

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

10

반도체/디스플레이 관성과 탄성

10

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

Overweight

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
삼성전자(005930)	Buy	66,000원
SK하이닉스(000660)	Buy	118,000원
SK머티리얼즈(036490)	Buy	240,000원
삼성SDI(006400)	Trading Buy	245,000원
솔브레인(036830)	Trading Buy	84,000원

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
LG디스플레이(034220)	Buy	29,000원
AP시스템(265520)	Buy	42,000원
에스에프에이(056190)	Trading Buy	43,000원

반도체/디스플레이 관성과 탄성



반도체/디스플레이

Analyst 김선우

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

10

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

반도체/디스플레이

Contents

Part I	반.디.불_ '폴더블'에 담긴 의미	7
Part II	거듭되는 메모리 고점논란_ Cyclical의 특수성과 예측의 한계	17
Part III	반도체_ 우리가 걱정하는 이유, 우리가 '여전히' 확신 있는 이유	23
Part IV	디스플레이_공평하지 않은 전투의 재개	43
기업분석	삼성전자(005930) 펀더멘털과 무관한 저평가. 반등의 시점 임박	54
	SK하이닉스(000660) 새로운 사이클에서 오는 탄성적 주가 상승 예상	59
	SK머티리얼즈(036490) 성장구간으로의 재진입	64
	삼성SDI(006400) 견조한 전방산업과 살아나는 모멘텀	67
	LG디스플레이(034220) 거센 파도, 높은 파고	71
	AP시스템(265520) 부진한 전방 시장 속 회복하는 기초체력	75
	에스에프에이(056190) 부진한 업황 대비 꾸준한 실적	78
	솔브레인(036830) 우려를 능가하는 실적 회복세	81

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

- 스마트폰 성장 둔화에 대비한, 애플의 OLED 채용은 전방시장의 단기 재성장을 견인. High-end 스마트폰 시장은 2019년 성장 재개
- 선두업체는 2019년 최소 2대의 폴더블 제품 출시 예상. 이는 각각 “휴대용 페어링 모니터 (상반기)”와 “폴더블 스마트폰(하반기)”로 시장 진입
- 폴더블 디스플레이의 등장은 스마트폰을 PC로 격상시키며, IT소비 한도 내에서의 극대화를 유도. 2020년까지의 전방 산업 성장 예상
- 중기적으로 OLED 도입은 기기의 변위차를 유도할 전망. 이는 PC의 정보‘생성’ 기능이, 스마트폰의 정보‘획득’기능에 더해지기 때문

II **2018년 하반기 전망 – 관성적 업황 고점 우려는 이제 뒤편길로... 응축된 탄성적 주가 반등에 기반한 재평가 국면 예상**

- **시클릭 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 ‘여전히’ 확신하는 이유** – 절대적 선두 업체 삼성전자의 공격적 공급 증가가 과거 하향 변곡점을 형성. 하지만 다음의 이유로 공급 증가는 완만하며 조심스러울 수 밖에 없다는 판단. 1) 구조적으로 투자 효율이 둔화, 2) SK하이닉스와 마이크론의 보수적 경영정책 및 주주환원 강화, 3) ‘서버’로 대변되는 DRAM 수요 증가율의 예측 적중도 저하, 4) 경쟁사와의 크지 않은 미세 공정 격차 감안 시 과잉 증설의 후폭풍이 더 우려되는 시점. DRAM 현물가는 6월 이후 ‘경험적 반등’이 발생하며 극심한 저평가 해소의 촉매로 작용될 전망
- **NAND** – 전방산업의 가격하락 이후 연말까지 NAND 판가의 완만한 하락세가 이어질 전망. NAND 특유의 ‘수요의 가격탄력성’ 에도 불구하고 현 서버 업체들은 NAND 보다 DRAM 확충에서 오는 처리 효율성이 더 높기 때문. 판가 안정화 이후 건조한 투자 증가가 연말부터 재개될 전망
- **LCD** – 구조적 문제점은 여전히 유효. 1) 모바일 디스플레이 대비 TV의 소비자 가동율은 지속 감소. 2) 수요 중국업체의 Capa 증설의 후폭풍은 여전히 현재 진행형. 3) 과거 목격되었던 가동률 축소 공조를 통한 업황 회복이 작동하지 않는 시점. 판가 하락은 3Q17에야 안정화될 전망.
- **OLED** – OLED 투자의 중장기 성장성은 지속 유효하나, 신형 아이폰의 성공을 통한 SDC의 A4/A5 정상 가동이 필요한 시점

III **2018년 Top Picks – 삼성전자, SK하이닉스, SK머티리얼즈, 삼성SDI, 솔브레인**

10

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

반도체/디스플레이

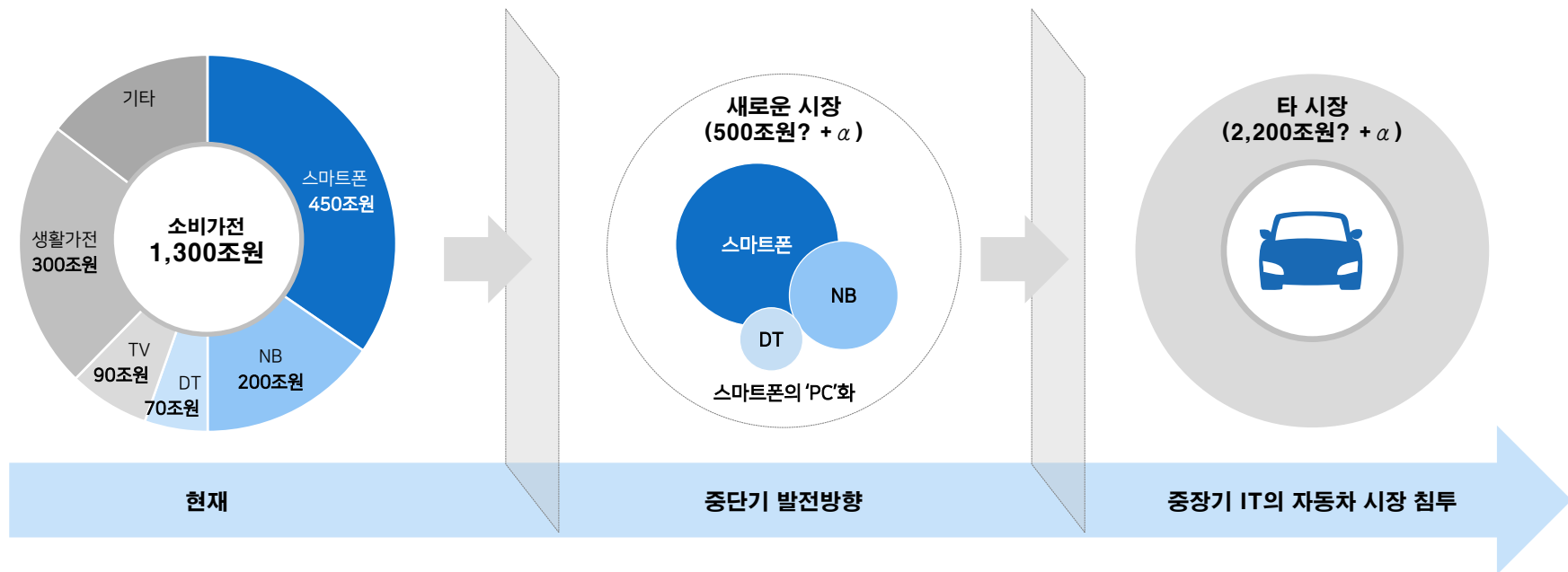
Part I

반.디.불_ ‘폴더블’에 담긴 의미

반.디.불_ 전방시장 장기 성장 스토리는 지속 유효

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

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

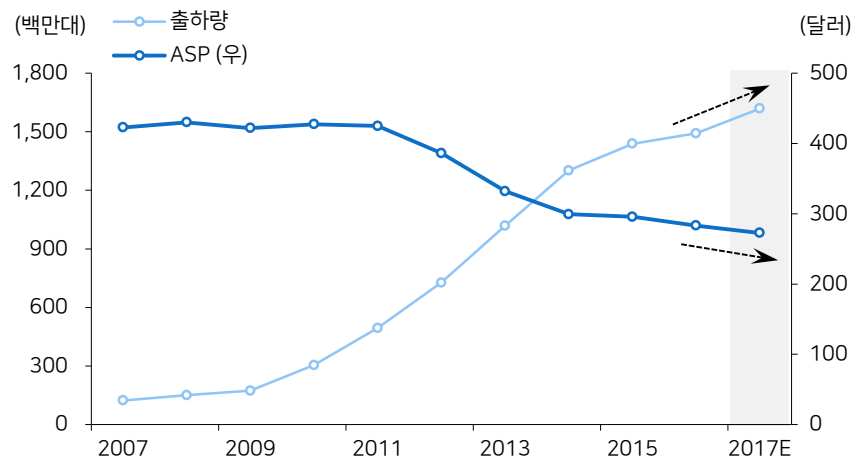


Tech 산업 빅 픽처 - 전방시장의 위축, 스마트폰의 생명 연장 필요성

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

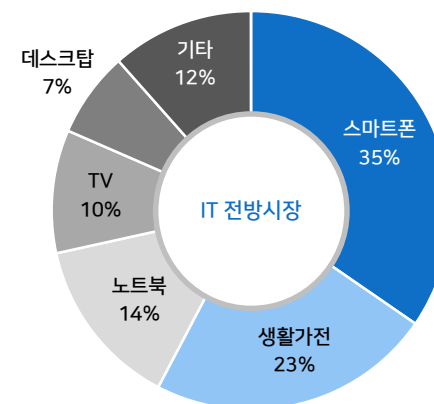
- 성숙기가 도래한 스마트폰시장은 2017-18년을 Peak 이후 금액기준 역성장이 가능성이 높음
- 제조사들의 고민은 이러한 판가 하락을 어찌 최소화하는냐, 그리고 어떻게 개선을 시킬 것인가
- 향후 스마트폰 전방시장의 약화는 1) 신 시장 발굴 또는 2) 타 시장 침투를 통해 해결 가능
- 당사가 예상하는 1) '신 시장'은 스마트폰과 PC와의 결합. 2) '타 시장'은 자동차 시장으로의 침투

지속적인 판가 하락으로 스마트폰 시장은 18년 이후 역성장 가능



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

신 시장 발굴이 절실한 IT 전방시장



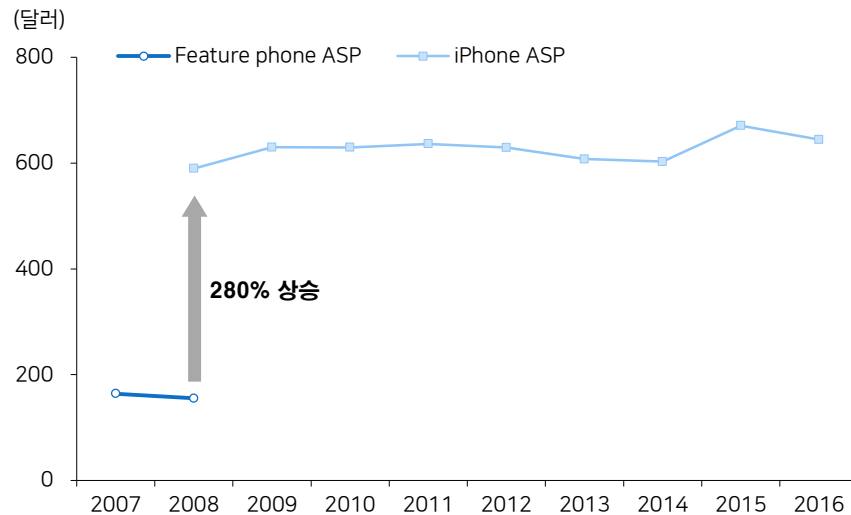
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

10년전 아이폰이 가져왔던 판가 혁신, 또 볼 수 있을까?

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

- 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

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

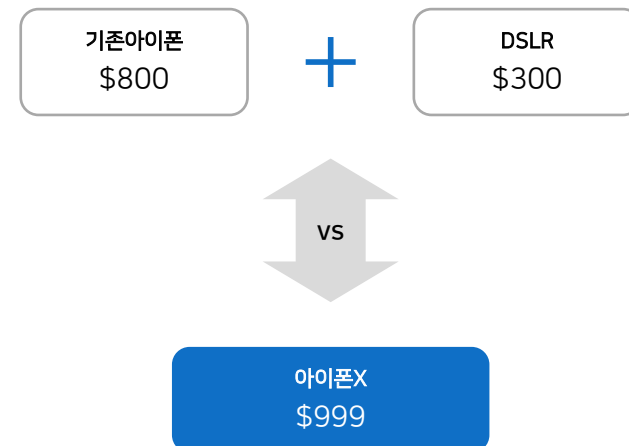
- 아이폰X는 2018년 Tech 산업 뿐 아니라 2020년 이후 모바일 산업의 전개 방향을 바꿀 제품
- 판매 가격의 상승은 단순히 제조비용 증가의 결과물이 아닌, 다양한 의미로 해석돼야 함
- 스마트폰이 '기능적 통합'과 '총소비금액의 축소'를 기반으로 소비자에게 수용됐음
- 아이폰X은 1) DSLR 등 하이엔드 기기와의 통합과 2) +3년 대기 수요의 일시적 흡수를 기대한 제품
- 결국 PC와의 통합으로 가는 길목에 놓인, 제조원가 전가의 시범작으로 해석 가능

아이폰X의 등장은 플렉서블 시대로 가기 위한 교두보였으나...



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

... 고성능 카메라에서 오는 효용 증가의 한계를 경험



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

스마트폰 = 정보 획득적 기기, 그럼 PC는?

