2,257	-7,161	-7,161	-7,161
이익잉여금	185,132	193,086	217,708	245,592	280,904
비지배주주지분	6,183	6,539	6,698	6,698	6,698
자본총계	179,060	192,963	216,649	250,431	285,742

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	40,062	47,386	61,595	69,646	75,227
당기순이익(손실)	19,060	22,726	41,529	44,294	49,840
유형자산감가상각비	19,663	19,313	20,900	23,000	23,000
무형자산상각비	1,268	1,400	1,731	1,898	2,050
운전자본의 증감	-4,682	-1,181	-4,287	-2,124	-2,563
투자활동 현금흐름	-27,168	-29,659	-40,277	-32,084	-33,084
유형자산의 증가(CAPEX)	-25,880	-24,143	-40,500	-31,000	-32,000
투자자산의 감소(증가)	3,975	1,757	20	-400	-400
재무활동 현금흐름	-6,574	-8,670	-18,671	-12,324	-15,297
차입금증감	1,593	2,140	-2,662	-790	-767
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	5,796	9,475	855	25,238	26,846
기초현금	16,841	22,637	32,111	32,966	58,204
기말현금	22,637	32,111	32,966	58,204	85,050
Key Financial Data					
(원,%배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	1,179,394	1,231,612	1,608,474	1,857,671	2,006,607
EPS(지배주주)	126,916	156,930	295,352	315,259	355,205
CFPS	34,068	57,806	5,580	173,714	184,779
EBITDAPS	278,278	304,773	500,881	569,585	613,281
BPS	1,016,129	1,137,396	1,370,088	1,677,628	1,920,678
DPS	21,000	28,500	49,000	66,198	82,109
배당수익률(%)	0.9	1.2	2.1	2.8	3.4
Valuation(Multiple)					
PER	10.2	9.2	8.1	7.6	6.7
PCR	38.1	24.9	428.3	13.8	12.9
PSR	1.1	1.2	1.5	1.3	1.2
PBR	1.3	1.3	1.7	1.4	1.2
EBITDA	47,344	49,954	76,754	82,752	89,100
EV/EBITDA	3.3	3.2	3.9	3.3	2.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.8	12.0	20.7	19.3	18.9
EBITDA이익률	41.3	46.1	64.7	54.9	57.4
부채비율	35.3	35.9	34.4	31.2	29.3
금융비용부담률	-0.5	-0.5	-0.3	-0.5	-0.9
이자보상배율(x)	34.0	49.7	99.2	113.8	133.8
매출채권회전율(x)	8.0	8.2	9.6	9.7	9.8
재고자산회전율(x)	6.8	6.5	7.0	7.3	7.3

SK하이닉스(000660) 업황의 추가 개선 예상

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

Buy

적정주가 (12개월)	89,000원	
현재주가 (9.7)	71,400원	
상승여력	24.6%	
KOSPI	2,346.19pt	
시가총액	519,794억원	
발행주식수	72,800만주	
유동주식비율	76.26%	
외국인비중	48.82%	
52주 최고/최저가	73,000원 / 37,000원	
평균거래대금	2,645.3억원	
주요주주(%)		
SK텔레콤 외 3인	20.7	
국민연금공단	10.0	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	11.4	13.9
6개월	46.3	30.6
12개월	88.4	65.6
주가그래프		



글로벌 DRAM 수급은 개선세 지속 · 원화 강세 불구 실적 개선 가속화

- 시장 내 수급은 타이트한 국면이 4Q17까지 확장될 전망 · 이는 시장 예상을 상회하는 수준
- 예정된 공급 증가 불구, 계절적 수요 증가가 우호적 환경을 견인하며 실적 기대감은 계속 상향 조정될 것
- 서버 수요가 일시적 발생이라는 우려는 어불성설. 공급업체 역시 비 반복적인 서버 수요 등장에 공감

3Q17 · 4Q17 영업이익은 3.9조원 · 4.2조원으로 시장 예상치를 상회할 전망

- 시장 예상치를 능가하는 실적 개선이 추가적인 주가 상승을 견인할 것
- 견조한 DRAM 실적 개선 외에도 NAND 부문의 수익 기여가 올해부터 강화되는 중

투자의견 Buy 및 적정주가 89,000원, DRAM 고정가 재반등 가능성이 Key catalyst

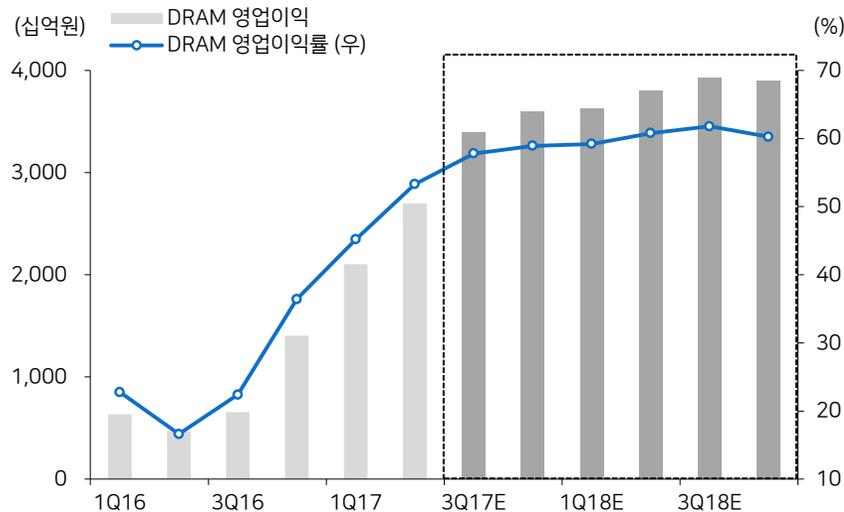
- DRAM 현물가는 성수기에 진입하며 상향 추세 · 4Q17 고정가의 반등이 가파른 실적 개선을 견인할 전망
- 현물가와 동행하는 동사 주가 특성 상 주가 상승은 시장 예상 대비 가파를 수 있음
- 견조한 업황을 감안 시 현 주가는 과도하게 저평가되어 있다는 판단

	매출액	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(지배주주)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2015	18,798.0	5,336.1	4,322.4	5,937	1.6	29,378	6.8	1.37	3.1	20.2	38.8
2016	17,198.0	3,276.7	2,953.8	4,057	-31.7	32,990	8.4	1.03	3.2	12.3	34.1
2017E	29,405.3	13,672.8	10,924.4	15,006	269.8	47,140	4.8	1.54	2.6	37.5	32.2
2018E	34,479.8	17,417.3	13,983.8	19,209	28.0	64,898	3.8	1.12	1.6	34.3	23.4
2019E	35,862.6	19,856.2	15,991.8	21,967	14.4	84,448	3.3	0.86	1.0	29.4	19.4

SK하이닉스 - DRAM 업황 개선세 지속

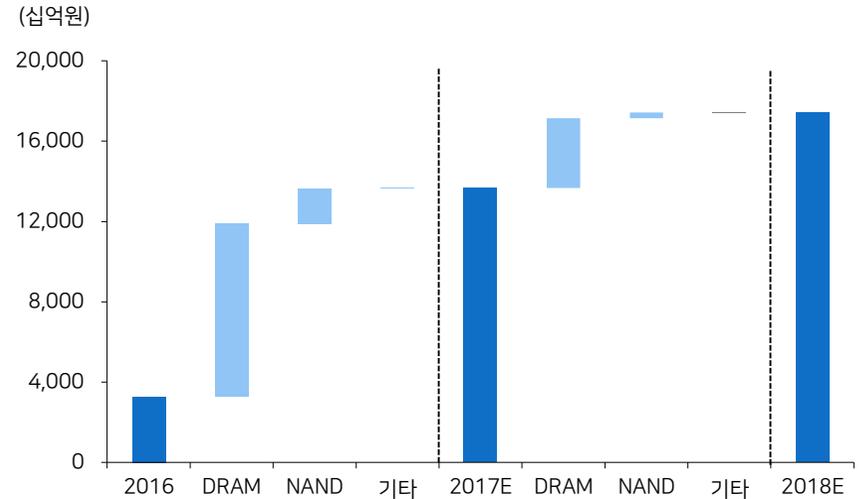
- SK하이닉스의 실적개선은 18년에도 지속될 전망
- 당사는 2H17에도 DRAM 영업이익률이 지속 상승함을 가정하고 있음
- 견조한 DRAM 업황의 유지는 삼성전자의 투자 제한에 기반하고 있음. 비 반복적 수요 발현과 반독점법 리스크 회피를 위한 투자 제한이 이어질 전망
- **업황 변곡점 전제 조건:**
 - 1) 견조한 판가 유지, 2) 예상보다 높은 경쟁사의 출하량 증가, 3) 수요 둔화 변수

SK하이닉스 - 분기별 DRAM 영업이익 및 영업이익률



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK하이닉스 사업부분별 영업이익 브릿지 차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK하이닉스 - 분기실적 단기 서프라이즈 지속 예상

