

2018년 산업 전망

반도체/디스플레이

관성적 의구심을 넘어

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
삼성전자(005930)	Buy	3,400,000원
SK하이닉스(000660)	Buy	103,000원
SK머티리얼즈(036490)	Buy	240,000원
삼성SDI(006400)	Trading Buy	245,000원

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
LG디스플레이(034220)	Buy	36,000원
AP시스템(265520)	Buy	49,000원
에스에프에이(056190)	Trading Buy	49,000원
솔브레인(036830)	Trading Buy	78,000원

2018년 산업 전망

반도체/디스플레이

Overweight

관성적 의구심을 넘어



반도체/디스플레이 Analyst 김선우

02. 6098-6688

sunwoo.kim@meritz.co.kr

Contents

Part I	반.디.블_ 전방시장 장기 성장 스토리는 지속 유효	7
Part II	거듭되는 메모리 고점논란_ Cyclical의 특수성과 예측의 한계	15
Part III	반도체_ 우리가 걱정하는 이유, 우리가 확신하는 이유	19
Part IV	디스플레이_ 공평하지 않은 전투의 재개	35
기업분석	삼성전자(005930) 막연한 우려 속 감춰진 명확한 가치	48
	SK하이닉스(000660) 과하게 반영된 우려	53
	SK머티리얼즈(036490) 중장기 구조적 성장이 가능	58
	삼성SDI(006400) 고질적 감인 요인의 점진적 제거	61
	LG디스플레이(034220) 단순한 뺄셈과 복잡한 덧셈	65
	AP시스템(265520) 후공정 폭풍에서 서서히 벗어나는 중	69
	에스에프에이(056190) SDC 증설 재개와 연말 배당 모멘텀	72
	솔브레인(036830) 본업의 견조한 성장에 남겨진 일부 아쉬움	75

Summary

I 전방 산업 장기 전망 - 스마트폰 성장 정체 이후 '혁신'적 제품 등장을 위한 교두보 완성 중. 아이폰X 이후 다음 차례는 폴더블 스마트폰

- 스마트폰 성장 둔화에 대비한, 애플의 OLED 채용은 2017-18년 전방시장의 단기 재성장을 견인. 올해 스마트폰 시장은 High-end 위주로 재성장
- 중기적으로 OLED 도입은 기기의 변위차를 유도할 전망. 이는 PC의 정보'생성' 기능이, 스마트폰의 정보'획득'기능에 더해지기 때문
- 폴더블 디스플레이의 등장은 스마트폰을 PC로 격상시키며, IT소비 한도 내에서의 극대화를 유도. 2020년까지의 전방 산업 성장 예상
- 아이폰X의 등장 역시 같은 맥락에서 해석 가능. 카메라/생체인식/사물인식을 차별화하며 소비자 버짓 개념에서 스마트폰+DSLR+교체수요 흡수

II 2018년 전망 - 관성적 업황 고점 우려는 반복적으로 제기되어 옴. 하지만 현 DRAM 업황은 안정적 이익 증가가 가능

- **시클리컬 산업의 극심한 이익 변화. 여전히 유효한가?** 반도체 수요 예측에 기반한 공급 증가는 언제나 1) 수요 예측 불확실성과 2) 공급 시차로 인해 후행적인 격차를 유발. 업황 변동폭을 극대화하는건 선두업체의 전략적 초격차 전략. 이에 따라 투자자들은 관성적 고점 논란에 익숙함
- **DRAM, 우리가 확신하는 이유** - 절대적 선두 업체 삼성전자의 공격적 공급 증가가 과거 하향 변곡점을 형성. 하지만 다음의 이유로 삼성전자의 공급 증가는 완만하며 조심스러울 수 밖에 없다는 판단. 1) 구조적으로 투자 효율이 둔화, 2) SK하이닉스와 마이크론의 보수적 경영정책, 3) DRAM 수요 증가율의 예측 적중도 측면에서 과거 '출하량' 전망의 시대에서 이제 서버 중심의 '탑재량'으로 변모, 4) 경쟁사와의 크지 않은 미세 공정 격차 감안 시 과잉 증설의 후폭풍도 가능. 합리적 수준의 DRAM 스트레스 테스트를 실시해보면, 삼성전자/SK하이닉스의 밸류에이션 매력 더욱 부각됨
- **NAND** - 최근 제기된 우려는 실은 당연한 논리. 당사는 NAND의 판가는 향후 원가하락 속도와 유사한 범위 내에서 하향될 것으로 전망함. 이는 NAND 특유의 수요의 가격탄력성 때문. 아울러 삼성전자의 초격차 전략은 DRAM이 아닌 NAND에 적용되며 전략적 판가 하향이 가능하기 때문
- **LCD** - 중국업체의 Capa 증설이 현실화되기 직전. 판가 하락 속도는 둔화되나 공급 불확실성은 여전히 존재. TV의 대형화 역시 18년부터 둔화
- **OLED** - 두 가지 중요한 모멘텀은 1) 2H17 중 SDC의 새로운 Fab 건립 공식화와 2) 중국 투자의 본격화. OLED 투자의 중장기 성장성은 지속 유효

III 2018년 Top Picks - 삼성전자, SK하이닉스, SK머티리얼즈, 삼성SDI

메리츠 연간전망 시리즈 13

Part I

2018년 산업 전망

반도체/디스플레이

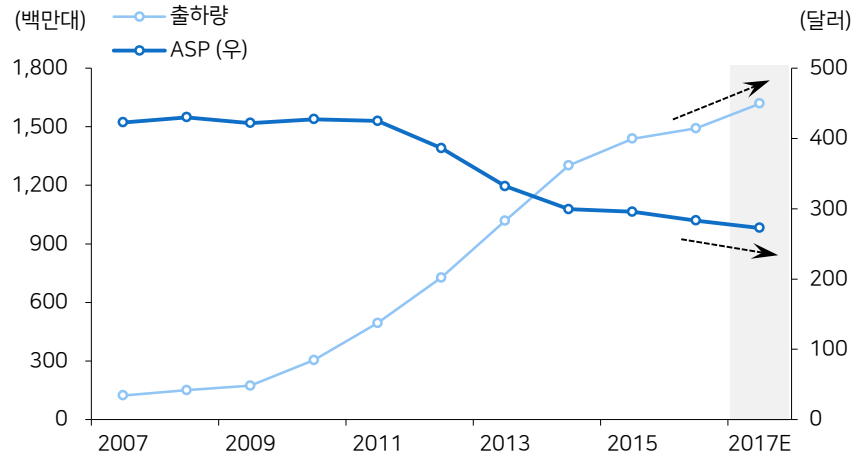
반.디.불_ 전방시장 장기 성장 스토리는 지속 유효

Tech 산업 - 전방시장의 위축은 신 시장 발굴을 의미

2018년 산업 전망 반도체/디스플레이
관성적 의구심을 넘어

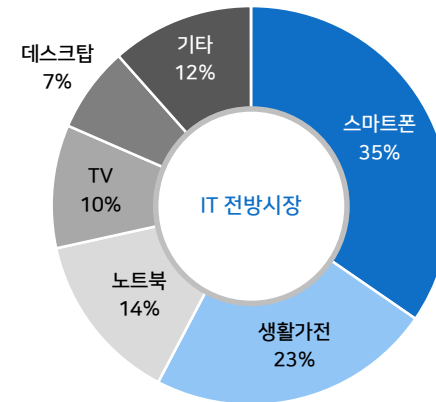
- 성숙기가 도래한 스마트폰시장은 2017-18년을 Peak 이후 역성장이 가능
- 제조사들의 고민은 이러한 평가 하락을 어찌 최소화하는냐, 그리고 어떻게 개선을 시킬 것인가
- 향후 스마트폰 전방시장의 약화는 1) 신 시장 발굴 또는 2) 타 시장 침투를 통해 해결 가능
- 당사가 예상하는 1) '신 시장'은 스마트폰과 PC와의 결합. 2) '타 시장'은 자동차 시장으로의 침투

지속적인 평가 하락으로 스마트폰 시장은 17-18년 이후 역성장 가능



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

신 시장 발굴이 절실한 IT 전방시장

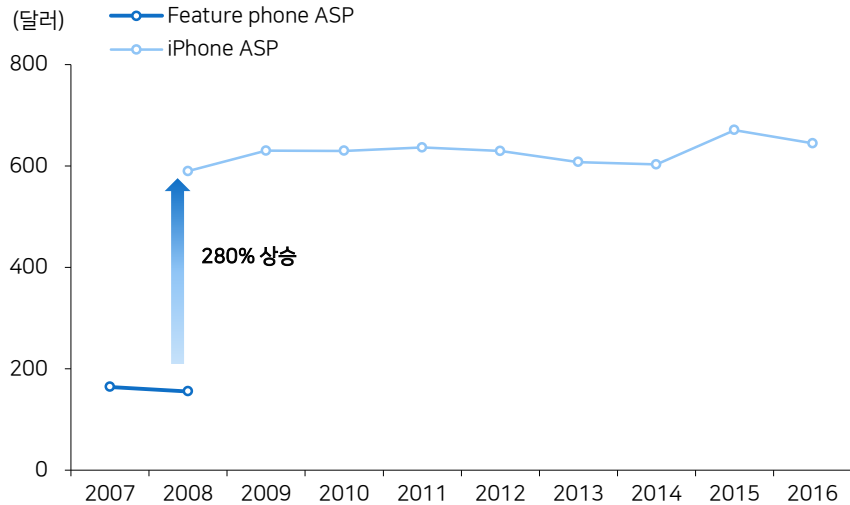


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

9년전 아이폰이 가져왔던 판가 혁신이 다시 한번 가능할까?

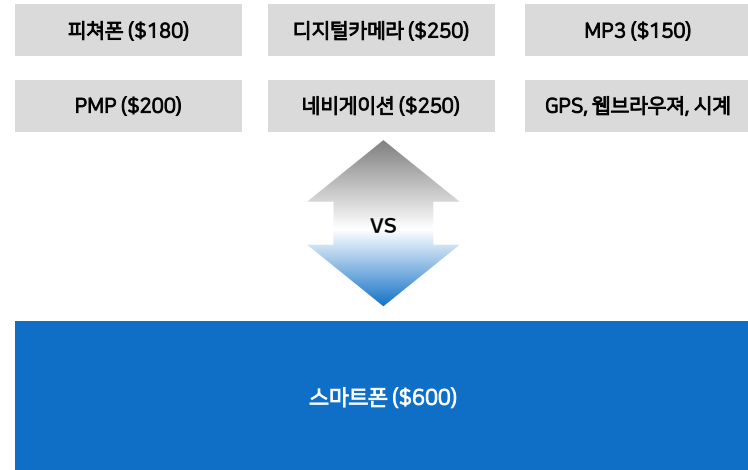
- 판가 혁신의 제 1 사례 = LCD TV (2000년대 초반)
- LCD TV는 CRT TV 대비 판가가 6배 이상 상승하며, 전방시장의 폭발적 확대 + 후방시장의 성장을 이끌
- 제2의 사례는 바로 07년의 아이폰. 핸드셋 판가는 아이폰이 등장하며 3.5배로 상승
- 소비자들이 가파른 가격 상승에도 불구하고 아이폰을 구매한 이유는, 버짓 개념에서 피쳐폰+카메라+MP3+네비게이션+PMP 등을 더한 것보다 아이폰 구매가 합리적이기 때문

피쳐폰 ASP vs 스마트폰 (아이폰) ASP



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

소비자의 총소비금액 (Budget) 개념에서 풀이되는 스마트폰 수용



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

아이폰X의 의미는 1) 플렉서블 교두보와 2) 평가 상승 전초전

2018년 산업 전망 반도체/디스플레이
관성적 의구심을 넘어

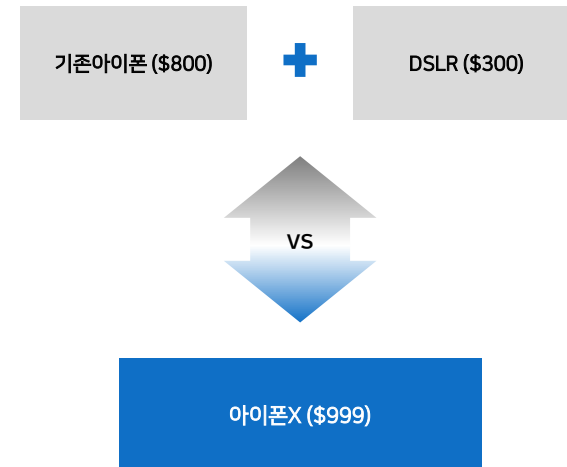
- 아이폰X는 2018년 Tech 산업 뿐 아니라 2020년 이후 모바일 산업의 전개 방향을 바꿀 제품
- 판매 가격의 상승은 단순히 제조비용 증가의 결과물이 아닌, 다양한 의미로 해석돼야 함
- 스마트폰이 '기능적 통합'과 '총소비금액의 축소'를 기반으로 소비자에게 수용됐음
- 아이폰X은 1) DSLR 등 하이엔드 기기와의 통합과 2) +3년 대기 수요의 일시적 흡수를 기대한 제품
- 결국 PC와의 통합으로 가는 길목에 놓인, 제조원가 전가의 시범작으로 해석 가능

아이폰X의 등장은 플렉서블 시대로 가기 위한 교두보



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

소비자의 총소비금액 (Budget) 개념에서 풀이되는 스마트폰 수용

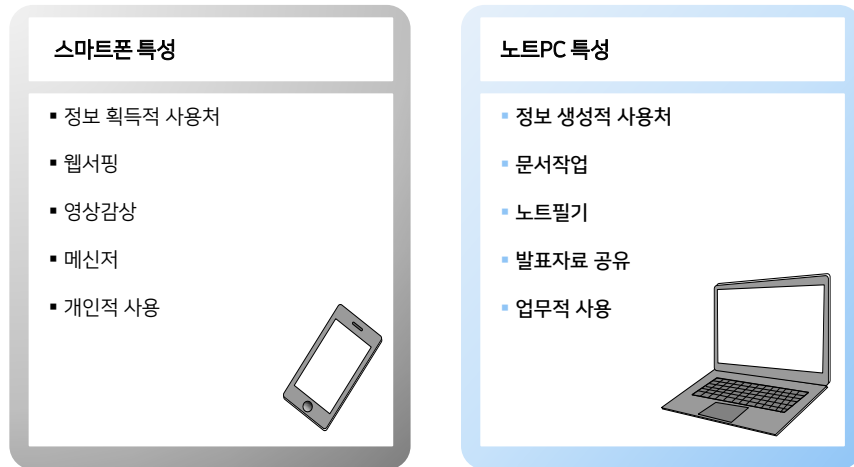


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

스마트폰 = 정보 획득적 기기, 그럼 PC는?

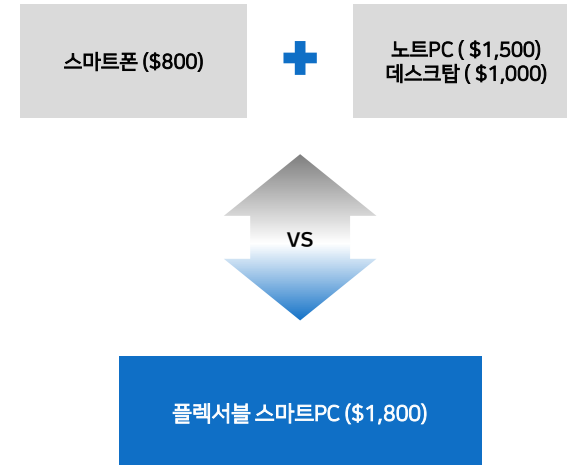
- 스마트폰이 추가적으로 흡수 가능한 기능은 바로 노트북
- 소비자 버짓 개념에서 업무용 사용자는 최소한 스마트폰 800달러 + 노트북 1,500달러 = 2,300달러
- 스마트폰: 정보 획득적 사용처 vs 노트북: 정보 생성적 사용처
- 만약, 정보 생성적 기능을 통합한 스마트폰이 1,500달러라면 소비자들은 구매할까?
- 성숙기에 다다른 스마트폰 시장의 진화 방향은 바로 노트북과의 통합

스마트폰 특성 vs 노트북 특성



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

IT 기기에 \$2,300 이상 사용하는 당신, 통합된 스마트PC가 \$1,800라면?

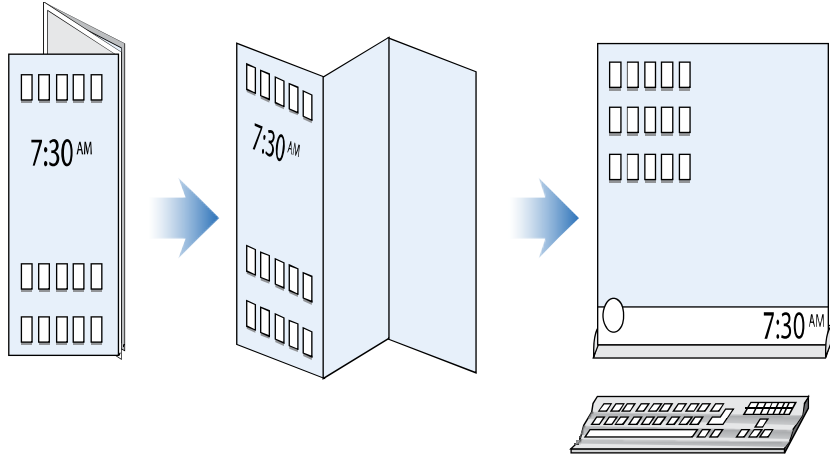


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

OLED 기반 혁신 기기 등장은 필연적

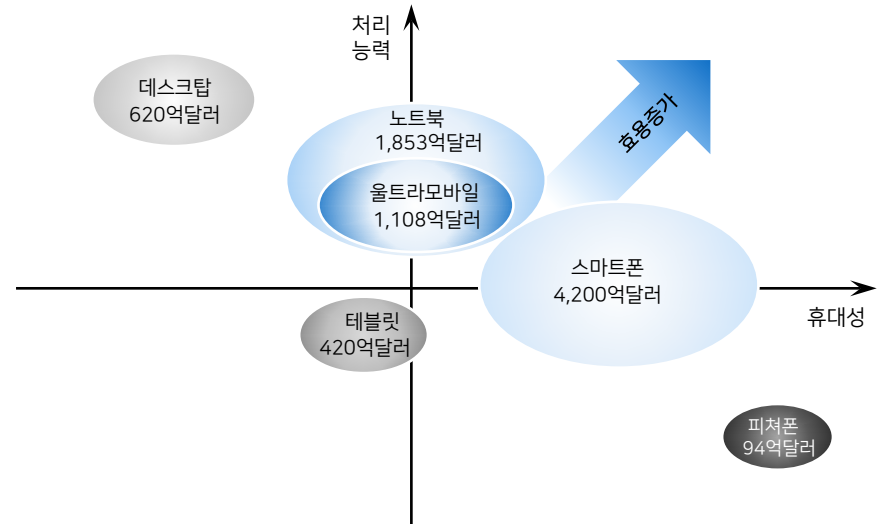
- 스마트폰 판가의 하락속도보다 제조비용 증가속도가 더 빠를 전망
- 1st Tier 스마트폰 업체의 대응 방식은 둘 중 하나로 귀결될 것
 - (1) High-end 수요 자극을 통한 판가 개선/유지에 따른 수익성 유지
 - (2) 스마트폰 폼팩터를 탈피하여 새로운 시장 개척
- 당사는 지속적으로 '스마트폰의 PC화'를 주장. 이를 통해 스마트폰은 정보 획득 기기에서 생성 기기로 업그레이드. 제조 업체 입장에서 판가 및 수익성 개선 가능.

휴대 시 스마트폰, 확장 시 노트북 사이즈 (메리츠증권증권 예상)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

성숙기의 스마트폰은 PC 시장을 흡수/통합/확대하며 성장할 전망

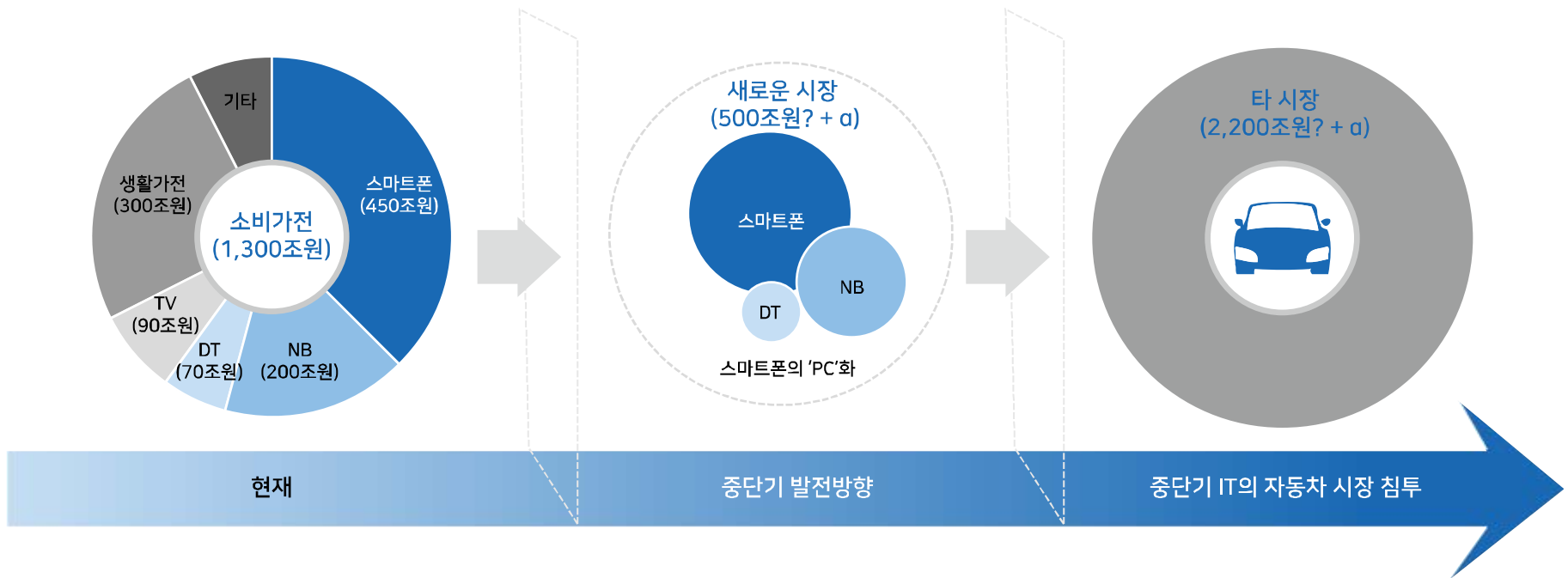


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

반.디.불_ 전방시장 장기 성장 스토리는 지속 유효

2018년 산업 전망 반도체/디스플레이
관성적 의구심을 넘어

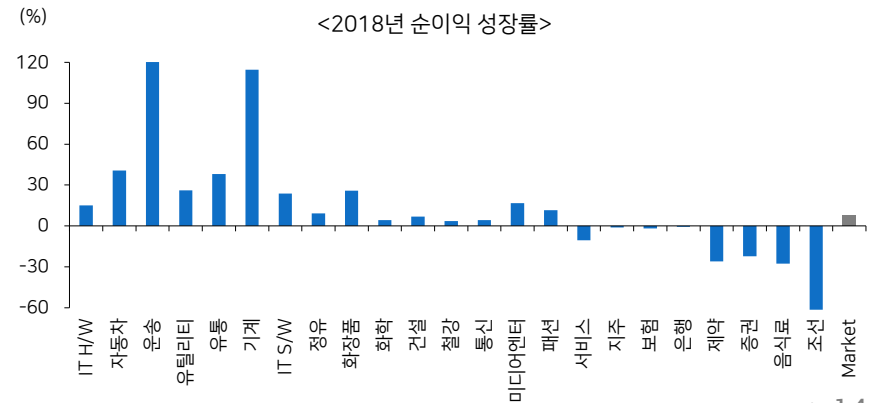
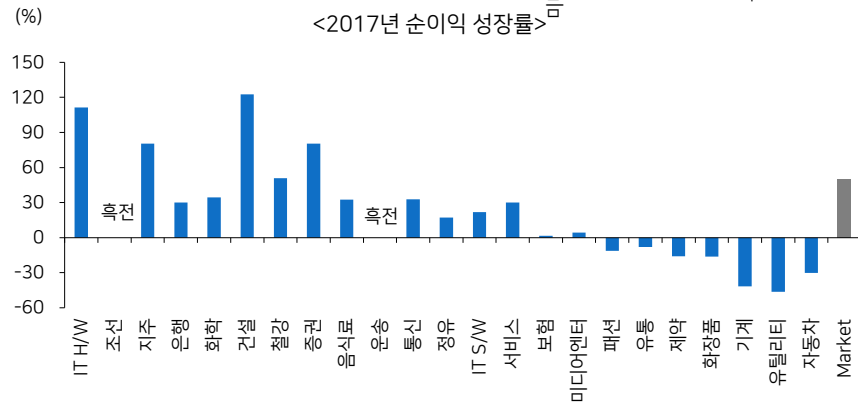
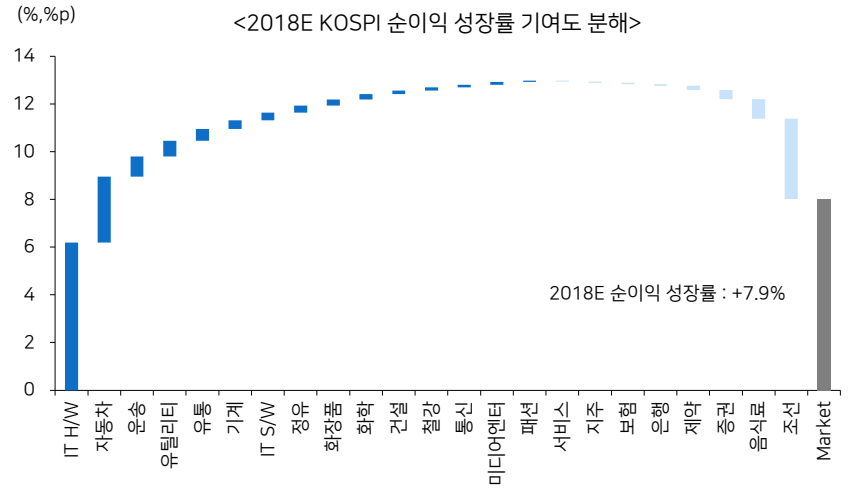
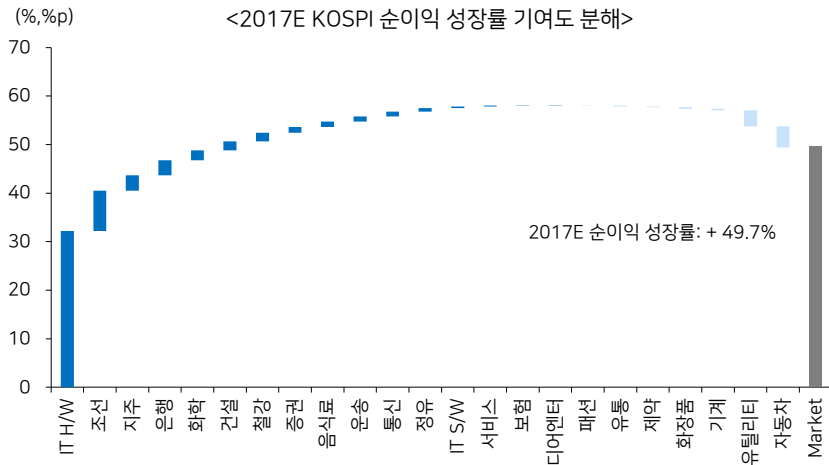
- IT 전방시장 규모는 크게 성장하기 어려운 상황. 이는 출하량 증가 (Q)가 제한적이기 때문.
- 스마트폰/TV/생활가전의 시장은 판가 상승에 기반해 더욱 성장 가능
- 2018년 최초 양산 폴더블 제품 출시 이후, 2019년부터의 '스마트폰의 PC화'가 본격화될 전망
- 장기적으로는 IT 업체들의 자동차 시장 침투 (Connected Car, 자율주행)가 자연스럽게 이어질 것