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

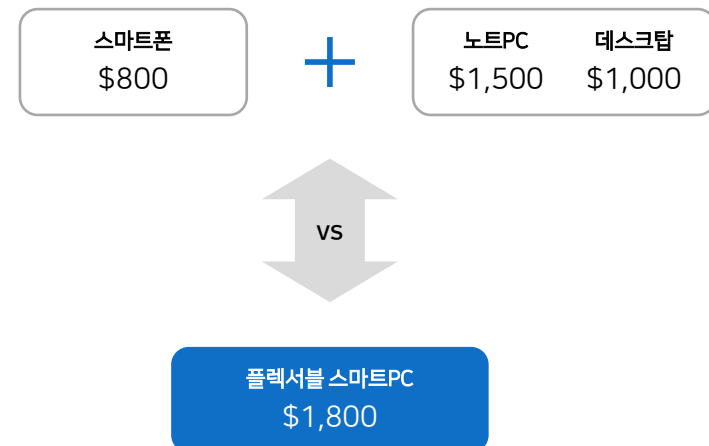
- 판가 혁신의 제 1 사례 = LCD TV (2000년대 초반)
- LCD TV는 CRT TV 대비 판가가 6배 이상 상승하며, 전방시장의 폭발적 확대 + 후방시장의 성장을 이끌
- 제2의 사례는 바로 07년의 아이폰. 핸드셋 판가는 아이폰이 등장하며 3.5배로 상승
- 소비자들이 가파른 가격 상승에도 불구하고 아이폰을 구매한 이유는, 버짓 개념에서 피쳐폰+카메라+MP3+네비게이션+PMP 등을 더한 것보다 아이폰 구매가 합리적이기 때문

스마트폰 특성 vs 노트 PC 특성



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

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



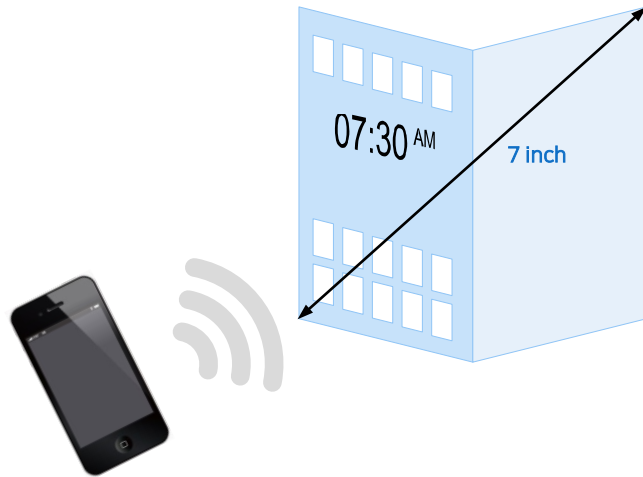
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

폴더블 디바이스, 언제 등장할까?

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

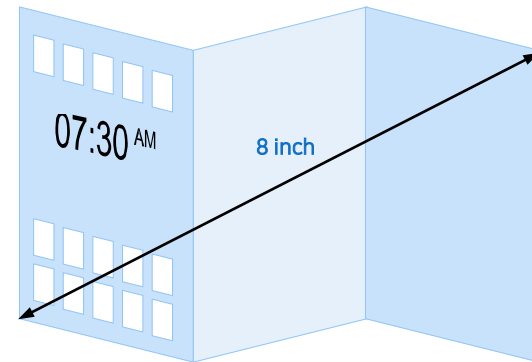
- 9인치 대 확장이 가능한 폴더블 기기는 스마트폰의 판가 상승을 꾀할 수 있는 절대 요소
- 2019년 드디어 두 가지 형태의 폴더블 기기를 예상: 1) 연초 - 휴대용 스마트 스크린 (원폴딩 7인치 모니터), 2) 연말 - 폴더블 스마트폰 (투폴딩 8인치 스마트폰)
- 두 형태의 기기는 1) 제조 원가, 2) 성능 완결성, 3) 소비자의 판가 저항, 4) 기존 제품과의 시너지 또는 카니발 효과를 종합적으로 판단한 결과물로 예상

메리츠 폴더블 기기 예상도 - 휴대용 스마트 스크린 (원폴딩 7인치 모니터)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠 폴더블 기기 예상도 - 폴더블 스마트폰 (투폴딩 8인치 스마트폰)



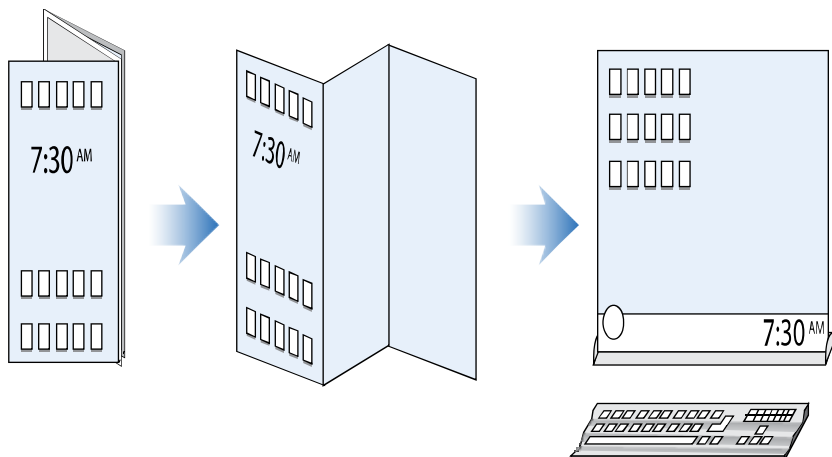
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

OLED 기반 혁신 기기 등장은 필연적

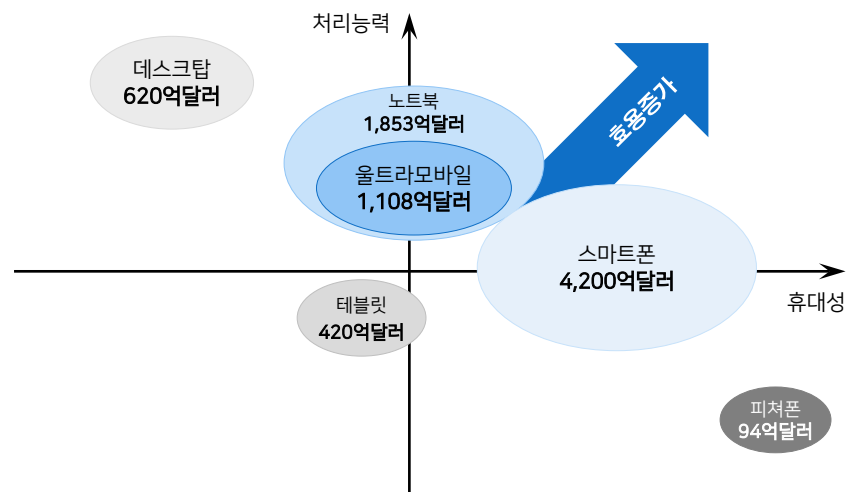
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

- 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 (메리츠종금증권 예상)



성숙기의 스마트폰은 PC 시장을 흡수/통합/확대하며 성장할 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

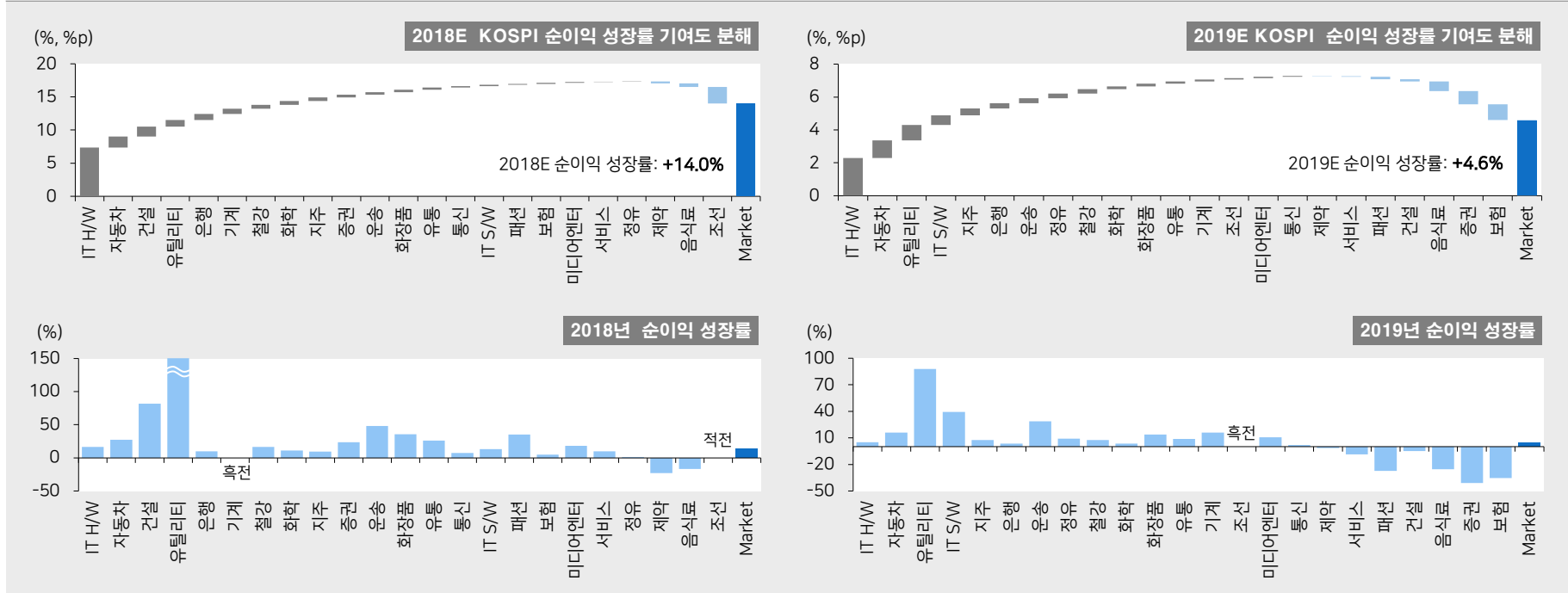
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

2018년 한국 시장내 업종별 전망

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

- 당사 2018년 한국 시장 순이익 성장률 추정치는 14%
- IT H/W로 분류되는 Tech 업종의 전년 대비 순이익 증가율 자체는 둔화세
- 하지만 여전히 시장 성장에 가장 큰 기여도를 보이며 이는 내년에도 지속될 전망
- 2Q18 어닝시즌에 진입하며 수익성 확장에 기반한 IT 업종의 랠리 재개가 예상됨