Industry Indepth
2017 IFA Key Takeaways

SK하이닉스 실적추정

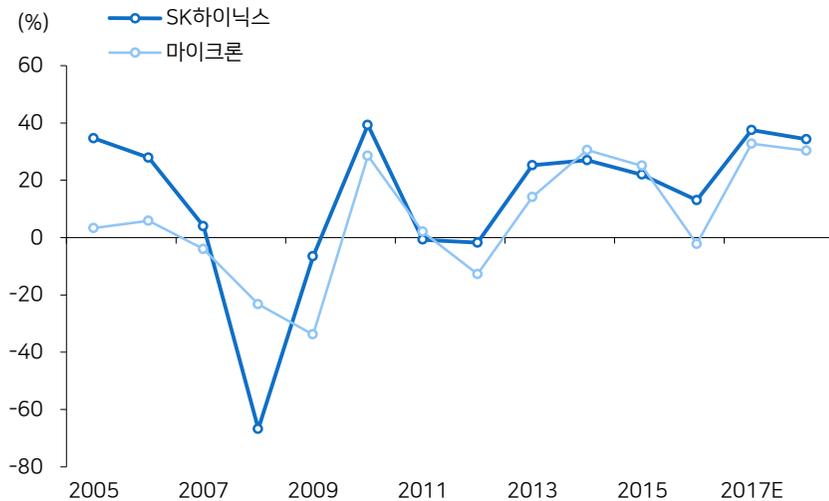
(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	3,656	3,941	4,244	5,358	6,241	6,692	7,964	8,508	17,198	29,405	34,480
DRAM	2,788	2,837	2,926	3,857	4,654	5,051	5,876	6,097	12,408	21,677	25,205
NAND	797	1,045	1,195	1,340	1,468	1,472	1,932	2,257	4,377	7,128	8,621
영업이익	562	453	726	1,536	2,468	3,051	3,949	4,204	3,276	13,673	17,417
DRAM	635	471	655	1,404	2,103	2,691	3,397	3,594	3,165	11,784	15,254
NAND	-92	-29	54	128	345	341	537	595	61	1,819	2,097
기타	19	11	17	4	20	19	16	16	50	70	65
세전이익	558	383	704	1,571	2,370	3,069	3,948	4,253	3,217	13,640	17,321
당기순이익	448	286	598	1,629	1,899	2,469	3,158	3,403	2,961	10,928	13,987
영업이익률 (%)	15%	11%	17%	29%	40%	46%	50%	49%	19%	46%	51%
DRAM	23%	17%	22%	36%	45%	53%	58%	59%	26%	54%	61%
NAND	-12%	-3%	4%	10%	24%	23%	28%	26%	1%	26%	24%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK하이닉스 - 상대 밸류에이션 매력 유효

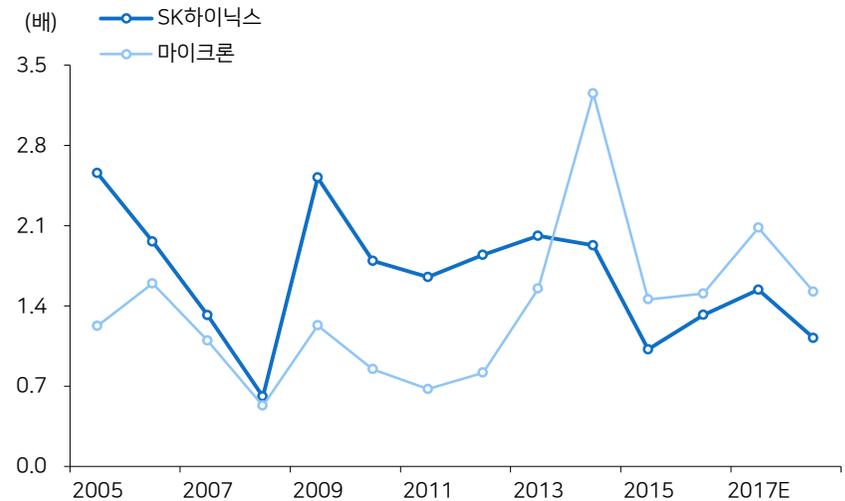
- 하이닉스와 마이크론은 업황 고저에 따라 ROE 변화를 보임
- 상대적 우위에 있는 하이닉스의 PBR은 마이크론 대비 고평가였으나, 16년부터 미국장의 활황과 인수합병 프리미엄에 기반해 역전된 상황
- FY2017 기준 마이크론 PBR 2.08x vs 하이닉스 1.54x / FY 2018기준 마이크론 PBR 1.52x vs 하이닉스 1.12x
- 향후 하이닉스 주가는 이익추정치 상향 (장부가 상향)과 멀티플 팽창에 기반해 빠르게 상승할 전망

SK하이닉스 vs Micron ROE 비교



참고: Micron은 FY GAAP 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

SK하이닉스 vs Micron PBR 비교

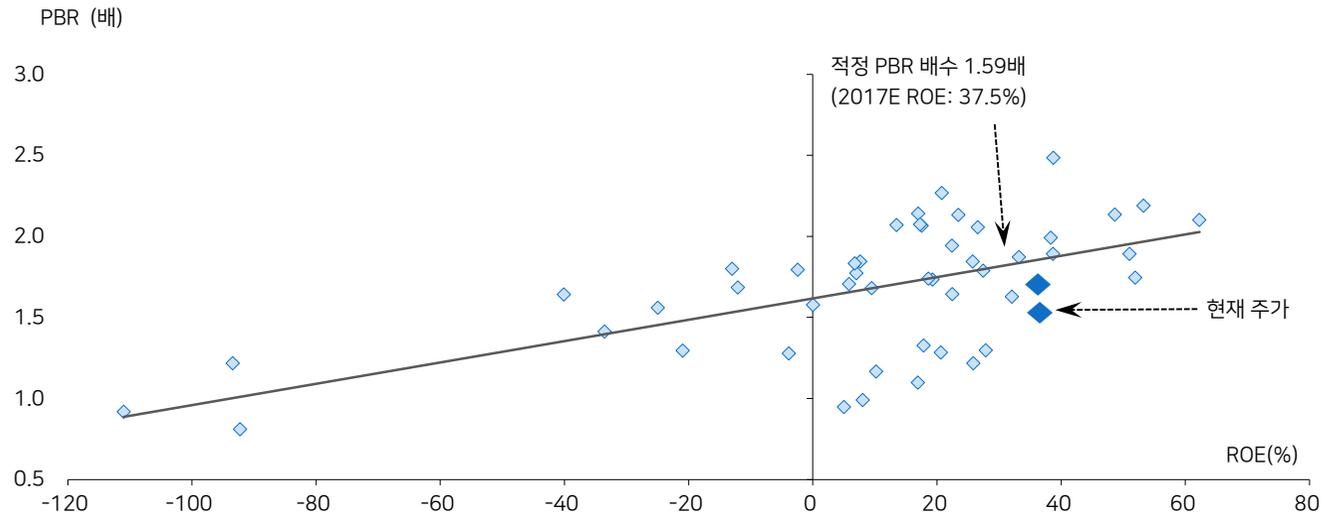


참고: Micron은 FY GAAP 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

SK하이닉스 - Buy, 적정주가 89,000원

- 동사의 적정주가 89,000원은 당사 추정 17년/18년 평균 BVPS 1.59배에 기반
- 최근 DRAM 현물가의 조정은 마무리국면으로 판단되며 반등 흐름이 가능할 전망
- 예상보다 장기화되는 공급부족이 전개되며 적정주가까지의 견조한 주가 상승 예상

SK하이닉스 과거 PBR/ROE vs 적정주가 89,000원 (적정 PBR 배수 1.59배)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	18,798	17,198	29,405	34,480	35,863
매출액증가율(%)	9.8	-8.5	71.0	17.3	4.0
매출원가	10,515	10,787	11,880	12,537	11,288
매출총이익	8,283	6,411	17,525	21,942	24,575
판매비와관리비	2,947	3,134	3,854	4,525	4,719
영업이익	5,336	3,277	13,673	17,417	19,856
영업이익률(%)	28.4	19.1	46.5	50.5	55.4
금융손익	-108	-52	-45	-115	-128
중속/관계기업관련손익	25	23	14	19	19
기타영업외손익	-84	-29	-31	-96	-109
세전계속사업이익	5,269	3,217	13,640	17,321	19,747
법인세비용	946	256	2,712	3,333	3,752
당기순이익	4,324	2,961	10,928	13,987	15,995
지배주주지분 순이익	4,322	2,954	10,924	13,984	15,992

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,760	9,839	17,118	27,515	39,296
현금및현금성자산	1,176	614	4,664	12,071	19,805
매출채권	2,628	3,252	4,364	4,467	4,709
재고자산	1,923	2,026	3,018	3,089	3,257
비유동자산	19,918	22,377	28,275	30,808	34,093
유형자산	16,966	18,777	23,352	25,452	27,552
무형자산	1,705	1,916	2,398	2,731	3,045
투자자산	254	279	293	341	388
자산총계	29,678	32,216	45,393	58,323	73,389
유동부채	4,841	4,161	7,080	7,368	8,470
매입채무	791	696	1,105	1,132	1,193
단기차입금	148	0	125	125	125
유동성장기부채	865	705	1,119	1,146	1,208
비유동부채	3,450	4,032	3,988	3,702	3,434
사채	1,293	1,535	1,348	1,248	1,148
장기차입금	1,512	2,096	2,048	1,848	1,648
부채총계	8,290	8,193	11,068	11,070	11,904
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,144	4,144	4,144	4,144
기타포괄이익누계액	-2	-79	-274	-274	-274
이익잉여금	14,359	17,067	27,562	40,490	54,722
비지배주주지분	1	7	7	7	7
자본총계	21,388	24,024	34,325	47,253	61,485