2018년 한국 시장 내 업종별 전망

2018년 산업 전망 반도체/디스플레이
관성적 의구심을 넘어

- 당사 2018년 한국 시장 순이익 성장률 추정치는 7.9%
- IT H/W로 분류되는 Tech 업종의 전년 대비 순이익 증가율 자체는 둔화세
- 하지만 여전히 시장 성장에 가장 큰 기여도를 보이는 만큼, 기대치 조절 이후 랠리를 재개할 전망



메리츠 연간전망 시리즈 13

Part II

2018년 산업 전망

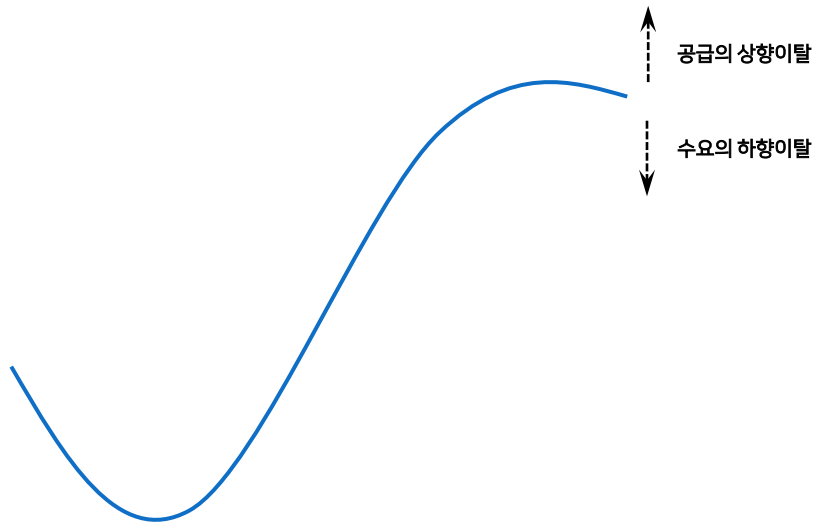
반도체

거듭되는 메모리 고점논란_
Cydical의 특수성과 예측의 한계

DRAM Down cycle은 언제 일어나는가?

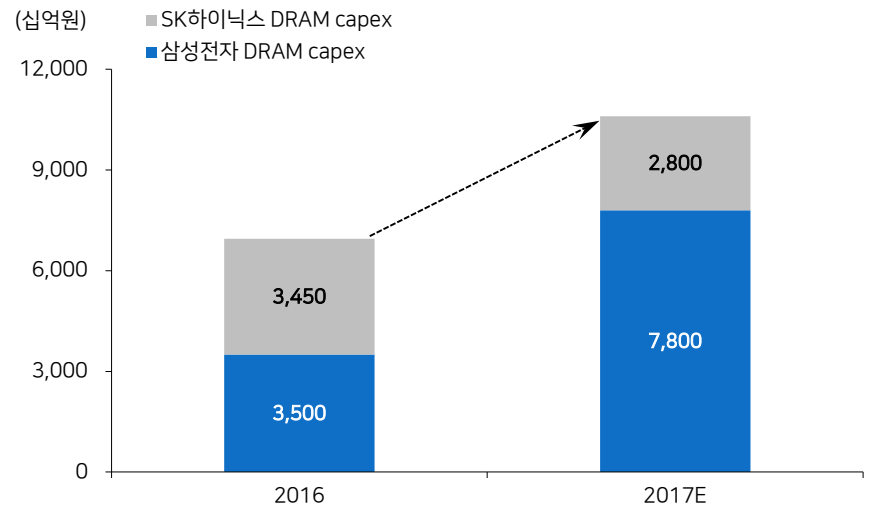
- DRAM capa 증설은 업체 입장에서 보면 양날의 검
- 매출액 증가 vs 판가하락 위험 감수
- 현 업황에서 DRAM의 Downcycle 발생 이유는 다음과 같으나 가능성은 매우 제한적
- 1) 공급의 상향 이탈: A) 후발주자의 점유율 욕심, B) 수익성 간극 축소에 기반한 선두업체의 위기의식
- 2) 수요의 하향 이탈: 일부 모바일 출하량 또는 채용량 성장 둔화. 서버 고객의 투자 급감

DRAM Peak out 조건은 공급/수요의 상향/하향 이탈



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

DRAM Down cycle 야기한 DRAM업체들의 capex 증가

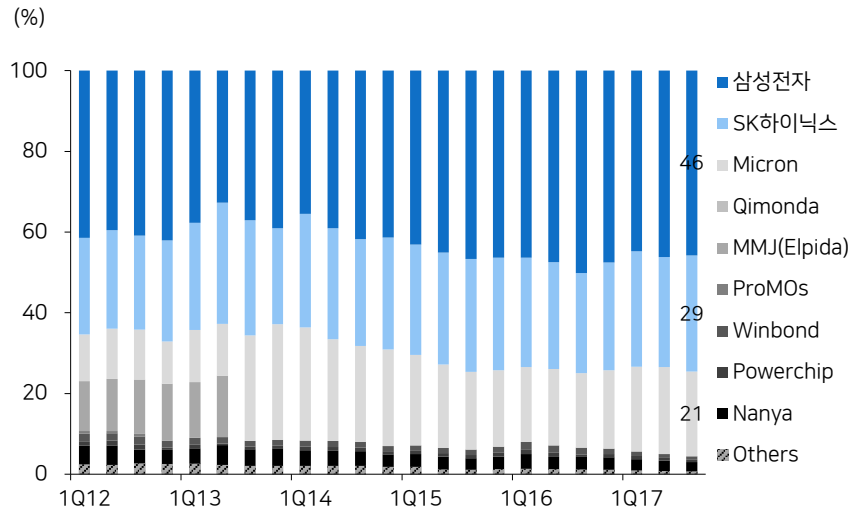


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

DRAM 사이클 발생의 원인

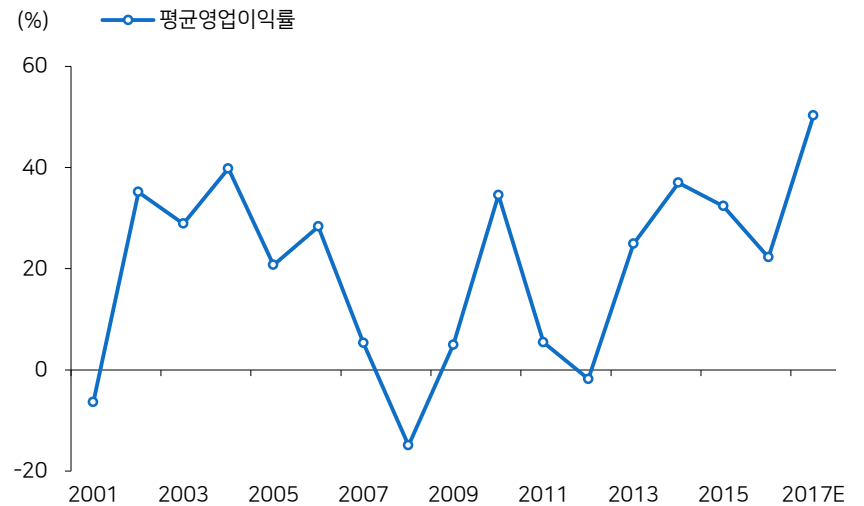
- 요동치는 DRAM 업황은 결국 출하량 성장을 피하는 욕심과 판가 하락 회피 사이의 마찰과정
- 수요의 예측 가능성은 높음, 그러나 공급은 별개의 특성을 지님
- 생산업체 수가 많았던 과거에는, '눈치' 없는 하나의 공급자만 있어도 모두 증설로 돌변해 옴
- 주력 생산업체가 3-4개로 줄어든 DRAM과 NAND 현 시장에서 공급증가 리스크는 크게 감소 중
- NAND의 경우 1) 공급 집중도가 아직 낮고, 2) 중국 업체들의 진입이 가시권에 존재함에 따라 DRAM과 달리 향후에도 큰 변동폭을 시현할 전망

DRAM 업체별 시장점유율 차트 (매출액 기준)



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

DRAM 선두업체들의 장기 영업이익률 - 피하지 못한 극심한 변동폭



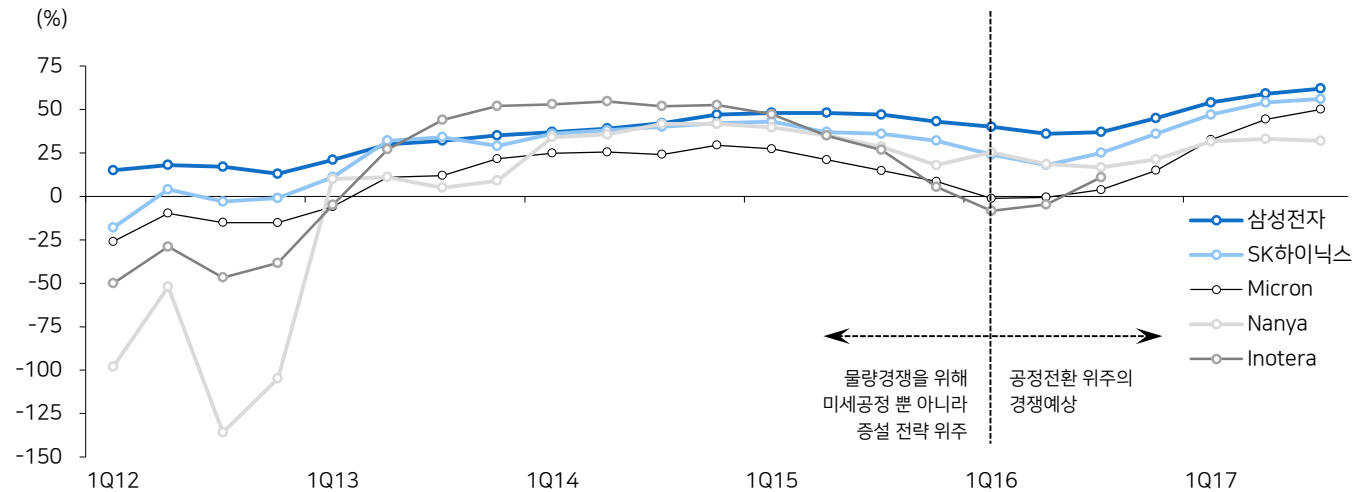
자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

DRAM 전쟁을 위한 두 가지 방법. 그 이후 불가피한 공급 과잉

2018년 산업 전망 반도체
관성적 의구심을 넘어

- DRAM 출하량 증가를 위해서는 1) Wafer capa 증가 또는 2) 미세공정화를 통한 생산량 증대
- 1) Wafer capa 증가: 물량 확대에 유리함. 다만 Chip 당 원가 절감에는 큰 의미 없음
- 2) 미세공정화: 물량확대와 원가절감을 동시에 꾀할 수 있음
- 과거 치킨게임을 통해 7-8개 업체가 Big 3로 변모되는 과정에서는 Wafer 증가가 효율적이었음

물량 싸움의 결과는 극심한 이익률 변동



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Part III

2018년 산업 전망

반도체

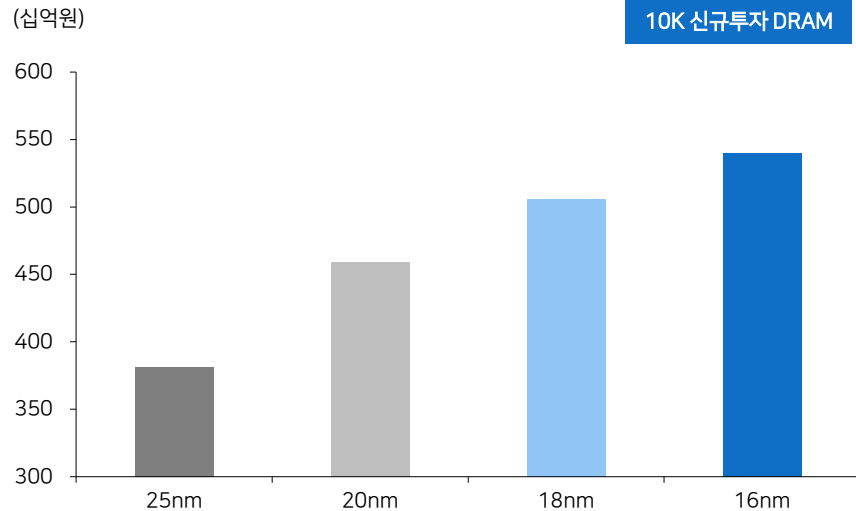
반도체_우리가 걱정하는 이유,
우리가 확신 있는 이유

과잉 투자 우려 불구, 투자효율성은 지속 하락

2018년 산업 전망 반도체
관성적 의구심을 넘어

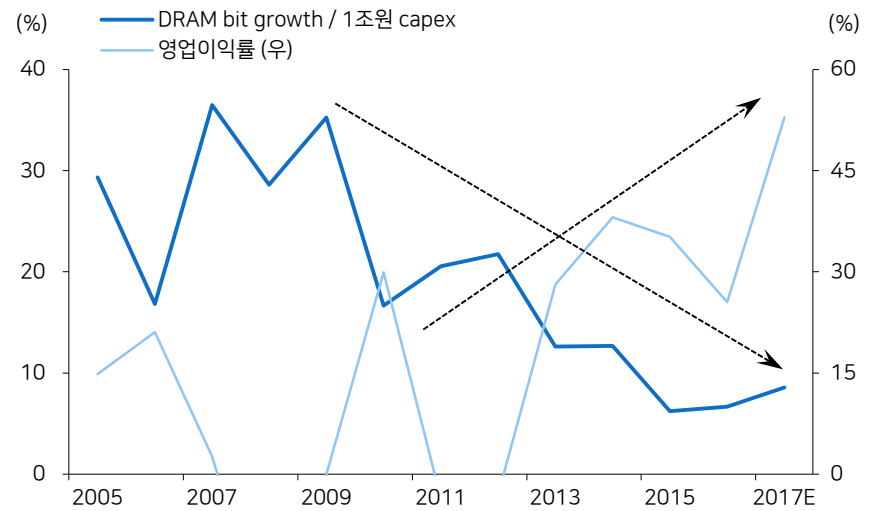
- DRAM의 Capex 당 생산성은 지속 떨어지는 중. 1znm부터 EUV가 적용되나 아직 투자 효율성은 검증되지 않음
- 1xnm 이후 공정전환을 위해서 단위 capex는 지속 증가하는 상황
- 미세공정 전환을 통한 원가절감+물량확대 위주의 경쟁으로 변모된 현 상황에서 예전과 같이 Wafer capa 증가를 통해 점유율 경쟁이 발생할 가능성은 극히 낮음

10k 당 신규 투자 금액은 1xnm 이후에도 지속 증가



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

DRAM Capex 당 생산량은 구조적으로 하락



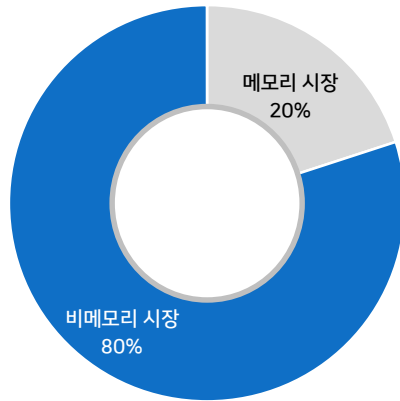
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

공급의 화살은 안전한 시장을 향할 것

2018년 산업 전망 **반도체**
관성적 의구심을 넘어

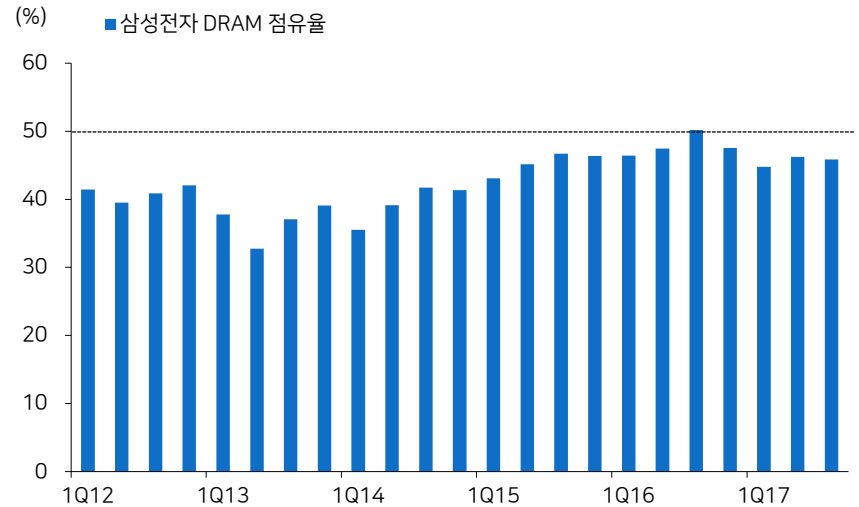
- 현재 과점화된 DRAM은 삼성전자 입장에서는 통제된 시장. 공급 변수가 발생되지 않는다면 기타 반도체 점유율 확대 전망이 유효
- 삼성전자 입장에서는 NAND (Toshiba 관련)와 Logic (장기 성장)의 전략적 투자가 이어질 전망
- 결국 ROIC 개념에서 수익성 확대를 위해서는 통제상황 구축이 필요
- 공급의 상향 이탈을 주도하는 삼성전자는 과거 점유율 확대를 통한 이익 극대화를 시도해 옴
- 하지만 현 시점에서는 과반 점유를 시도하는 방법만이 존재. 이는 반독점법 이슈와도 연관

반도체 시장 내 메모리 비중은 겨우 20%, 비메모리 확대가 합리적



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자의 DRAM 시장점유율이 과반을 넘을 가능성은 제한적



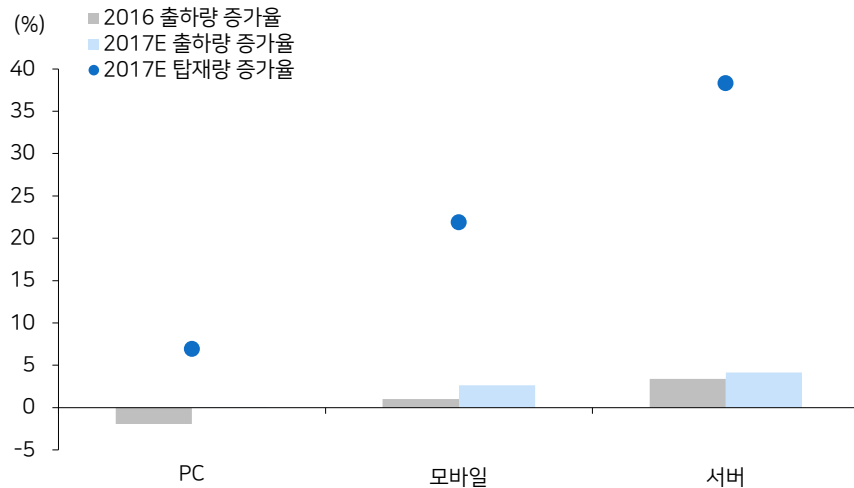
자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

수요는 공급의 거울 - 출하량 증가 시대에서 탑재량 증가의 시대로...

2018년 산업 전망 반도체
관성적 의구심을 넘어

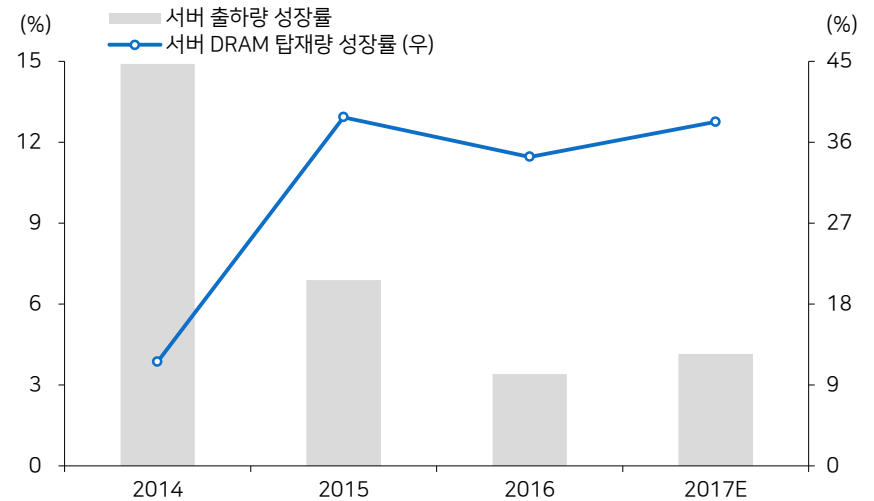
- 공급의 구성이 Wafer capa와 미세공정의 조합이라면, 수요의 구성은 출하량과 탑재량의 조화
- 공급업체들은 1~3년 이후의 수요 증가에 맞춰 공급을 대비함
- 과거 공급 증가는 탑재량보다는 출하량 성장율의 변동성 예측이 중요했음
- 이제 탑재량 증가의 시대. 탑재량의 변화폭은 과거 출하량 예측치에 비해 진폭이 큼

PC, 스마트폰, 서버 출하량 증가율 vs 기기당 탑재량 증가율



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2018년 서버 별 출하량 증가율 vs 탑재량 증가율



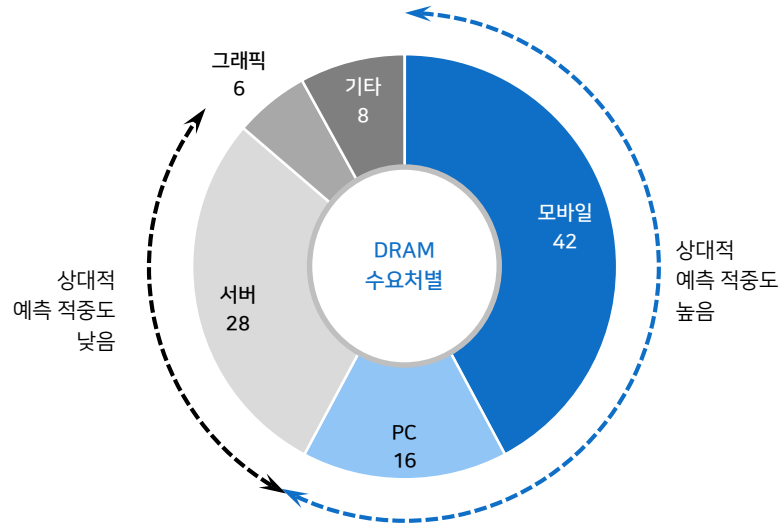
자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

선두 공급업체의 경각심 요구 - 틀리면 크게 틀리는 시대

2018년 산업 전망 반도체
관성적 의구심을 넘어

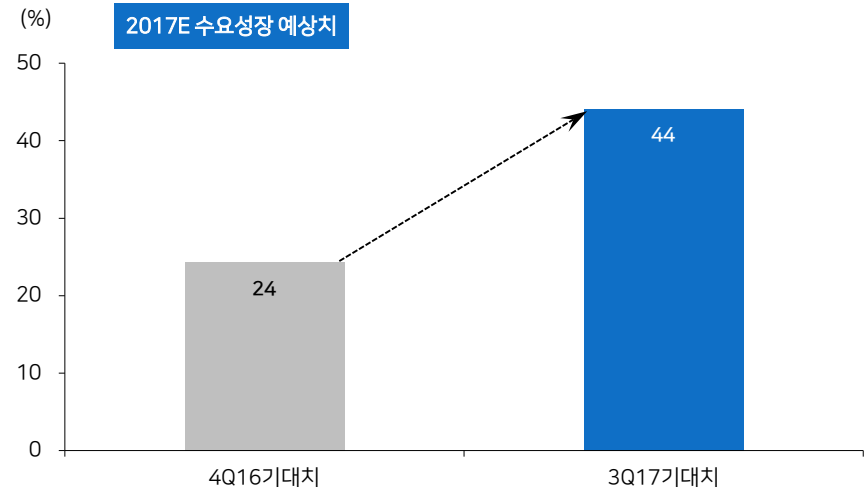
- 앞서 밝힌 바와 같이, 탑재량 증가율의 큰 변동폭을 감안 시 예측 실패에서 오는 결과값 변화도 큼
- 수요의 하향 이탈 예) 과거 출하량 증가율에서 2-3%p가 예상을 빗나갈 경우 vs 탑재율 증가율 10%p가 틀릴 경우
- 수요 과신으로 인한 공격적 투자는 극심한 공급 과잉을 유발할 가능성이 높음
- 대신 경쟁업체들의 도발이 생략될 경우 보수적 수요 전망으로 공정 전환에 매진하는 편이 더욱 합리적

DRAM 및 NAND 수요처 별 breakdown [2017E 기준]



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

서버 수요 예측은 불확실성 내포 - 수요성장 예상치 변동폭은 무려 20%p

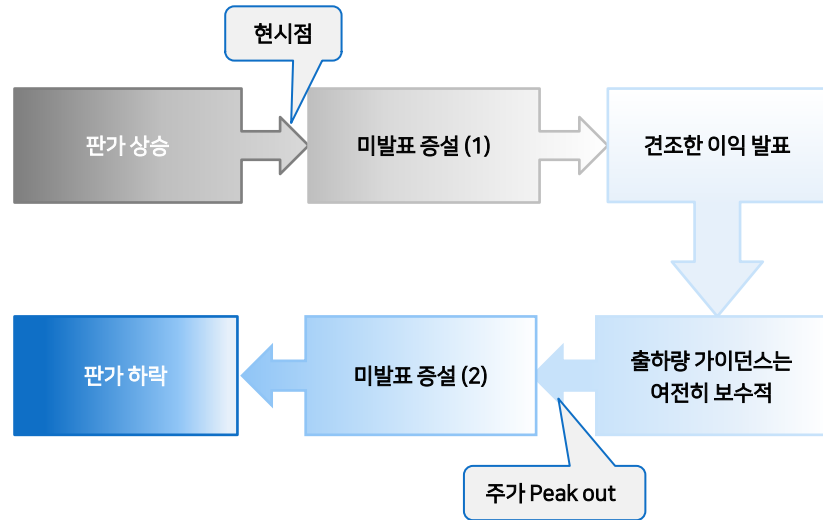


자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

DRAM peak-out은 언제 나올까?