Head

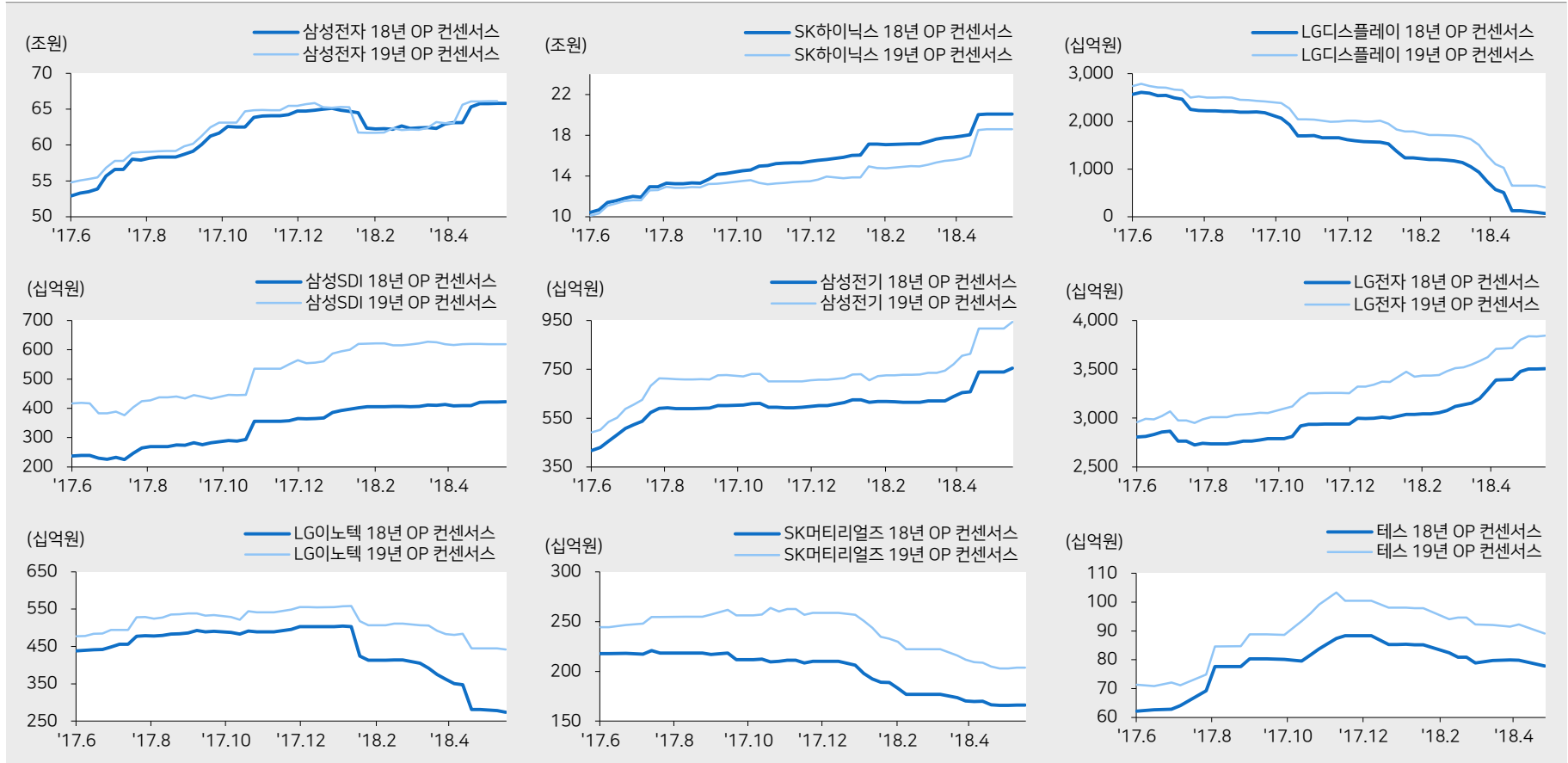


자료: 메리츠증권 리서치센터

Tech 대형주 2018E 실적 컨센서스 추이

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

IT 대형주 컨센서스 추이 차트



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

10

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

반도체/디스플레이

Part II

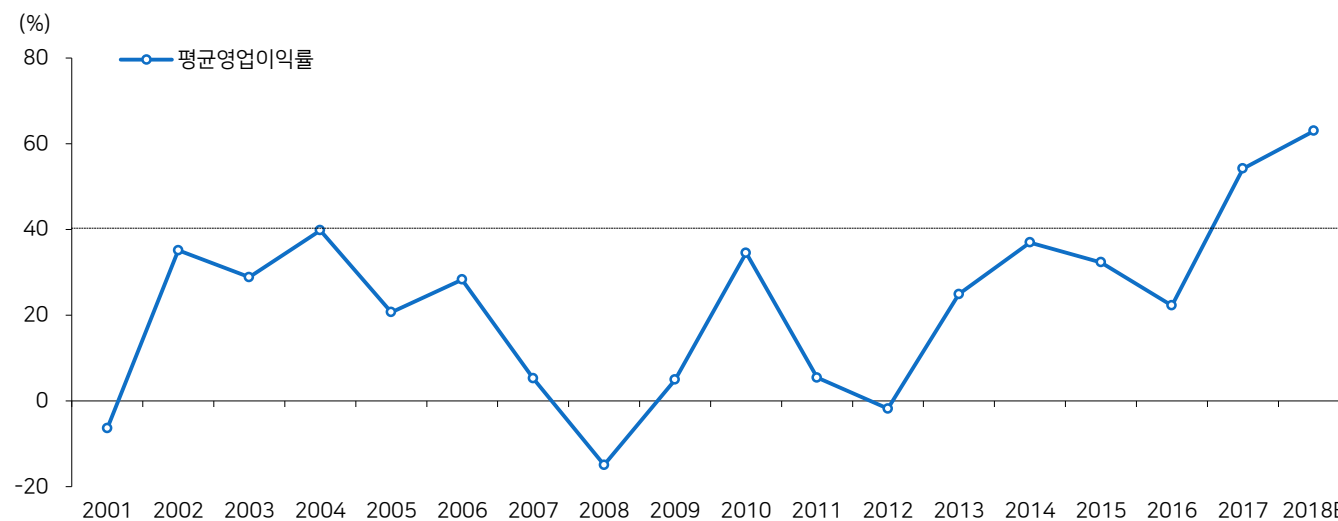
거듭되는 메모리 고점논란_
Cyclical의 특수성과 예측의 한계

왜 시장은 계속 반도체 업황 둔화를 얘기하는가?

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

- 2017년 중반부터 DRAM 업황의 고점론이 지속 등장해 옴
- 다양한 업황 둔화 변수 중 주로 수요 측면의 우려가 부정적 시각의 근거로 대두
- 1) 중국 및 하이엔드 스마트폰의 성장 둔화, 2) 고객사들의 판가 상승 저항 및 정책 리스크 (중국 발개위), 3) 데이터센터 수요 추가 성장 우려 (CLOUD Act와 망중립성 폐지 등)
- 하지만 그보다는 과거 DRAM 산업 내 평균 영업이익률이 40%에 도달하면 늘 Downcycle이 찾아왔다는 관성적 직관이 우려 생성에 크게 작용했다고 판단됨

DRAM 3개사의 평균 영업이익률은 매년 40%의 문턱에서 좌절



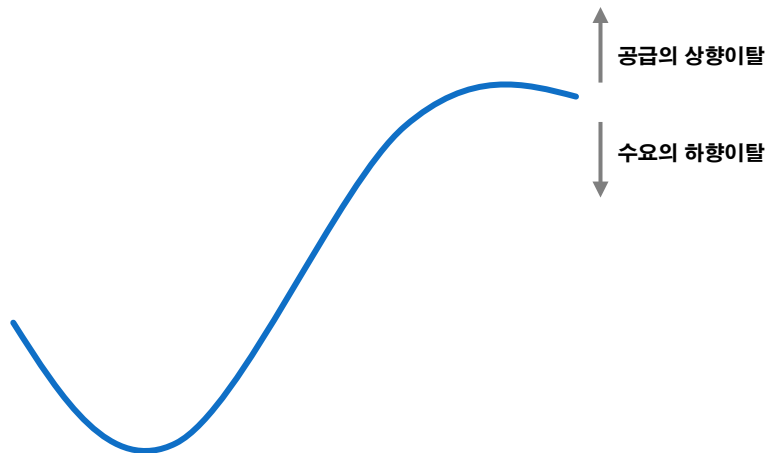
자료: 메리츠증권 리서치센터

대체 DRAM 고점의 언제 형성되는가?

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

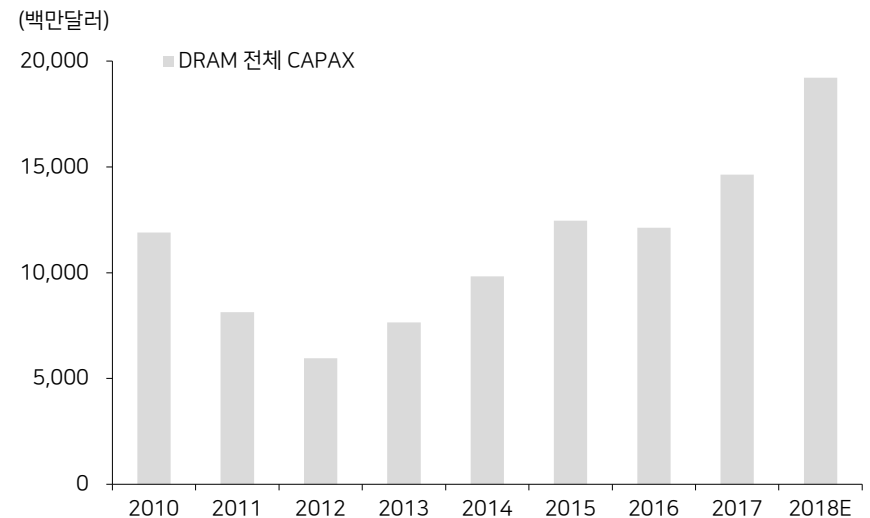
- DRAM 업황 둔화는 크게 1) 공급의 상향이탈 및 2) 수요의 하향이탈에서 발생
- 시장은 수요의 변화 뉴스에 민감하게 반응하나, 우리가 살펴 봐야하는건 바로 수급 (공급 나누기 수요)
- 쉽게 간과되는 수요와 공급 특징:
 - 1) 수요는 일회적 발생 vs 공급은 항구적 발생
 - 2) 수요는 당해년도에 발생 vs 공급은 수요 예측치를 미리 대응

DRAM Peak out 조건은 공급/수요의 상향/하향 이탈



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

장기 DRAM capex 급등은 업황 둔화를 야기?



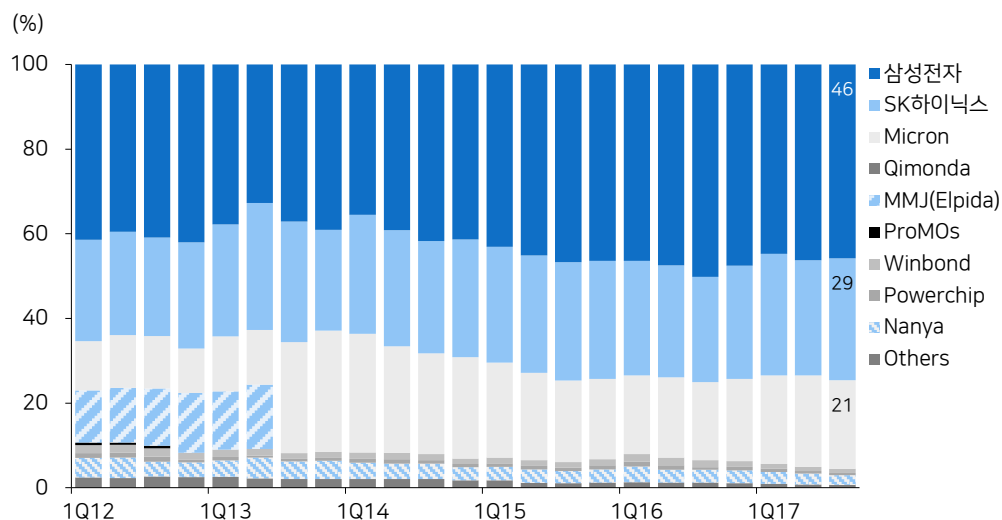
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

DRAM 사이클 발생의 원인은 주로 '공급의 상향 이탈'

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

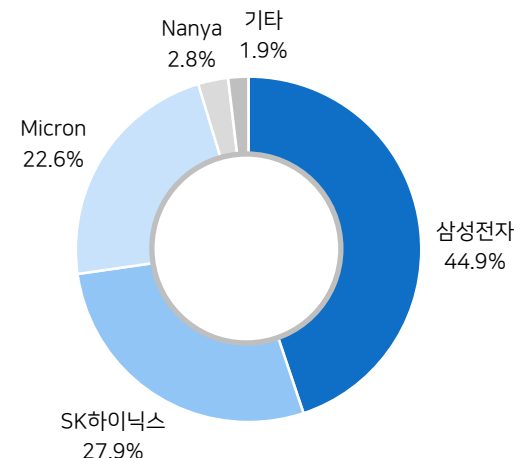
- 요동치는 DRAM 업황은 결국 출하량 성장을 피하는 욕심과 판가 하락 회피 사이의 마찰과정
- 수요의 예측 가능성은 높음, 그러나 공급은 별개의 특성을 지님
- 생산업체 수가 많았던 과거에는, '눈치' 없는 하나의 공급자만 있어도 모두 증설로 돌변해 옴
- 주력 생산업체가 3-4개로 줄어든 DRAM과 NAND 현 시장에서 공급증가 리스크는 크게 감소 중
- 다만 NAND의 경우 1) 공급 집중도가 아직 낮고, 2) 중국 업체들의 진입이 가시권에 존재함에 따라 DRAM과 달리 향후에도 큰 변동폭을 시현할 전망