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	9,320	5,549	15,025	19,710	21,505
당기순이익(손실)	4,324	2,961	10,928	13,987	15,995
유형자산감가상각비	3,695	4,134	4,780	5,100	5,100
무형자산상각비	258	323	392	455	474
운전자본의 증감	832	-1,459	-1,187	-104	-244
투자활동 현금흐름	-7,126	-6,231	-10,983	-10,970	-11,770
유형자산의 증가(CAPEX)	-6,775	-5,956	-9,200	-7,200	-7,200
투자자산의 감소(증가)	-14	-19	-23	-29	-29
재무활동 현금흐름	-1,462	117	-4	-1,333	-2,001
차입금증감	-472	470	420	-274	-238
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	739	-562	4,051	7,407	7,734
기초현금	437	1,176	614	4,664	12,071
기말현금	1,176	614	4,664	12,071	19,805

Key Financial Data

(원,%배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	25,821	23,624	40,392	47,362	49,262
EPS(지배주주)	5,937	4,057	15,006	19,209	21,967
CFPS	1,015	-772	5,564	10,174	10,624
EBITDAPS	12,760	10,622	25,886	31,556	34,931
BPS	29,378	32,990	47,140	64,898	84,448
DPS	500	600	1,501	2,497	3,295
배당수익률(%)	0.7	0.8	2.1	3.4	4.6
Valuation(Multiple)					
PER	6.8	8.4	4.8	3.8	3.3
PCR	39.7	N/A	13.0	7.1	6.8
PSR	1.6	1.4	1.8	1.5	1.5
PBR	1.37	1.03	1.54	1.12	0.86
EBITDA	9,289	7,733	18,845	22,973	25,430
EV/EBITDA	3.1	3.2	2.6	1.6	1.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.2	12.3	37.5	34.3	29.4
EBITDA이익률	48.4	34.7	82.2	66.9	66.1
부채비율	38.8	34.1	32.2	23.4	19.4
금융비용부담률	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	45.0	27.3	98.0	121.1	146.7
매출채권회전율(x)	5.9	5.8	7.7	7.8	7.8
재고자산회전율(x)	6.1	5.5	4.7	4.1	3.6

Buy

적정주가 (12개월)	41,000원	
현재주가 (9.7)	33,950원	
상승여력	28.3%	
KOSPI	2,346.19pt	
시가총액	114,322억원	
발행주식수	35,782만주	
유동주식비율	62.09%	
외국인비중	28.96%	
52주 최고/최저가	38,900원 / 26,200원	
평균거래대금	1,200.6억원	
주요주주(%)		
LG전자 외 2인	37.9	
국민연금공단	9.2	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	2.9	5.2
6개월	11.7	-0.3
12개월	4.1	-8.5
주가그래프		



패널가 하락에 따라 분기 영업이익은 2H17 완만한 조정세로 전환

- 대형 패널 판가 하락을 반영해 3Q17 영업이익을 6,750억원으로 하향조정 (vs 컨센서스 6,856억원)
- 하반기 실적 관건은 1) iPhone 향 LTPS LCD 패널 물동량, 2) 대형 LCD 판가의 9월 이후 안정세 전환 여부

시장의 우려는 충분히 반영 · 다만 상승을 주도할 Catalyst 즉각 등장 가능성 역시 제한적

- 상반기 견조한 이익 증가에도 주가 상승은 제한적이었으며, 이는 1) LCD 판가 Peak 시점에 대한 우려, 2) POLED 및 TV OLED의 이익개선 시점 및 속도에 대한 의구심에 기반
- 이후 OLED 투자 계획 공식화에도 불구하고 시장은 OLED 경쟁력 확보 및 손실 발생 우려에 민감히 반응
- 하지만 이는 과도한 수준인데, POLED 생산라인인 E2/E5는 3분기 중 LG전자 V30과 구글 픽셀폰향 5.99인치 디스플레이 양산으로 경쟁력 입증해낼수 있기 때문. 하지만 실적 기여 입증까지는 다소 걸릴듯

투자의견 Buy 및 적정주가 41,000원 유지

- SDC 독점체제를 회피하려는 고객사들의 투자협조/기술공여가 2H17~1H18 중 상당부분 가시화되며 주가 상승을 견인할 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	28,383.9	1,625.6	966.6	2,701	6.9	34,076	10.2	0.8	2.3	7.9	77.7
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
2017E	26,576.7	2,934.8	2,121.8	5,930	134.0	41,468	5.4	0.8	2.1	15.3	76.1
2018E	25,569.3	1,800.0	1,172.1	3,276	-44.8	44,219	9.8	0.7	2.0	7.6	95.8
2019E	26,579.2	2,068.2	1,349.5	3,771	15.1	47,865	8.5	0.7	1.7	8.2	89.7

LG디스플레이 - 분기실적 3Q17까지 견조한 수준 유지

Industry Indepth
2017 IFA Key Takeaways

LG 디스플레이 실적 전망

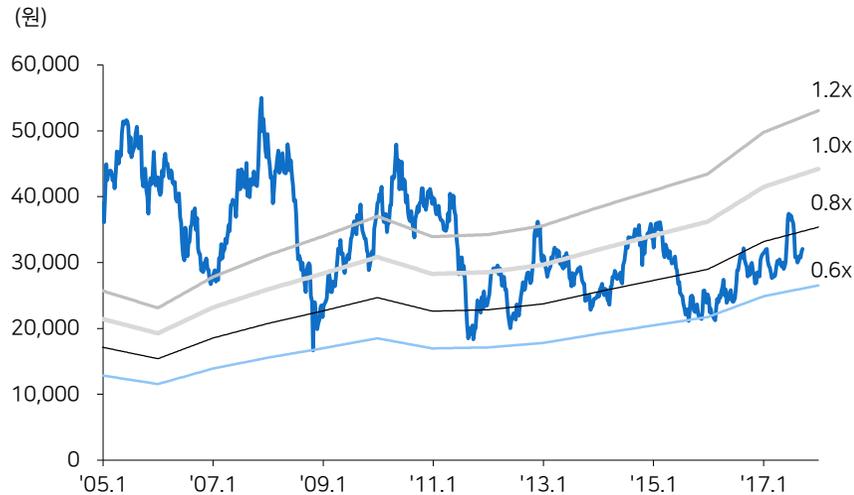
(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
환율전망	1,101	1,098	1,168	1,158	1,201	1,163	1,120	1,183	1,153	1,129	1,130	1,115	1,167	1,132	1,100
매출액	7,022	6,708	7,158	7,496	5,989	5,855	6,724	7,936	7,062	6,629	6,582	6,303	26,505	26,577	25,569
YoY (%)	17%	2%	-14%	-10%	-11%	-18%	-10%	6%	21%	-1%	-17%	-21%	-7%	0%	-4%
QoQ (%)	-16%	-4%	7%	5%	-20%	-2%	15%	18%	-11%	-6%	-1%	-4%			
투입면적 ('000 m2)	13,911	13,696	13,708	13,708	13,831	14,004	14,335	13,877	13,819	13,719	13,420	13,080	56,047	54,037	54,646
출하면적 ('000 m2)	9,801	9,782	9,835	10,273	9,483	9,966	10,856	10,768	10,072	10,218	10,348	9,943	41,074	40,581	41,827
YoY (%)	5%	2%	-2%	2%	-3%	1%	6%	5%	1%	-6%	-4%	-8%	3%	-1%	3%
QoQ (%)	-3%	0%	1%	4%	-8%	5%	9%	-1%	-6%	1%	1%	-4%			
평균단가(달러)	651	625	623	630	526	504	555	642	608	574	563	569	557	579	556
YoY (%)	5%	-6%	-18%	-17%	-16%	-19%	-12%	2%	21%	4%	-12%	-11%	-12%	4%	-4%
QoQ (%)	-15%	-4%	0%	1%	-17%	-4%	10%	16%	-5%	-6%	-2%	1%			
매출총이익	1,361	1,140	1,047	767	626	610	940	1,574	1,719	1,514	1,237	1,019	3,750	5,489	4,219
매출총이익률 (%)	19%	17%	15%	10%	10%	10%	14%	20%	24%	23%	19%	16%	14%	21%	16%
영업이익	744	488	333	61	40	44	323	904	1,027	804	675	429	1,311	2,935	1,800
영업이익률 (%)	10.6%	7.3%	4.7%	0.8%	0.7%	0.8%	4.8%	11.4%	14.5%	12.1%	10.3%	6.8%	4.9%	11.0%	7.0%
경상이익	624	507	273	31	-8	11	249	1,065	858	832	648	425	1,316	2,762	1,714
경상이익률 (%)	8.9%	7.6%	3.8%	0.4%	-0.1%	0.2%	3.7%	13.4%	12.2%	12.5%	9.8%	6.7%	5.0%	10.4%	6.7%
당기순이익	476	363	199	-14	1	-84	190	825	680	737	505	331	932	2,253	1,303
순이익률 (%)	6.8%	5.4%	2.8%	-0.2%	0.0%	-1.4%	2.8%	10.4%	9.6%	11.1%	7.7%	5.3%	3.5%	8.5%	5.1%
EPS	1,281	936	528	-44	7	-200	497	2,230	1,770	1,929	1,379	851	2,534	5,930	3,276