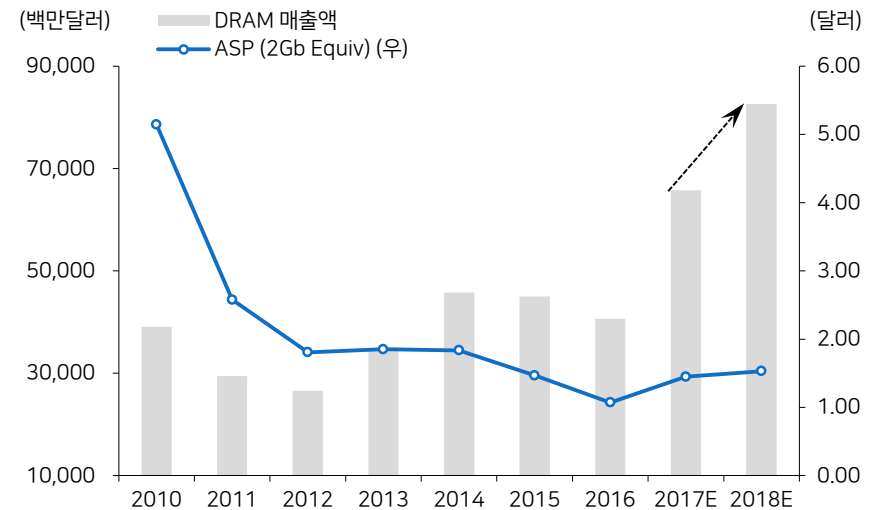
- DRAM 업체들의 증설 및 재고 방출에 의한 가격 하락 논리
- 1) 평가 안정화에 따른 미발표 증설 -> 실적 발표 및 연간 출하량 집계에서 발각
- 2) 점진적인 증설 보강, 하지만 업황을 해치면서까지 늘리지는 않음
- 3) 이때 만약 전방시장의 수요둔화가 예상된다면 재고 및 생산물량을 시장에 방출
- 현재 DRAM 업체들의 주가는 이미 업황 둔화세를 반영하고 있다고 판단되는 만큼, 추가 업황 개선에 기반해 주가는 재상승할 전망

DRAM 평가가 강세 유지될 때 최고의 선택



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2018년 DRAM 시장은 안정적 DRAM 평가 상승에 기반해 견조히 성장할 전망

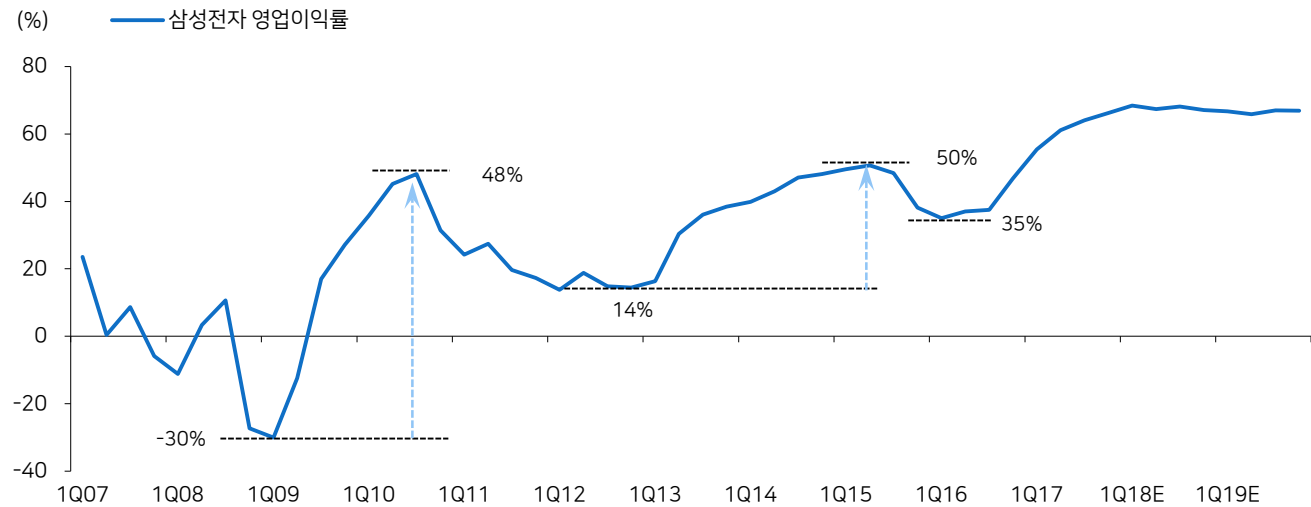


자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

향후 DRAM 업황은 계단식 우상향 기조로 전개될 전망

- 글로벌 금융 위기 이후 DRAM 업체들의 이익률 변동폭은 현저하게 줄어들음
- 이는 3개 업체로 재편된 2012년 이후 기조가 더욱 뚜렷해 짐
- 극심한 변동폭 대신 구간 우상향하는 이익률 추이는 향후에도 지속될 전망

DRAM 수익성의 변동성은 현저히 낮아짐



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Bear case로 살펴보는 DRAM 업황

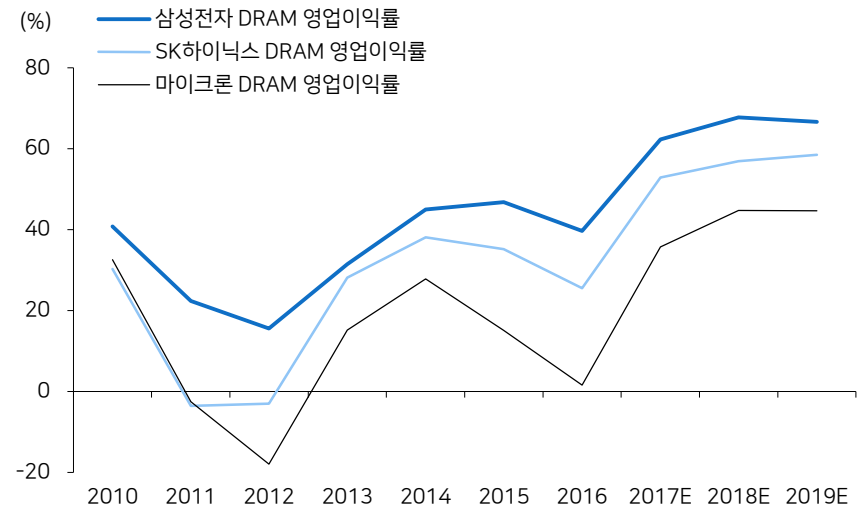
- 과거 15-16년 삼성전자는 모바일 수요 급성장에 기반해 공급증가를 준비
- 예상을 능가한 공급에 비해, 실제 발생 수요는 기대를 하회하며 업황 둔화를 가져 옴
- 업황 둔화 시 이익률의 진폭은 미세공정 격차에 비례해서 발생했음
- 향후 발생 가능한 업황 둔화에서 당사는 삼성전자의 Bear case 영업이익률을 50%로 추정함

DRAM 수익성의 변동성 (Cyclicality)은 현저히 낮아짐. Bear case 시나리오에도 삼성전자의 경우 50% 예상



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2018년 DRAM 시장은 안정적 DRAM 판가 상승에 기반해 견조히 성장할 전망



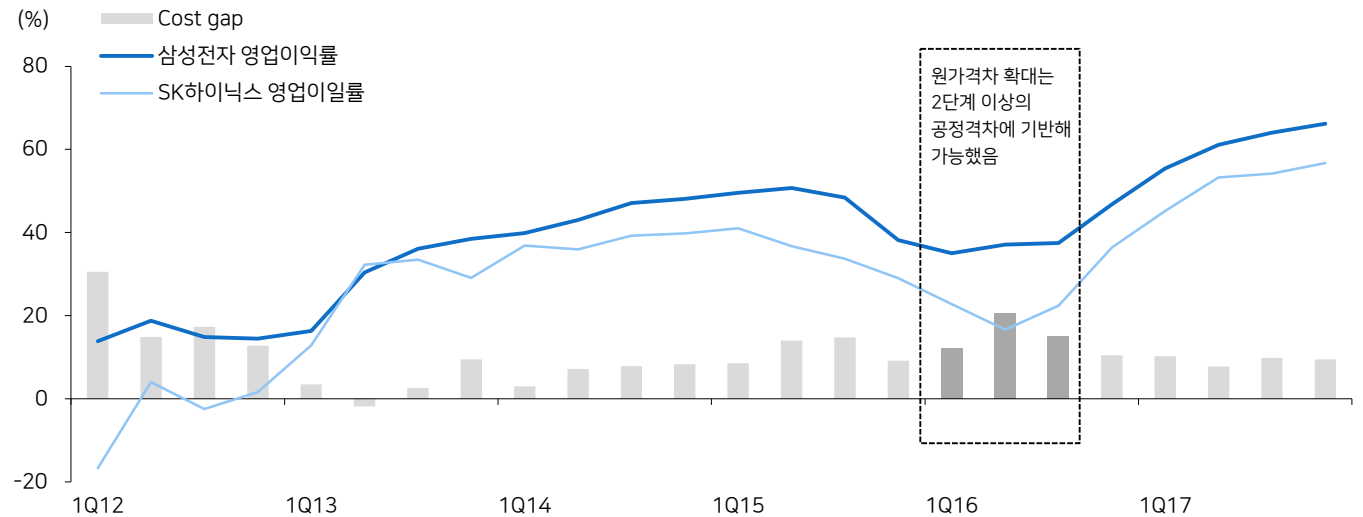
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

업황둔화의 합리적 가정 - 삼성전자 영업이익률 저점은 50% 내외(1)

2018년 산업 전망 반도체
관성적 의구심을 넘어

- 앞서 밝혔듯, 삼성전자가 1) 경쟁업체의 도발, 2) 점유율 위기 상황을 제외하고 업황을 둔화시키는 공급 증가를 모색할 가능성은 낮음
- 이는 서버 수요 성장 가정이 틀릴 경우, 예상을 크게 능가하며 경영 계획이 틀어질 수 있기 때문
- 과거 Down cycle에서 삼성전자는 40%를 소폭 하회하는 영업이익률을 기록하고 보수적 공급계획으로 선회했음
- 당시 SK하이닉스와의 이익률 격차는 2Q16 가장 많이 벌어지며 20%p를 기록
- 이는 25nm이후 23nm를 거쳐 20nm에 안착한 삼성전자와 달리, 하이닉스는 25nm가 주력이었기 때문

글로벌 DRAM 수급 전망



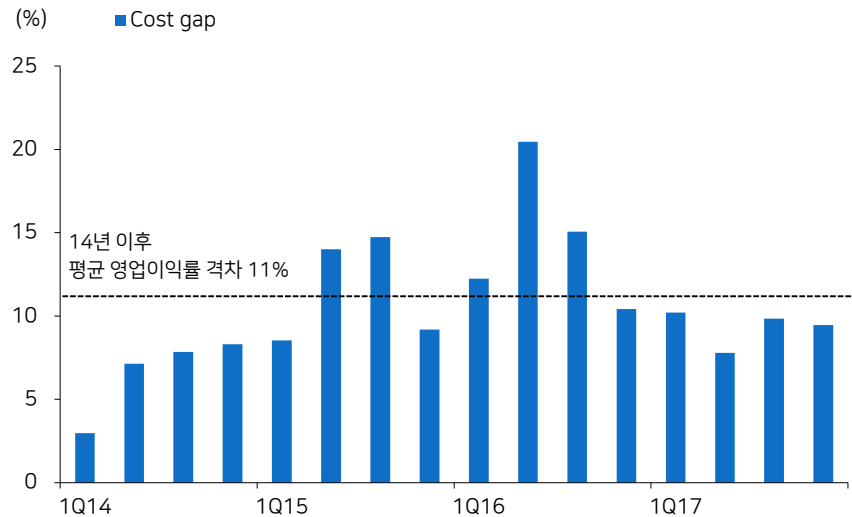
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

업황둔화의 합리적 가정 - 삼성전자 영업이익률 저점은 50% 내외(2)

2018년 산업 전망 반도체
관성적 의구심을 넘어

- 하지만 이제 삼성전자와 SK하이닉스와의 이익률 격차는 10%p 내외로 안정화되고 있음
- 결국 삼성전자 입장에서는 미세공정 격차를 2단계 (1nm)로 확대시키기 전까지 공급과잉에서 얻는 실효성은 상당히 제한적일 수 밖에 없음
- 당사는 삼성전자의 다소 공격적인 공급계획은 1nm (15.7nm 또는 17nm) 안정화가 검증된 이후에나 발생 가능하며, 그 전까지는 migration을 통한 공급확대에 주력할 것으로 전망함
- 결국 이익률의 계단식 우상향 추세는 지속될 수 밖에 없으며, 이 경우 영업이익률 저점은 50% 내외에서 형성된 후 반등 가능성 높음

삼성전자-하이닉스의 영업이익률 격차는 11%p로 안정화



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 DRAM bear case 가정 시 하이닉스 영업이익률은 30% 중후반 이후 반등 가능성 높음



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

최근 조정을 경험한 DRAM 업체 주가는 업황 둔화를 이미 반영

2018년 산업 전망 반도체
관성적 의구심을 넘어

- 최근 주가 하락을 경험한 삼성전자, SK하이닉스의 경우 업황 둔화를 이미 강하게 반영하고 있다는 판단
- 비 이성적인 무리한 수준의 Wafer capa 투자를 감행하는 경우를 제외하면, 삼성전자와 SK하이닉스 주가는 이미 2018~2019년에 형성될 업황 둔화를 이미 반영했다는 판단
- 주가는 향후 2분기 업황 전개과정에서 합리적 밸류에이션으로 빠르게 회귀할 전망

업황 둔화를 가정한 삼성전자, SK하이닉스 밸류에이션 비교

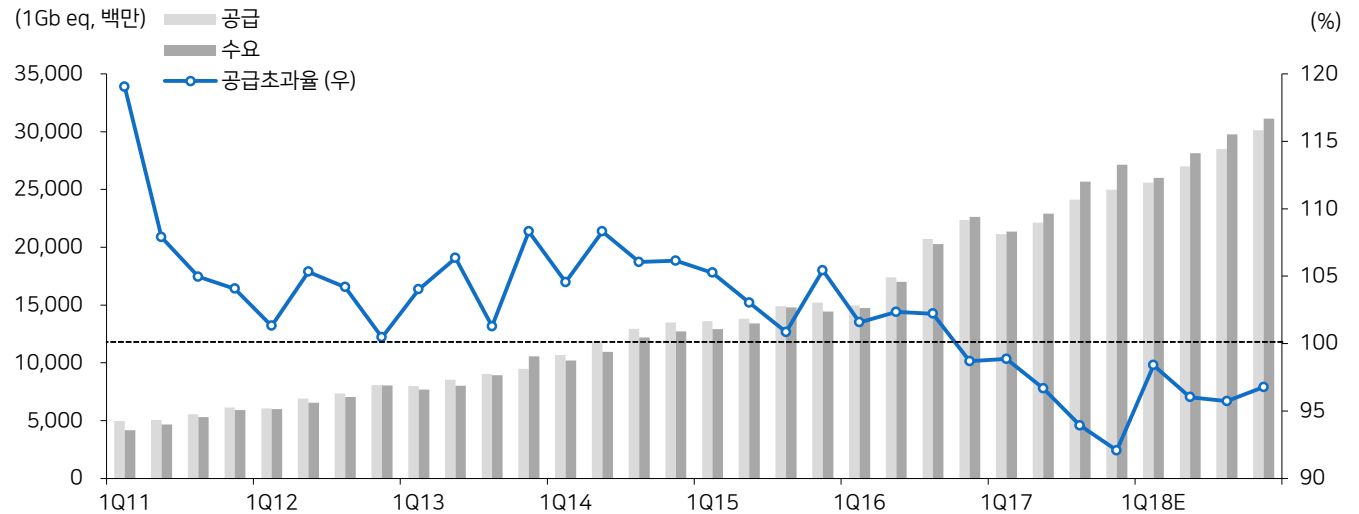
	DRAM 영업이익 (십억원)			PER (배)			PBR (배)			ROE (%)		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
Base case												
삼성전자	22,768	31,431	33,272	8.4	6.8	6.0	1.94	1.50	1.22	20.7	21.7	20.4
SK하이닉스	11,973	15,364	16,002	5.2	4.1	3.8	1.64	1.20	0.94	37.2	33.7	27.7
Bear case												
삼성전자	22,768	28,858	26,107	8.4	7.0	6.6	1.94	1.51	1.25	20.7	21.0	18.7
SK하이닉스	11,973	14,505	11,939	5.2	4.3	4.9	1.64	1.22	1.00	37.2	32.3	22.4

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

업황 변곡점이 발생한다면, 내년도 3분기 혹은 이후로 예상

- 현재 수급 개선세를 감안 시 근시일 내에 공급사들의 극단적 선택이 나올 가능성은 적음
- 계절적 수요 둔화에 따른 1Q18 공급 둔화폭은 다소 완화되나 2H18에도 공급 부족은 지속될 전망
- DRAM 판가의 경우 2Q18까지 상승 한 이후 3Q18 무렵 완만한 조정을 경험할 전망

글로벌 DRAM 수급 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 DRAM 수급 전망 (1Q16-4Q18)

2018년 산업 전망 반도체
관성적 의구심을 넘어

글로벌 DRAM 수급전망

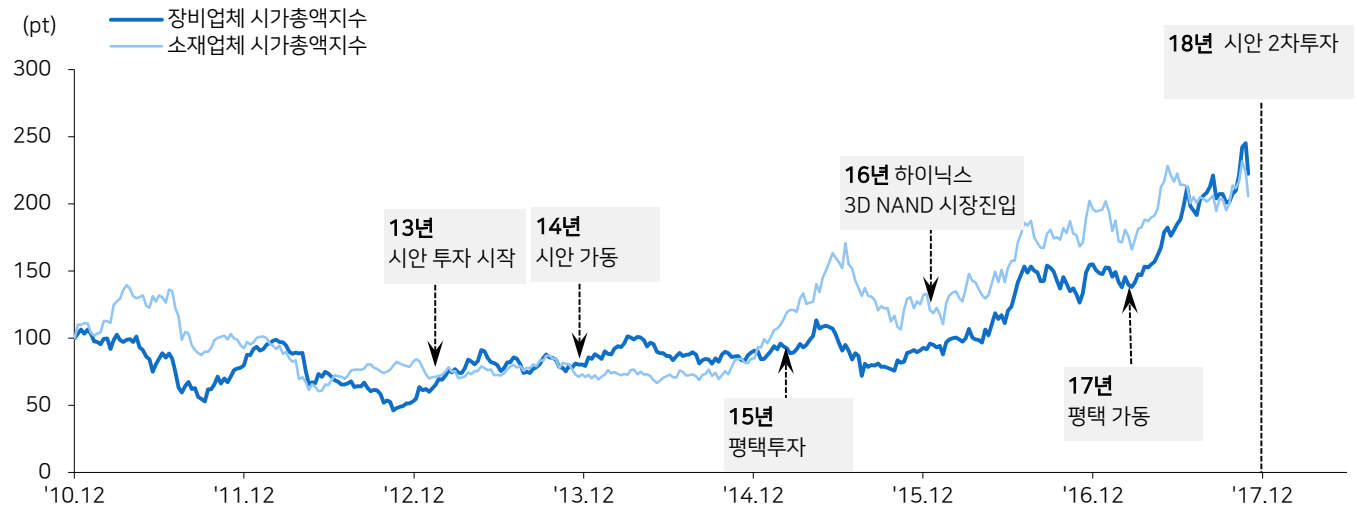
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
글로벌공급(1GbEquiv, 백만.)												
삼성전자	6,664	7,598	9,618	9,715	8,743	9,329	10,122	10,426	10,634	10,953	11,720	12,423
SK하이닉스	4,057	4,787	5,146	5,657	5,402	5,586	6,519	6,845	7,050	7,403	7,551	7,777
Micron	2,508	3,059	3,671	4,332	4,375	4,595	4,825	4,994	4,894	5,383	5,868	6,220
Elpida	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inotera	972	1,132	1,410	1,697	1,756	1,756	1,756	1,765	1,892	2,040	2,142	2,448
Nanya	488	533	576	625	514	523	544	599	718	826	809	826
ProMOS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Powerchip	124	126	128	129	135	139	144	148	158	163	168	173
Rexchip	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Winbond	96	103	111	121	130	134	138	142	152	157	161	166
기타	62	62	63	65	66	67	70	75	80	83	85	88
총 공급	14,971	17,401	20,724	22,341	21,122	22,130	24,118	24,992	25,579	27,007	28,504	30,120
QoQ%	-2%	16%	19%	8%	-5%	5%	9%	4%	2%	6%	6%	6%
YoY%	10%	26%	39%	47%	41%	27%	16%	12%	21%	22%	18%	21%
글로벌 수요												
PC Total	5,473	5,986	6,552	7,010	6,981	8,221	9,362	9,188	8,905	9,739	10,555	10,771
데스크탑	1,036	1,044	1,093	1,150	1,331	1,460	1,530	1,283	1,287	1,332	1,429	1,357
노트북	1,920	2,071	2,219	2,266	2,093	2,478	2,961	2,629	2,060	2,418	2,747	2,744
기타(서버)	2,517	2,870	3,240	3,594	3,557	4,282	4,871	5,276	5,558	5,989	6,378	6,670
Non-PC Total	9,717	11,017	13,724	15,628	14,384	14,670	16,314	17,955	17,092	18,386	19,222	20,355
무선통신	5,932	6,493	7,543	9,720	8,410	8,851	10,028	11,661	10,295	11,460	12,349	13,567
프로세서	2,323	2,767	3,562	3,223	3,388	3,171	3,553	3,727	3,882	4,020	3,920	3,820
생활가정	915	1,055	1,678	1,898	1,581	1,548	1,651	1,635	1,781	1,675	1,720	1,780
유선통신	432	557	749	630	785	869	858	768	885	969	958	968
전장	49	60	80	67	94	98	96	84	110	113	113	109
산업용	67	85	112	90	126	132	128	81	140	149	162	111
총 수요	14,739	17,002	20,275	22,638	21,364	22,891	25,676	27,143	25,996	28,125	29,776	31,126
QoQ%	2%	15%	19%	12%	-6%	7%	12%	6%	-4%	8%	6%	5%
YoY%	14%	27%	37%	57%	45%	35%	27%	20%	22%	23%	16%	15%
공급초과율 (%)	102%	102%	102%	99%	99%	97%	94%	92%	98%	96%	96%	97%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

공급의 화살은 안전한 시장을 향할 것

- 현재 과점화된 DRAM은 삼성전자 입장에서는 통제된 시장. 공급 변수가 발생되지 않는다면 기타 반도체 점유율 확대 전망이 유효
- 삼성전자 입장에서는 NAND (Toshiba 관련)와 Logic (장기 성장)의 전략적 투자가 이어질 전망