DRAM 업체별 시장점유율 변화 - 3개사로 재편된 업황



자료: DRAmExchange, 메리츠증권증권 리서치센터

3개사 중 누군가의 이익 또는 점유율 과욕은 연쇄적 반응을 발생



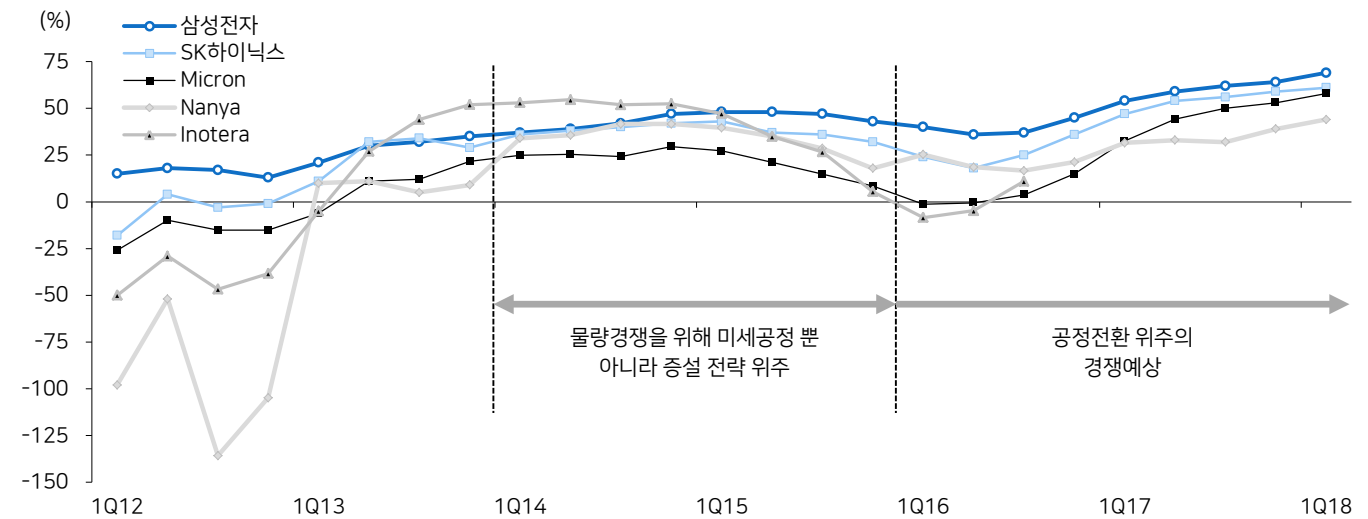
자료: DRAmExchange, 메리츠증권증권 리서치센터

DRAM 전쟁을 위한 두 가지 전통적 전투방식

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

- 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

10

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

반도체/디스플레이

Part III

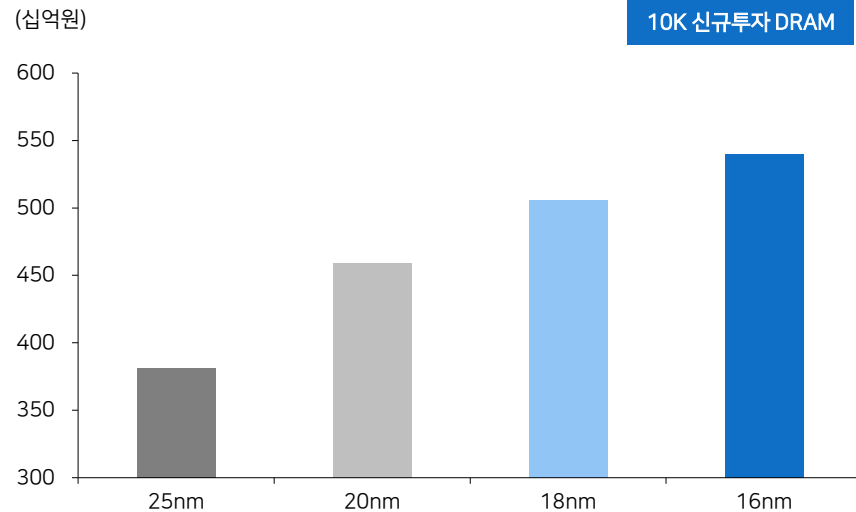
반도체_우리가 걱정하는 이유,
우리가 '여전히' 확신 있는 이유

확신의 이유 (1-1) 투자효율성은 지속 하락

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

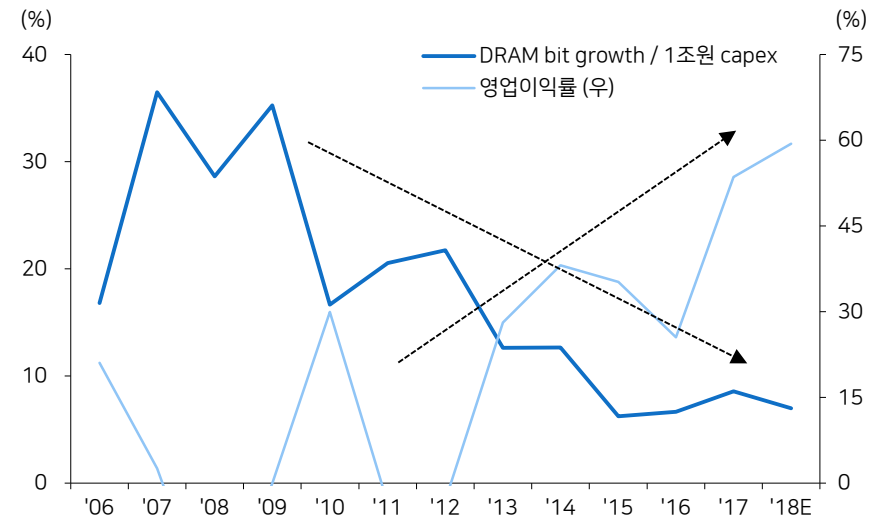
- DRAM의 Capex 당 생산성은 지속 떨어지는 중. 1nm부터 EUV가 적용되나 아직 투자 효율성은 검증되지 않음
- 1nm 이후 공정전환을 위해서 단위 capex는 지속 증가하는 상황
- 미세공정 전환을 통한 원가절감+물량확대 위주의 경쟁으로 변모된 현 상황에서 예전과 같이 Wafer capa 증가를 통해 점유율 경쟁이 발생할 가능성은 극히 낮음

10k 당 신규 투자 금액은 1nm 이후에도 지속 증가



자료: 메리츠증권리서치센터

DRAM Capex 당 생산량은 구조적으로 하락



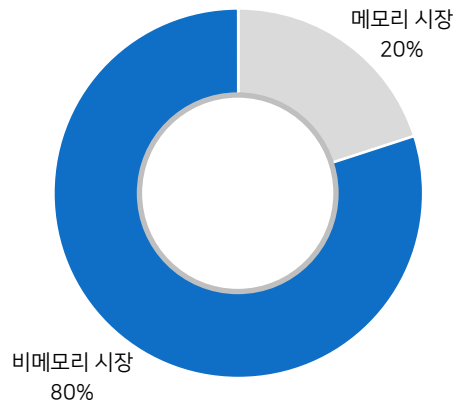
자료: 메리츠증권리서치센터

(1-2) 공급의 화살은 안전한 시장 (NAND, Logic) 을 향할 것

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

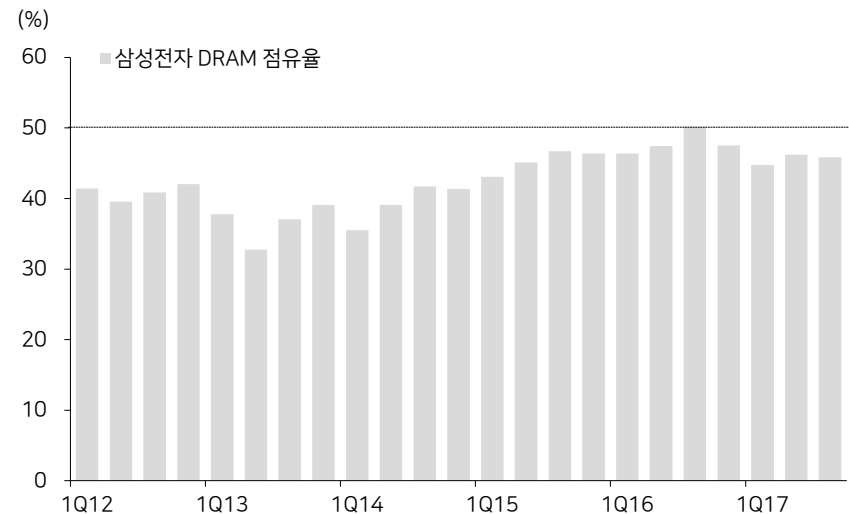
- 현재 과점화된 DRAM은 삼성전자 입장에서는 통제된 시장. 공급 변수가 발생되지 않는다면 기타 반도체 점유율 확대 전략이 유효
- 삼성전자 입장에서는 NAND (Toshiba 관련)와 Logic (장기 성장)의 전략적 투자가 이어질 전망
- 결국 ROIC 개념에서 수익성 확대를 위해서는 통제상황 구축이 필요
- 공급의 상향 이탈을 주도하는 삼성전자는 과거 점유율 확대를 통한 이익 극대화를 시도해 옴
- 하지만 현 시점에서는 과반 점유를 시도하는 방법만이 존재. 이는 반독점법 이슈와도 연관

반도체 시장 내 메모리 비중은 겨우 20%, 비메모리 확대가 합리적



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자의 DRAM 시장점유율이 과반을 넘을 가능성은 향후에도 제한적



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

확신의 이유 (2-1) - 출하량 증가 시대에서 탑재량 증가의 시대로...

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

- 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

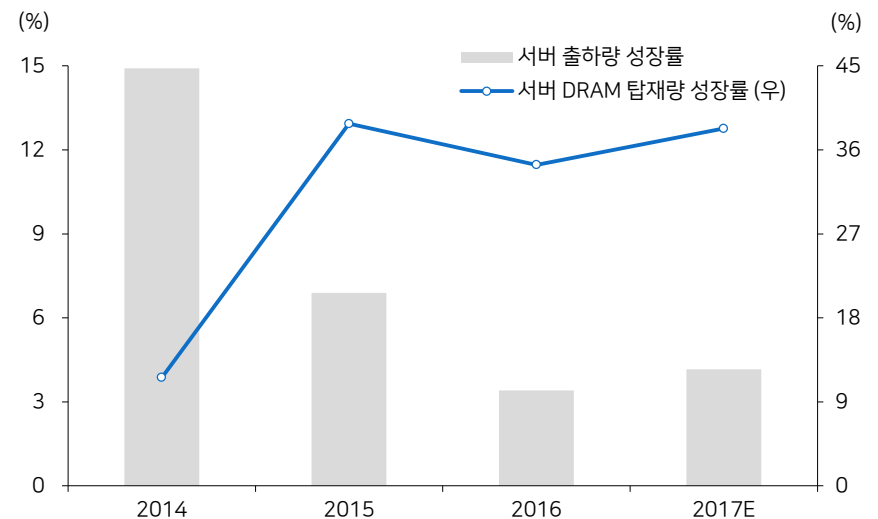
공급은 수요의 함수. 과연 수요를 어떻게 예측할까?

수요 예측 구성

$$= (1 + \text{출하량 증가율}) \times (1 + \text{탑재량 증가율})$$

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2018년 서버 별 출하량 증가율 vs 탑재량 증가율



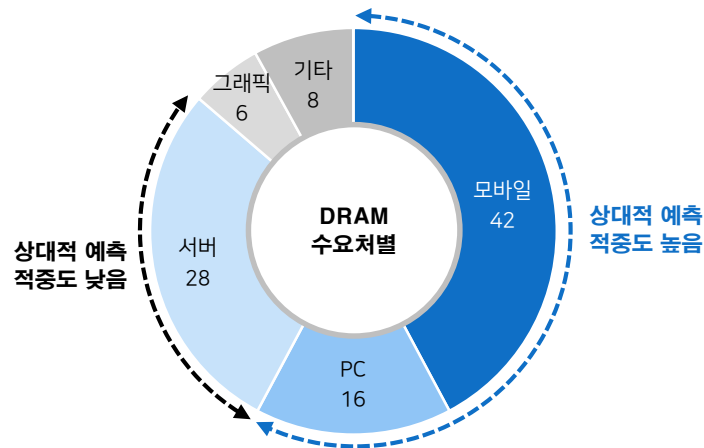
자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

(2-2) 선두 공급업체의 경각심 요구 - 틀리면 크게 틀리는 시대

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이 관성과 탄성

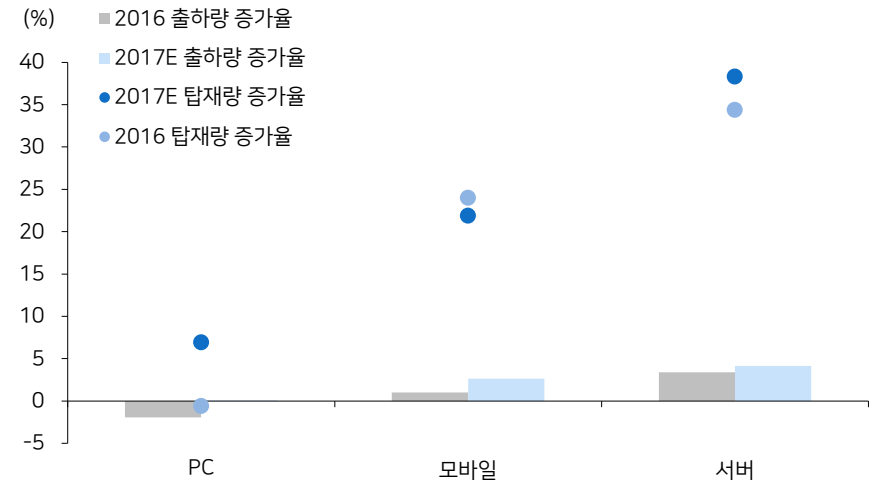
- 앞서 밝힌 바와 같이, 탑재량 증가율의 큰 변동폭을 감안 시 예측 실패에서 오는 결과값 변화도 큼
- 수요의 하향 이탈 예) 과거 출하량 증가율에서 2-3%p가 예측을 빗나갈 경우 vs 탑재율 증가율 10%p가 틀릴 경우
- 수요 과신으로 인한 공격적 투자는 극심한 공급 과잉을 유발할 가능성이 높음
- 대신 경쟁업체들의 도발이 생략될 경우 보수적 수요 전망으로 공정 전환에 매진하는 편이 더욱 합리적

DRAM 및 NAND 수요처 별 breakdown [2017년 기준]



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

PC, 스마트폰, 서버 출하량 증가율 vs 기기당 탑재량 증가율



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

확신의 이유 (3-1) - 주주를 향한 이익잉여금, 투자의 제한 요인

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

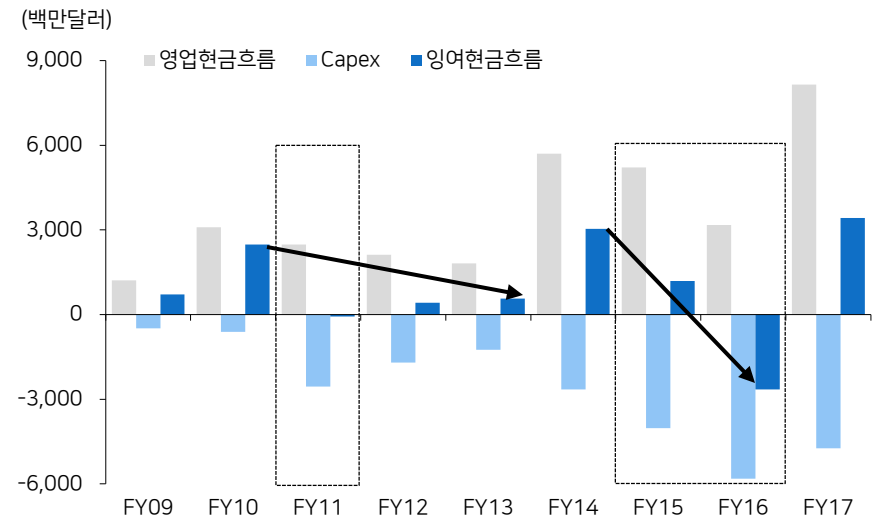
- 삼성전자에 이어 마이크론 역시 최근 강력한 주주환원책을 발표 (FY19 10조원 자사주 매입 + 잉여현금흐름의 50% 주주환원에 사용)
- 주주들의 거세지는 목소리는 수요 성장의 한계를 인지하는 또 다른 창구로 작동할 전망
- 더불어, 설비투자의 효율성 둔화는 이익잉여금을 재투자에 사용하는 전통적 성장주 관점보다는 주주환원의 추가 강화를 요구하는 방어주적 성격을 가미할 전망