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

LG디스플레이 - Buy, 적정주가 41,000원

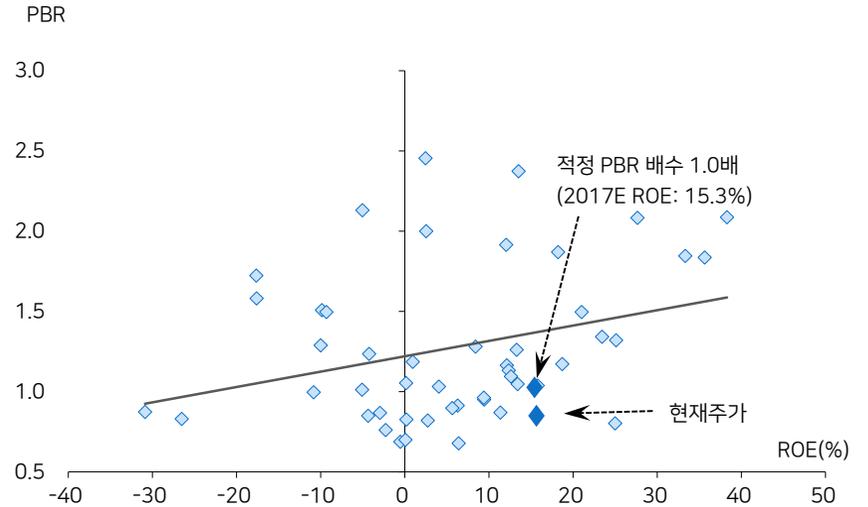
- 동사의 적정주가 41,000원은 당사 추정 17/18년 평균 BVPS 1.0배에 기반함
- 당사는 내년 LCD 업황이 시장의 예상과는 다르게 2H17까지 견조하게 유지될 것으로 전망
- 이는 중국 패널 Ramp-up 불구, 삼성디스플레이의 감산효과 및 55/65인치 TV 시장 확대에 기반
- 주가의 상승 모멘텀은 1) 실적 개선과 더불어, 2) POLED 수율회복, 3) OLED TV 판매량 증가세가 견인할 전망

PBR 밴드 차트 (12개월 Rolling forward)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

LG디스플레이 과거 PBR/ROE vs 적정주가 41,000원



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	28,384	26,504	26,577	25,569	26,579
매출액증가율(%)	7.3	-6.6	0.3	-3.8	3.9
매출원가	24,070	22,754	21,088	21,351	22,004
매출총이익	4,314	3,750	5,489	4,219	4,575
판매비와관리비	2,689	2,438	2,554	2,419	2,507
영업이익	1,626	1,311	2,935	1,800	2,068
영업이익률(%)	5.7	4.9	11.0	7.0	7.8
금융손익	-53	123	-60	-105	-139
종속/관계기업관련손익	19	8	14	19	19
기타영업외손익	-34	131	-173	-86	-121
세전계속사업이익	1,434	1,316	2,762	1,714	1,948
법인세비용	411	385	510	411	467
당기순이익	1,024	932	2,252	1,303	1,480
지배주주지분 순이익	967	907	2,122	1,172	1,349

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,532	10,484	8,961	10,300	9,807
현금및현금성자산	752	1,559	1,712	2,639	2,060
매출채권	4,098	4,958	3,938	4,203	4,260
재고자산	2,352	2,288	1,817	1,939	1,966
비유동자산	13,046	14,400	18,211	21,835	23,789
유형자산	10,546	12,031	16,023	19,323	21,023
무형자산	839	895	848	685	507
투자자산	396	181	313	730	1,148
자산총계	22,577	24,884	27,172	32,135	33,596
유동부채	6,607	7,058	6,870	10,901	11,116
매입채무	2,765	2,877	2,285	2,439	2,472
단기차입금	0	113	0	10	20
유동성장기부채	1,416	555	441	470	477
비유동부채	3,266	4,364	4,876	4,823	4,765
사채	1,282	1,511	1,381	1,371	1,361
장기차입금	1,526	2,600	2,690	2,640	2,590
부채총계	9,872	11,422	11,746	15,725	15,881
자본금	1,789	1,789	1,789	1,789	1,789
자본잉여금	2,251	2,251	2,251	2,251	2,251
기타포괄이익누계액	-6	-89	-182	-182	-182
이익잉여금	8,159	9,004	10,980	11,964	13,269
비지배주주지분	512	506	588	588	588
자본총계	12,705	13,462	15,426	16,410	17,715

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,727	3,641	7,194	9,346	7,120
당기순이익(손실)	1,024	932	2,253	1,303	1,480
유형자산감가상각비	2,969	2,643	3,100	4,000	5,000
무형자산상각비	407	378	399	383	399
운전자본의 증감	-2,166	-847	889	2,939	-473
투자활동 현금흐름	-2,732	-3,189	-7,389	-8,063	-7,463
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,365	-3,736	-7,000	-7,300	-6,700
투자자산의 감소(증가)	-280	608	-88	-399	-399
재무활동 현금흐름	-175	308	-374	-356	-237
차입금증감	-93	504	-178	-20	-44
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-138	807	-611	927	-579
기초현금	890	752	1,559	948	1,875
기말현금	752	1,559	948	1,875	1,296

Key Financial Data

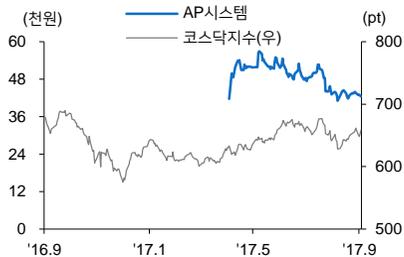
(원,%배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	79,325	74,072	74,275	71,459	74,282
EPS(지배주주)	2,701	2,534	5,930	3,276	3,771
CFPS	-386	2,255	-1,708	2,592	-1,619
EBITDAPS	13,978	12,109	17,981	17,280	20,868
BPS	34,076	36,209	41,468	44,219	47,865
DPS	500	500	889	491	566
배당수익률(%)	1.6	1.6	2.8	1.5	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	10.2	10.6	5.4	9.8	8.5
PCR	N/A	11.9	N/A	12.4	-19.9
PSR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR	0.8	0.7	0.78	0.73	0.7
EBITDA	5,002	4,333	6,434	6,183	7,467
EV/EBITDA	2.3	2.7	2.1	2.0	1.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.9	7.0	15.3	7.6	8.2
EBITDA이익률	19.6	19.4	39.4	18.6	19.8
부채비율	77.7	84.8	76.1	95.8	89.7
금융비용부담률	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2
이자보상배율(x)	12.7	11.5	31.2	20.7	23.9
매출채권회전율(x)	7.5	5.9	6.0	6.3	6.3
재고자산회전율(x)	9.4	9.8	10.3	11.4	11.3

AP시스템(265520) 주요 고객의 OLED 투자 공식화 필요

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

Buy (신규)

적정주가 (12개월)	56,500원	
현재주가 (9.7)	42,550원	
상승여력	32.8%	
KOSDAQ	658.48pt	
시가총액	5,820억원	
발행주식수	1,368만주	
유동주식비율	81.13%	
외국인비중	27.02%	
52주 최고/최저가	57,000원 / 41,700원	
평균거래대금	98.5억원	
주요주주(%)		
APS홀딩스 외 3인	18.8	
국민연금	5.0	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	-3.1	-4.6
6개월	0.0	0.0
12개월	0.0	0.0
주가그래프		



스마트폰의 PC화를 위한 Key bottleneck은 Flexible OLED · AP시스템의 주요 장비 라인업 사용이 필수

- 스마트폰의 진화 과정에서 두번 접히는 Flexible OLED은 필수적 (5.7" x 3 = 9.6")
- AP시스템의 ELA (Excimer Laser Annealing)와 LLO (Laser Lift Off)는 LTPS 백플레인 형성과, 유리기판에서 PI기판을 분리하기 위한 핵심 장비
- 삼성디스플레이 독점 공급을 넘어 17-18년부터는 중국업체로 수주/매출 확대

모듈 라미네이터까지 제품 포트폴리오 다변화 진행 중, 하지만 SDC의 A5 투자 공식화 필요

- 삼성 향으로 매출이 정체된 Glass 봉지 장비의 중국 수주에, 삼성 향 모듈 라미네이터 신규 수주
- SDC의 신규 Fab 투자 기대감이 지연되며 동사 주가 역시 조정 겪음. 늦어도 연내에는 투자 시작될 전망

2018년 삼성의 신규/전환 투자 및 중국 투자 증가할 전망 · 투자의견 BUY 및 적정주가 56,500원 제시

- 분할 이후 최대주주는 2H17 중 현물 출자 후 지주회사인 APS홀딩스의 지분 최대화를 시도할 수 있음
- 안정적인 성장을 거듭하는 사업회사의 가치 극대화는 다방면으로 구체화될 전망
- 적정주가 56,500원은 과거 Upcycle (2011-13년) 저점 평균 PER인 11.5배에 기반 (17E/18E 평균 EPS 4,917원)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017E	912.0	75.7	54.7	3,996		9,149	10.6	4.6	8.2	33.3	264.6
2018E	1,087.3	112.7	79.9	5,839	46.1	15,047	7.3	2.8	5.3	48.3	174.1
2019E	1,203.2	136.8	100.1	7,318	25.3	22,424	5.8	1.9	4.0	39.1	126.3