과거 시클리컬 특성 탓 정체 됐던 장비/소재주는 향후 구조적 성장이 가능



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

반도체 소재 Supply chain 전반적 수혜 지속

2018년 산업 전망 반도체
관성적 의구심을 넘어

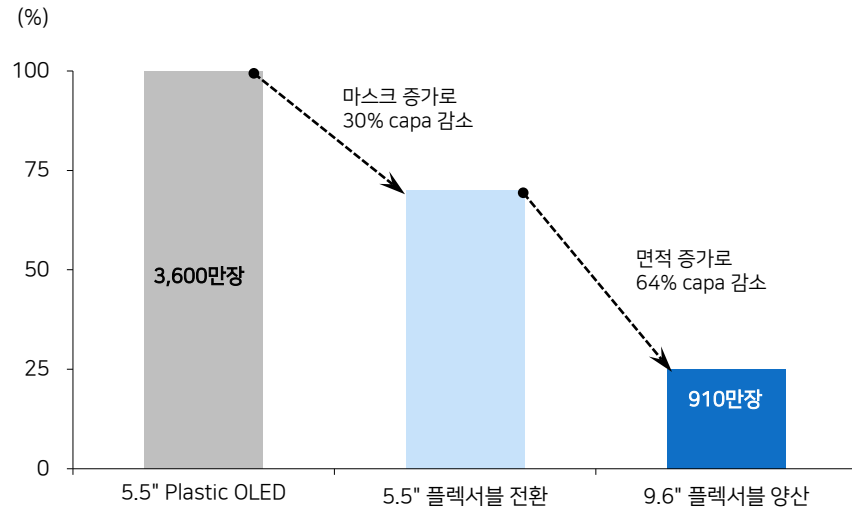
[십억달러, 달러, 배]	종가 시가총액 (현지통화) (백만달러)	주가변화율 (%)					P/E (배)		P/B (배)		EPS 증가율 (%)		ROE (%)		매출액 *		영업이익 *			
		1D	5D	1M	3M	6M	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E		
반도체 소재	SK머티리얼즈	188,000	1,829	2.7	(5.8)	1.0	3.6	(5.8)	17.9	13.2	4.47	3.58	2	35	26.1	31.3	524	662	157	207
	솔브레인	65,200	1,047	1.6	(5.8)	(8.0)	2.0	(2.4)	16.0	10.9	1.77	1.53	-12	46	11.7	15.1	779	876	110	131
	후성	10,050	857	(1.0)	(3.8)	7.1	(9.5)	17.4	26.7	14.8	5.11	3.81	-47	80	21.0	29.0	256	338	45	77
	한솔케미칼	76,900	801	0.4	(4.0)	3.5	1.1	2.3	14.6	11.7	2.63	2.21	5	24	18.8	20.0	530	597	83	101
	이엔에프테크놀로지	26,100	342	4.8	(7.1)	(4.0)	17.6	39.2	10.9	9.2	1.91	1.59	56	19	19.0	18.9	386	424	44	52
	디엔에프	15,800	157	(0.9)	(11.7)	(7.6)	(6.8)	(8.7)	11.8	9.9	1.97	1.60	37	19	18.3	21.0	75	89	15	18
OLED	이녹스첨단소재	88,400	706	(0.3)	(6.0)	18.8	16.3	N/A	20.2	14.7	5.95	4.20	N/A	39	37.1	33.4	190	410	26	65
	덕산네오룩스	23,000	509	0.0	(10.9)	5.7	(6.7)	(4.2)	27.6	15.7	4.35	3.41	328	75	17.0	24.2	104	157	21	40
	인터플렉스	64,500	1,291	(5.1)	(8.3)	6.7	33.3	95.7	16.9	9.6	4.34	3.00	흑전	75	26.1	34.3	913	1,567	106	206
	비에이치	28,200	814	(3.4)	2.5	34.3	27.3	125.1	14.9	8.8	5.12	3.24	흑전	69	42.6	45.1	717	1,205	70	128
해외	Air Product	163.04	35,644	0.3	0.9	2.0	11.9	12.4	23.2	21.1	3.36	3.05	-49	11	14.7	15.1	8,875	9,372	2,001	2,208
	Air Liquide	104.55	53,406	(0.6)	(1.6)	(5.4)	11.7	4.7	21.8	19.8	2.49	2.33	8	10	11.8	12.4	24,327	25,306	4,020	4,370
	Hitachi chemical	2,948	5,454	(0.2)	(0.3)	(9.2)	(1.2)	(4.3)	14.4	12.2	1.53	1.40	3	18	11.3	12.3	5,832	6,134	496	605
	Kanto denka	1,247.00	637	(2.2)	(4.0)	5.9	17.6	37.2	12.3	10.2	1.90	1.60	-15	20	17.8	N/A	467	512	76	93
	Linde	184.50	42,746	0.0	(3.4)	(1.9)	14.9	5.4	24.5	22.2	2.26	2.15	12	19	9.3	9.5	20,514	21,120	2,627	2,893

참고: SK머티리얼즈와 솔브레인은 당사 추정치, 나머지는 블룸버그 추정치
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

High-end 스마트폰의 PC화, 그 진정한 의미?

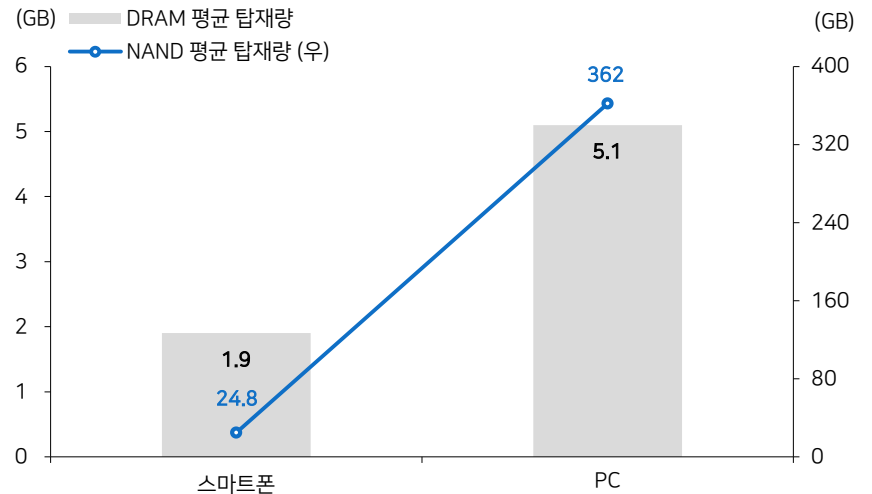
- High-end 스마트폰의 PC화는 비단 전방시장만의 확대는 아님
- 아래 부품의 3가지 호황기를 유도할 전망
- 모바일 디스플레이 수요 급증 (Rigid에서 Flexible로 전환 시 기존 Capa가 크게 감축됨)
- DRAM 평균 탑재량의 급증 (스마트폰 평균 탑재량 1.9GB vs PC 5.1GB) = 2배 이상
- NAND 평균 탑재량의 급증 (25GB vs PC 362GB) = 15배

5.5" 플라스틱 OLED, 9.6" 플렉서블 패널로 생산될 경우 생산량 감소 75%



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

스마트폰이 PC가 되면 DRAM과 NAND는? 탑재량 퀀텀점프!



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠 연간전망 시리즈 13

Part IV

2018년 산업 전망

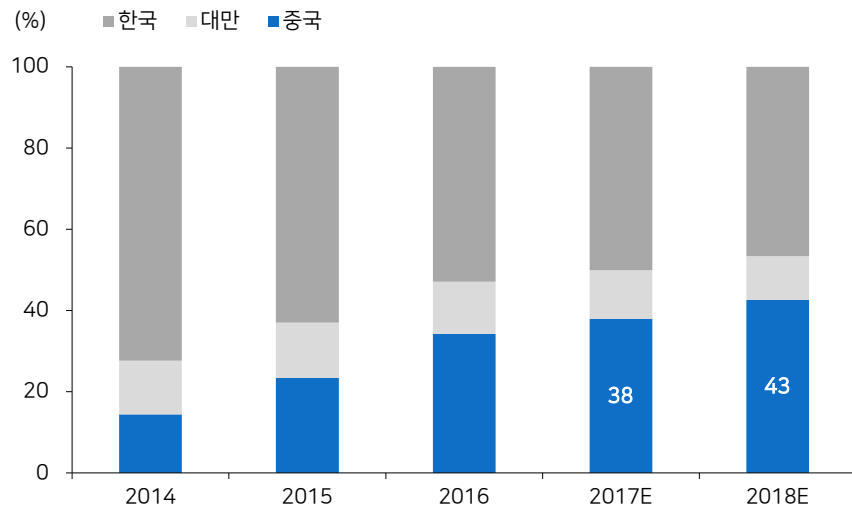
디스플레이

디스플레이_공평하지 않은 전투의 재개

구조적 문제점 (1) - 중국 업체 비중 증가

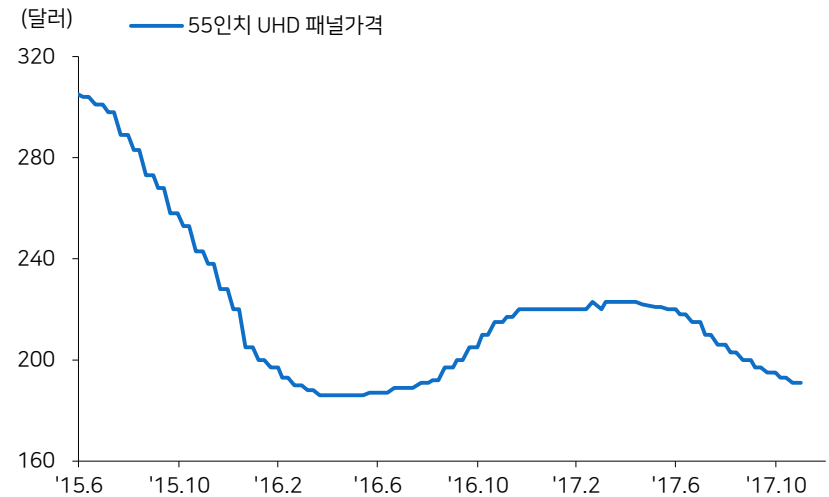
- 중국업체들의 LCD 패널 생산 시작은 중장기적으로 예고된 비극, 그 이유는:
 - 1) '업황 관측 - 생산량 결정 - 자본상태 고려'의 건전한 균형 상태가 아니기 때문
 - 2) 최적 생산 설비인 8G에서 추가적인 효율성 개선이 어렵기 때문이며 해당 시장에서 중국업체들이 투자를 지속하기 때문
- 선두업체인 한국 업체 입장에서 LCD로는 더 이상 생산 측면의 차별화가 불가능

패널: 중국 업체들의 55인치 점유율 증가 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

중국 업체 양산이 집중되는 영역에서의 판가 하락 가속화

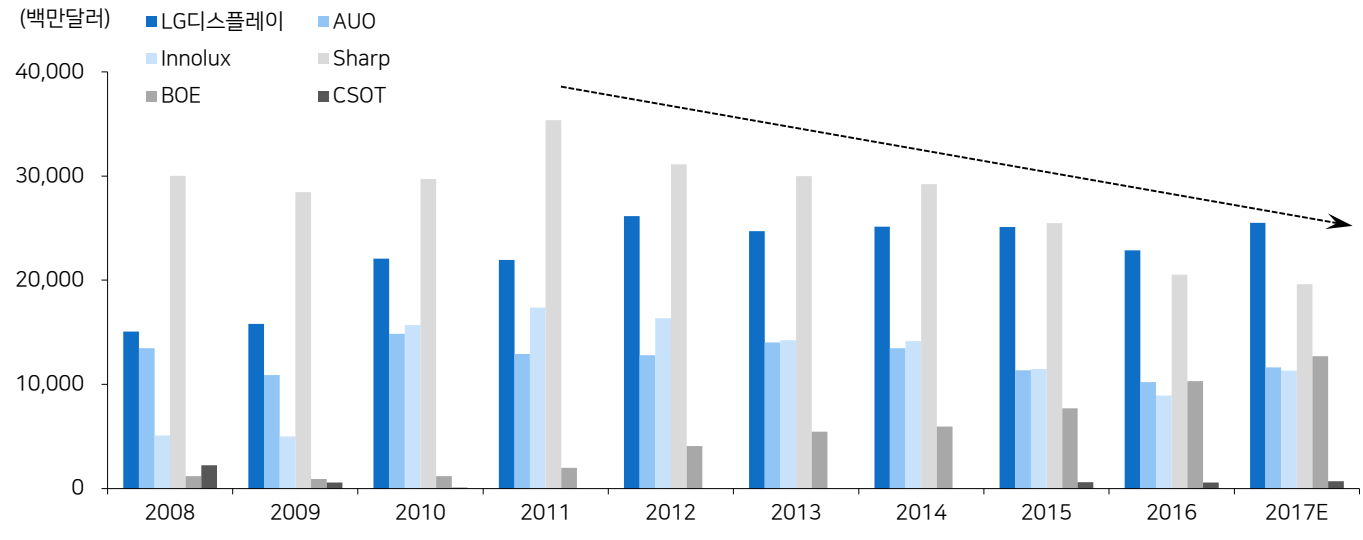


자료: Witsview, 메리츠증권증권 리서치센터

구조적 문제점 (1) - 중국 업체 비중 증가

- 공급 측면에서 경제적 타당성이 결여된 투자가 지속됨에 따라 판가 하락은 원가하락 속도를 능가
- 정체된 TV 시장의 글로벌 출하량을 고려 시 지속적인 판가 하락이 시장 축소를 견인 중
- 기존 업체들 외에 신생 업체들의 매출 비중은 지속 상승 중

LCD 업체들 연간 매출액 추이 (LGD, AUO, 샤프, 이노룩스, BOE, CSOT) (2008-2017E)

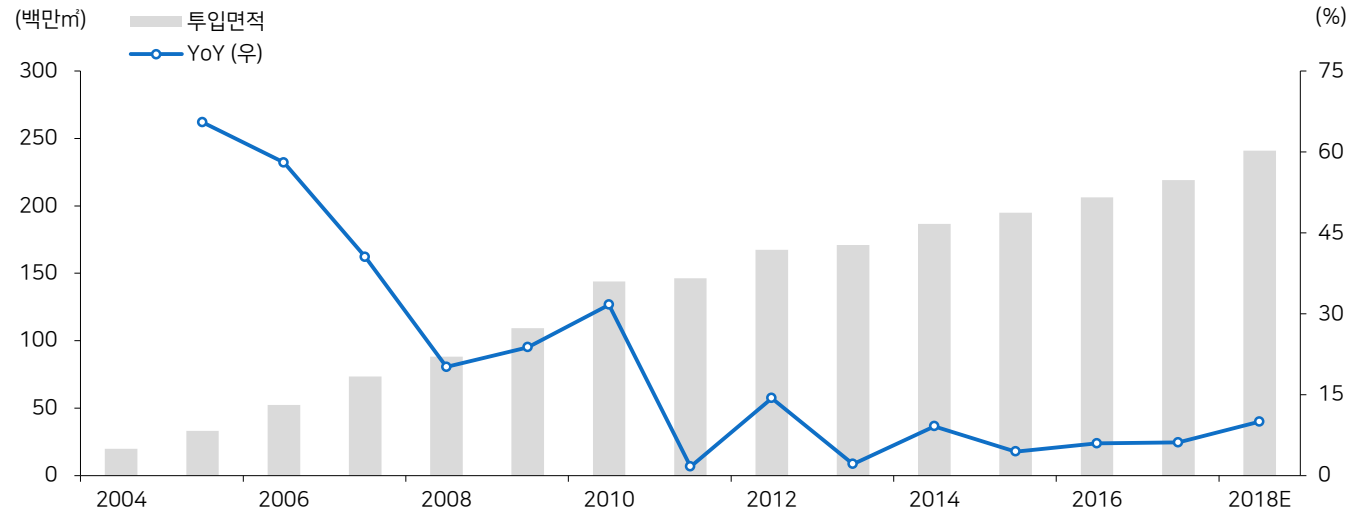


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

구조적 문제점 (1) - 2018년 투입 Capa 증가

- 2017년 6% 가량 증가한 대형 디스플레이 글래스 투입 Capa는 내년 10%가량으로 증가할 전망
- 10세대급이 순차적으로 양산을 시작함에 따라 2018년 이후 더욱 가속화될 수 있음
- 2016년말 목격되었던 SDC 등 선두권 업체들의 일부 라인 Shut down 없이는 구조적 업황 둔화 가능성이 높음. 하지만 수익성이 일부 확보된 상황에서 대안 없는 Capa 조정은 쉽지 않을 전망

글로벌 대형 디스플레이 글래스 투입 Capa는 2018년에 크게 증가



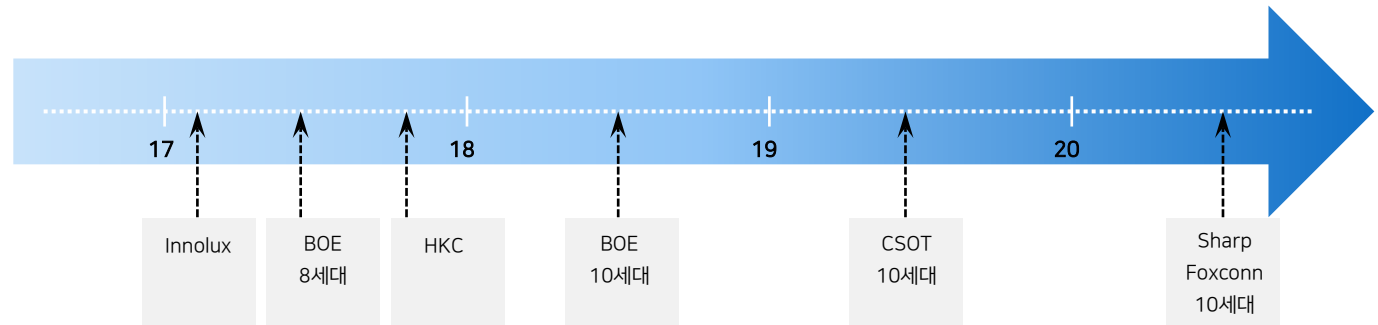
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

중국 8세대 이상 급 증설은 구조적 리스크 요인

2018년 산업 전망 디스플레이
관성적 의구심을 넘어

- 업체들 증설 계획 상 17년 추가되어 온 LCD capa는 BOE 60k 이노룩스 40k HKC 60k 등
- 2018년은 양산에 임박한 BOE의 10.5세대 외에도 중국 CHOT의 8.6세대, CEC 8.6세대 등이 양산 예정됨
- 중국은 8세대급 라인에서의 수율 확보는 작년의 미진한 수준에서 점차 개선 중
- 2019년 이후 CSOT와 Sharp/Foxconn의 10세대도 순차적으로 양산되며 65인치 패널 판가는 18년부터 지속 하락할 전망

2017년 8세대급 투자는 수급에 제한적 영향 미침. 관건은 18-20년 10세대급 투자 집행



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

구조적 문제점 (2) - 부가가치 창출이 제한된 소비 가전

2018년 산업 전망 디스플레이
관성적 의구심을 넘어

- TV라는 어플리케이션이 지닌 구조적 문제점: 1) 고정된 장소/시간에서의 2) 공동시청
- 모바일 기기가 지닌 1) 물리적/시간적 유연성과 2) 개별시청에게 시청 시간을 뺏겨가는 중
- 가동율로 비교하자면, TV는 24시간 중에 1시간 가동되는 제품 (TV 가동율 4% vs 스마트폰 75%)
- 극단적으로 낮은 가동율의 소비가전이 소비자에게 부가가치를 증대시키긴 쉽지 않을 전망
- 결국 TV는 상시 켜져있는 제품 (가동율 증가) 관점에서 변모해야함 = 갤러리모드, 음성인식 비서 허브

과거 TV의 진화 방향은 대면적과 고화질화였으나...



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

...가동율 측면에서 영상시청을 벗어나려는 시도가 계속되는 중 (갤러리모드)



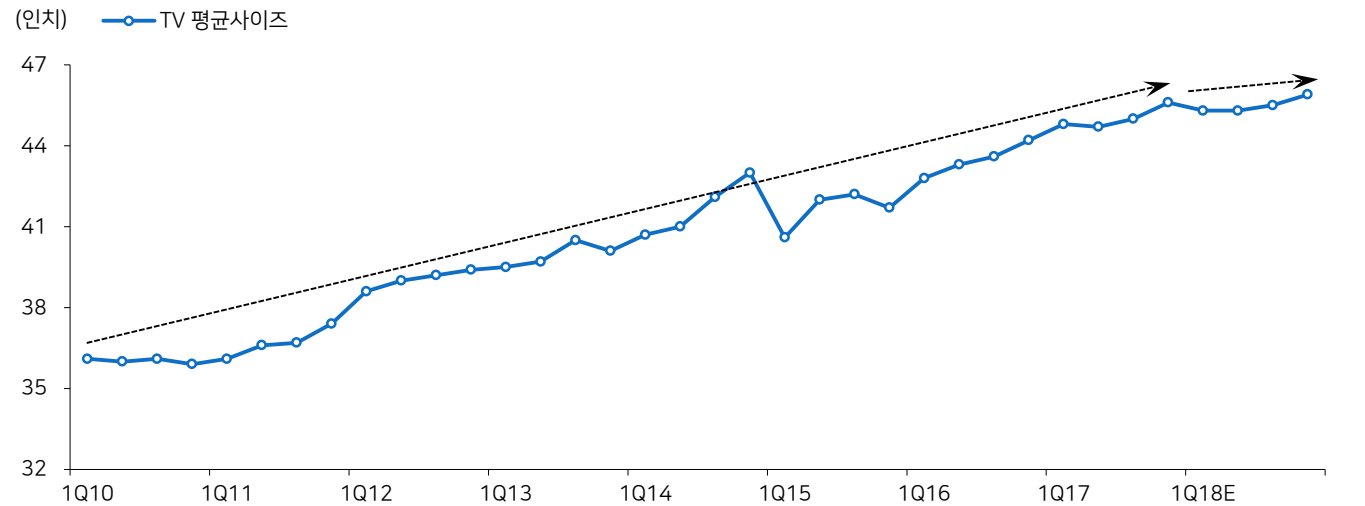
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

TV 사이즈 성장 추세는 55/65인치 보편화 이후 점차 둔화

2018년 산업 전망 디스플레이
관성적 의구심을 넘어

- 글로벌 TV 출하량이 정체된 와중에서도, TV의 평균 사이즈 성장이 그동안 면적 기준 LCD 수요 성장을 견인해 옴
- 앞서 밝힌 바와 같이, 더 이상 대면적 TV는 부가가치 제공이 아닌, 기본 덕목이 되어버림
- 2016-17년 55/65인치의 보편화에 기반해 평균 사이즈가 크게 증가했으며, 4Q17 기준 45인치로 추정됨
- 향후 77인치 등의 보편화 이전까지 평균 사이즈 성장은 둔화될 전망

2014-2017 TV 평균 사이즈 증가는 2018E부터 완만하게 변화



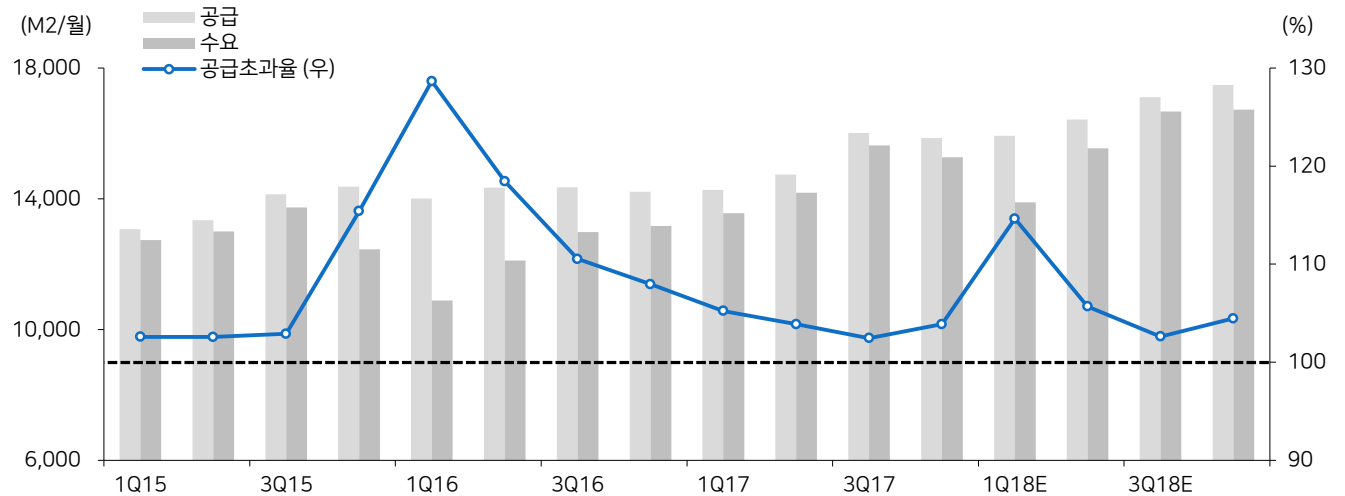
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

LCD 평가 - 공급과잉 강도는 2Q18-3Q18에 단기적으로 완화

2018년 산업 전망 디스플레이
관성적 의구심을 넘어

- 1H17 LCD 패널 판가는 견조히 유지되었으나, 하반기 재차 하락세로 반전됨
- 이는 중국 업체들이 8세대 수율을 안정화시키며 55인치 위주로 생산 전략을 변경했으며,
- 삼성전자 VD의 TV 판매 부진에 따라 패널업체들을 강하게 압박했기 때문
- 당사의 글로벌 LCD 모델에 따르면 이러한 공급 과잉은 신규 양산 라인 가동에 기반해 1H18 내 더욱 악화된 이후 3Q18에는 월드컵 등 계절적 수요 강화에 기반해 완화될 전망

글로벌 LCD 수급 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 LCD 모델 (1Q17-4Q18E)