마이크론의 새로운 주주환원 정책



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

마이크론 잉여현금흐름은 업황 개선기 Capex 증가로 인해 성장 제한되어 음



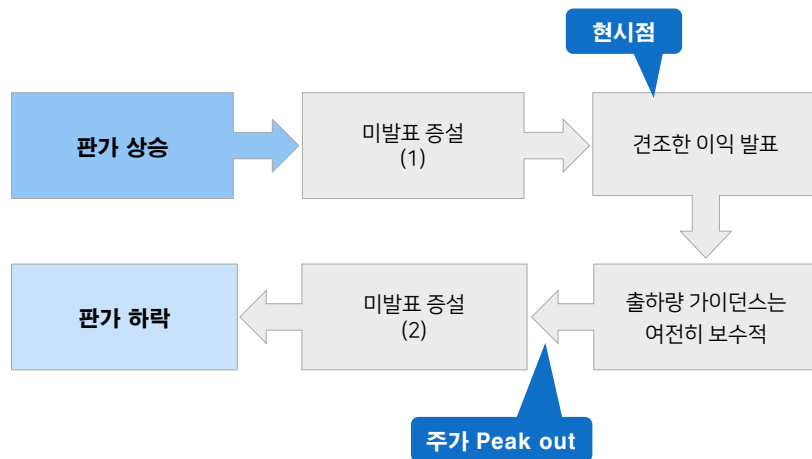
자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

DRAM peak-out은 언제 나올까?

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

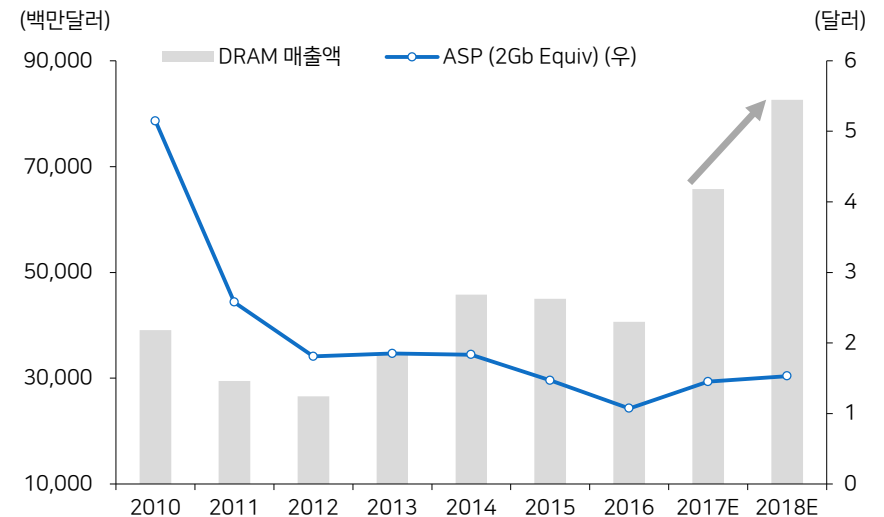
- DRAM 업체들의 증설 및 재고 방출에 의한 가격 하락 논리
- 1) 평가 안정화에 따른 미발표 증설 -> 실적 발표 및 연간 출하량 집계에서 발각
- 2) 점진적인 증설 보강, 하지만 업황을 해치면서까지 늘리지는 않음
- 3) 이때 만약 전방시장의 수요둔화가 예상된다면 재고 및 생산물량을 시장에 방출
- 현재 DRAM 업체들의 주가는 이미 업황 둔화세를 반영하고 있다고 판단되는 만큼, 추가 업황 개선에 기반해 주가는 재상승할 전망

DRAM 평가가 강세 유지될 때 최고의 선택



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

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



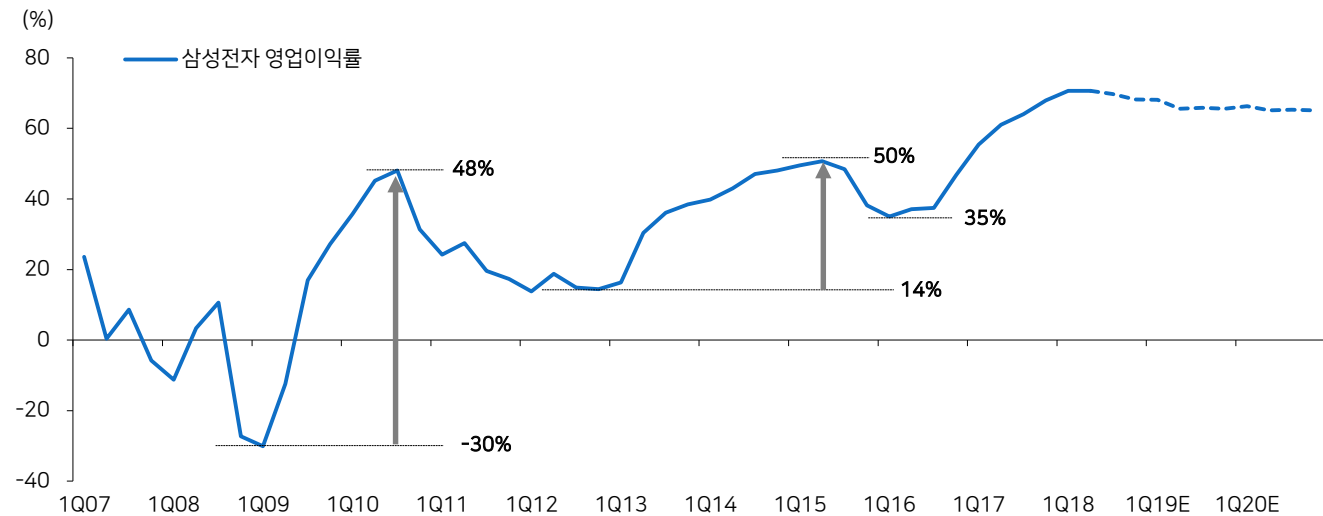
자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

향후 DRAM 업황은 계단식 우상향 기조로 전개될 전망

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

- 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: 메리츠증권리서치센터

Bear case로 살펴보는 DRAM 업황

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

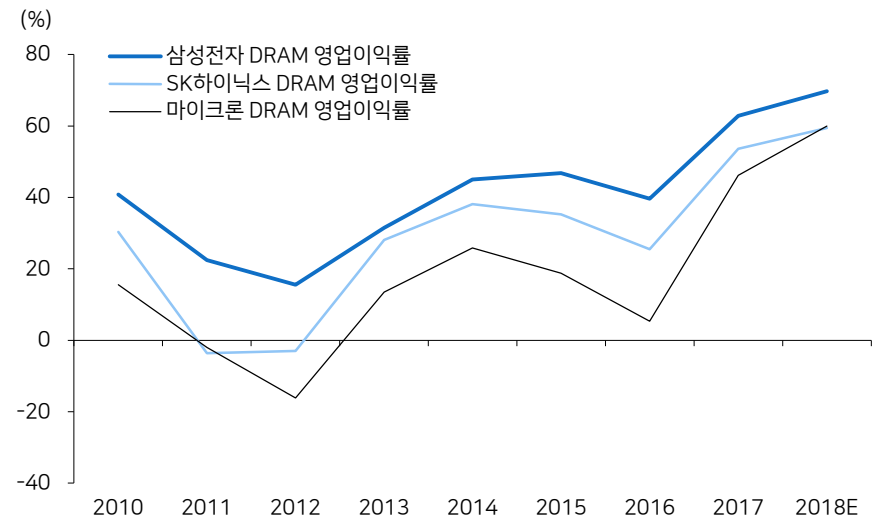
- 과거 15-16년 삼성전자는 모바일 수요 급성장에 기반해 공급증가를 준비
- 예상을 능가한 공급에 비해, 실제 발생 수요는 기대를 하회하며 업황 둔화를 가져 옴
- 업황 둔화 시 이익률의 진폭은 미세공정 격차에 비례해서 발생했음
- 향후 발생 가능한 업황 둔화에서 당사는 삼성전자의 Bear case 영업이익률을 50%로 추정함

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



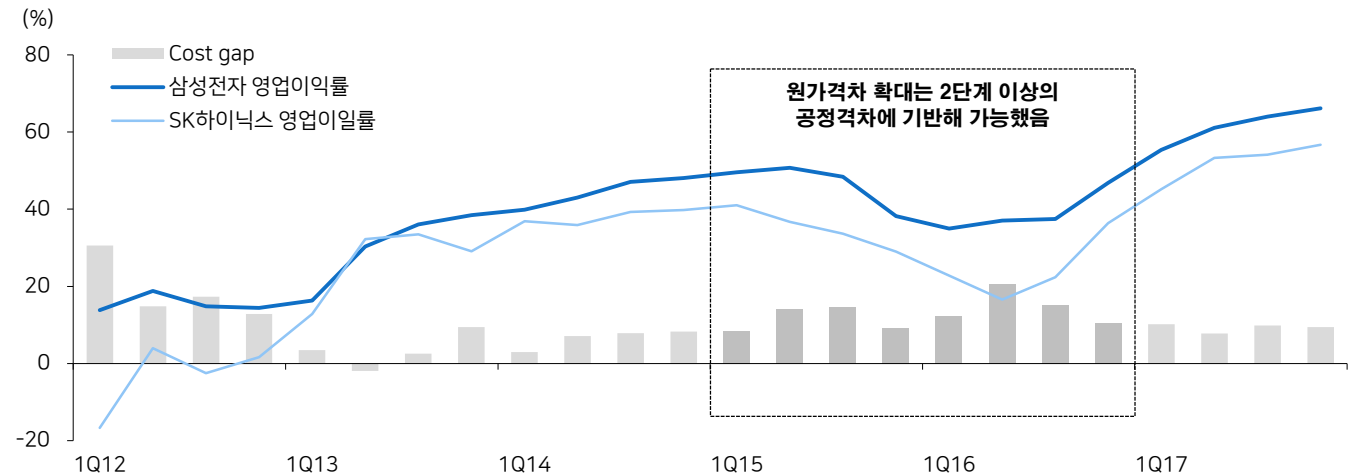
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

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

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

- 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

16년 삼성전자와 SK하이닉스의 수익성 격차는 왜 발생했나?



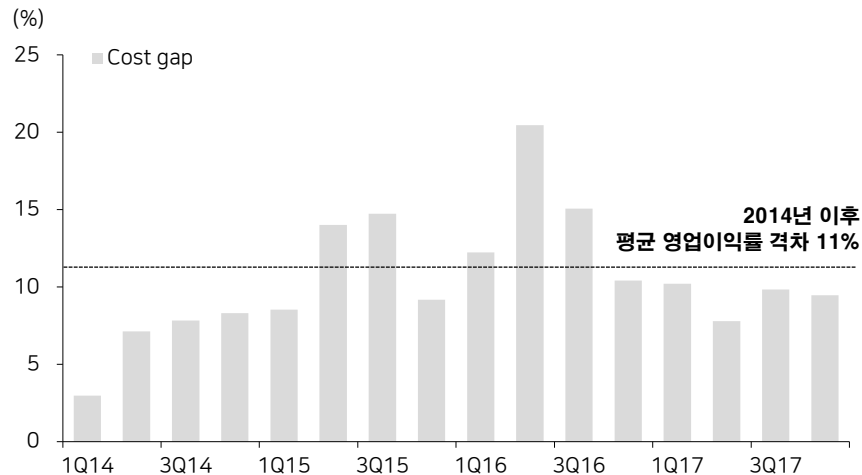
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

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

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

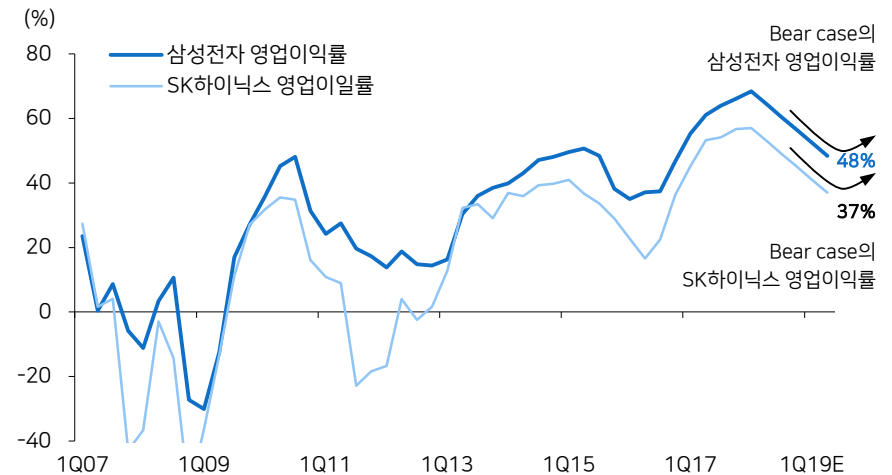
- 하지만 이제 삼성전자와 SK하이닉스와의 이익률 격차는 10%p 내외로 안정화되고 있음
- 결국 삼성전자 입장에서는 미세공정 격차를 2단계 (1nm)로 확대시키기 전까지 공급과잉에서 얻는 실효성은 상당히 제한적일 수 밖에 없음
- 당사는 삼성전자의 다소 공격적인 공급계획은 1nm (15.7nm 또는 17nm) 안정화가 검증된 이후에나 발생 가능하며, 그 전까지는 migration을 통한 공급확대에 주력할 것으로 전망함
- 결국 이익률의 계단식 우상향 추세는 지속될 수 밖에 없으며, 이 경우 영업이익률 저점은 50% 내외에서 형성된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