AP시스템 - 분기실적 추정

AP시스템 실적 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	44.3	103.8	129.2	277.7	126.4	384.3	189.2	212.2	280.3	365.0	204.3	237.7	555.0	912.0	1,087.3
LCD	0.5	1.7	2.1	2.5	1.5	2.7	2.4	2.2	2.4	2.6	2.6	2.7	6.9	8.8	10.4
반도체	5.4	5.6	8.0	4.5	5.2	7.6	7.3	7.0	7.3	7.6	7.9	8.2	23.5	27.1	30.9
디스플레이	29.2	91.5	113.8	262.0	119.0	256.6	143.6	161.3	262.9	294.2	150.7	177.3	496.5	680.5	885.1
기타	9.1	5.0	5.3	8.7	0.7	117.3	35.9	41.7	7.7	60.6	43.1	49.5	28.2	195.6	161.0
영업이익	-6.3	1.9	11.2	25.5	12.6	29.7	15.3	18.0	29.4	39.1	20.2	24.0	32.3	75.7	112.7
영업이익률	-14.3%	1.8%	8.7%	9.2%	10.0%	7.7%	8.1%	8.5%	10.5%	10.7%	9.9%	10.1%	5.8%	8.3%	10.4%
세전이익	-3.1	0.4	5.8	32.1	12.0	30.5	8.9	21.5	29.0	35.2	13.7	28.2	35.1	72.8	106.2
세전이익률	-6.9%	0.3%	4.5%	11.6%	9.5%	7.9%	4.7%	10.1%	10.3%	9.7%	6.7%	11.9%	6.3%	8.0%	9.8%
순이익	-2.2	-0.3	3.8	26.2	9.2	23.2	6.8	16.3	22.0	26.8	10.4	21.4	27.5	55.5	80.7
순이익률	-5.1%	-0.3%	3.0%	9.4%	7.3%	6.0%	3.6%	7.7%	7.9%	7.3%	5.1%	9.0%	5.0%	6.1%	7.4%

참고: 2016년까지는 분할 전 기준. 1Q17의 경우 분할 후 실적만 반영됨 (분할 기일 2017년 3월 1일)
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

AP시스템 (265520)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액			912	1,087	1,203
매출액증가율(%)			64.3	19.2	10.7
매출원가			808	939	1,027
매출총이익			104	148	176
판매비와관리비			28	35	40
영업이익			76	113	137
영업이익률(%)			8.3	10.4	11.4
금융손익			-4	-7	-4
종속/관계기업관련손익			0	0	0
기타영업외손익			-3	-7	-4
세전계속사업이익			73	106	133
법인세비용			17	25	32
당기순이익			55	81	101
지배주주지분 손이익			55	80	100

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산			294	382	492
현금및현금성자산			105	170	254
매출채권			149	167	187
재고자산			23	26	29
비유동자산			162	182	202
유형자산			131	149	167
무형자산			22	23	24
투자자산			0	0	0
자산총계			456	564	694
유동부채			288	315	343
매입채무			93	104	116
단기차입금			101	111	121
유동성장기부채			3	4	4
비유동부채			43	44	44
사채			0	0	0
장기차입금			26	26	26
부채총계			331	358	387
자본금			8	8	8
자본잉여금			62	62	62
기타포괄이익누계액			0	0	0
이익잉여금			55	136	237
비지배주주지분			0	0	0
자본총계			125	206	307

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름			108	88	108
당기순이익(손실)			55	81	101
유형자산감가상각비			11	12	12
무형자산상각비			2	2	3
운전자본의 증감			38	-11	-13
투자활동 현금흐름			-35	-33	-33
유형자산의 증가(CAPEX)			-32	-30	-30
투자자산의 감소(증가)			0	0	0
재무활동 현금흐름			22	10	10
차입금증감			22	10	10
자본의증가			0	0	0
현금의증가(감소)			-1	65	85
기초현금			105	105	170
기말현금			105	170	254

Key Financial Data

(원,%배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS			66,673	79,490	87,959
EPS(지배주주)			3,996	5,839	7,318
CFPS			-70	4,763	6,192
EBITDAPS			6,491	9,296	11,074
BPS			9,149	15,047	22,424
DPS			0	0	0
배당수익률(%)			0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER			10.6	7.3	5.8
PCR			-604.2	8.9	6.9
PSR			0.6	0.5	0.5
PBR			4.6	2.8	1.9
EBITDA			89	127	151
EV/EBITDA			8.2	5.3	4.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)			33.3	48.3	39.1
EBITDA이익률			83.4	74.0	71.9
부채비율			264.6	174.1	126.3
금융비용부담률			0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)			34.9	100.0	35.6
매출채권회전율(x)			5.3	6.9	6.8
재고자산회전율(x)			30.1	38.2	37.2

삼성SDI(006400) 전기차 시장에서 찾는 기회

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

Trading Buy

적정주가 (12개월)	203,000원	
현재주가 (9.7)	193,000원	
상승여력	5.2%	
KOSPI	2,346.19pt	
시가총액	132,716억원	
발행주식수	6,876만주	
유동주식비율	74.55%	
외국인비중	40.42%	
52주 최고/최저가	197,000원 / 89,300원	
평균거래대금	613.7억원	
주요주주(%)		
삼성전자 외 6인	20.6	
국민연금	8.3	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	6.6	9.0
6개월	54.4	37.8
12개월	81.2	59.3
주가그래프		



3Q17 영업이익은 200억원으로 예상되나, GS8의 판매 둔화는 Downside risk

- 중대형 전지의 적자 지속과 배터리 소손에 기반에 장기간 유지되어온 영업손실은 2Q17 55억원으로 소폭 흑자전환. 이는 3Q17 추가 개선되어 200억원으로 증가할 전망
- 다만, 삼성전자가 언급한 IM 사업부진이 동사 소형전지에 Downside risk로 작용할 가능성 배제할 수 없음

월등한 투자자산가치 및 전기차 관련 부가적인 모멘텀이 주요 Catalyst

- 동사의 최대 투자포인트는 대폭 실적 개선이 예상되는 삼성디스플레이 지분가치
- SDC의 경우 3Q17 실적 둔화가 불가피하나, 당사는 일시적이라고 판단. 실적 개선은 4Q17부터 다시 본격화되며 동사의 지분가치에도 영향을 미칠 전망

투자의견 Trading Buy 유지하며, 적정주가 203,000원으로 상향조정

- 적정주가 203,000원은 당사 추정 17년/18년 평균 BVPS에 과거 Peakcycle (10-11년)평균 PBR 1.2배 적용
- 통상적으로 갤럭시 부품사들이 7-8월 경 모멘텀 둔화될 수 있으나, 하반기 SDC 실적 개선 본격화와 중대형전지 개선 추세가 추가적인 Catalyst로 작용할 수 있음

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	4,954.9	(267.5)	53.8	784	(153.5)	160,141	246.2	1.2	19.7	0.5	44.2
2016	5,200.8	(926.3)	219.4	3,191	307.1	155,925	60.5	1.2	(13.0)	2.0	35.9
2017E	5,967.9	(12.5)	605.1	8,800	175.8	163,696	21.9	1.2	13.6	5.5	44.0
2018E	6,640.3	228.4	910.1	13,235	50.4	174,103	14.6	1.1	9.0	7.8	50.1
2019E	6,640.3	228.4	910.1	16,922	27.9	174,103	11.4	1.1	9.0	7.8	50.1

삼성SDI - 분기실적 추정

삼성SDI 실적 전망

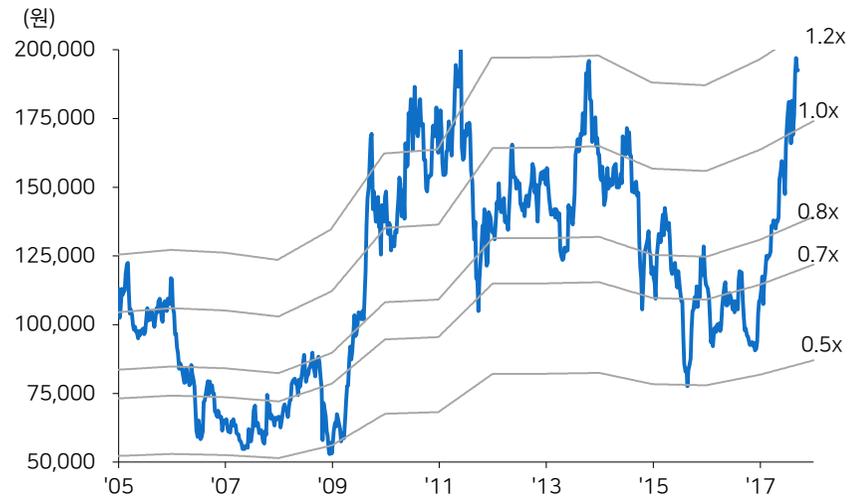
(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	1,291	1,317	1,290	1,303	1,305	1,453	1,578	1,631	1,522	1,606	1,759	1,753	5,201	5,968	6,640
에너지솔루션	864	874	850	837	823	988	1,071	1,083	1,008	1,106	1,211	1,161	3,426	3,965	4,486
소형전지	650	650	605	539	563	667	686	656	602	656	674	656	2,444	2,572	2,587
중대형전지(EV+ESS)	214	224	245	298	260	320	385	428	407	450	538	505	982	1,393	1,899
소재 사업부	426	442	439	465	480	465	507	548	514	500	548	592	1,771	2,001	2,154
영업이익	-704	-54	-110	-58	-67	6	20	29	29	54	67	79	-926	-12	228
영업이익률(%)	-54.5%	-4.1%	-8.6%	-4.5%	-5.2%	0.4%	1.3%	1.8%	1.9%	3.3%	3.8%	4.5%	-17.8%	-0.2%	3.4%
에너지솔루션	-100	-92	-148	-97	-118	-38	-31	-29	-19	-4	6	13	-436	-217	-4
소형전지	-3	3	-85	-36	-25	19	21	11	11	16	21	18	-121	25	66
중대형전지(EV+ESS)	-97	-95	-62	-61	-93	-57	-52	-40	-30	-20	-15	-5	-315	-242	-70
소재 사업부	50	38	37	39	51	44	52	58	48	57	61	65	164	205	232
지분법이익	-35	19	118	144	169	225	160	231	205	256	270	233	-821	726	1,128
세전이익	-869	-46	-5	100	84	232	156	254	211	288	317	312	-821	726	1,128
세전이익률(%)	-67.3%	-3.5%	-0.4%	7.6%	6.5%	15.9%	9.9%	15.6%	13.9%	17.9%	18.0%	17.8%	-15.8%	12.2%	17.0%
순이익	-717	956	-35	8	82	187	125	205	170	230	253	250	211	599	904
순이익률(%)	-55.6%	72.6%	-2.7%	0.6%	6.3%	12.8%	7.9%	12.6%	11.2%	14.3%	14.4%	14.3%	4.1%	10.0%	13.6%