2018년 산업 전망 디스플레이
관성적 의구심을 넘어

글로벌 LCD 수급 모델

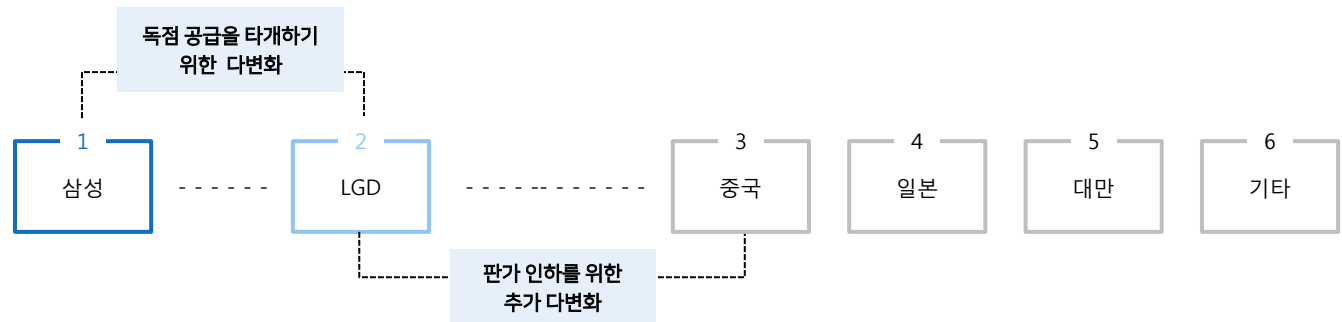
(1,000m2 / mo)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
공급											
Korea											
Samsung Display											
8G	490	490	490	490	490	490	490	490	1,895	1,960	1,960
7G	170	170	170	170	170	170	170	170	1,070	680	680
LG Display											
8G	530	530	521	513	506	537	552	552	2,005	2,094	2,147
7G	210	210	210	210	210	210	210	210	875	840	840
Japan											
Sharp											
10G	72	72	72	72	72	72	72	72	288	288	288
8G	70	70	70	70	70	70	70	70	280	280	280
Panasonic											
8G	15	15	15	15	15	15	15	15	136	60	60
7G											
Taiwan											
AUO											
8G	125	125	125	125	125	125	125	125	465	500	500
7G	175	175	175	175	175	175	175	175	700	700	700
Innolux											
8G	70	85	90	100	110	110	110	110	280	345	440
7G	140	140	140	140	140	140	140	140	560	560	560
China											
BOE											
10.5G					10	35	55	70	0	0	170
8G	405	425	475	505	515	535	545	555	1,318	1,810	2,150
CSOT											
8G	270	280	280	290	290	290	290	290	945	1,120	1,160
CEC Panda											
8G	60	60	60	60	60	90	105	125	240	240	380
Other											
8G	45	60	90	120	120	135	135	150	120	315	540
7G	30	60	90	90	90	90	90	90	120	270	360
Total											
생산면적 (m2)	14,271	14,737	16,015	15,860	15,920	16,424	17,108	17,474	56,910	60,882	66,927
수출 가정	85%	85%	90%	87%	86%	86%	86%	86%	86%	87%	86%
Demand Total	13,562	14,187	15,629	15,267	13,887	15,540	16,671	16,728	49,143	58,645	62,826
Notebook/Tablet PC	1,065	1,154	1,233	1,281	1,100	1,173	1,257	1,272	4,623	4,733	4,801
Monitor + LCD PC	1,451	1,500	1,539	1,475	1,444	1,482	1,517	1,531	5,645	5,965	5,975
TV	10,688	11,154	12,447	12,094	10,937	12,453	13,430	13,448	37,518	46,384	50,268
Public Display	278	293	316	325	317	337	362	374	1,042	1,212	1,390
Others	80	86	94	92	89	94	104	104	315	351	391
공급초과율 (%)	105%	104%	102%	104%	115%	106%	103%	104%	116%	104%	107%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

OLED 공급자 확대를 위한 애플의 노력

- 삼성디스플레이의 독주 체제 모바일 OLED는 애플 입장에서는 최악의 시나리오
- 독점 공급을 타개하려는 애플은, 우호적인 계약 조건을 빌미로 추가 공급사를 확보해야함
- 이는 멀티벤더가 구성돼야 판가 안정화에 이어 폴더블 공급이 가능해지기 때문으로 추정
- 삼성디스플레이를 견제하는 목적의 LG디스플레이의 진입 이후, BOE 등 중국업체를 통해 재견제가 시도될 수 있음

모바일 OLED의 공급처 확대를 위한 애플의 의도는 '견제 견략'



미리 보는 2018 아이폰 XI = OLED 채용의 확산

- 아이폰 X의 탄생 목적은 1) OLED capa 확보와 2) 판가 성장의 교두보
- 현재 아시아 지역의 아이폰 X 출하는 높은 기대 수준을 넘어서지는 못하는 상황으로 판단됨
- 북미 수요의 지속력이 중요함
- 2018년 OLED 아이폰은 대화면 모델이 추가되며, LCD 모델 역시 6.1인치로 크기 변화가 예상됨

2018년 아이폰 역시 3모델 전략 (OLED 모델 2개 + LCD 모델 1개)

2014	2015	2016		2017	2018
iPhone6	iPhone6S	iPhone SE	iPhone 7	iPhone 8	iPhone 9 (예상)
IPS/FFS	IPS/FFS	IPS/FFS	IPS/FFS	IPS/FFS	IPS/FFS
4.7 inch	4.7 inch	4 inch	4.7 inch	4.7 inch	6.1 inch
1334 x 750 (326ppi)	1334 x 750 (326ppi)	1136 x 640 (326ppi)	1334 x 750 (326ppi)	1334 x 750 (326ppi)	1920 x 1080 (~400ppi)
iPhone 6 Plus	iPhone 6S Plus		iPhone 7Plus	iPhone 8 Plus	iPhone X
IPS/FFS	IPS/FFS		IPS/FFS	IPS/FFS	Plastic OLED
5.5 inch	5.5 inch		5.5 inch	5.5 inch	5.8 inch
1920 x 1080 (401ppi)	1920 x 1080 (401ppi)		1920 x 1080 (401ppi)	1920 x 1080 (401ppi)	2436 x 1125 (458ppi)
				iPhone X	iPhone XI (예상)
				Plastic OLED	Plastic OLED
				5.8 inch	6.4 inch
				2436 x 1125 (458ppi)	2K x 1K (~460ppi)

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2018년 산업 전망

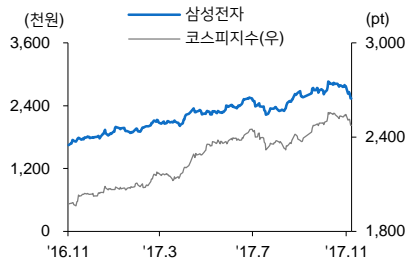
반도체/디스플레이

기업분석

종목	투자판단	적정주가
삼성전자(005930)	Buy	3,400,000원
SK하이닉스(000660)	Buy	103,000원
SK머티리얼즈(036490)	Buy	240,000원
삼성SDI(006400)	Trading Buy	245,000원
LG디스플레이(034220)	Buy	36,000원
AP시스템(265520)	Buy	49,000원
에스에프에이(056190)	Trading Buy	49,000원
솔브레인(036830)	Trading Buy	78,000원

Buy

적정주가 (12개월)	3,400,000원	
현재주가 (12. 1)	2,542,000원	
상승여력	33.7%	
KOSPI	2,475.41pt	
시가총액	3,281,684억원	
발행주식수	12,910만주	
유동주식비율	72.75%	
외국인비중	53.26%	
52주 최고/최저가	2,861,000원/1,718,000원	
평균거래대금	5,715.4억원	
주요주주(%)		
삼성물산 외 9인	20.10	
국민연금	9.76	
주가상승률(%)	절대주가 상대주가	
1개월	-11.1	-8.2
6개월	13.8	7.8
12개월	45.3	16.5
주가그래프		



현 주가는 메모리 업황에 대한 하드랜딩 시나리오를 일시적으로 반영

- 현 DRAM 사이클에서 동사가 'M/S 위협, 치킨 게임' 등 급진적 Capa 확대 전략 구사 가능성은 극히 낮음
- 경쟁사와의 크지 않은 공정격차, 출하량이 아닌 탑재율 위주의 수요 예측의 낮은 가시성을 감안 시 삼성전자는 미세공정에 집중하며 완만한 공급 증가만을 시험할 가능성이 높음
- 최근 대두된 NAND 우려는 특유의 수요 가격탄력성을 간과한 우려. 동사의 V NAND 경쟁력에 기반해 공격적 가격 정책 전략을 구사 가능

신규 주주환원 정책이 주는 의미는 신규 주주 유입에 따른 꾸준한 주가 상승 및 하방경직성 제공

- 새롭게 제시된 주주환원 정책이 의미하는 바는 1) 18년부터 20년으로 갈수록 환원 규모가 단계적으로 증가하며, 2) 배당펀드/인컴펀드의 유입을 유도하며, 3) 250만원 (배당수익률만 2.8%) 주가의 하방경직성
- 당사가 예상하는 향후 3년 지속가능 FCF는 향후 매년 40조원을 상회. 이에 기반한 주주환원수익률은 5.3%

Tech 업종 내 Top Pick 유지 · 현 주가는 부정적 업황 전개에 두려움이 일시에 반영된 수준

- 적정주가는 2018E BVPS기준 PBR 2.01배 수준 (vs 2018E ROE 21.7%)
- 원화 강세에도 불구하고 4Q17 영업이익은 16.4조원 시험 이후 2018년 68조원으로 견조한 상승 지속

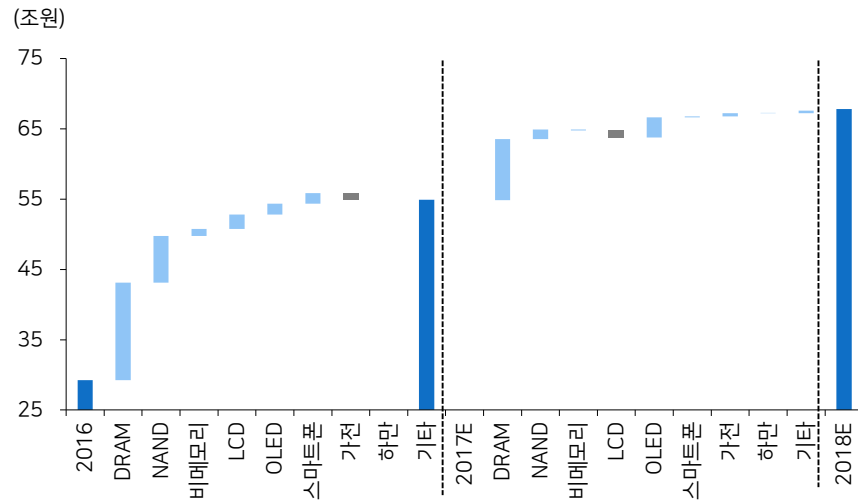
(조원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	200.7	26.4	18.7	126,916	-17.7	984,411	10.2	1.3	3.3	10.8	35.3
2016	201.9	29.2	22.4	156,930	23.6	1,104,791	9.2	1.3	3.2	12.0	35.9
2017E	241.8	54.9	41.6	303,797	93.6	1,308,095	8.9	2.1	4.6	20.7	37.3
2018E	268.5	67.8	51.5	375,863	23.7	1,695,947	7.2	1.6	3.5	21.7	33.9
2019E	289.8	74.8	57.9	422,636	12.4	2,082,291	6.4	1.3	2.9	20.4	31.6

삼성전자 - 견조한 이익 상승과 비영업자산의 인식 예상

2018년 산업 전망 반도체/디스플레이
관성적 의구심을 넘어

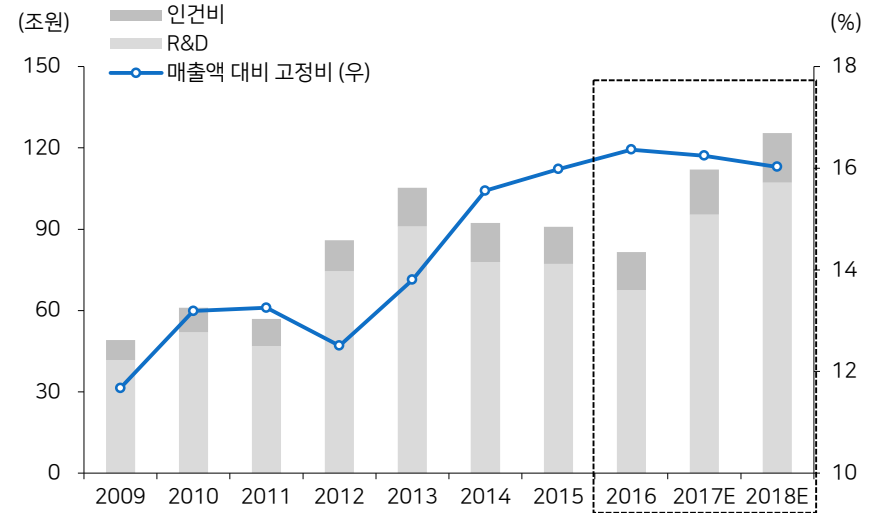
- 17년 영업이익 55조원에서 18년 68조원으로 견조한 실적 개선이 가능
- OLED, DRAM, NAND 등 3개의 Cyclical 산업이 내년에도 공히 Upcycle을 기록하며 과거와는 다른 패턴 보여줄 전망. 이 중 NAND는 일부 가격 하락에도 불구하고 물량 증대에 기반해 이익 개선 가능
- 동사는 구조적으로 고정비 감소추세에 돌입하여 세트사업의 이익률은 지속 상승 가능
- 아울러 지속적인 실적 개선은 주주환원의 강화를 의미. 동사 주요 주주 구성의 긍정적 변화 예상

삼성전자의 2017년 영업이익은 주력 사업 부분에서 고르게 개선될 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자의 고정비 비중 부담은 점차 완화될 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 - 분기 실적은 2Q18까지 지속 상승

2018년 산업 전망 반도체/디스플레이
관성적 의구심을 넘어

삼성전자 실적추정

(조원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	50.12	61.00	62.05	68.08	61.13	65.49	68.16	73.67	201.87	241.79	268.45
반도체	15.66	17.58	19.91	21.59	21.81	22.43	23.26	23.70	50.76	74.74	91.20
DRAM	7.26	8.54	10.01	10.76	10.99	11.21	11.99	12.20	22.37	36.57	46.40
NAND	4.86	5.41	6.29	7.20	7.10	7.22	7.12	7.32	15.08	23.75	28.76
비메모리	3.54	3.64	3.60	3.63	3.72	4.00	4.14	4.17	13.31	14.41	16.04
디스플레이	7.29	7.71	8.28	9.58	9.74	10.04	11.12	11.74	27.04	32.86	42.64
LCD	2.75	2.68	2.56	2.50	2.33	2.30	2.35	2.38	10.84	10.49	9.36
OLED	4.54	5.03	5.72	7.09	7.41	7.74	8.77	9.36	16.20	22.37	33.28
무선통신	23.50	30.01	27.69	28.10	25.84	26.85	27.51	29.53	100.31	109.29	109.72
핸드셋	22.47	28.92	27.19	27.48	25.27	26.27	26.91	28.80	97.74	106.07	107.25
피쳐폰	0.54	0.47	0.53	0.50	0.47	0.44	0.43	0.41	1.76	2.04	1.75
스마트폰	20.19	26.67	24.88	25.14	23.09	24.01	24.49	26.23	86.05	96.88	97.82
테블릿	1.74	1.78	1.78	1.84	1.71	1.81	2.00	2.16	9.93	7.15	7.69
가전	10.46	10.92	11.03	13.69	10.16	11.07	11.49	13.94	47.09	46.10	46.66
하만	0.54	2.15	2.09	2.70	0.59	2.41	2.40	2.97		7.48	8.38
기타	-6.78	-7.37	-6.95	-7.58	-7.02	-7.31	-7.62	-8.20	-23.18	-28.68	-30.15
영업이익	9.90	14.07	14.53	16.38	15.88	16.97	17.41	17.57	29.24	54.88	67.83
영업이익률 (%)	19.7%	23.1%	23.4%	24.1%	26.0%	25.9%	25.5%	23.8%	14.5%	22.7%	25.3%
반도체	6.31	8.03	9.96	10.84	11.01	11.15	11.56	11.60	13.59	35.14	45.33
DRAM	4.02	5.21	6.41	7.12	7.52	7.55	8.18	8.18	8.87	22.77	31.43
NAND	2.00	2.43	2.87	3.18	3.01	3.16	2.77	2.92	3.87	10.48	11.85
비메모리	0.28	0.38	0.68	0.54	0.48	0.44	0.62	0.50	0.85	1.89	2.05
디스플레이	1.30	1.71	0.97	1.83	1.92	1.77	2.11	1.90	2.24	5.81	7.70
LCD	0.45	0.54	0.23	0.12	0.07	0.07	0.09	0.12	-0.67	1.34	0.35
OLED	0.85	1.18	0.74	1.70	1.85	1.70	2.02	1.78	2.92	4.47	7.35
무선통신	2.07	4.06	3.29	3.12	2.52	3.47	3.29	3.31	10.83	12.54	12.59
핸드셋	2.05	3.80	3.29	3.11	2.51	3.46	3.28	3.29	10.76	12.24	12.53
피쳐폰	0.01	0.01	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.05	0.05	0.04
스마트폰	2.01	3.73	3.23	3.02	2.42	3.36	3.18	3.15	10.48	11.99	12.12
테블릿	0.03	0.05	0.04	0.07	0.07	0.09	0.08	0.13	0.22	0.20	0.37
가전	0.38	0.32	0.44	0.53	0.41	0.55	0.46	0.70	2.62	1.68	2.12
하만	0.02	0.01	-0.03	0.05	0.02	0.02	-0.02	0.07		0.06	0.09
기타	-0.18	-0.06	-0.11	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.04	-0.35	0.00
당기순이익	7.68	11.05	11.19	12.45	12.15	13.17	13.40	13.54	22.42	41.61	51.48

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 - 견조한 이익 개선과 강력한 주주환원에서 오는 가치 상승

2018년 산업 전망 반도체/디스플레이
관성적 의구심을 넘어

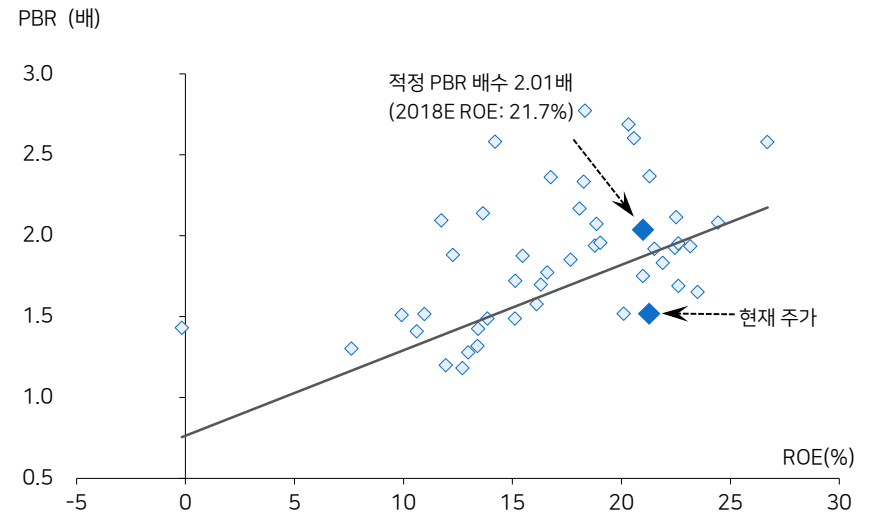
- 45조원 규모의 자사주 소각 발표에도 불구하고, 여전히 삼성전자 시가총액의 35%에 육박하는 비영업자산
- 당사의 FCF 전망 (매년 연간 40조원)에 기반해 신규 주주환원 정책 적용 시 19년부터 강력한 특별 주주환원이 도출될 전망 (총 주주환원액은 18년 10조원, 19년 15조원, 20년 25조원)
- 주가는 250만원 (우선주 200만원)에서 하방경직성 확보 가능 (배당수익률 각각 2.8%, 3.5%)
- 적정주가 340만원은 순현금 전환 당시 역사적 평균 수준의 밸류에이션에 기반 (2018E PBR 2.01배)

MSCI World high dividend yield index 개요 및 편입 기준

개요	MSCI World Index를 추종하되 23개의 선진시장에서 고배당을 지급하는 기업 선정
기준	1) MSCI World index의 배당수익률(9월기준 2.4%)보다 최소 30%이상 높아야함 2) 5년간 매해 DPS 성장률이 0이상이어야 함 3) ROE, Debt to equity, 12 month price performance 지표 모니터링 통과
정기변경	매년 5월, 11월
비중제한	종목편입 비중을 5%로 제한

자료: MSCI, 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 과거 PBR/ROE vs 적정주가 340만원 (적정 PBR 배수 2.01배)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 (005930)

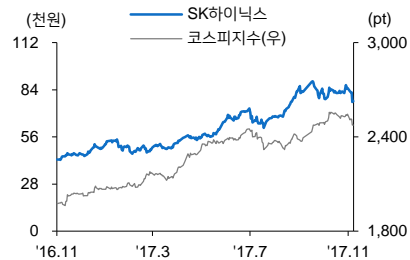
2018년 산업 전망 **반도체/디스플레이**
관성적 의구심을 넘어

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	200,654	201,867	241,793	268,452	289,811
매출액증가율(%)	-2.7	0.6	19.8	11.0	8.0
매출원가	123,482	120,278	128,910	136,378	145,640
매출총이익	77,171	81,589	112,883	132,074	144,171
판매비와관리비	50,758	52,348	58,004	64,246	69,338
영업이익	26,413	29,241	54,877	67,827	74,833
영업이익률(%)	13.2	14.5	22.7	25.3	25.8
금융손익	-2,038	775	825	1,577	3,381
종속/관계기업관련손익	1,102	20	122	0	0
기타영업외손익	-936	794	1,205	1,577	3,381
세전계속사업이익	25,961	30,714	56,084	69,405	78,214
법인세비용	6,901	7,988	13,700	17,150	19,554
당기순이익	19,060	22,726	42,384	52,254	58,661
지배주주지분 손이익	18,695	22,416	41,610	51,480	57,886
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	124,815	141,430	144,471	180,164	220,183
현금및현금성자산	22,637	32,111	36,249	66,771	101,529
매출채권	25,168	24,279	25,995	28,130	30,302
재고자산	18,812	18,354	23,430	25,354	27,312
비유동자산	117,365	120,745	160,620	176,968	195,193
유형자산	86,477	91,473	116,837	132,837	150,837
무형자산	5,396	5,344	15,077	13,842	12,463
투자자산	13,609	12,642	14,299	14,699	15,099
자산총계	242,180	262,174	305,090	357,132	415,376
유동부채	50,503	54,704	63,605	70,988	80,053
매입채무	6,187	6,485	8,279	8,959	9,650
단기차입금	11,155	12,747	15,329	14,329	13,329
유동성장기부채	222	1,233	1,574	1,703	1,835
비유동부채	12,617	14,507	19,342	19,460	19,579
사채	1,230	59	983	983	983
장기차입금	194	1,179	2,137	2,237	2,337
부채총계	63,120	69,211	82,947	90,449	99,631
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
기타포괄이익누계액	-3,965	-2,257	-2,352	-2,352	-2,352
이익잉여금	185,132	193,086	218,225	256,547	305,608
비지배주주지분	6,183	6,539	7,187	7,187	7,187
자본총계	179,060	192,963	222,143	266,684	315,744

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	40,062	47,386	62,281	80,719	87,496
당기순이익(손실)	19,060	22,726	42,384	52,254	58,661
유형자산감가상각비	19,663	19,313	20,900	23,000	23,000
무형자산상각비	1,268	1,400	1,640	1,825	1,969
운전자본의 증감	-4,682	-1,181	-7,555	-3,283	-3,340
투자활동 현금흐름	-27,168	-29,659	-45,463	-40,370	-42,370
유형자산의 증가(CAPEX)	-25,880	-24,143	-46,200	-39,000	-41,000
투자자산의 감소(증가)	3,975	1,757	-898	-400	-400
재무활동 현금흐름	-6,574	-8,670	-12,389	-9,828	-10,369
차입금증감	1,593	2,140	3,218	-771	-769
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	5,796	9,475	4,138	30,522	34,758
기초현금	16,841	22,637	32,111	36,249	66,771
기말현금	22,637	32,111	36,249	66,771	101,529
Key Financial Data					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	1,179,394	1,231,612	1,582,392	1,853,339	2,038,105
EPS(지배주주)	126,916	156,930	303,797	375,863	422,636
CFPS	34,068	57,806	27,080	210,716	244,436
EBITDAPS	278,278	304,773	506,644	639,650	701,861
BPS	984,411	1,104,791	1,308,095	1,695,947	2,082,291
DPS	21,000	28,500	34,000	68,400	68,400
배당수익률(%)	0.8	1.1	1.3	2.5	2.5
Valuation(Multiple)					
PER	10.2	9.2	8.9	7.2	6.4
PCR	38.1	24.9	100.1	12.9	11.1
PSR	1.1	1.2	1.7	1.5	1.3
PBR	1.3	1.3	2.1	1.6	1.3
EBITDA	47,344	49,954	77,416	92,652	99,802
EV/EBITDA	3.3	3.2	4.6	3.5	2.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.8	12.0	20.7	21.7	20.4
EBITDA이익률	41.3	46.1	65.3	60.5	60.2
부채비율	35.3	35.9	37.3	33.9	31.6
금융비용부담률	-0.5	-0.5	-0.4	-0.7	-1.3
이자보상배율(x)	34.0	49.7	84.6	94.8	109.5
매출채권회전율(x)	8.0	8.2	9.6	9.9	9.9
재고자산회전율(x)	6.8	6.5	6.2	5.6	5.5

Buy

적정주가 (12개월)	103,000원	
현재주가 (12. 1)	77,400원	
상승여력	33.1%	
KOSPI	2,475.41pt	
시가총액	563,474억원	
발행주식수	72,800만주	
유동주식비율	76.26%	
외국인비중	48.12%	
52주 최고/최저가	89,100원/44,200원	
평균거래대금	3,995.5억원	
주요주주(%)		
SK텔레콤 외 3인	20.72	
국민연금	10.37	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-9.3	-6.3
6개월	37.2	30.0
12개월	75.1	40.3
주가그래프		



현 주가는 메모리 업황에 대한 하드랜딩 시나리오를 일시적으로 반영

- 현 DRAM 사이클에서 삼성이 'M/S 위협, 치킨 게임' 등 급진적 Capa 확대 전략 구사 가능성은 극히 낮음
- 경쟁사와의 크지 않은 공정격차, 출하량이 아닌 탑재율 위주의 수요 예측의 낮은 가시성을 감안 시 삼성전자는 미세공정에 집중하며 완만한 공급 증가만을 시현할 가능성이 높음