삼성전자-하이닉스의 영업이익률 격차는 11%p로 수렴해 옴



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

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

- 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 2019년 초에 형성될 업황 둔화 가능성을 이미 반영했다는 판단
- 주가는 향후 하반기 업황 전개과정에서 합리적 밸류에이션으로 빠르게 회귀할 전망

업황 둔화를 가정한 삼성전자, SK하이닉스 밸류에이션 비교

	DRAM 영업이익 (십억원)			PER (배)			PBR (배)			ROE (%)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
Base case												
삼성전자	23,130	34,886	35,049	6.3	7.7	7.1	1.55	1.64	1.37	20.0	22.0	20.1
SK하이닉스	12,224	18,935	19,613	6.4	4.4	4.0	2.01	1.42	1.08	31.5	37.9	30.5
Bear case												
삼성전자	23,130	32,030	27,501	6.3	8.0	7.8	1.55	1.66	1.40	20.0	21.2	18.5
SK하이닉스	12,224	17,876	14,634	6.4	4.6	5.2	2.01	1.44	1.15	31.5	36.3	24.7

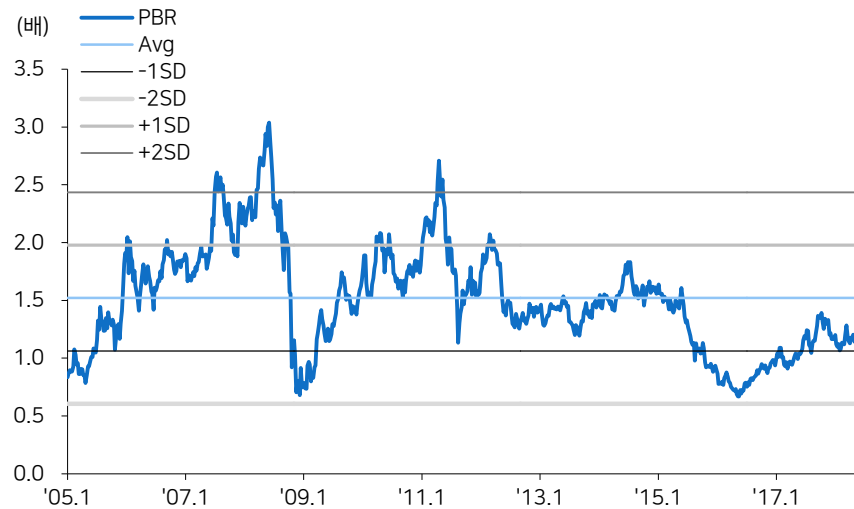
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

응축된 Valuation 탄성은 ‘업황의 평탄화’ 과정에서 발산될 전망

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

- 과거 DRAM 업체들의 주가는 ‘공급과잉 -> 공급축소 -> 수급 균형 -> 공급부족 -> 과잉투자’를 반복하며 극심한 밸류에이션 변화를 유발해 옴
- 이른 바 ‘치킨게임’을 통과하며 적자 구간 및 자본의 훼손을 경험했기에 과거의 공급 부족 시 업체들은 극히 높은 수준의 고점 밸류에이션을 부여 받음
- 여전히 관성적 의구심에 근거해 밸류에이션은 이미 과잉투자를 감안 한 상태에 머물러 있음. 이에 응축된 탄성은 업황의 평탄화 과정에서 발산될 전망

SK 하이닉스 - 고점 PBR은 지속 하락 중. 현 밸류에이션은 관성적 저평가



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Micron의 경우 밸류에이션의 재평가를 경험 중



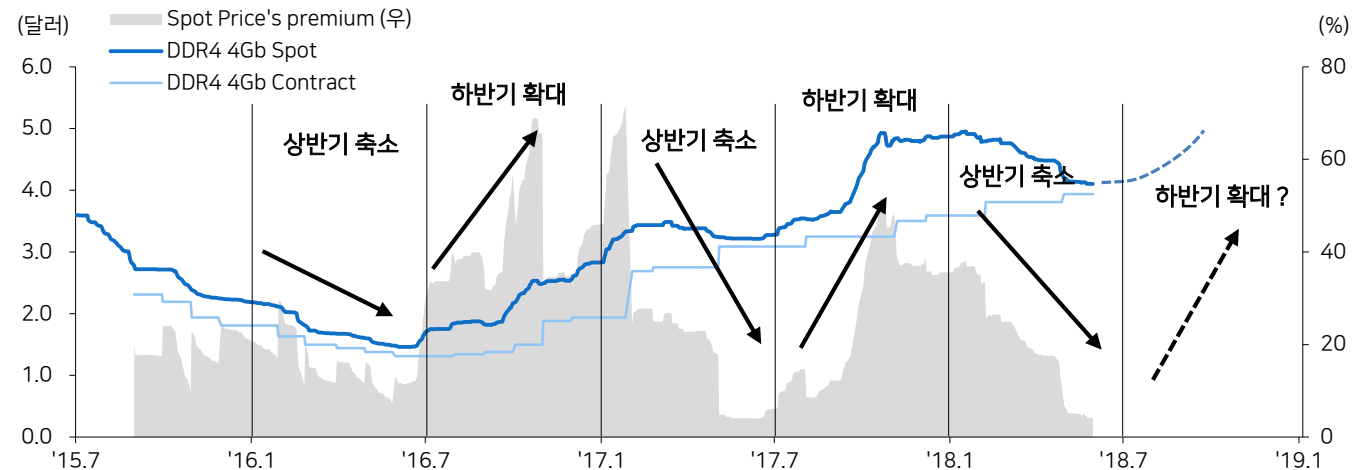
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

DRAM - '탄성'의 촉매는 현물가 반등 가능성!

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

- 과거에 비해 DRAM 현물가는 고정거래가에 비해 국내 업체 영업기여도는 극히 낮음
- 하지만, 1) 매일 발표되며, 2) 고정거래가 방향성을 내포할 수 있다는 측면에서 주가 영향력은 높음
- 최근 하락하고 있는 현물가는 하반기 반등이 가능할 수도 있다는 판단임. 이는:
 - 수요계절성에 기반해 고정가 대비 프리미엄은 '상반기 축소-> 하반기 확대' 특성을 보여 왔으며,
 - 현물가가 고정가를 뚫고 내려가는 경우는 극심한 공급과잉 국면으로 전환되지 않는 한 발생 가능성이 극히 제한적이기 때문임
- 당사의 예상대로 2H18 현물가 반등이 발생한다면, 이는 극심한 밸류에이션 저평가를 해소할 전망

수요의 계절성에 기반한 현물가 반등 가능성 존재



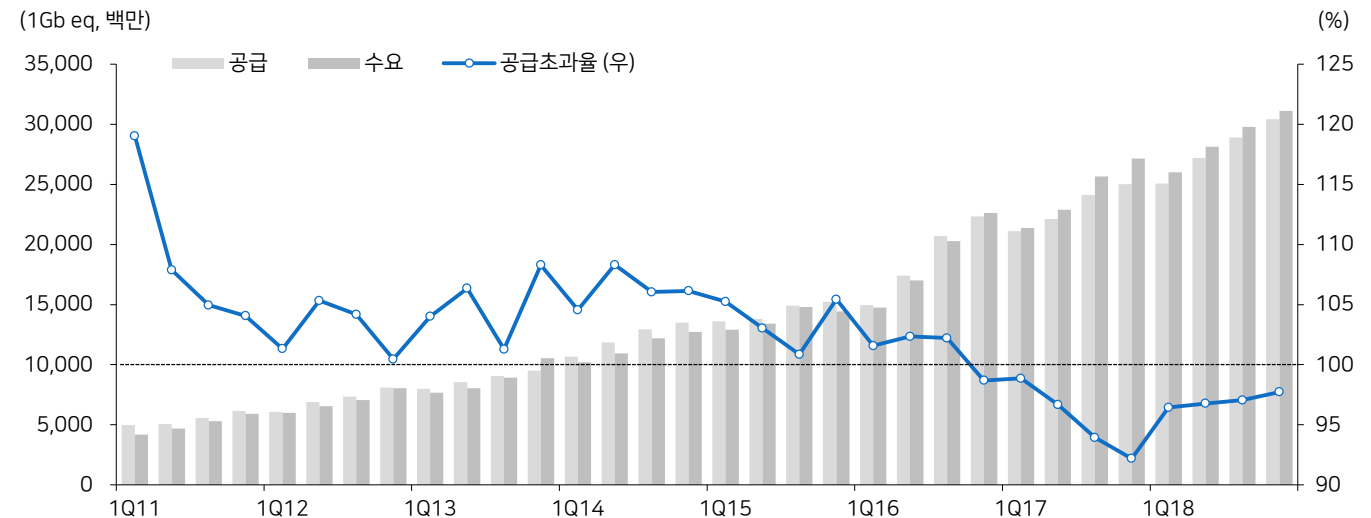
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

DRAM - 업황 변곡점은 연말 또는 그 이후로 예상

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

- 현재 수급 개선세를 감안 시 근시일 내에 공급사들의 극단적 선택이 나올 가능성은 적음
- 계절적 수요 둔화에 따른 2Q18-3Q18 공급 둔화폭은 다소 완화되나 2H18에도 공급 부족은 지속될 전망
- DRAM 판가의 경우 3Q18까지 상승 한 이후 4Q18 중 완만한 조정을 경험할 전망

글로벌 DRAM 수급 전망



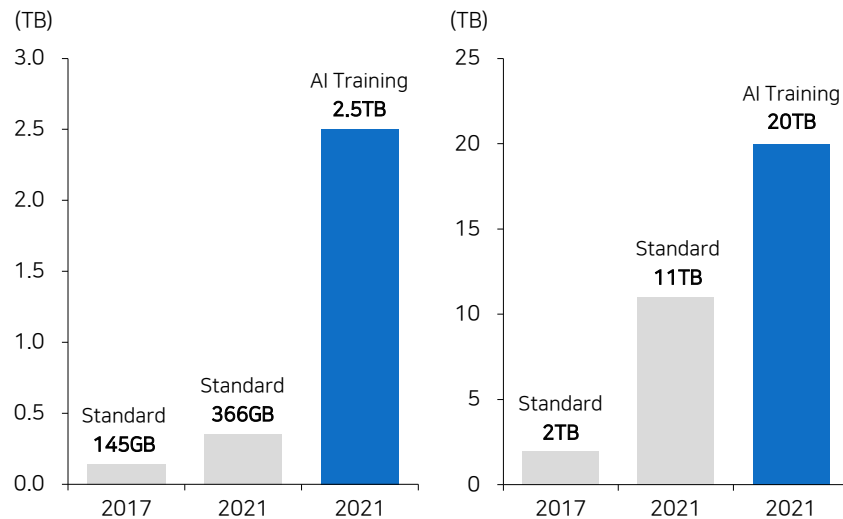
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

NAND - 하반기 완만한 업황 둔화 지속 예상

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

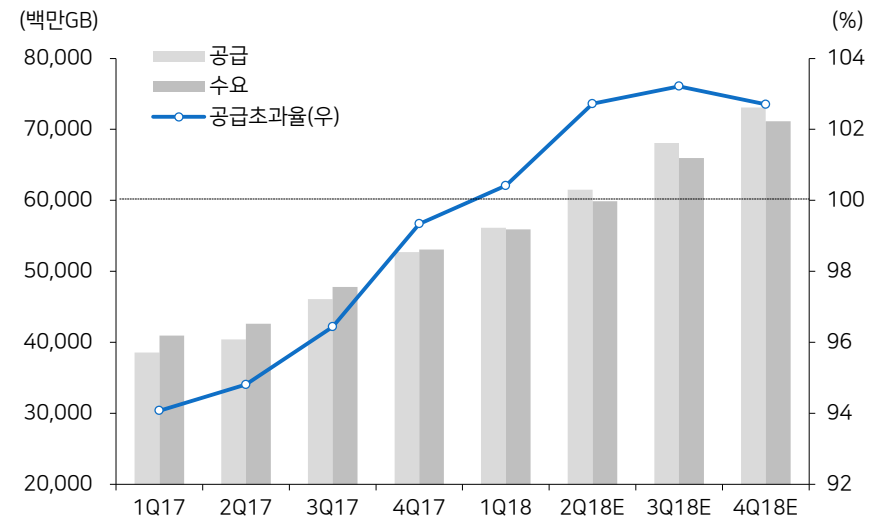
- 2018년 NAND 업황은 전방산업부터 시작된 판가 하락을 경험하는 중
- 기본적으로 NAND의 경우 '수요의 가격 탄력성'이 DRAM 대비 높음
- 하지만 향후 경험하게 될 AI/머신러닝 단계에서 '데이터 축적' -> '데이터 비교 분석' 과정에서 버퍼 메모리 역할을 하는 DRAM의 중요성이 높아질 전망
- 2018년 하반기 SK하이닉스 및 Toshiba의 3D NAND 수율안정화 및 고객 인증 절차가 더해지며 NAND 산업은 완만한 업황 둔화 및 지속적인 판가 하락을 경험할 전망