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성SDI - Trading Buy, 적정주가 203,000원

- 동사의 적정주가 203,000원은 당사 추정 17년/18년 평균 BVPS 1.2배에 기반함
- 부품주들에 대한 시장 관심이 저하된 상태에서 동사의 투자자산가치가 하방경직성을 부여
- 비록 삼성전자 스마트폰 사업부의 3Q17 일시적 실적 둔화는 부정적일 수 있으나, 중대형 배터리의 제도적/지정학적 리스크 제거 등이 캐털리스트로 작용 가능

삼성SDI - PBR 밴드 차트 (12개월 Rolling forward)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성SDI - PBR 변화 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성SDI (006400)

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,955	5,201	5,968	6,640	6,640
매출액증가율(%)	-9.5	5.0	14.7	11.3	0.0
매출원가	4,115	4,450	4,809	5,119	5,119
매출총이익	840	751	1,159	1,521	1,521
판매비와관리비	1,108	1,677	1,172	1,293	1,293
영업이익	-268	-926	-12	228	228
영업이익률(%)	-5.4	-17.8	-0.2	3.4	3.4
금융손익	-161	-127	-38	-65	-65
종속/관계기업관련손익	280	245	786	965	965
기타영업외손익	119	118	739	900	900
세전계속사업이익	-170	-821	726	1,128	1,128
법인세비용	-39	58	127	224	224
당기순이익	-131	211	598	904	904
지배주주지분 손이익	54	219	605	910	910

Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,774	3,958	4,664	5,698	5,698
현금및현금성자산	1,288	1,012	1,748	2,595	2,595
매출채권	922	780	977	1,050	1,050
재고자산	750	729	913	981	981
비유동자산	11,451	10,942	11,878	12,617	12,617
유형자산	3,229	2,504	2,358	2,398	2,398
무형자산	1,278	942	839	505	505
투자자산	6,372	6,773	7,776	8,741	8,741
자산총계	16,225	14,900	16,542	18,315	18,315
유동부채	3,201	2,213	3,308	4,362	4,362
매입채무	378	342	428	460	460
단기차입금	547	184	372	382	382
유동성장기부채	500	200	250	269	122
비유동부채	1,771	1,723	1,748	1,751	1,754
사채	499	299	300	300	300
장기차입금	204	267	264	264	264
부채총계	4,972	3,936	5,056	6,113	6,153
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,031	5,031	5,031	5,031	5,031
기타포괄이익누계액	782	591	685	685	685
이익잉여금	4,853	4,995	5,529	6,244	6,477
비지배주주지분	241	242	230	230	230
자본총계	11,253	10,964	11,486	12,202	12,435

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	881	-1,310	187	792	792
당기순이익(손실)	26	211	599	904	904
유형자산감가상각비	533	361	600	610	610
무형자산상각비	130	95	103	114	114
운전자본의 증감	624	-1,413	-471	-139	-139
투자활동 현금흐름	115	1,854	392	214	214
유형자산의 증가(CAPEX)	-726	-833	-650	-650	-650
투자자산의 감소(증가)	81	4	0	0	0
재무활동 현금흐름	-355	-819	159	-159	-159
차입금증감	-295	-541	229	29	-147
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	660	-276	737	847	847
기초현금	628	1,288	1,012	1,748	2,595
기말현금	1,288	1,012	1,748	2,595	3,315

Key Financial Data					
(원,%,배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	72,056	75,632	86,787	96,566	96,566
EPS(지배주주)	784	3,191	8,800	13,235	16,922
CFPS	9,604	-4,018	10,715	12,315	12,315
EBITDAPS	5,757	-6,854	10,036	13,852	13,852
BPS	160,141	155,925	163,696	174,103	174,103
DPS	1,000	1,000	2,640	3,970	3,970
배당수익률(%)	0.5	0.5	1.4	2.1	2.1
Valuation(Multiple)					
PER	246.2	60.5	21.9	14.6	11.4
PCR	N/A	N/A	18.0	15.7	15.7
PSR	2.7	2.6	2.2	2.0	2.0
PBR	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
EBITDA	396	(471)	690	953	953
EV/EBITDA	19.7	-13.0	13.6	9.0	9.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.5	2.0	5.5	7.8	7.8
EBITDA이익률	10.8	-582.0	553.1	110.8	95.5
부채비율	44.2	35.9	44.0	50.1	50.1
금융비용부담률	0.3	0.0	0.1	-0.1	0.0
이자보상배율(x)	-7.8	-26.4	-0.5	7.9	30.8
매출채권회전율(x)	5.6	6.1	6.8	6.6	6.3
재고자산회전율(x)	5.4	6.0	5.9	5.4	5.2

에스에프에이(056190) 외형 성장속 OLED 증착기 모멘텀 확보 필요

Analyst 김선우02. 6098-6688
sunwoo.kim@meritz.co.kr

Trading Buy (신규)

적정주가 (12개월)	44,000원	
현재주가 (9.7)	36,100원	
상승여력	21.9%	
KOSDAQ	658.48pt	
시가총액	12,963억원	
발행주식수	3,591만주	
유동주식비율	53.71%	
외국인비중	27.85%	
52주 최고/최저가	47,750원 / 24,950원	
평균거래대금	124.9억원	
주요주주(%)		
디와이홀딩스 외 4인	36.1	
삼성디스플레이	10.1	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	1.8	0.3
6개월	5.6	-2.8
12개월	37.3	40.2
주가그래프		



자동화장비 · 물류장비 선두업체로서 삼성디스플레이 신규 capa 증설에 최대 수혜 기업

- 독점적인 물류장비 공급으로 삼성디스플레이 capa 투자 시 대규모 수주 가능
- 2Q17 실적 호조는 2H17 다소 약화되나 이는 2018년부터 재차 회복될 전망
- 삼성디스플레이의 신규 capa 투자는 17년 다소 둔화되나, 중국 OLED 발주에서 기회를 모색

OLED 증착기에 드리워진 의구심 · 2018년 다수 예정된 중국 양산라인에서 추가 기회 포착 가능

- 동사의 OLED 증착기는 과거 삼성 향 개발 모델. 삼성의 Tokki 사용이 고착화되며 동사는 해당 장비로 중국 고객 침투를 가속화하는 중. 트롤리, 비저녹스에 이어 신규 고객 지속 확보 중
- 자회사 SFA반도체의 실적 역시 상반기 턴어라운드 이후 메모리 업황 호조에 기반해 안정적으로 개선 중

투자이견 Trading Buy 및 적정주가 44,000원 · 18년 실적 개선 모멘텀은 중국이 주도

- 에스엔유 인수 이후 강화된 증착기 경쟁력을 바탕으로 중국업체로부터의 수주가 견조하게 증가할 전망
- 적정주가 44,000원은 2017E/2018E 평균 PBR 1.86배에 기반

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	526.1	58.0	30.8	859	-25.3	13,823	42.3	2.6	12.7	6.2	89.4
2016	1,319.7	120.8	78.2	2,179	153.7	15,838	16.7	2.3	5.0	13.8	94.1
2017E	1,999.6	223.7	181.6	5,057	132.1	21,329	7.2	1.7	4.0	27.2	78.2
2018E	2,424.1	272.5	202.1	5,627	11.3	26,390	6.5	1.4	3.1	23.6	65.8
2019E	2,976.9	342.4	256.7	7,148	27.0	32,901	5.1	1.1	2.1	24.1	55.1