4Q17 · 18년 영업이익은 4.2조원 · 17.0조원으로 견조한 실적 개선을 기록할 전망

- Bloomberg 기준 컨센서스는 4Q17 또는 1Q18을 끝으로 영업이익이 Peak out
- 당사는 2H18까지 실적이 지속 개선되며 시장 기대치를 능가하리라 전망. 아울러 당사 추정치에는 DRAM 대비 NAND의 판가 경쟁이 이미 반영된 수치

메모리의 특성 상 반복될 수 밖에 없는 회의론 · 부정적 요소의 급진 반영에서 얻는 투자 기회

- 수요 예측의 한계와 더불어 다수 공급사들의 수요 과대계상과 양산 시차는 DRAM 업황 사이클을 유도
- 업황 고점에서 강하게 꺾인 기억들이 Down cycle의 하드랜딩 시나리오를 일시적으로 반영케 함
- 견조한 업황을 감안 시 현 주가는 과도하게 저평가되어 있다는 판단 · 현 주가 수준은 강력한 매수기회

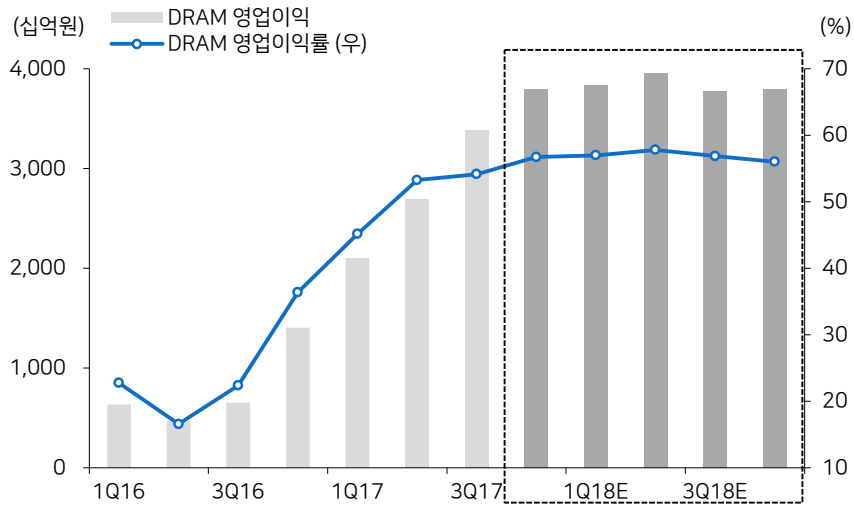
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	18,798	5,336	4,322	5,937	1.6	29,378	6.8	1.37	3.1	20.2	38.8
2016	17,198	3,277	2,954	4,057	-31.7	32,990	8.4	1.03	3.2	12.3	34.1
2017E	29,880	13,484	10,870	14,931	268.0	47,181	5.2	1.64	2.8	37.2	33.7
2018E	35,621	16,964	13,717	18,842	26.2	64,580	4.1	1.20	2.0	33.7	23.8
2019E	36,863	18,176	14,814	20,350	8.0	82,560	3.8	0.94	1.4	27.7	19.8

SK하이닉스 - 동사가 업황을 결정·DRAM 업황 개선세 지속

2018년 산업 전망 반도체/디스플레이
관성적 의구심을 넘어

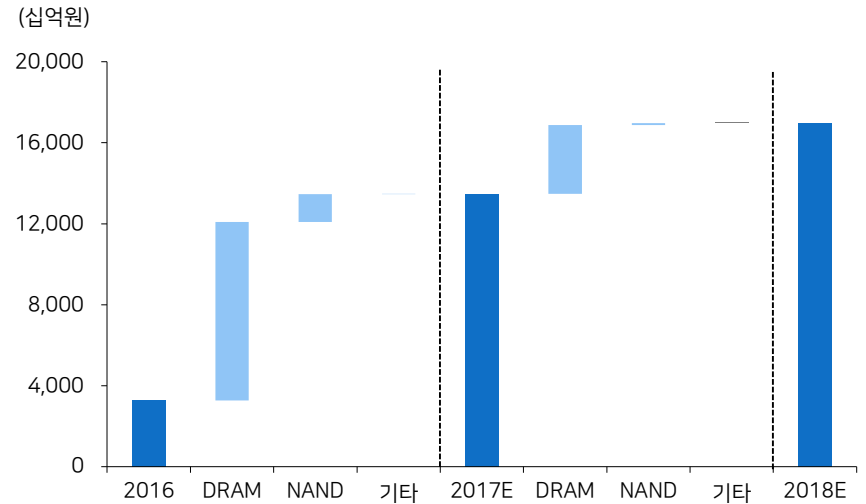
- SK하이닉스는 라인 증설 대신 미세공정에 집중하며 DRAM 업황 개선은 장기적으로 지속될 전망
- 동사는 DRAM 업황 전개의 캐스팅 보트를 쥐고 있음. 당사의 입장 변화는 1) Capa 경쟁을 촉발하거나, 2) 보수적으로 남아 DRAM을 캐쉬카우로 사용할 수 있는 기회를 창출
- 현 업황에서 동사는 삼성전자를 자극하는 공격적 증설계획을 세우고 있지 않음
- 도시바 메모리 인수를 위한 2018년 자금 투입 및 향후 자금 지원을 감안한다면 DRAM은 지속 수익성이 유지되어야 하기 때문.

SK하이닉스 - 분기별 DRAM 영업이익 및 영업이익률



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK하이닉스 사업부분별 영업이익 브릿지 차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK하이닉스 - DRAM 업황 개선세 지속

2018년 산업 전망 반도체/디스플레이
관성적 의구심을 넘어

SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	6,245	6,692	8,100	8,844	8,936	9,019	8,814	8,851	17,198	29,880	35,621
DRAM	4,654	5,051	6,249	6,686	6,726	6,850	6,638	6,768	12,408	22,640	26,982
NAND	1,468	1,472	1,669	2,012	2,060	2,012	2,007	1,906	4,377	6,620	7,985
영업이익	2,468	3,051	3,737	4,228	4,263	4,389	4,198	4,114	3,277	13,484	16,964
DRAM	2,103	2,691	3,385	3,793	3,835	3,961	3,776	3,792	3,165	11,973	15,364
NAND	345	341	333	420	413	412	405	304	61	1,439	1,535
기타	20	19	19	15	15	16	17	18	50	73	65
세전이익	2,370	3,069	3,843	4,341	4,270	4,428	4,213	4,107	3,217	13,623	17,018
당기순이익	1,899	2,469	3,056	3,451	3,395	3,587	3,413	3,327	2,954	10,870	13,717
영업이익률 (%)	40%	46%	46%	48%	48%	49%	48%	46%	19%	45%	48%
DRAM	45%	53%	54%	57%	57%	58%	57%	56%	26%	53%	57%
NAND	24%	23%	20%	21%	20%	20%	20%	16%	1%	22%	19%

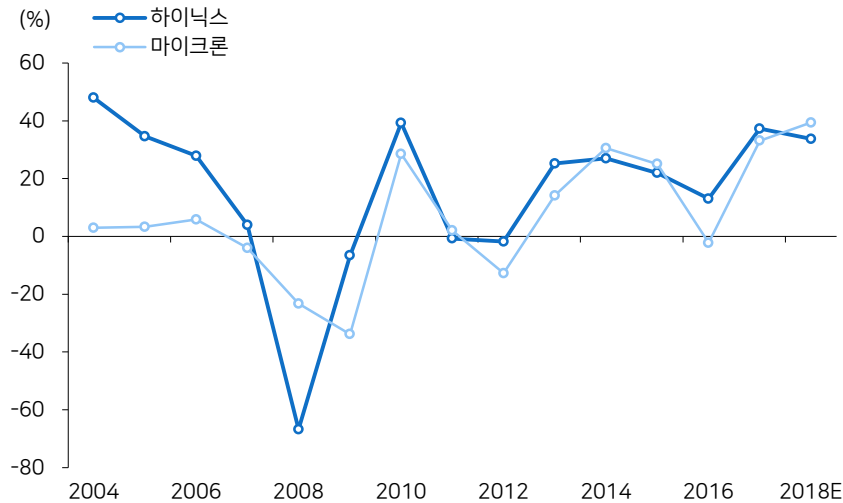
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK하이닉스 - 상대적 밸류에이션 매력

2018년 산업 전망 반도체/디스플레이
관성적 의구심을 넘어

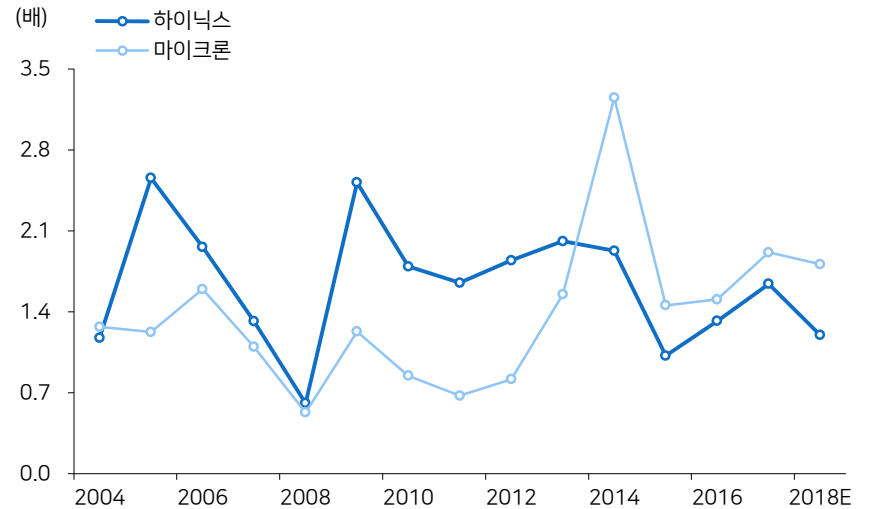
- 하이닉스와 마이크론은 업황 고저에 따라 ROE 변화를 보임
- 상대적 우위에 있는 하이닉스의 PBR은 마이크론 대비 고평가였으나, 16년부터 미국장의 활황과 인수합병 프리미엄에 기반해 역전된 상황
- 2018년 기준 현 마이크론 PBR 1.81x vs 하이닉스 1.20x
- 향후 하이닉스 주가는 이익추정치 상향 (장부가 상향)과 멀티플 팽창에 기반해 빠르게 상승할 전망

SK하이닉스 vs Micron ROE 비교



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

SK하이닉스 vs Micron PBR 비교



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

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	18,798	17,198	29,880	35,621	36,863
매출액증가율(%)	9.8	-8.5	73.7	19.2	3.5
매출원가	10,515	10,787	12,644	14,203	14,072
매출총이익	8,283	6,411	17,237	21,418	22,792
판매비와관리비	2,947	3,134	3,753	4,453	4,615
영업이익	5,336	3,277	13,484	16,964	18,176
영업이익률(%)	28.4	19.1	45.1	47.6	49.3
금융손익	-108	-52	119	39	104
중속/관계기업관련손익	25	23	12	14	14
기타영업외손익	-84	-29	139	53	118
세전계속사업이익	5,269	3,217	13,623	17,018	18,294
법인세비용	946	256	2,749	3,297	3,476
당기순이익	4,324	2,961	10,874	13,721	14,818
지배주주지분 순이익	4,322	2,954	10,870	13,717	14,814
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,760	9,839	17,379	21,989	32,791
현금및현금성자산	1,176	614	2,976	5,578	13,384
매출채권	2,628	3,252	5,367	5,372	5,720
재고자산	1,923	2,026	3,144	3,147	3,351
비유동자산	19,918	22,377	28,539	36,220	39,205
유형자산	16,966	18,777	23,353	26,753	28,753
무형자산	1,705	1,916	2,305	2,449	2,577
투자자산	254	279	561	4,696	4,703
자산총계	29,678	32,216	45,918	58,209	71,996
유동부채	4,841	4,161	7,395	7,319	8,277
매입채무	791	696	1,149	1,150	1,224
단기차입금	148	0	183	183	183
유동성장기부채	865	705	1,164	1,165	1,240
비유동부채	3,450	4,032	4,168	3,868	3,608
사채	1,293	1,535	1,342	1,242	1,142
장기차입금	1,512	2,096	2,209	2,009	1,809
부채총계	8,290	8,193	11,562	11,187	11,885
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	-185	-185	-185
이익잉여금	14,359	17,067	27,502	40,169	53,258
비지배주주지분	1	7	8	8	8
자본총계	21,388	24,024	34,356	47,023	60,112

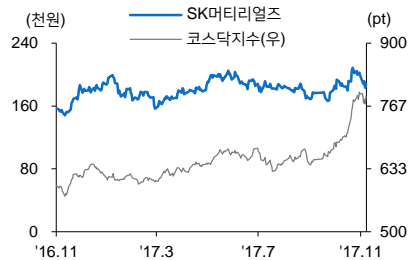
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	9,320	5,549	14,231	20,756	22,433
당기순이익(손실)	4,324	2,961	10,874	13,721	14,818
유형자산감가상각비	3,695	4,134	4,780	6,500	7,500
무형자산상각비	258	323	404	475	493
운전자본의 증감	832	-1,459	-1,762	-5	-350
투자활동 현금흐름	-7,126	-6,231	-12,117	-16,801	-12,674
유형자산의 증가(CAPEX)	-6,775	-5,956	-9,600	-9,900	-9,500
투자자산의 감소(증가)	-14	-19	-260	-4,121	7
재무활동 현금흐름	-1,462	117	232	-1,353	-1,954
차입금증감	-472	470	655	-299	-225
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	739	-562	2,362	2,602	7,806
기초현금	437	1,176	614	2,976	5,578
기말현금	1,176	614	2,976	5,578	13,384
Key Financial Data					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	25,821	23,624	41,044	48,929	50,636
EPS(지배주주)	5,937	4,057	14,931	18,842	20,350
CFPS	1,015	-772	3,245	3,574	10,722
EBITDAPS	12,760	10,622	25,643	32,884	35,946
BPS	29,378	32,990	47,181	64,580	82,560
DPS	500	600	1,493	2,449	3,052
배당수익률(%)	0.7	0.8	1.9	3.2	4.0
Valuation(Multiple)					
PER	6.8	8.4	5.1	4.1	3.8
PCR	39.7	N/A	23.7	21.5	7.2
PSR	1.6	1.4	1.9	1.6	1.5
PBR	1.37	1.03	1.63	1.19	0.93
EBITDA	9,289	7,733	18,668	23,940	26,169
EV/EBITDA	3.1	3.2	2.8	2.0	1.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.2	12.3	37.2	33.7	27.7
EBITDA이익률	48.4	34.7	82.3	64.4	59.1
부채비율	38.8	34.1	33.7	23.8	19.8
금융비용부담률	0.4	0.5	0.3	0.0	-0.1
이자보상배율(x)	45.0	27.3	106.6	133.4	152.5
매출채권회전율(x)	5.9	5.8	6.9	6.6	6.6
재고자산회전율(x)	6.1	5.5	4.9	4.5	4.3

Buy

적정주가 (12개월)	240,000원
현재주가 (12. 1)	188,000원
상승여력	27.7%
KOSPI	787.70pt
시가총액	19,830억원
발행주식수	1,055만주
유동주식비율	45.88%
외국인비중	9.57%
52주 최고/최저가	208,700원/148,200원
평균거래대금	133.2억원
주요주주(%)	
SK 외 1 인	49.10

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	1.0	-10.8
6개월	-5.8	-21.8
12개월	21.4	-8.5

주가그래프



전방 산업의 투자 사이클 전개 · 특수 가스 시장의 구조적 성장

- 전방 산업은 투자의 원천 (DRAM)과 대상 (NAND/Logic)이 분리되며 향후 2-3년간 투자 확장 진행될 전망
- NAND의 경우 선두업체의 초격차 전략 및 후발 주자의 Capa 증설은 소재 사용량의 급격한 팽창을 견인
- 진입장벽이 구축되어있는 특수가스 시장 내 신규 사업 진출하며 견조한 성장 전략 구축

4분기 실적은 컨센서스 수준 · 2018년 영업이익은 성장궤도로 재진입

- 예상을 하회한 NF3 판가에 기반해 2017년 실적은 기대치에 미치지 못했으나, 이제 물량 증가에 기반해 견조한 이익 성장을 시현할 전망
- 삼성전자 팹팩라인 가동 및 증설, 하반기 JV 신사업 실적 기여 등이 모멘텀으로 작용

투자의견 Buy 및 적정주가 240,000원 유지 · 고객사 Capa 증대와 함께하는 실적 개선

- SK하이닉스의 Toshiba 인수 및 중국 반도체 업체의 시장 진입에서 오는 중장기 성장 기회는 Upside risk
- 적정주가 240,000원은 18E 평균 EPS에 18.1배 적용한 수준 (과거 Upcycle 평균)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	338.0	112.8	66.1	6,276	386.8	35,676	30.0	5.3	7.2	17.6	76.7
2016	461.4	154.1	108.6	10,306	64.2	39,942	18.2	4.7	7.5	25.8	106.6
2017E	521.4	157.2	112.5	11,229	9.0	38,092	16.7	4.9	10.0	27.3	190.1
2018E	634.0	197.9	141.3	14,100	25.6	60,042	13.3	3.1	8.0	27.3	113.7
2019E	706.2	219.5	158.6	15,836	12.3	71,172	11.9	2.6	6.7	22.9	106.4

SK머티리얼즈 - 분기실적 추정

2018년 산업 전망 반도체/디스플레이
관성적 의구심을 넘어

SK머티리얼즈 실적 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	97.3	116.5	123.7	123.9	116.4	124.2	131.5	149.3	148.9	154.9	163.0	167.2	461.4	521.4	634.0
NF3	77.9	76.9	78.7	77.2	69.4	70.6	71.1	80.6	79.4	80.7	82.1	83.5	310.8	291.7	325.7
SiH4	4.3	4.0	5.6	5.3	5.2	5.4	5.5	5.7	5.5	5.7	5.8	5.8	19.2	21.8	22.8
기타	15.1	15.6	18.8	21.2	21.5	23.6	27.2	30.4	30.7	32.6	35.5	37.3	70.7	102.7	136.1
SK Air Gas	0.0	20.0	20.6	20.2	20.4	21.6	21.8	22.7	23.0	24.8	27.2	27.5	60.8	86.4	102.4
SK Tri Chem	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	2.5	5.0	5.1	5.6	6.2	6.7	0.0	8.5	23.6
영업이익	34.2	38.8	40.6	40.2	33.1	37.8	40.2	46.1	46.6	48.9	51.3	51.2	153.9	157.2	197.9
영업이익률	35%	33%	33%	32%	28%	30%	31%	31%	31%	32%	31%	31%	33%	30%	31%
NF3	31.4	30.6	31.2	30.5	25.1	26.1	26.8	31.4	31.3	32.0	32.5	33.0	123.6	109.3	128.7
SiH4	-0.1	-0.1	0.2	0.3	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.5	0.7
기타	3.0	3.0	4.0	5.4	4.1	5.4	6.2	6.8	6.9	7.5	8.2	8.2	15.3	22.6	30.8
순이익	24.5	26.7	27.0	32.2	21.8	26.4	28.1	38.0	31.1	34.1	35.3	42.5	110.5	114.3	143.1
순이익률	25%	23%	22%	26%	19%	21%	21%	25%	21%	22%	22%	25%	24%	22%	23%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	338	461	521	634	706
매출액증가율(%)	59.7	36.5	13.0	21.6	11.4
매출원가	199	269	316	378	422
매출총이익	139	193	206	256	284
판매비와관리비	26	39	49	58	65
영업이익	113	154	157	198	219
영업이익률(%)	33.4	33.4	30.1	31.2	31.1
금융손익	-8	-10	-3	-7	-5
중속/관계기업관련손익	-1	0	0	0	0
기타영업외손익	-9	-10	-4	-7	-6
세전계속사업이익	88	140	153	191	214
법인세비용	22	30	39	48	53
당기순이익	66	110	114	143	160
지배주주지분 순이익	66	109	112	141	159

Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	165	217	312	373	497
현금및현금성자산	41	60	116	156	263
매출채권	54	72	87	97	110
재고자산	58	74	90	100	103
비유동자산	500	686	916	1,026	1,097
유형자산	480	662	878	987	1,057
무형자산	3	7	7	5	4
투자자산	0	0	11	10	10
자산총계	665	903	1,228	1,399	1,594
유동부채	145	284	431	370	447
매입채무	13	22	26	30	33
단기차입금	22	51	102	102	102
유동성장기부채	43	116	90	100	113
비유동부채	144	182	374	375	375
사채	50	50	200	200	200
장기차입금	77	100	141	141	141
부채총계	289	466	805	745	822
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	68	34	61	61	61
기타포괄이익누계액	2	1	0	0	0
이익잉여금	301	383	458	567	684
비지배주주지분	0	16	22	22	22
자본총계	376	437	423	655	772

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	150	208	188	262	316
당기순이익(손실)	66	111	114	143	160
유형자산감가상각비	55	67	75	91	110
무형자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본의 증감	-10	17	8	-12	-5
투자활동 현금흐름	-83	-209	-220	-198	-178
유형자산의 증가(CAPEX)	-87	-125	-210	-200	-180
투자자산의 감소(증가)	-2	-6	-11	0	0
재무활동 현금흐름	-43	19	89	-24	-30
차입금증감	-33	47	216	11	13
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	24	19	56	40	108
기초현금	18	41	60	116	156
기말현금	41	60	116	156	263

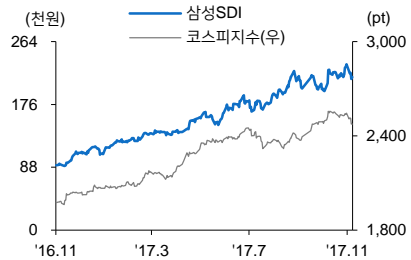
Key Financial Data					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	32,045	43,744	49,437	60,107	66,952
EPS(지배주주)	6,276	10,306	11,229	14,100	15,836
CFPS	2,256	1,782	5,301	3,751	10,200
EBITDAPS	15,975	21,009	22,112	27,515	31,370
BPS	35,676	39,942	38,092	60,042	71,172
DPS	2,560	3,550	3,200	4,000	4,512
배당수익률(%)	1.4	1.9	1.7	2.1	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	30.0	18.2	16.7	13.3	11.9
PCR	83.3	105.5	35.5	50.1	18.4
PSR	5.9	4.3	3.8	3.1	2.8
PBR	5.3	4.7	4.9	3.1	2.6
EBITDA	169	222	233	290	331
EV/EBITDA	7.2	7.5	10.0	8.0	6.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.6	25.8	27.3	27.3	22.9
EBITDA이익률	54.0	55.7	49.5	54.0	51.1
부채비율	76.7	106.6	190.1	113.7	106.4
금융비용부담률	2.0	1.8	2.5	2.4	2.2
이자보상배율(x)	15.7	15.4	11.7	12.3	13.4
매출채권회전율(x)	7.8	7.3	6.6	6.9	6.8
재고자산회전율(x)	3.8	4.1	3.9	4.0	4.1

삼성SDI(006400) 고질적 할인 요인의 점진적 제거

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

Trading Buy

적정주가 (12개월)	245,000원	
현재주가 (12.1)	214,500원	
상승여력	14.2%	
KOSPI	2,475.41pt	
시가총액	147,500억원	
발행주식수	6,876만주	
유동주식비율	74.59%	
외국인비중	42.08%	
52주 최고/최저가	232,500원 / 89,800원	
평균거래대금	785.6억원	
주요주주(%)		
삼성전자 외 6인	20.57	
국민연금	9.19	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	-4.5	-1.3
6개월	35.3	28.2
12개월	133.7	87.3
주가그래프		



고질적 감익 요인에서 벗어난 본업의 사업가치 회복, GS8의 판매 둔화와 환율하락은 Downside risk

- 중대형 전지의 실적 개선과 중소형 전지의 고마진 회복에 기반해 동사의 사업가치가 2018년에는 더욱 확대될 전망. 연간 영업이익은 올해 990억원에서 내년 4,080억원으로 가파르게 성장할 전망
- 다만, 하이엔드 스마트폰 시장 둔화와 원화절상 추이는 동사 소형전지에 Downside risk로 작용할 가능성

월등한 투자자산가치 및 전기차 관련 부가적인 모멘텀이 주요 Catalyst

- 동사의 최대 투자포인트는 대폭 실적 개선이 예상되는 삼성디스플레이 지분가치
- 아이폰X Sell though 판매의 경우 1Q18까지 가시성이 확보됐다는 판단
- SDC 영업이익은 올해 5.8조원에서 내년 7.7조원 이후 2019년 9.2조원으로 견조히 개선될 전망

투자의견 Trading Buy, 적정주가 245,000원 · 전기차 시장의 본격적 성장 국면의 수혜 예상

- 적정주가 245,000원은 당사 추정 18년 BVPS에 과거 Peakcycle 평균 PBR 1.4배 적용
- 전기차 시장의 본격적 확대와 함께, 동사의 대형전지 사업부 실적 개선은 지속 주가 모멘텀으로 작용할 전망. 다만 해당 사업의 특성 상 분기별 실적 변동성이 높다는 점을 감안할 필요

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	4,955	(268)	54	784	(153.5)	160,141	273.7	1.3	19.7	0.5	44.2
2016	5,201	(926)	219	3,191	307.1	155,925	67.2	1.4	(13.0)	2.0	35.9
2017E	6,362	99	665	9,678	203.3	164,151	22.2	1.3	16.5	6.0	41.3
2018E	7,387	408	987	14,347	48.2	175,258	15.0	1.2	11.1	8.5	41.4
2019E	7,761	469	1,185	17,226	20.1	187,968	12.5	1.1	10.7	9.5	40.6