데이터센터 이후의 AI/머신러닝 적용 시 탄력적 수요 증가는 DRAM이 월등



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 NAND 수급 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 DRAM 수급 전망 (1Q16-4Q18)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

글로벌 DRAM 수급전망

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
글로벌공급 (1GbEquiv, 백만.)	삼성전자	6,664	7,598	9,618	9,715	8,743	9,329	10,122	10,365	10,240	11,111	12,111	12,777
	SK하이닉스	4,057	4,787	5,146	5,657	5,402	5,586	6,519	6,721	6,412	7,310	7,675	7,905
	Micron	2,508	3,059	3,671	4,332	4,375	4,595	4,825	5,211	5,419	5,528	5,749	6,036
	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	25,025	25,072	27,216	28,900	30,419
	QoQ (%)	-2%	16%	19%	8%	-5%	5%	9%	4%	0%	9%	6%	5%
	YoY (%)	10%	26%	39%	47%	41%	27%	16%	12%	19%	23%	20%	22%
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%	96%	97%	97%	98%

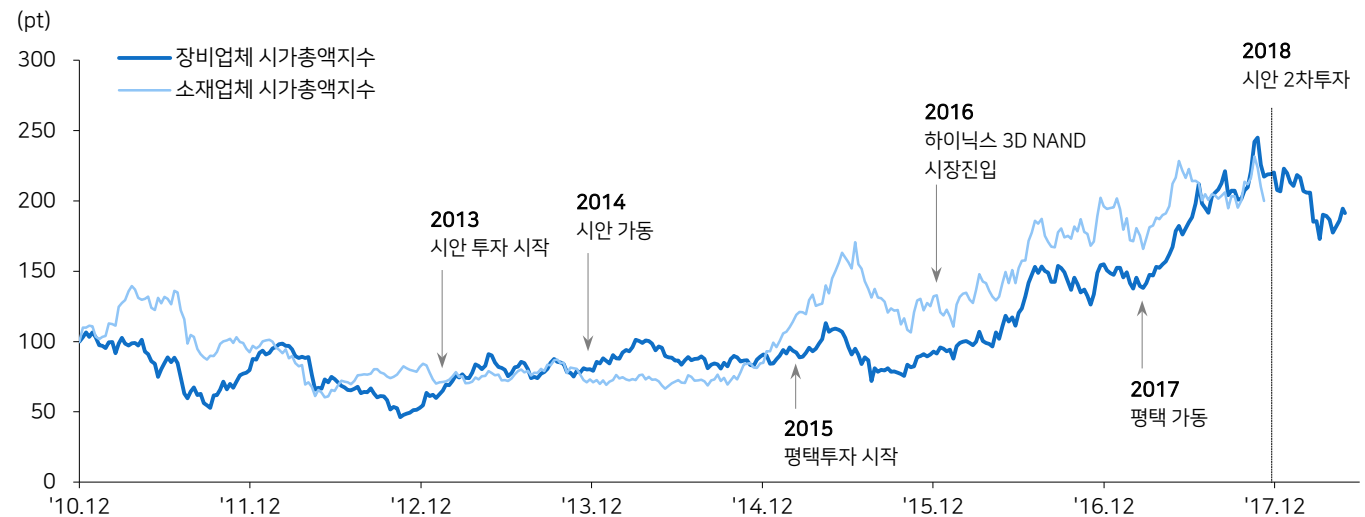
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Supply Chain의 구조적 성장 스토리는 유효, 모멘텀은 대형주 랠리

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

- 현재 과점화된 DRAM은 삼성전자 입장에서는 통제된 시장. 공급 변수가 발생되지 않는다면 기타 반도체 점유율 확대 전량이 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: 메리츠증권리서치센터

반도체 소재 Supply chain 전반적 수혜 지속

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

반도체 Supply Chian 밸류에이션 테이블

[십억달러, 달러, 배]		총가 (현지통화)	시가총액 (백만달러)	주가변화율 (%)					P/E (배)		P/B (배)		EPS 증가율 (%)		ROE (%)		매출액 *		영업이익 *	
				1D	5D	1M	3M	6M	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
반도체 소재	SK머티리얼즈	166,900	1,633	(0.1)	(3.0)	8.3	(0.5)	(8.8)	15.0	12.0	3.61	2.96	10	25	27.1	27.9	637	743	166	204
	솔브레인	70,000	1,130	0.3	3.6	18.6	20.3	9.0	11.5	10.3	1.64	1.43	141	12	15.1	14.7	889	979	141	161
	후성	9,290	798	1.0	0.1	(1.4)	(1.3)	(8.5)	26.1	14.8	4.18	3.33	11	76	17.0	25.0	272	357	48	76
	한솔케미칼	77,000	807	3.2	2.9	8.9	4.3	0.5	11.7	9.9	2.28	1.90	35	18	20.7	20.6	569	629	96	114
	이엔에프테크놀로지	17,150	226	0.3	(2.0)	1.8	(12.9)	(31.1)	9.2	6.6	1.15	0.99	1	39	13.2	16.0	408	451	31	44
	디엔에프	11,700	117	(1.7)	(2.1)	0.9	(13.0)	(26.6)	7.4	6.8	N/A	N/A	17	10	N/A	N/A	82	92	16	18
OLED	이녹스첨단소재	73,900	615	0.8	6.6	9.3	0.8	(14.2)	13.9	11.4	3.86	2.91	61	22	32.0	29.1	407	484	61	74
	덕산네오룩스	16,150	360	(4.4)	2.5	6.6	(18.6)	(29.8)	20.3	14.0	N/A	N/A	14	44	N/A	N/A	111	146	36	48
	인터플렉스	19,800	428	0.5	(1.7)	3.4	(28.8)	(70.9)	N/A	N/A	1.69	1.92	적전	적지	(16.9)	(13.0)	328	422	-48	-34
	비에이치	27,650	802	0.9	6.8	27.4	36.9	(5.3)	9.7	8.1	3.53	2.47	91	21	44.1	35.7	993	1,220	116	142
해외	Air Product	163.03	35,735	0.8	(2.8)	0.5	1.4	(0.0)	22.2	20.1	3.31	3.09	-57	26	15.5	15.6	9,046	9,627	1,982	2,226
	Air Liquide	107.10	53,599	0.2	(3.5)	(0.9)	3.8	1.9	20.5	18.6	2.56	2.40	-1	10	13.0	13.4	24,109	25,361	4,256	4,631
	Hitachi chemical	2,346	4,493	0.4	(2.3)	(2.5)	(2.2)	(20.6)	10.5	9.4	1.13	1.04	25	11	11.2	11.4	6,412	6,764	545	615
	Kanto denka	1,128	597	0.4	(2.6)	10.7	(9.2)	(11.5)	10.4	9.1	N/A	N/A	1	14	15.9	N/A	529	570	85	98
	Linde	195.90	42,168	0.6	1.1	8.5	8.7	1.9	23.0	21.1	2.57	2.44	N/A	13	9.8	10.6	19,194	21,086	2,902	3,157

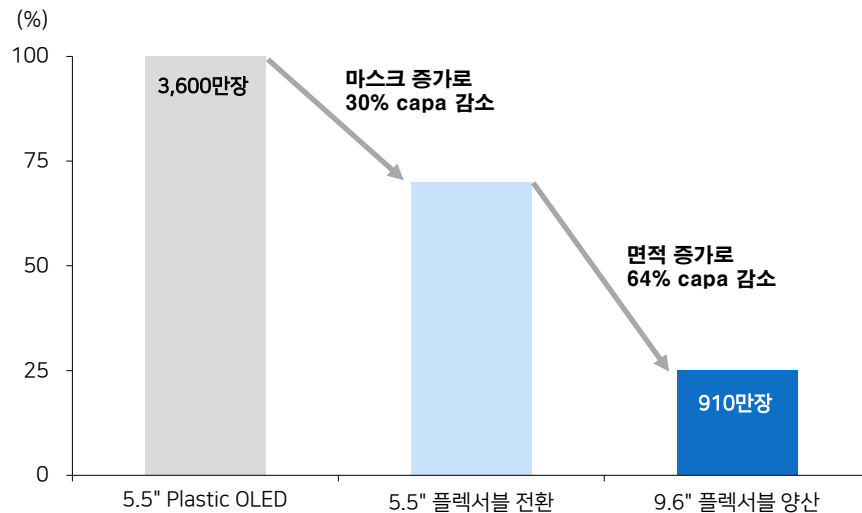
참고: SK머티리얼즈와 솔브레인은 당사 추정치, 나머지는 블룸버그 추정치
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

High-end 스마트폰의 PC화, 그 진정한 의미?

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

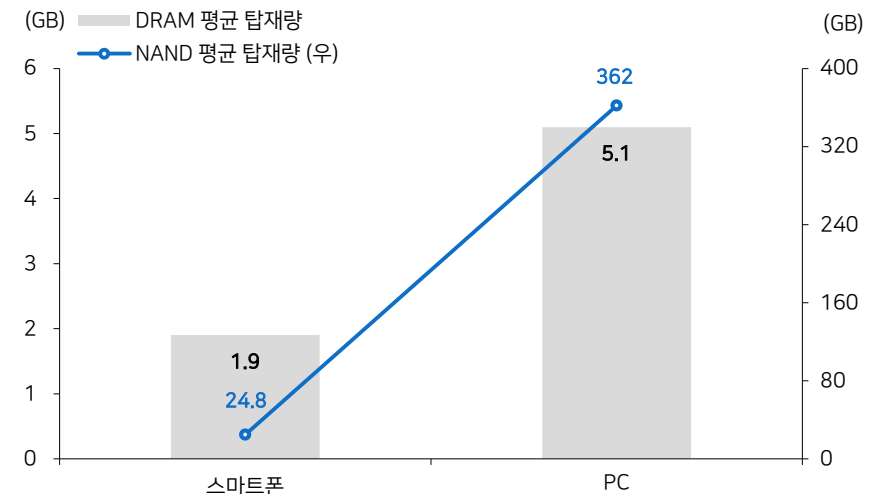
- High-end 스마트폰의 PC화는 비단 전방시장만의 확대는 아님
- 아래 부품의 3가지 호황기를 유도할 전망
- 모바일 디스플레이 수요 급증 (Rigid에서 Flexible로 전환 시 기존 Capa가 크게 감축됨)
- DRAM 평균 탑재량의 급증 (스마트폰 평균 탑재량 1.9GB vs PC 5.1GB) = 2배 이상
- NAND 평균 탑재량의 급증 (25GB vs PC 362GB) = 15배

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

10

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

반도체/디스플레이

Part IV

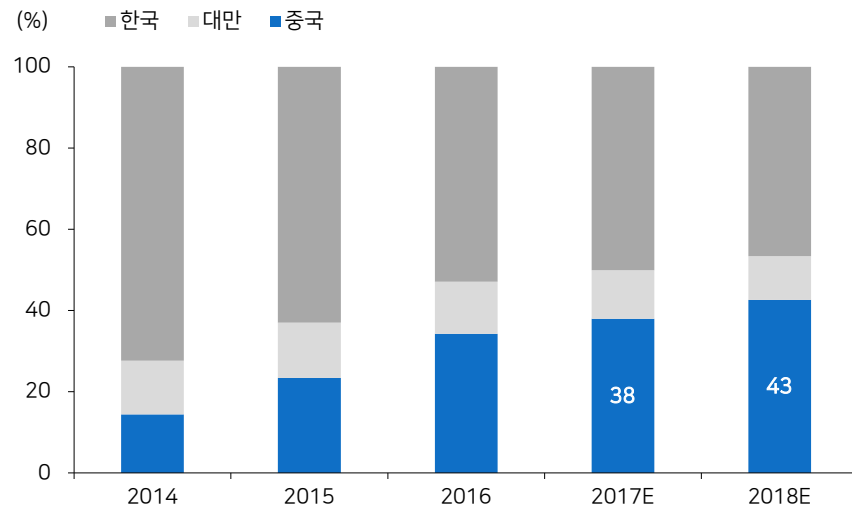
디스플레이_공평하지 않은 전투의 재개

구조적 문제점 (1-1) - 중국 업체 비중 증가

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

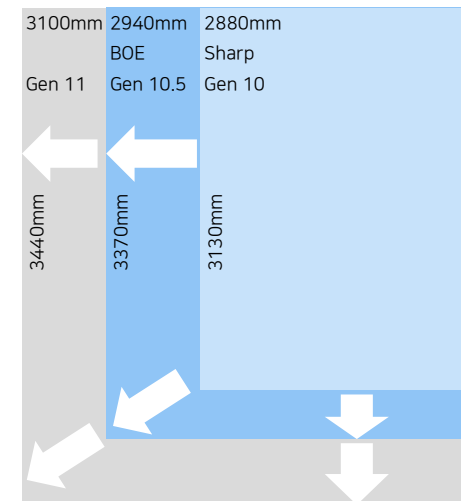
- 중국업체들의 LCD 패널 생산 시작은 중장기적으로 예고된 비극, 그 이유는:
 - 1) 전방 산업인 TV는 여전히 수요 둔화를 지속하고 있으며,
 - 2) '업황 관측 - 생산량 결정 - 자본상태 고려'의 건전한 균형 상태가 아니고, 3) 최적 생산 설비인 8G에서 추가적인 효율성 개선이 어렵기 때문이며 해당 시장에서 중국업체들이 투자를 지속하기 때문
- 선두업체인 한국 업체 입장에서 LCD로는 더 이상 생산 측면의 차별화가 불가능