에스에프에이 - 분기실적 추정

에스에프에이 실적 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018EE
매출액	205.3	279.4	320.2	514.9	461.5	574.8	480.9	482.4	565.6	733.6	599.5	525.4	1,319.8	1,999.6	2,424.1
SFA(모회사)	108.1	170.6	195.2	376.1	308.0	431.5	324.8	311.2	400.5	577.7	429.3	340.2	849.9	1,375.5	1,747.6
공정장비	12.1	20.9	27.6	41.4	36.0	48.1	48.3	43.5	36.0	50.5	56.0	45.6	102.0	175.8	188.1
물류장비	96.0	149.6	167.6	334.7	272.0	383.4	276.5	267.8	364.5	527.2	373.3	294.5	747.9	1,199.7	1,559.5
SFA 반도체 (자회사)	88.1	98.8	114.2	128.1	115.8	109.0	125.7	141.0	127.4	119.9	138.2	155.1	429.2	491.5	540.6
기타	9.1	10.1	10.8	10.7	37.7	34.3	30.4	30.2	37.7	36.0	31.9	30.2	40.7	132.6	135.8
영업이익	4.8	19.6	29.6	66.9	44.4	72.4	54.1	52.8	60.3	85.0	72.9	54.3	120.9	223.7	272.5
영업이익률	2.3%	7.0%	9.2%	13.0%	9.6%	12.6%	11.3%	10.9%	10.7%	11.6%	12.2%	10.3%	9.2%	11.2%	11.2%
SFA (모회사)	9.8	20.6	20.5	53.7	35.7	65.3	43.8	42.9	52.1	75.8	62.3	44.3	104.7	187.8	234.5
SFA반도체 (자회사)	-4.7	3.4	6.1	10.0	7.5	5.1	8.2	8.3	7.0	7.2	8.4	8.5	14.8	29.1	31.2
순이익	11.5	17.4	25.4	24.4	48.8	53.5	40.2	39.0	46.4	60.8	54.5	40.4	78.2	181.6	202.1
신규수주 (SFA)	350.6	134.7	558.0	356.9	651.0	221.5	386.0	657.5	200.9	238.8	420.1	624.1	1,365.7	1,450.0	1,484.0
수주잔고 (SFA)	418.7	397.8	742.2	723.0	600.0	390.0	451.2	797.5	597.9	259.1	249.9	533.9	723.0	797.5	533.9

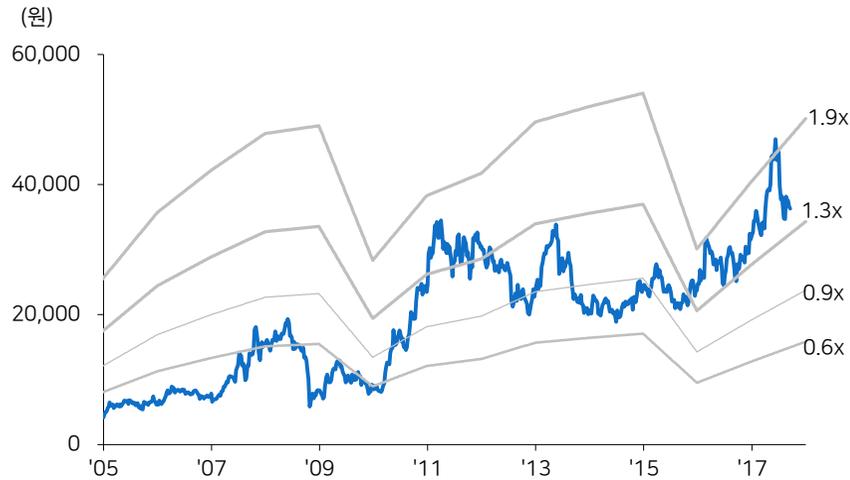
참고: 2016년 부터 SFA반도체 연결 편입

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

에스에프에이 - Trading Buy, 적정주가 44,000원

- 동사의 적정주가 44,000원은 당사 추정 17년/18년 평균 BVPS 1.86배에 기반
- 자동화/물류 등 후공정장비 전문업체에서 OLED 증착기의 전공정장비로의 체질변화
- 삼성디스플레이의 트랙레코드를 바탕으로 내년 중국 라인 수주 규모가 주가 향방을 좌우할 전망
- 2H17 삼성디스플레이의 A5 OLED Fab 건립 공식화는 주가의 Key catalyst

에스에프에이 - PBR 밴드 차트 (12개월 Rolling forward)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

에스에프에이 - PBR 변화 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

에스에프에이 (056190)

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	526	1,320	2,000	2,424	2,977
매출액증가율(%)	26.7	150.9	51.5	21.2	22.8
매출원가	418	1,126	1,691	2,057	2,519
매출총이익	108	194	309	367	458
판매비와관리비	50	73	80	94	116
영업이익	58	121	224	272	342
영업이익률(%)	11.0	9.2	11.2	11.2	11.5
금융손익	-14	-20	-6	-4	-2
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-14	-20	11	-4	-2
세전계속사업이익	51	105	240	268	340
법인세비용	20	26	57	64	82
당기순이익	31	80	183	204	258
지배주주지분 순이익	31	78	182	202	257
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	520	824	1,093	1,312	1,584
현금및현금성자산	247	276	363	522	727
매출채권	113	149	240	261	285
재고자산	29	40	37	41	44
비유동자산	669	682	633	595	563
유형자산	495	498	458	423	395
무형자산	114	124	119	113	104
투자자산	2	8	8	8	8
자산총계	1,189	1,505	1,726	1,907	2,147
유동부채	259	457	466	464	469
매입채무	68	165	155	168	184
단기차입금	2	0	0	0	0
유동성장기부채	89	77	72	79	86
비유동부채	302	272	292	293	294
사채	25	21	22	22	22
장기차입금	209	186	196	196	196
부채총계	562	730	757	757	763
자본금	9	9	18	18	18
자본잉여금	27	28	35	35	35
기타포괄이익누계액	0	1	-3	-3	-3
이익잉여금	482	553	715	897	1,131
비지배주주지분	131	207	203	203	203
자본총계	628	776	969	1,150	1,384

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	19	164	106	208	257
당기순이익(손실)	31	80	183	204	258
유형자산감가상각비	11	74	70	65	60
무형자산상각비	0	0	7	8	11
운전자본의 증감	-41	-35	-110	-43	-49
투자활동 현금흐름	-101	-77	-5	-33	-35
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-29	-30	-30	-32
투자자산의 감소(증가)	-55	-15	24	0	0
재무활동 현금흐름	-14	-58	-11	-16	-17
차입금증감	-3	-49	8	6	7
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-95	29	87	159	204
기초현금	342	247	276	363	522
기말현금	247	276	363	522	727
Key Financial Data					
(원,%배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	29,300	73,506	55,685	67,506	82,902
EPS(지배주주)	859	2,179	5,057	5,627	7,148
CFPS	-5,314	1,635	2,423	4,420	5,693
EBITDAPS	3,845	10,828	8,366	9,633	11,503
BPS	13,823	15,838	21,329	26,390	32,901
DPS	402	1,120	1,264	1,407	1,787
배당수익률(%)	1.1	3.1	3.5	3.9	4.9
Valuation(Multiple)					
PER	42.0	16.6	7.1	6.4	5.1
PCR	N/A	N/A	14.9	8.2	6.3
PSR	1.2	0.5	0.6	0.5	0.4
PBR	2.6	2.3	1.7	1.4	1.1
EBITDA	69	194	300	346	413
EV/EBITDA	12.7	5.0	4.0	3.1	2.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.2	13.8	27.2	23.6	24.1
EBITDA이익률	49.5	59.4	73.4	62.5	67.6
부채비율	89.4	94.1	78.2	65.8	55.1
금융비용부담률	-1.2	0.4	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	189.3	11.0	21.7	25.7	31.1
매출채권회전율(x)	6.1	10.1	10.3	9.7	10.9
재고자산회전율(x)	24.0	32.6	44.0	52.9	59.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 9월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의
 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.
 당사는 2017년 9월 8일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사의 조사분석 담당자는 2017년 9월 8일 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)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투
 자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할
 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를
 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는분은 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)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0%