삼성SDI - 분기실적 추정

2018년 산업 전망 반도체/디스플레이
관성적 의구심을 넘어

삼성SDI 실적 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	1,291	1,317	1,290	466	1,305	1,453	1,708	1,896	1,712	1,716	1,946	2,013	5,201	6,362	7,387
에너지솔루션	864	874	850	0	823	988	1,168	1,348	1,198	1,216	1,365	1,421	2,589	4,326	5,199
소형전지	650	650	605	0	563	667	782	813	738	749	772	787	1,905	2,825	3,046
중대형전지(EV+ESS)	214	224	245	0	260	320	386	535	460	466	593	634	684	1,501	2,153
소재 사업부	426	442	439	465	480	465	538	548	514	500	581	592	1,771	2,032	2,188
영업이익	-704	-54	-110	-22	-67	6	60	101	53	90	124	141	-926	99	408
영업이익률(%)	-54.5%	-4.1%	-8.6%	-4.6%	-5.2%	0.4%	3.5%	5.3%	3.1%	5.2%	6.4%	7.0%	-20.4%	1.6%	5.5%
에너지솔루션	-100	-92	-148	-61	-118	-38	2	36	0	32	51	76	-400	-119	158
소형전지	-3	3	-85	0	-25	19	63	74	30	52	62	70	-85	130	214
중대형전지(EV+ESS)	-97	-95	-62	-61	-93	-57	-61	-38	-30	-20	-11	6	-315	-249	-55
소재 사업부	50	38	37	39	51	44	59	65	53	57	73	65	164	219	249
지분법이익	-35	19	118	144	169	225	114	230	243	223	267	239	245	744	972
세전이익	-869	-46	-5	100	84	232	175	307	248	266	341	358	-821	798	1,213
세전이익률(%)	-67.3%	-3.5%	-0.4%	21.4%	6.5%	15.9%	10.2%	16.2%	14.5%	15.5%	17.5%	17.8%	-15.8%	12.5%	16.4%
순이익	-717	956	-35	8	82	187	135	246	199	212	273	286	219	665	987
순이익률(%)	-55.6%	72.6%	-2.7%	1.7%	6.3%	12.8%	7.9%	13.0%	11.6%	12.4%	14.0%	14.2%	4.2%	10.5%	13.4%

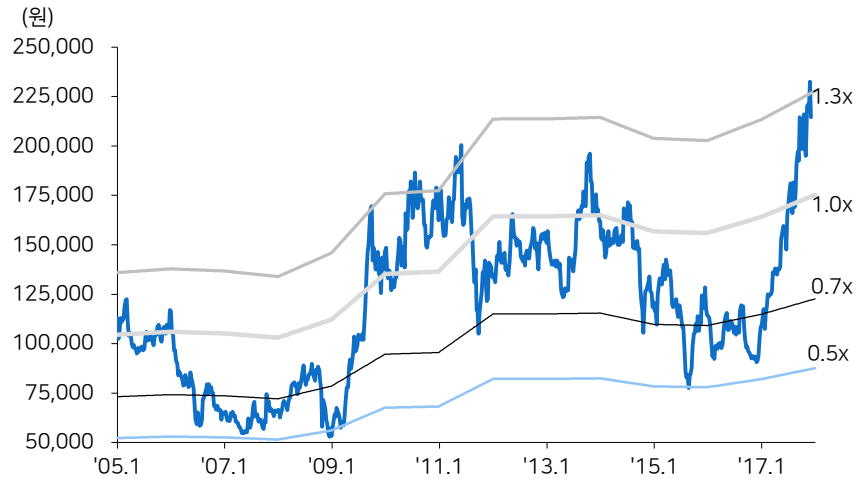
자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성SDI - Trading Buy, 적정주가 245,000원

2018년 산업 전망 반도체/디스플레이
관성적 의구심을 넘어

- 동사의 적정주가 245,000원은 당사 추정 18년 BVPS 1.4배에 기반함
- 부품주들에 대한 시장 관심이 저하된 상태에서 동사의 투자자산가치가 하방경직성을 부여
- 전기차 시장의 본격적 성장에 기반해, 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)

2018년 산업 전망 반도체/디스플레이
관성적 의구심을 넘어

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,955	5,201	6,362	7,387	7,761
매출액증가율(%)	-9.5	5.0	22.3	16.1	5.1
매출원가	4,115	4,450	5,095	5,649	5,899
매출총이익	840	751	1,267	1,738	1,863
판매비와관리비	1,108	1,677	1,167	1,330	1,394
영업이익	-268	-926	99	408	469
영업이익률(%)	-5.4	-17.8	1.6	5.5	6.0
금융손익	-161	-127	-30	-166	-171
중속/관계기업관련손익	280	245	744	972	1,162
기타영업외손익	119	118	699	805	991
세전계속사업이익	-170	-821	798	1,213	1,460
법인세비용	-39	58	149	243	292
당기순이익	-131	211	649	970	1,168
지배주주지분 손이익	54	219	665	987	1,185
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,774	3,958	3,923	3,873	3,714
현금및현금성자산	1,288	1,012	589	358	127
매출채권	922	780	1,135	1,205	1,233
재고자산	750	729	1,061	1,126	1,152
비유동자산	11,451	10,942	12,331	13,471	14,756
유형자산	3,229	2,504	2,754	3,129	3,504
무형자산	1,278	942	887	615	338
투자자산	6,372	6,773	7,637	8,609	9,771
자산총계	16,225	14,900	16,254	17,344	18,470
유동부채	3,201	2,213	3,177	3,500	3,751
매입채무	378	342	497	528	540
단기차입금	547	184	690	700	710
유동성장기부채	500	200	291	309	316
비유동부채	1,771	1,723	1,576	1,579	1,580
사채	499	299	100	100	100
장기차입금	204	267	269	269	269
부채총계	4,972	3,936	4,753	5,079	5,331
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,031	5,031	5,031	5,031	5,031
기타포괄이익누계액	782	591	655	655	655
이익잉여금	4,853	4,995	5,590	6,354	7,228
비지배주주지분	241	242	214	214	214
자본총계	11,253	10,964	11,501	12,265	13,139

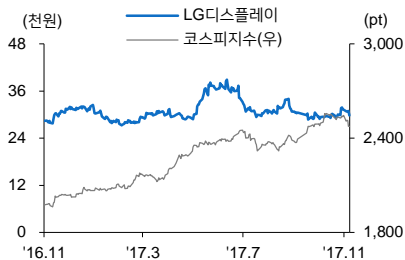
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	881	-1,310	-299	1,019	1,117
당기순이익(손실)	26	211	649	970	1,168
유형자산감가상각비	533	361	600	695	695
무형자산상각비	130	95	103	119	125
운전자본의 증감	624	-1,413	-887	-134	-53
투자활동 현금흐름	115	1,854	-436	-1,072	-1,072
유형자산의 증가(CAPEX)	-726	-833	-1,050	-1,070	-1,070
투자자산의 감소(증가)	81	4	0	0	0
재무활동 현금흐름	-355	-819	307	-179	-277
차입금증감	-295	-541	377	28	17
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	660	-276	-423	-231	-231
기초현금	628	1,288	1,012	589	358
기말현금	1,288	1,012	589	358	127
Key Financial Data					
(원,%,배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	72,056	75,632	92,517	107,424	112,868
EPS(지배주주)	784	3,191	9,678	14,347	17,226
CFPS	9,604	-4,018	-6,152	-3,356	-3,362
EBITDAPS	5,757	-6,854	11,661	17,769	18,751
BPS	160,141	155,925	164,151	175,258	187,968
DPS	1,000	1,000	2,903	4,304	5,168
배당수익률(%)	0.5	0.5	1.4	2.0	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	273.7	67.2	22.2	15.0	12.5
PCR	N/A	N/A	-34.9	-63.9	-63.8
PSR	3.0	2.8	2.3	2.0	1.9
PBR	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1
EBITDA	396	(471)	802	1,222	1,289
EV/EBITDA	19.7	-13.0	16.5	11.1	10.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.5	2.0	6.0	8.5	9.5
EBITDA이익률	10.8	-582.0	402.6	97.5	94.3
부채비율	44.2	35.9	41.3	41.4	40.6
금융비용부담률	0.3	0.0	0.1	0.2	0.3
이자보상배율(x)	-7.8	-26.4	4.1	14.2	16.0
매출채권회전율(x)	5.6	6.1	6.6	6.3	6.4
재고자산회전율(x)	5.4	6.0	5.7	5.2	5.2

LG디스플레이(034220) 단순한 빨셈과 복잡한 덧셈

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

Buy

적정주가 (12개월)	36,000원	
현재주가 (12. 1)	29,800원	
상승여력	20.8%	
KOSPI	2,475.41pt	
시가총액	106,629억원	
발행주식수	35,782만주	
유동주식비율	62.09%	
외국인비중	26.30%	
52주 최고/최저가	38,900원/27,300원	
평균거래대금	1,064.7억원	
주요주주(%)		
LG전자 외 2 인	37.91	
국민연금	9.20	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	1.0	4.3
6개월	-8.6	-13.4
12개월	4.9	-15.9
주가그래프		



LCD 업황 둔화 속도는 점차 완화 중이나, 중국 10세대 가동은センチ멘트를 훼손

- 상반기 내 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
- LCD 업황은 2017년 중반 이후 지속 둔화됨. BOE의 10.5세대 가동을 앞둔 상황에서, 해당 라인이 시장에 미칠 물량/판가 영향력에 대한 투자자들의 우려는 상존. 65인치 이상 패널가 하락의 만성화가 주된 우려

TV OLED와 모바일 OLED, 경쟁력은 충분. 문제는 검증 시점까지의 소요 시간

- 동사의 전향적 OLED 투자는 합리적 의사결정이며, 중장기 성장을 위해 경쟁력도 충분하다고 판단됨
- 하지만 1) TV OLED의 경우 8.5세대에서의 양산 경험이 10세대의 경쟁력에 필수적이나 광저우 Fab 인가는 계속 지연 중이며, 2) POLED 생산라인인 E2, E5의 양산 능력은 빠르게 개성되고 있으나 최중요 고객인 애플과의 전략적 파트너십 역시 공식화되지 않고 있음

어려운 업황에서도 차별화된 경쟁력을 시현 중 · 투자 의견 Buy 및 적정주가 36,000원 유지

- 중장기 성장을 위한 체질 변화는 긍정적. 다만 시장은 복잡한 긍정 요인보다 단순한 부정 요인에 민감히 반응한다는 점이 아쉬움

(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	27,405.1	2,775.6	2,016.9	5,637	122.4	41,396	5.3	0.7	1.9	14.5	82.0
2018E	27,029.8	766.4	373.3	1,043	-81.5	42,025	28.6	0.7	2.2	2.5	106.1
2019E	28,163.7	944.1	458.9	1,282	22.9	43,582	23.2	0.7	1.9	3.0	103.7

LG디스플레이 - 체질 변화를 위한 비용 증가에 대한 우려

2018년 산업 전망 반도체/디스플레이
관성적 의구심을 넘어

LG 디스플레이 실적 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
환율전망	1,201	1,163	1,120	1,183	1,153	1,129	1,132	1,115	1,100	1,100	1,100	1,100	1,167	1,132	1,100
매출액	5,989	5,855	6,724	7,936	7,062	6,629	6,973	6,741	6,250	6,604	7,048	7,129	26,504	27,405	27,030
YoY (%)	-11%	-18%	-10%	6%	21%	-1%	-12%	-15%	-6%	-5%	5%	6%	-7%	3%	-1%
QoQ (%)	-20%	-2%	15%	18%	-11%	-6%	5%	-3%	-7%	6%	7%	1%			
투입면적 ('000 m2)	13,831	14,004	14,335	13,877	13,819	13,719	13,420	13,080	13,065	13,643	13,948	13,990	56,047	54,037	54,646
출하면적 ('000 m2)	9,483	9,966	10,856	10,768	10,072	10,218	10,293	10,035	9,722	10,376	10,856	10,873	41,074	40,617	41,827
YoY (%)	-3%	1%	6%	5%	1%	-6%	-4%	-7%	-5%	1%	8%	8%	3%	-1%	3%
QoQ (%)	-8%	5%	9%	-1%	-6%	1%	1%	-3%	-3%	7%	5%	0%			
평균단가(달러)	526	504	555	642	608	574	600	602	584	579	590	596	557	596	587
YoY (%)	-19%	-19%	-11%	2%	16%	14%	8%	-6%	2%	-3%	-2%	-1%	-12%	7%	-1%
QoQ (%)	-17%	-4%	10%	16%	-5%	-6%	4%	0%	-3%	-1%	2%	1%			
매출총이익	626	610	940	1,574	1,719	1,514	1,256	1,008	788	790	899	959	3,750	5,497	3,436
매출총이익률 (%)	10%	10%	14%	20%	24%	23%	18%	15%	13%	12%	13%	13%	14%	20%	13%
영업이익	40	44	323	904	1,027	804	586	358	167	132	210	258	1,311	2,776	766
영업이익률 (%)	0.7%	0.8%	4.8%	11.4%	14.5%	12.1%	8.4%	5.3%	2.7%	2.0%	3.0%	3.6%	4.9%	10.1%	2.8%
경상이익	-8	11	249	1,065	858	832	599	349	127	119	199	249	1,316	2,637	694
경상이익률 (%)	-0.1%	0.2%	3.7%	13.4%	12.2%	12.5%	8.6%	5.2%	2.0%	1.8%	2.8%	3.5%	5.0%	9.6%	2.6%
당기순이익	1	-84	190	825	680	737	477	278	97	90	152	189	907	2,017	373
순이익률 (%)	0.0%	-1.4%	2.8%	10.4%	9.6%	11.1%	6.8%	4.1%	1.5%	1.4%	2.2%	2.7%	3.5%	7.9%	2.0%
EPS	7	-200	497	2,230	1,770	1,929	1,235	702	358	358	358	358	2,534	5,637	1,043

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

LG 디스플레이 - Buy, 적정주가 36,000원

2018년 산업 전망 반도체/디스플레이
관성적 의구심을 넘어

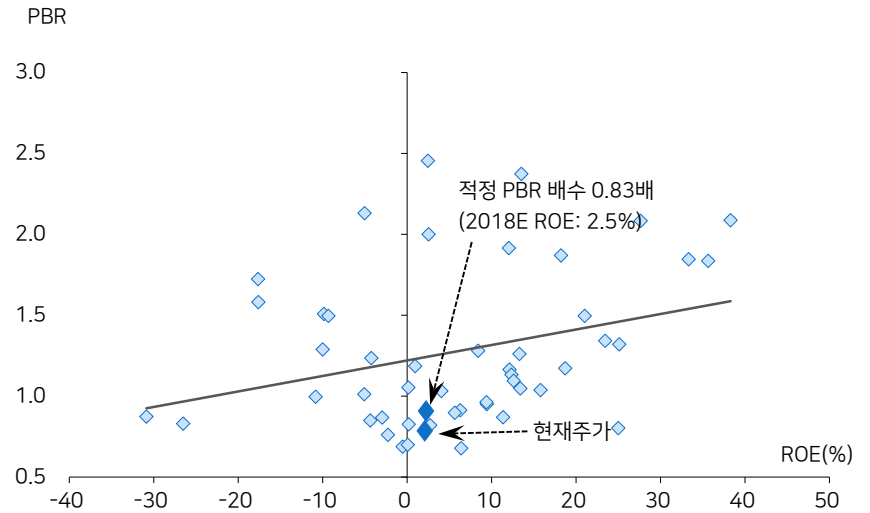
- 동사의 적정주가 36,000원은 당사 추정 17년 BVPS 1.0배에 기반함
- 당사는 내년 LCD 업황이 시장의 예상보다는 양호하게 전개될 것으로 예상하나 신규 10세대 양산라인에 대한 불확실성이 투자심리에 부정적으로 작용하리라 예상함
- 주가의 상승 모멘텀은 1) TV OLED 광저우 Fab 투자 승인, 2) POLED 수율회복 및 추가 고객과의 파트너쉽 공식화, 3) OLED TV 판매량 증가와 가파른 침투율 시현

PBR 밴드 차트 (12개월 Rolling forward)



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

LG디스플레이 과거 PBR/ROE vs 적정주가 36,000원



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

LG디스플레이 (034220)

2018년 산업 전망 **반도체/디스플레이**
관성적 의구심을 넘어

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	28,384	26,504	27,405	27,030	28,164
매출액증가율(%)	7.3	-6.6	3.4	-1.4	4.2
매출원가	24,070	22,754	21,908	23,594	24,442
매출총이익	4,314	3,750	5,497	3,436	3,721
판매비와관리비	2,689	2,438	2,721	2,670	2,777
영업이익	1,626	1,311	2,776	766	944
영업이익률(%)	5.7	4.9	10.1	2.8	3.4
금융손익	-53	123	-41	-80	-145
종속/관계기업관련손익	19	8	9	8	8
기타영업외손익	-34	131	-138	-72	-137
세전계속사업이익	1,434	1,316	2,637	694	807
법인세비용	411	385	466	167	194
당기순이익	1,024	932	2,171	528	613
지배주주지분 손이익	967	907	2,017	373	459

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,532	10,484	9,844	10,708	9,796
현금및현금성자산	752	1,559	1,922	2,407	1,400
매출채권	4,098	4,958	4,212	4,454	4,514
재고자산	2,352	2,288	1,943	2,055	2,083
비유동자산	13,046	14,400	18,267	21,597	23,261
유형자산	10,546	12,031	16,119	19,419	21,119
무형자산	839	895	922	880	821
투자자산	396	181	129	137	145
자산총계	22,577	24,884	28,111	32,305	33,057
유동부채	6,607	7,058	7,432	11,454	11,707
매입채무	2,765	2,877	2,444	2,585	2,619
단기차입금	0	113	0	10	20
유동성장기부채	1,416	555	471	498	505
비유동부채	3,266	4,364	5,233	5,180	5,122
사채	1,282	1,511	1,375	1,365	1,355
장기차입금	1,526	2,600	2,655	2,605	2,555
부채총계	9,872	11,422	12,665	16,634	16,829
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	-88	-88	-88
이익잉여금	8,159	9,004	10,860	11,085	11,643
비지배주주지분	512	506	634	634	634
자본총계	12,705	13,462	15,446	15,671	16,228

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,727	3,641	8,299	8,643	6,325
당기순이익(손실)	1,024	932	2,171	528	613
유형자산감가상각비	2,969	2,643	3,100	4,000	5,000
무형자산상각비	407	378	411	405	423
운전자본의 증감	-2,166	-847	2,045	2,940	-475
투자활동 현금흐름	-2,732	-3,189	-7,513	-7,816	-7,216
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,365	-3,736	-7,000	-7,300	-6,700
투자자산의 감소(증가)	-280	608	-175	0	0
재무활동 현금흐름	-175	308	-411	-343	-117
차입금증감	-93	504	-215	-23	-43
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-138	807	363	485	-1,007
기초현금	890	752	1,559	1,922	2,407
기말현금	752	1,559	1,922	2,407	1,400

Key Financial Data

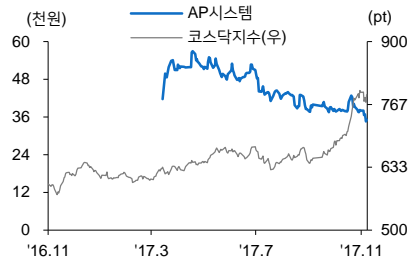
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	79,325	74,072	76,590	75,541	78,710
EPS(지배주주)	2,701	2,534	5,637	1,043	1,282
CFPS	-386	2,255	1,015	1,356	-2,814
EBITDAPS	13,978	12,109	17,570	14,453	17,794
BPS	34,076	36,209	41,396	42,025	43,582
DPS	500	500	846	157	192
배당수익률(%)	1.7	1.7	2.8	0.5	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	10.2	10.6	5.3	28.6	23.2
PCR	N/A	11.9	N/A	22.0	-10.6
PSR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR	0.8	0.7	0.72	0.71	0.7
EBITDA	5,002	4,333	6,287	5,172	6,367
EV/EBITDA	2.3	2.7	1.9	2.2	1.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.9	7.0	14.5	2.5	3.0
EBITDA이익률	19.6	19.4	38.0	6.5	8.0
부채비율	77.7	84.8	82.0	106.1	103.7
금융비용부담률	0.2	0.3	0.1	-0.1	0.1
이자보상배율(x)	12.7	11.5	29.0	8.7	10.7
매출채권회전율(x)	7.5	5.9	6.0	6.2	6.3
재고자산회전율(x)	9.4	9.8	10.4	11.8	11.8

AP시스템(265520) 후공정 폭풍에서 서서히 벗어나는 중

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

Buy

적정주가 (12개월)	49,000원	
현재주가 (12. 1)	35,200원	
상승여력	39.2%	
KOSPI	787.70pt	
시가총액	4,815억원	
발행주식수	1,368만주	
유동주식비율	81.13%	
외국인비중	24.13%	
52주 최고/최저가	57,000원/34,650원	
평균거래대금	76.0억원	
주요주주(%)		
AP스홀딩스 외 3인	18.87	
T. Rowe Price Hong Kong Limited 외 10인	6.18	
주가상승률(%)		
	절대주가	상대주가
1개월	-7.4	-18.2
6개월	-35.8	-46.7
12개월	0.0	0.0
주가그래프		



라미네이팅 장비에서 오는 타격은 점차 축소 · 2018년부터 실적 정상화

- 폴더블 OLED 핵심 장비 제공업체인 동사가 외형 확대를 통해 야심차게 준비한 라미네이팅 장비는 비용 증가를 유발하며 전사 수익성을 크게 끌어내림
- 4Q17까지 정체된 실적 개선은 2018년에는 정상화 가능

제품 포트폴리오 다변화 진행 중 · 교훈을 바탕으로 수익성에 기반한 영역 확대 시도할 전망

- 반도체 관련 장비 및 봉지용 ALD 등 신규 장비 개발 라인업에 기반한 장기 성장 가능
- 무리한 범용장비 진입에서 온 성장통을 기반으로 향후 더욱 전공정에 집중할 필요

2018년 SDC 투자 재개와 중국에서 찾는 기회 · 투자 의견 BUY와 적정주가 49,000원

- AP스홀딩스는 지주사 요건을 위해 공개매수 중. 전략적 측면에서 완료 이후 실적 개선 본격화 가능
- 적정주가 49,000원은 2018E BPS에 11.5배에 기반 (과거 Upcycle 멀티플)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017E	968.2	46.6	35.9	2,628		7,789	13.4	4.5	10.9	23.2	331.4
2018E	928.1	79.4	59.3	4,336	65.0	12,192	8.1	2.9	6.5	43.4	233.3
2019E	1,024.6	96.1	73.0	5,337	23.1	17,596	6.6	2.0	5.1	35.8	177.3

AP시스템 - 분기실적 추정

2018년 산업 전망 반도체/디스플레이
관성적 의구심을 넘어

AP시스템 실적 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	44.3	103.8	129.2	277.7	126.4	384.3	245.4	212.2	180.3	245.1	265.0	237.7	555.0	968.2	928.1
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	223.6	161.3	162.9	224.2	238.5	213.9	496.5	760.5	839.5
기타	9.1	5.0	5.3	8.7	0.7	117.3	12.1	41.7	7.7	10.7	16.0	12.9	28.2	171.8	47.3
영업이익	-6.3	1.9	11.2	25.5	12.6	29.7	2.1	2.1	12.6	20.1	24.4	22.3	32.3	46.6	79.4
영업이익률	-14.3%	1.8%	8.7%	9.2%	10.0%	7.7%	0.9%	1.0%	7.0%	8.2%	9.2%	9.4%	5.8%	4.8%	8.6%
세전이익	-3.1	0.4	5.8	32.1	12.0	30.5	1.3	5.3	11.6	18.1	23.4	26.1	35.1	49.0	79.2
세전이익률	-6.9%	0.3%	4.5%	11.6%	9.5%	7.9%	0.5%	2.5%	6.4%	7.4%	8.8%	11.0%	6.3%	5.1%	8.5%
순이익	-2.2	-0.3	3.8	26.2	9.2	23.2	0.6	4.0	8.8	13.8	17.8	19.9	27.1	35.9	59.3
순이익률	-5.1%	-0.3%	3.0%	9.4%	7.3%	6.0%	0.2%	1.9%	4.9%	5.6%	6.7%	8.4%	5.0%	3.8%	6.5%

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

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	293	555	968	928	1,025
매출액증가율(%)	67.2	89.3	74.5	-4.1	10.4
매출원가	253	478	892	819	896
매출총이익	40	77	76	109	129
판매비와관리비	28	44	30	30	33
영업이익	12	32	47	79	96
영업이익률(%)	4.1	5.8	4.8	8.6	9.4
금융손익	1	4	0	0	1
중속/관계기업관련손익	-1	-3	0	0	0
기타영업외손익	0	1	2	0	1
세전계속사업이익	10	35	49	79	97
법인세비용	3	8	12	19	23
당기순이익	8	27	37	60	74
지배주주지분 순이익	9	27	36	59	73

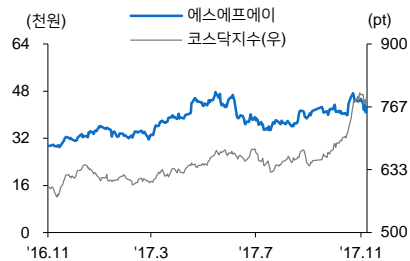
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	152	355	298	370	458
현금및현금성자산	8	105	108	158	220
매출채권	92	195	149	167	187
재고자산	39	30	23	26	29
비유동자산	147	211	162	186	210
유형자산	99	160	129	147	165
무형자산	25	26	24	29	34
투자자산	16	14	0	0	0
자산총계	299	566	460	556	668
유동부채	158	296	310	346	383
매입채무	39	121	93	104	116
단기차입금	66	85	125	135	145
유동성장기부채	37	5	3	4	4
비유동부채	32	64	43	43	44
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	24	44	23	23	23
부채총계	189	359	353	389	427
자본금	12	14	8	8	8
자본잉여금	70	138	62	62	62
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	49	75	37	97	171
비지배주주지분	3	4	0	0	0
자본총계	110	207	107	167	241

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-31	85	94	76	88
당기순이익(손실)	8	27	37	60	74
유형자산감가상각비	6	8	11	12	12
무형자산상각비	1	2	2	2	2
운전자본의 증감	-51	34	38	-11	-13
투자활동 현금흐름	-21	-71	-37	-36	-36
유형자산의 증가(CAPEX)	-16	-70	-32	-30	-30
투자자산의 감소(증가)	1	6	0	0	0
재무활동 현금흐름	41	84	42	10	10
차입금증감	41	21	42	10	10
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-11	98	3	50	62
기초현금	18	8	105	108	158
기말현금	8	105	108	158	220