2017년 6월 30일 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)		
2015.10.02	기업브리프	Buy	1,600,000	박유악	-29.4	-32.2		
2015.10.07	기업브리프	Buy	1,600,000	박유악	-28.7	-32.2		
2015.10.12	산업분석	Buy	1,600,000	박유악	-28.0	-32.2		
2015.10.15	산업브리프	Buy	1,600,000	박유악	-25.7	-32.2		
2015.10.30	기업브리프	Buy	1,600,000	박유악	-23.9	-32.2		
2015.11.12	산업브리프	Buy	1,600,000	박유악	-23.6	-32.2		
2015.11.17	산업브리프	Buy	1,600,000	박유악	-23.5	-32.2		
2015.11.19	산업브리프	Buy	1,600,000	박유악	-23.2	-32.2		
2015.11.26	산업브리프	Buy	1,600,000	박유악	-22.9	-32.2		
2015.12.01	산업브리프	Buy	1,600,000	박유악	-22.7	-32.2		
2015.12.04	산업브리프	Buy	1,600,000	박유악	-22.2	-32.2		
2016.01.04	산업브리프	Buy	1,600,000	박유악	-22.2	-32.2		
2016.01.05	기업브리프	Buy	1,600,000	박유악	-22.4	-32.2		
2016.01.11	기업브리프	Buy	1,600,000	박유악	-22.7	-32.2		
2016.01.15	산업브리프	Buy	1,600,000	박유악	-22.7	-32.2		
2016.01.18	산업분석	Buy	1,600,000	박유악	-23.2	-32.2		
2016.01.29	기업브리프	Buy	1,500,000	박유악	-23.3	-23.3		
2016.02.01	산업브리프	Buy	1,500,000	박유악	-21.7	-24.7		
2016.03.10	산업브리프	Buy	1,500,000	박유악	-20.4	-24.7		
2016.03.22	산업분석	Buy	1,500,000	박유악	-19.3	-24.7		
2016.03.31	기업브리프	Buy	1,500,000	박유악	-19.1	-24.7		
2016.04.01	산업브리프	Buy	1,500,000	박유악	-18.6	-24.7		
2016.04.08	기업브리프	Buy	1,500,000	박유악	-17.8	-24.7		
2016.04.26	산업브리프	Buy	1,500,000	박유악	-17.6	-24.7		
2016.04.29	기업브리프	Buy	1,500,000	박유악	-17.6	-24.7		
2016.05.02	산업브리프	Buy	1,500,000	박유악	-17.2	-24.7		
2016.05.23	산업분석	Buy	1,500,000	박유악	-16.9	-24.7		
2016.06.01	산업브리프	Buy	1,500,000	박유악	-8.6	-24.7		
담당자 변경								
2016.09.19	산업분석	Buy	2,070,000	김선우	-23.3	-24.7		
2016.10.06	기업브리프	Buy	2,070,000	김선우	-22.5	-24.7		
2016.10.10	산업분석	Buy	2,070,000	김선우	-22.7	-25.8		
2016.10.13	기업브리프	Buy	2,070,000	김선우	-22.9	-25.8		
2016.10.28	기업브리프	Buy	2,070,000	김선우	-22.5	-25.8		
2016.11.15	기업브리프	Buy	2,070,000	김선우	-22.5	-25.8		
2016.11.25	산업분석	Buy	2,070,000	김선우	-22.4	-25.8		
2016.11.29	기업브리프	Buy	2,070,000	김선우	-19.4	-25.8		
2017.01.09	산업분석	Buy	2,330,000	김선우	-19.4	-21.3		
2017.01.25	기업브리프	Buy	2,330,000	김선우	-16.5	-21.3		
2017.03.20	기업브리프	Buy	2,720,000	김선우	-23.1	-24.3		
2017.03.30	기업브리프	Buy	2,720,000	김선우	-23.4	-26.0		
2017.04.24	산업브리프	Buy	2,720,000	김선우	-23.1	-26.0		
2017.04.28	기업브리프	Buy	2,830,000	김선우	-19.6	-21.2		
2017.06.07	산업분석	Buy	2,830,000	김선우	-16.7	-21.2		
2017.07.28	기업브리프	Buy	3,040,000	김선우	-22.6	-26.6		
2017.08.24	기업브리프	Buy	3,040,000	김선우	-22.9	-26.6		
2017.09.08	산업분석	Buy	3,040,000	김선우	-	-		

SK하이닉스 (000660) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이	
					평균	최고(최저)		
2015.09.24	기업브리프	Buy	55,000	박유악	-36.2	-39.0		
2015.10.12	산업분석	Buy	55,000	박유악	-35.9	-39.0		
2015.10.15	산업브리프	Buy	55,000	박유악	-36.0	-41.9		
2015.10.23	기업브리프	Buy	49,000	박유악	-35.2	-37.3		
2015.11.12	산업브리프	Buy	49,000	박유악	-35.5	-37.8		
2015.11.17	산업브리프	Buy	49,000	박유악	-35.8	-37.8		
2015.11.19	산업브리프	Buy	49,000	박유악	-36.0	-38.4		
2015.11.26	산업브리프	Buy	49,000	박유악	-35.8	-38.4		
2015.12.01	산업브리프	Buy	49,000	박유악	-35.8	-38.4		
2015.12.04	산업브리프	Buy	49,000	박유악	-36.4	-40.8		
2016.01.04	산업브리프	Buy	49,000	박유악	-36.7	-41.5		
2016.01.12	기업브리프	Buy	42,000	박유악	-33.5	-33.8		
2016.01.15	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-34.2	-36.2		
2016.01.18	산업분석	Buy	42,000	박유악	-34.6	-36.7		
2016.01.27	기업브리프	Buy	42,000	박유악	-34.6	-36.7		
2016.02.01	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-31.3	-36.7		
2016.03.10	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-30.9	-36.7		
2016.03.22	산업분석	Buy	42,000	박유악	-30.8	-36.7		
2016.04.01	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-31.2	-36.7		
2016.04.11	기업브리프	Buy	42,000	박유악	-31.7	-36.7		
2016.04.26	기업브리프	Buy	42,000	박유악	-31.7	-36.7		
2016.04.26	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-31.7	-36.7		
2016.05.02	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-32.5	-38.7		
2016.05.23	산업분석	Buy	42,000	박유악	-32.6	-38.7		
2016.06.01	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-27.7	-38.7		
				담당자 변경				
2016.09.19	산업분석	Buy	49,000	김선우	-16.8	-20.1		
2016.10.26	기업브리프	Buy	49,000	김선우	-16.2	-20.1		
2016.11.25	산업분석	Buy	51,000	김선우	-8.1	-16.9		
2017.01.31	기업브리프	Buy	74,000	김선우	-32.5	-37.8		
2017.04.24	산업브리프	Buy	74,000	김선우	-32.4	-37.8		
2017.04.26	기업브리프	Buy	74,000	김선우	-30.1	-37.8		
2017.06.07	산업분석	Buy	75,000	김선우	-12.0	-24.7		
2017.07.26	기업브리프	Buy	85,000	김선우	-21.4	-27.8		
2017.09.08	산업분석	Buy	89,000	김선우	-	-		

LG디스플레이 (034220) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이	
					평균	최고(최저)		
2015.09.08	산업브리프	Hold	32,000	박유악	-23.4	-28.6		
2015.09.14	기업브리프	Hold	32,000	박유악	-25.6	-29.8		
2015.10.08	기업브리프	Hold	26,000	박유악	-11.6	-12.5		
2015.10.15	산업브리프	Hold	26,000	박유악	-10.1	-12.5		
2015.10.23	기업브리프	Hold	26,000	박유악	-13.0	-18.1		
2015.11.06	산업브리프	Hold	26,000	박유악	-14.4	-20.8		
2015.11.19	산업브리프	Hold	26,000	박유악	-14.5	-20.8		
2015.11.23	산업브리프	Hold	26,000	박유악	-10.2	-20.8		
2016.01.18	산업분석	Hold	26,000	박유악	-10.4	-20.8		
2016.01.21	산업브리프	Hold	26,000	박유악	-10.8	-20.8		
2016.01.28	기업브리프	Hold	26,000	박유악	-10.9	-20.8		
2016.02.01	산업브리프	Hold	26,000	박유악	-11.2	-20.8		
2016.02.11	산업브리프	Hold	26,000	박유악	-8.5	-20.8		
2016.04.28	기업브리프	Hold	26,000	박유악	-8.2	-20.8		
2016.05.23	산업분석	Hold	26,000	박유악	-2.5	-20.8		
					담당자 변경			
2016.09.19	산업분석	Buy	38,000	김선우	-23.6	-26.3		
2016.10.27	기업브리프	Buy	38,000	김선우	-25.3	-31.1		
2016.11.25	산업분석	Buy	38,000	김선우	-22.4	-31.1		
2017.01.25	기업브리프	Buy	41,000	김선우	-28.6	-33.4		
2017.04.27	기업브리프	Buy	43,000	김선우	-29.8	-33.0		
2017.06.07	산업분석	Buy	43,000	김선우	-21.0	-33.0		
2017.07.26	기업브리프	Buy	41,000	김선우	-24.8	-28.4		
2017.09.08	산업분석	Buy	41,000	김선우	-	-		

AP시스템 (265520) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.06.07	산업분석	Buy	75,000	김선우	-37.1	-45.2	
2017.09.08	산업분석	Buy	56,500	김선우	-	-	

삼성SDI (006400) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.09.09	산업브리프	Buy	135,000	지목현	-37.4	-43.1	
2015.09.18	산업브리프	Buy	135,000	지목현	-35.8	-43.1	
2015.09.24	기업브리프	Buy	135,000	지목현	-30.1	-43.1	
2015.09.24	산업분석	Buy	135,000	지목현	-30.1	-43.1	
2015.10.20	산업분석	Buy	135,000	지목현	-27.5	-43.1	
2015.11.02	기업브리프	Buy	160,000	지목현	-30.6	-31.3	
2015.11.09	산업분석	Buy	160,000	지목현	-25.8	-33.4	
2015.12.23	산업분석	Buy	160,000	지목현	-33.1	-45.4	
2016.11.02		1년 경과			-41.5	-43.6	
				담당자 변경			
2016.11.25	산업분석	Trading Buy	107,000	김선우	-2.4	-16.1	
2017.01.25	기업브리프	Trading Buy	123,000	김선우	10.9	-8.5	
2017.06.07	산업분석	Trading Buy	188,000	김선우	-7.1	-21.5	
2017.09.08	산업분석	Trading Buy	203,000	김선우	-	-	

에스에프에이 (056190) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.25	산업분석	Trading Buy	35,000	김선우	-6.9	-17.1	
2017.02.17	기업브리프	Trading Buy	39,500	김선우	-3.9	-20.0	
2017.06.07	산업분석	Trading Buy	49,500	김선우	-20.0	-29.9	
2017.09.08	산업분석	Trading Buy	44,000	김선우	-	-	