Key Financial Data					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS			70,782	67,848	74,904
EPS(지배주주)			2,628	4,336	5,337
CFPS			197	3,622	4,563
EBITDAPS			4,365	6,839	8,069
BPS			7,789	12,192	17,596
DPS			0	0	0
배당수익률(%)			0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER			13.4	8.1	6.6
PCR			178.2	9.7	7.7
PSR			0.5	0.5	0.5
PBR			4.5	2.9	2.0
EBITDA			60	94	110
EV/EBITDA			10.9	6.5	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)			23.2	43.4	35.8
EBITDA이익률			70.5	77.4	71.6
부채비율			331.4	233.3	177.3
금융비용부담률			0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)			33.9	42.4	31.9
매출채권회전율(x)			5.6	5.9	5.8
재고자산회전율(x)			33.3	33.3	32.5

Trading Buy

적정주가 (12개월)	49,000원	
현재주가 (12. 1)	42,500원	
상승여력	15.3%	
KOSPI	787.70pt	
시가총액	15,261억원	
발행주식수	3,591만주	
유동주식비율	53.71%	
외국인비중	30.04%	
52주 최고/최저가	47,750원/29,000원	
평균거래대금	121.9억원	
주요주주(%)		
디와이홀딩스 외 4인	36.14	
삼성디스플레이	10.15	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	3.0	-9.0
6개월	-4.1	-20.4
12개월	42.1	7.2
주가그래프		



삼성디스플레이 신규 capa 증설 및 중국 전공정 장비 수주 모멘텀 유효

- 독점적인 물류장비 공급으로 삼성디스플레이 capa 투자 시 대규모 수주 가능
- 17년 수주는 1.5조원 수준으로 18년 1.6조원으로 확대될 전망
- 삼성디스플레이의 신규 capa 투자는 2H17 다소 정체되었으나, 1H18 45k 가량 재개될 전망

OLED 증착기 수주를 통해 외형증가/수익성개선을 동시에 노린다

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

투자이견 Trading Buy 및 적정주가 49,000원 · 18년 실적 개선 모멘텀은 중국이 주도

- 에스엔유 인수 이후 강화된 증착기 경쟁력을 바탕으로 중국업체로부터의 수주가 견조하게 증가할 전망
- 높은 배당성향에 기반해 연말 안정적 주가 흐름을 예상 (2017년말 DPS 900원, 배당수익률 1.8% 예상)
- 적정주가 49,000원은 2018E PBR 1.86배에 기반 (2018E PER 9.8배 수준)

(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	49.5	3.1	12.7	6.2	89.4
2016	1,319.7	120.8	78.2	2,179	153.7	15,838	19.5	2.7	5.0	13.8	94.1
2017E	1,968.6	234.8	194.9	5,427	149.1	21,718	7.8	2.0	3.9	28.9	75.3
2018E	2,120.9	241.5	178.7	4,975	-8.3	26,337	8.5	1.6	3.5	20.7	64.0
2019E	2,367.7	271.8	200.6	5,587	12.3	31,473	7.6	1.4	2.9	19.3	55.2

에스에프에이 - 분기실적 추정

2018년 산업 전망 반도체/디스플레이
관성적 의구심을 넘어

에스에프에이 실적 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	205.3	279.4	320.2	514.9	461.5	574.8	458.2	474.0	511.2	551.6	541.8	516.3	1,319.7	1,968.6	2,120.9
SFA(모회사)	108.1	170.6	195.2	376.1	308.0	431.5	316.8	302.9	346.1	395.7	387.9	331.1	849.9	1,359.2	1,460.8
공정장비	12.1	20.9	27.6	41.4	36.0	48.1	42.5	41.8	36.0	50.5	45.1	43.9	102.0	168.4	175.4
물류장비	96.0	149.6	167.6	334.7	272.0	383.4	274.3	261.1	310.1	345.2	342.9	287.2	747.9	1,190.8	1,285.3
SFA 반도체 (자회사)	88.1	98.8	114.2	128.1	115.8	109.0	107.1	141.0	127.4	119.9	117.8	155.1	429.2	472.9	520.2
기타	9.1	10.1	10.8	10.7	37.7	34.3	34.3	30.2	37.7	36.0	36.1	30.2	40.7	136.5	140.0
영업이익	4.8	19.6	29.6	66.9	44.4	72.4	62.6	55.3	55.2	62.3	69.0	55.0	120.8	234.8	241.5
영업이익률	2.3%	7.0%	9.2%	13.0%	9.6%	12.6%	13.7%	11.7%	10.8%	11.3%	12.7%	10.7%	9.2%	11.9%	11.4%
SFA (모회사)	9.8	20.6	20.5	53.7	35.7	65.3	52.6	44.8	45.0	51.9	56.3	43.1	104.7	198.4	196.4
SFA반도체 (자회사)	-4.7	3.4	6.1	10.0	7.5	5.1	4.3	6.2	7.0	6.8	7.0	7.6	14.8	23.1	28.4
순이익	11.5	17.4	25.4	24.4	48.8	53.5	49.8	42.7	44.4	43.7	50.1	40.4	78.2	194.9	178.7
신규수주 (SFA)	350.6	134.7	558.0	356.9	651.0	207.2	291.5	766.3	200.9	222.9	316.7	743.5	1,365.7	1,450.0	1,484.0
수주잔고 (SFA)	418.7	397.8	742.2	723.0	600.0	375.7	350.4	813.8	668.7	495.9	424.6	837.1	723.0	813.8	837.1

참고: 2016년 부터 SFA반도체 연결 편입

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

에스에프에이 (056190)

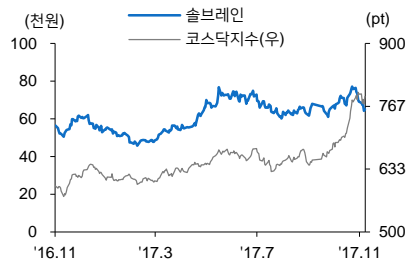
2018년 산업 전망 **반도체/디스플레이**
관성적 의구심을 넘어

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	526	1,320	1,969	2,121	2,368
매출액증가율(%)	26.7	150.9	49.2	7.7	11.6
매출원가	418	1,126	1,647	1,793	1,999
매출총이익	108	194	321	328	368
판매비와관리비	50	73	81	86	97
영업이익	58	121	235	241	272
영업이익률(%)	11.0	9.2	11.9	11.4	11.5
금융손익	-14	-20	-5	-5	-4
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-14	-20	13	-5	-4
세전계속사업이익	51	105	254	237	268
법인세비용	20	26	56	55	64
당기순이익	31	80	198	182	204
지배주주지분 순이익	31	78	195	179	201
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	520	824	1,032	1,173	1,351
현금및현금성자산	247	276	321	404	515
매출채권	113	149	237	259	283
재고자산	29	40	37	40	44
비유동자산	669	682	701	721	727
유형자산	495	498	531	544	544
무형자산	114	124	116	118	120
투자자산	2	8	8	8	8
자산총계	1,189	1,505	1,733	1,894	2,078
유동부채	259	457	455	449	448
매입채무	68	165	152	165	181
단기차입금	2	0	0	0	0
유동성장기부채	89	77	71	77	85
비유동부채	302	272	289	290	292
사채	25	21	20	20	20
장기차입금	209	186	194	194	194
부채총계	562	730	744	739	740
자본금	9	9	18	18	18
자본잉여금	27	28	35	35	35
기타포괄이익누계액	0	1	-2	-2	-2
이익잉여금	482	553	728	894	1,078
비지배주주지분	131	207	209	209	209
자본총계	628	776	989	1,154	1,339

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	19	164	134	185	211
당기순이익(손실)	31	80	198	182	204
유형자산감가상각비	11	74	80	82	90
무형자산상각비	0	0	0	-1	-1
운전자본의 증감	-41	-35	-96	-43	-48
투자활동 현금흐름	-101	-77	-72	-93	-88
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-29	-110	-95	-90
투자자산의 감소(증가)	-55	-15	32	0	0
재무활동 현금흐름	-14	-58	-15	-9	-12
차입금증감	-3	-49	4	6	7
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-95	29	45	83	111
기초현금	342	247	276	321	404
기말현금	247	276	321	404	515
Key Financial Data					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	29,300	73,506	54,822	59,065	65,935
EPS(지배주주)	859	2,179	5,427	4,975	5,587
CFPS	-5,314	1,635	1,250	2,298	3,087
EBITDAPS	3,845	10,828	8,765	8,980	10,044
BPS	13,823	15,838	21,718	26,337	31,473
DPS	402	1,120	900	1,095	1,229
배당수익률(%)	0.9	2.6	2.1	2.6	2.9
Valuation(Multiple)					
PER	49.5	19.5	7.8	8.5	7.6
PCR	N/A	N/A	34.0	18.5	13.8
PSR	1.5	0.6	0.8	0.7	0.6
PBR	3.1	2.7	2.0	1.6	1.4
EBITDA	69	194	315	322	361
EV/EBITDA	12.7	5.0	3.9	3.5	2.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.2	13.8	28.9	20.7	19.3
EBITDA이익률	49.5	59.4	76.5	56.1	58.7
부채비율	89.4	94.1	75.3	64.0	55.2
금융비용부담률	-1.2	0.4	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	189.3	11.0	22.7	24.2	26.6
매출채권회전율(x)	6.1	10.1	10.2	8.6	8.8
재고자산회전율(x)	24.0	32.6	43.2	47.0	48.0

Trading buy

적정주가 (12개월)	78,000원	
현재주가 (12. 1)	65,200원	
상승여력	19.6%	
KOSPI	787.70pt	
시가총액	11,344억원	
발행주식수	1,740만주	
유동주식비율	54.04%	
외국인비중	25.24%	
52주 최고/최저가	77,200원/45,850원	
평균거래대금	73.0억원	
주요주주(%)		
정지완 외 8 인	43.49	
Hermes Investment Management Ltd 외 3 인	6.10	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-8.0	-18.8
6개월	-2.4	-19.0
12개월	24.9	-5.8
주가그래프		



전방 산업의 투자 사이클 전개 · 특수 가스 시장의 구조적 성장

- 전방 산업은 투자의 원천 (DRAM)과 대상 (NAND/Logic)이 분리되며 향후 2-3년간 투자 확장 진행될 전망
- NAND의 경우 선두업체의 초격차 전략 및 후발 주자의 Capa 증설은 소재 사용량의 급격한 팽창을 견인
- 삼성전자의 V NAND 물량 확대는 2018년 실적 개선에 기여

반도체 부문 실적의 견조한 성장 vs 디스플레이 부문의 정체된 성장

- 삼성 평택 NAND fab의 경우 가동 물량이 지속 확대되며, 동사 반도체 소재에 긍정적으로 작용
- 동사의 3D NAND 향 고선택비 식각액 매출은 꾸준히 증가하며, 일부 시장에서 제기되었던 점유율 훼손 및 기술 진보에 따른 소재 변화 우려는 지속 완화될 전망
- 하지만 Thin Glass 등 동사의 일부 사업부에서는 구조적 취약점이 수면위로 드러나는 중

투자의견 Trading buy 및 적정주가 78,000원

- 삼성전자의 지분 투자 불구, 상시적으로 남아있는 불확실성은 추가적인 이중 M&A 모색
- 적정주가 78,000원은 201818E EPS에 13.5배 적용한 수준 (과거 Upcycle 평균)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	627.9	101.1	80.7	4,877	107.0	29,898	13.4	2.2	5.3	16.3	48.5
2016	722.5	105.1	74.8	4,510	-7.5	33,713	14.5	1.9	5.7	13.4	47.8
2017E	775.0	107.8	61.8	3,829	-15.1	36,863	17.0	1.8	6.5	10.6	36.9
2018E	845.2	135.1	96.5	5,980	56.2	42,800	10.9	1.5	5.1	14.6	43.7
2019E	920.2	153.7	110.4	6,842	14.4	48,746	9.5	1.3	4.2	14.6	50.9

솔브레인 - 분기실적 추정

2018년 산업 전망 반도체/디스플레이
관성적 의구심을 넘어

솔브레인 실적 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	172.4	177.0	186.0	187.1	184.0	185.3	202.1	203.5	200.6	209.3	215.1	220.1	722.5	775.0	845.2
반도체	85.5	84.7	92.0	96.0	96.3	102.8	118.8	118.9	120.8	126.8	131.1	137.2	358.2	436.8	515.9
Ethcing	68.5	68.6	75.3	80.1	80.0	84.9	101.1	101.1	103.2	108.3	111.6	117.1	292.4	367.3	440.2
CVD precursor	6.9	7.1	6.9	7.1	7.0	8.4	8.2	8.3	8.2	8.6	9.0	9.2	28.0	31.9	35.0
CMP slurry	10.0	9.1	9.8	8.9	9.2	9.5	9.4	9.5	9.4	10.0	10.5	10.8	37.8	37.6	40.7
디스플레이	70.1	74.6	76.6	78.0	74.4	67.7	64.6	65.5	61.0	61.9	63.8	62.6	299.3	272.2	249.2
Etchant	11.8	12.5	11.8	12.4	11.4	12.3	13.0	13.8	13.2	13.5	14.4	15.2	48.4	50.4	56.3
Organic materials	18.6	19.7	19.2	20.0	20.7	19.7	20.1	20.9	20.2	20.6	20.7	21.1	77.5	81.4	82.5
Thin Glass & Others	39.8	42.4	45.6	45.7	42.3	35.7	31.5	30.9	27.5	27.8	28.6	26.4	173.4	140.4	110.3
이차전지	10.2	10.2	10.9	7.5	12.2	14.0	15.1	14.6	14.9	15.5	16.4	15.8	38.9	55.9	62.6
Electrolyte & Lead	10.2	10.2	10.9	7.5	12.2	14.0	15.1	14.6	14.9	15.5	16.4	15.8	38.9	55.9	62.6
기타	6.6	7.5	6.6	5.5	1.1	0.9	3.7	4.4	4.0	5.1	3.8	4.6	26.2	10.1	17.5
영업이익	31.5	27.6	25.0	21.2	26.3	24.6	29.5	27.3	29.1	32.7	36.5	36.8	105.1	107.8	135.1
순이익	22.9	25.6	33.9	-7.6	11.5	14.1	12.8	23.4	15.3	25.4	26.1	29.7	74.8	61.8	96.5

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	628	723	775	845	920
매출액증가율(%)	16.6	15.1	7.3	9.1	8.9
매출원가	472	550	594	630	680
매출총이익	156	173	181	215	241
판매비와관리비	55	68	73	80	87
영업이익	101	105	108	135	154
영업이익률(%)	16.1	14.5	13.9	16.0	16.7
금융손익	7	-1	-1	-1	-1
중속/관계기업관련손익	3	-4	-10	-4	-4
기타영업외손익	10	-5	-19	-5	-5
세전계속사업이익	110	100	89	130	149
법인세비용	30	25	26	33	37
당기순이익	81	75	63	98	112
지배주주지분 순이익	81	75	62	96	110
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	209	292	343	538	750
현금및현금성자산	86	138	182	365	563
매출채권	61	73	79	86	94
재고자산	32	42	46	50	54
비유동자산	522	537	499	487	474
유형자산	321	328	308	298	286
무형자산	13	13	8	5	2
투자자산	166	138	119	115	111
자산총계	732	829	841	1,024	1,224
유동부채	223	243	201	186	187
매입채무	21	38	41	45	49
단기차입금	147	150	146	146	146
유동성장기부채	3	1	1	1	1
비유동부채	16	26	26	126	226
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	11	17	16	116	216
부채총계	239	268	227	311	413
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	79	77	77	77	77
기타포괄이익누계액	4	3	3	3	3
이익잉여금	416	483	535	621	719
비지배주주지분	-2	3	4	4	4
자본총계	493	561	615	713	811

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	120	142	105	140	155
당기순이익(손실)	81	75	63	98	112
유형자산감가상각비	41	48	55	55	55
무형자산상각비	1	1	3	3	3
운전자본의 증감	-21	19	9	-7	-8
투자활동 현금흐름	-171	-77	-48	-45	-43
유형자산의 증가(CAPEX)	-61	-54	-40	-45	-43
투자자산의 감소(증가)	-103	26	-7	0	0
재무활동 현금흐름	49	-15	-13	89	87
차입금증감	58	-7	-3	100	100
자본의증가	3	0	0	0	0
현금의증가(감소)	0	52	44	183	198
기초현금	86	86	138	182	365
기말현금	86	138	182	365	563
Key Financial Data					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	37,948	43,621	46,790	51,029	55,558
EPS(지배주주)	4,877	4,510	3,829	5,980	6,842
CFPS	-18	3,133	2,630	11,046	11,979
EBITDAPS	8,673	9,310	9,991	11,654	12,792
BPS	29,898	33,713	36,863	42,800	48,746
DPS	500	610	700	815	1,000
배당수익률(%)	0.8	0.9	1.1	1.3	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	13.4	14.5	17.0	10.9	9.5
PCR	-3596.0	20.8	24.8	5.9	5.4
PSR	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
PBR	2.2	1.9	1.8	1.5	1.3
EBITDA	144	154	165	193	212
EV/EBITDA	5.3	5.7	6.5	5.1	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.3	13.4	10.6	14.6	14.6
EBITDA이익률	69.9	50.3	38.6	53.8	54.5
부채비율	48.5	47.8	36.9	43.7	50.9
금융비용부담률	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	28.1	29.2	37.6	43.6	46.2
매출채권회전율(x)	11.1	10.8	10.2	10.3	10.3
재고자산회전율(x)	17.0	14.8	13.4	13.1	13.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 12월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 12월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 12월 4일 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 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 하시기를 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	94.0%
중립	6.0%
매도	0%

2017년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성전자 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이	
					평균	최고(최저)		
2016.01.04	산업브리프	Buy	1,600,000	박유악	-20.5	-18.8		
2016.01.05	기업브리프	Buy	1,600,000	박유악	-21.5	-18.8		
2016.01.11	기업브리프	Buy	1,600,000	박유악	-22.5	-18.8		
2016.01.15	산업브리프	Buy	1,600,000	박유악	-22.8	-18.8		
2016.01.18	산업분석	Buy	1,600,000	박유악	-24.1	-18.8		
2016.01.29	기업브리프	Buy	1,500,000	박유악	-23.3	-23.3		
2016.02.01	산업브리프	Buy	1,500,000	박유악	-21.7	-18.5		
2016.03.10	산업브리프	Buy	1,500,000	박유악	-20.4	-15.1		
2016.03.22	산업분석	Buy	1,500,000	박유악	-19.3	-12.8		
2016.03.31	기업브리프	Buy	1,500,000	박유악	-19.1	-12.5		
2016.04.01	산업브리프	Buy	1,500,000	박유악	-18.6	-12.5		
2016.04.08	기업브리프	Buy	1,500,000	박유악	-17.8	-12.5		
2016.04.26	산업브리프	Buy	1,500,000	박유악	-17.6	-12.5		
2016.04.29	기업브리프	Buy	1,500,000	박유악	-17.6	-12.5		
2016.05.02	산업브리프	Buy	1,500,000	박유악	-17.2	-12.5		
2016.05.23	산업분석	Buy	1,500,000	박유악	-16.9	-12.5		
2016.06.01	산업브리프	Buy	1,500,000	박유악	-8.6	12.5		
				담당자 변경				
2016.09.19	산업분석	Buy	2,070,000	김선우	-23.3	-21.8		
2016.10.06	기업브리프	Buy	2,070,000	김선우	-22.5	-17.6		
2016.10.10	산업분석	Buy	2,070,000	김선우	-22.7	-17.6		
2016.10.13	기업브리프	Buy	2,070,000	김선우	-22.9	-17.6		
2016.10.28	기업브리프	Buy	2,070,000	김선우	-22.5	-17.6		
2016.11.15	기업브리프	Buy	2,070,000	김선우	-22.5	-17.6		
2016.11.25	산업분석	Buy	2,070,000	김선우	-22.4	-17.6		
2016.11.29	기업브리프	Buy	2,070,000	김선우	-19.4	-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	-18.6	-15.9		
2017.12.04	산업분석	Buy	3,400,000	김선우	-	-		

SK하이닉스 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이	
					평균	최고(최저)		
2016.01.04	산업브리프	Buy	49,000	박유악	-37.7	-33.3		
2016.01.12	기업브리프	Buy	42,000	박유악	-33.5	-33.1		
2016.01.15	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-34.2	-33.1		
2016.01.18	산업분석	Buy	42,000	박유악	-34.6	-32.6		
2016.01.27	기업브리프	Buy	42,000	박유악	-34.6	-32.6		
2016.02.01	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-31.3	-23.9		
2016.03.10	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-30.9	-23.9		
2016.03.22	산업분석	Buy	42,000	박유악	-30.8	-23.9		
2016.04.01	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-31.2	-23.9		
2016.04.11	기업브리프	Buy	42,000	박유악	-31.7	-23.9		
2016.04.26	기업브리프	Buy	42,000	박유악	-31.7	-23.9		
2016.04.26	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-31.7	-23.9		
2016.05.02	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-32.5	-23.9		
2016.05.23	산업분석	Buy	42,000	박유악	-32.6	-23.9		
2016.06.01	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-27.7	-7.3		
				담당자 변경				
2016.09.19	산업분석	Buy	49,000	김선우	-16.8	-13.1		
2016.10.26	기업브리프	Buy	49,000	김선우	-16.2	-12.1		
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	-18.1	-14.1		
2017.12.04	산업분석	Buy	103,000	김선우	-	-		

SK머티리얼즈 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.01.15	산업브리프	StrongBuy	180,000	박유악	-39.2	-34.5	
2016.01.18	산업분석	Buy	160,000	박유악	-33.6	-30.9	
2016.02.01	산업브리프	Buy	160,000	박유악	-31.0	-23.4	
2016.03.10	산업브리프	Buy	160,000	박유악	-30.8	-23.4	
2016.04.01	기업브리프	Buy	160,000	박유악	-28.9	-19.9	
2016.04.01	산업브리프	Buy	160,000	박유악	-28.9	-19.9	
2016.04.26	산업브리프	Buy	160,000	박유악	-28.7	-19.9	
2016.05.03	기업브리프	Buy	160,000	박유악	-29.0	-19.9	
2016.05.23	산업분석	Buy	160,000	박유악	-14.6	16.9	
2017.01.18		1년 경과			11.4	24.9	
				담당자 변경			
2017.06.07	산업분석	Buy	240,000	김선우	-22.1	-13.0	
2017.12.04	산업분석	Buy	240,000	김선우	-	-	

삼성SDI 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.12.23	산업분석	Buy	160,000	지목현	-33.3	-19.4	
2016.11.09		1년 경과			-41.6	-40.4	
				담당자 변경			
2016.11.25	산업분석	Trading Buy	107,000	김선우	-2.4	9.8	
2017.01.25	기업브리프	Trading Buy	123,000	김선우	10.9	34.6	
2017.06.07	산업분석	Trading Buy	188,000	김선우	-7.0	4.8	
2017.09.08	산업분석	Trading Buy	203,000	김선우	1.7	9.9	
2017.11.01	기업브리프	Trading Buy	230,000	김선우	-4.2	1.1	
2017.12.04	산업분석	Trading Buy	245,000	김선우	-	-	

LG디스플레이 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.01.18	산업분석	Hold	26,000	박유악	-7.3	-0.4	
2016.01.21	산업브리프	Hold	26,000	박유악	-8.2	-0.4	
2016.01.28	기업브리프	Hold	26,000	박유악	-8.5	-0.4	
2016.02.01	산업브리프	Hold	26,000	박유악	-9.2	-0.4	
2016.02.11	산업브리프	Hold	26,000	박유악	-6.7	5.4	
2016.04.28	기업브리프	Hold	26,000	박유악	-6.6	5.4	
2016.05.23	산업분석	Hold	26,000	박유악	-0.7	23.7	
				담당자 변경			
2016.09.19	산업분석	Buy	38,000	김선우	-23.6	-21.2	
2016.10.27	기업브리프	Buy	38,000	김선우	-25.3	-21.2	
2016.11.25	산업분석	Buy	38,000	김선우	-22.4	-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	-	-	

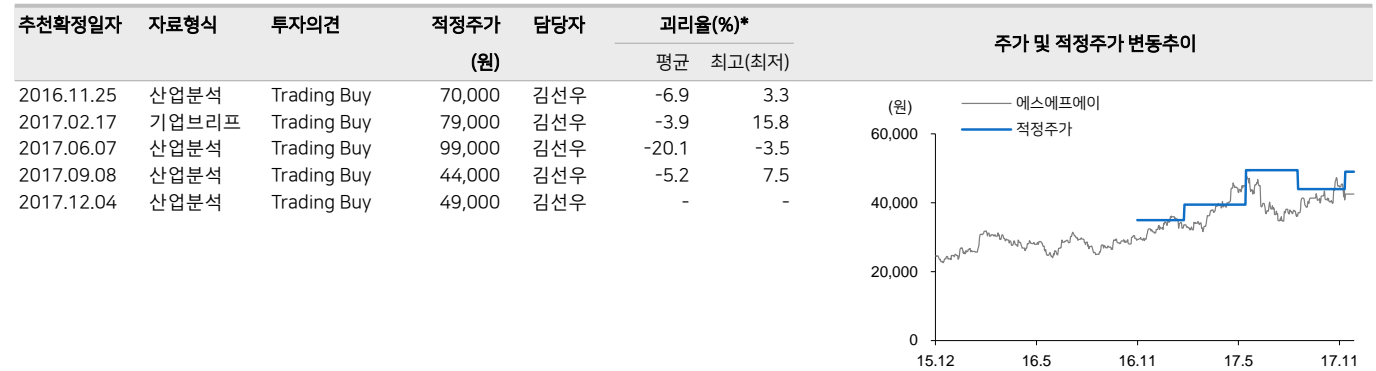
AP시스템 투자등급변경 내용

* 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	-37.2	-27.1	
2017.09.08	산업분석	Buy	56,500	김선우	-31.0	-23.9	
2017.12.04	산업분석	Buy	49,000	김선우	-	-	

에스에프에이 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



솔브레인 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