패널: 중국 업체들의 55인치 점유율 증가 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

계속되는 중국의 10세대급 진출



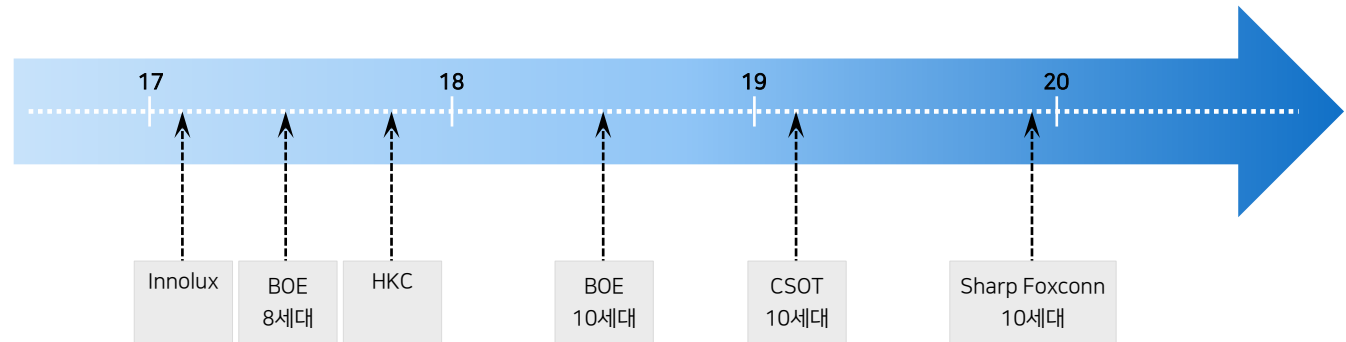
자료: Witsview, 메리츠증권증권 리서치센터

구조적 문제점 (1-2) - 중장기 투입 Capa 역시 지속적 증가

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

- 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



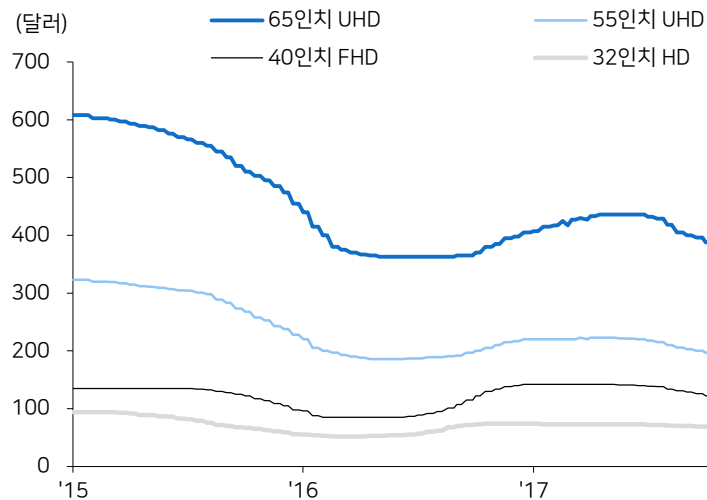
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

구조적 문제점 (2) - 판가의 사이즈별 도미노 현상 가능성

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

- 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
- 특히 10세대급 투자를 지속하고 있는 중국 업체들이 생산 차질을 겪을 경우, 65"/75" 등 대형 패널 대신 43" 이하 중형 패널 양산을 선택할 가능성도 지울 순 없음
- 중형 패널 판가 하락이 유발된다면 이는 추가적인 도미노 현상을 초래할 수 있음

중국 업체 양산이 집중되는 영역에서의 판가 하락 가속화



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

10세대 Fab에서 만약 65" / 75" 생산 대신 43" 를 선택한다면?

패널 사이즈	Cut 수	글래스 효율성
43"	18	96%
49"	12	82%
65"	8	96%
75"	6	96%

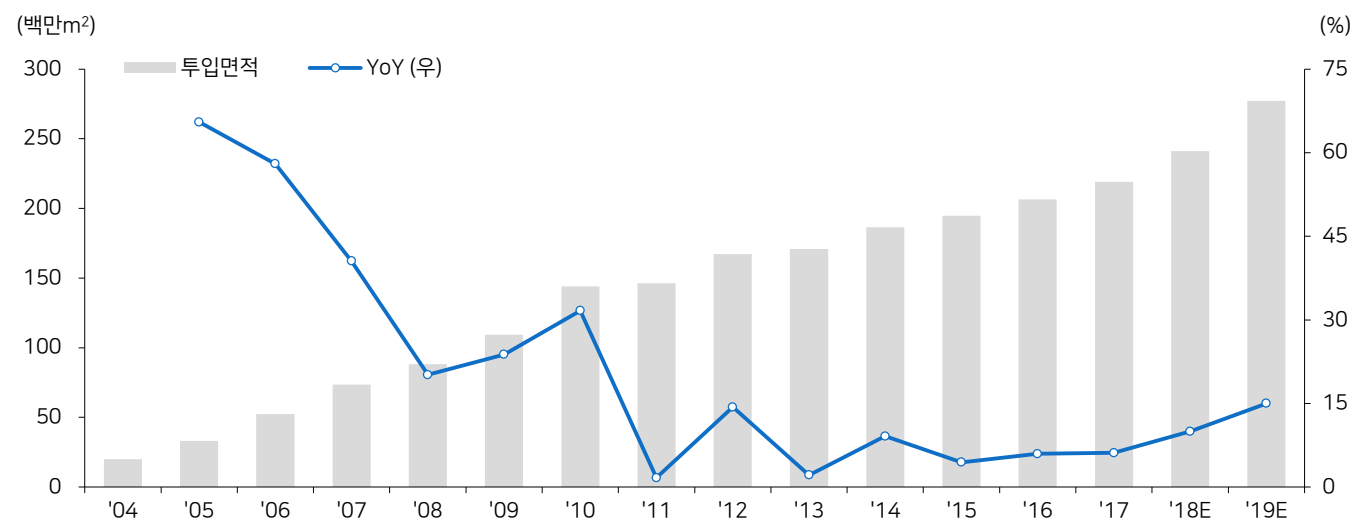
자료: Witsview, 메리츠증권증권 리서치센터

구조적 문제점 (3) - 지속되는 투입 Capa 증가

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

- 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: 메리츠증권리서치센터

구조적 문제점 (4) - 부가가치 창출이 제한된 소비 가전

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

- 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)



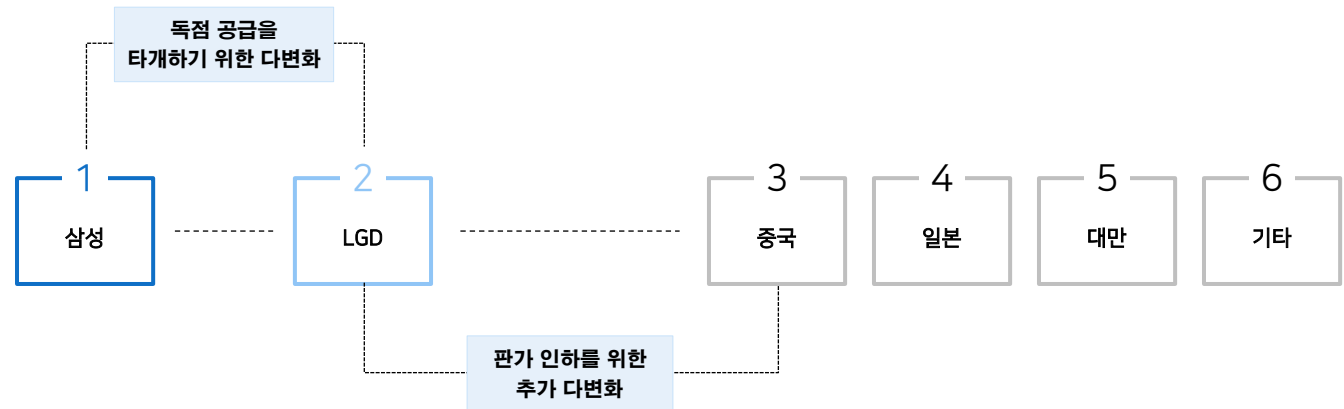
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

모바일 디스플레이 - OLED 공급자 확대를 위한 애플의 노력. 지속될까?

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

- 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 전략'



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

미리 보는 2018 아이폰 XI = OLED 채용의 확산

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

- 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 하반기 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 7 Plus	iPhone 8 Plus	iPhone X S (예상)
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 X S Plus (예상)
				Plastic OLED	Plastic OLED
				5.8 inch	6.4 inch
				2436 x 1125 (458ppi)	2K x 1K (~460ppi)

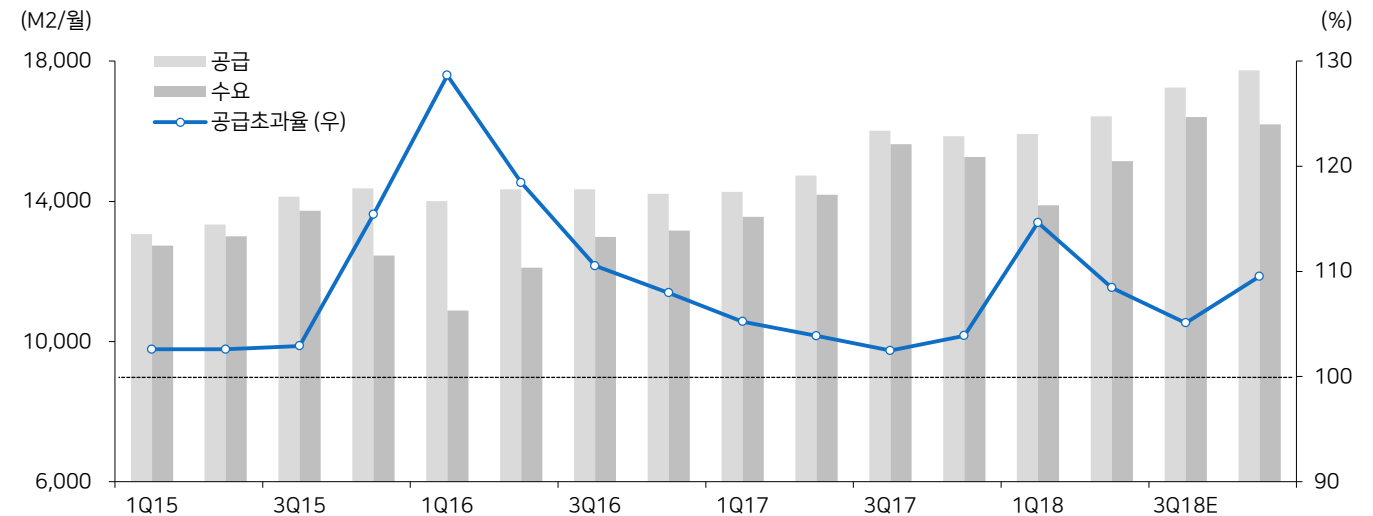
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

LCD 수급 - 공급과잉은 당분간 지속. 과감한 결정이 필요한 시점

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

- 2017 LCD 패널 판가는 견조히 유지되었으나, 금년 내 하락세는 지속 중
- 이는 중국 업체들이 8세대 수율을 안정화시키며 55인치 위주로 생산 전략을 변경했으며,
- 삼성전자 VD의 TV 판매 부진에 따라 패널 업체들을 강하게 압박했기 때문
- 당사의 글로벌 LCD 모델에 따르면 이러한 공급 과잉은 신규 양산 라인 가동에 기반해 2H18 초반까지 악화될 전망. 산업 내 동시다발적인 공급 조절이 필요한 시점

글로벌 LCD 수급 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 LCD 모델 (1Q17-4Q18E)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

글로벌 LCD 수급 모델

(1,000m ² / mo)				1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	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	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	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	280	280	280			
			Panasonic	8G	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	700	700	700			
			Innolux	8G	70	85	90	100	110	110	110	110	265	280	345	
				7G	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	560	1,318	1,810	2,155		
		CSOT	8G	270	280	280	290	290	290	290	290	945	1,120	1,160		
		CEC Panda	8G	60	60	60	60	60	90	115	135	240	240	400		
		Other	8G	45	60	90	120	120	135	150	185	120	315	590		
			7G	30	60	90	90	90	90	90	90	120	270	360		
	Total	생산면적 (m ²)			14,271	14,737	16,015	15,860	15,920	16,424	17,240	17,737	54,914	56,910	60,882	
			수율 가정		85%	85%	90%	87%	86%	86%	86%	86%	86%	86%	87%	
		Demand Total				13,562	14,187	15,629	15,267	13,887	15,146	16,402	16,195	49,143	58,645	61,630
		Notebook/Tablet PC				1,065	1,154	1,233	1,281	1,100	1,163	1,257	1,272	4,623	4,733	4,791
		Monitor + LCD PC				1,451	1,500	1,539	1,475	1,444	1,468	1,517	1,531	5,645	5,965	5,960
		TV				10,688	11,154	12,447	12,094	10,937	12,084	13,162	12,915	37,518	46,384	49,098
		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%	108%	105%	110%	116%	104%	109%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

10

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

반도체/디스플레이

기업분석

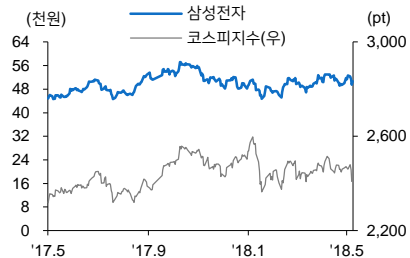
종목	투자판단	적정주가
삼성전자(005930)	Buy	66,000원
SK하이닉스(000660)	Buy	118,000원
SK머티리얼즈(036490)	Buy	240,000원
삼성SDI(006400)	Trading Buy	245,000원
LG디스플레이(034220)	Buy	29,000원
AP시스템(265520)	Buy	42,000원
에스에프에이(056190)	Trading Buy	43,000원
솔브레인(036830)	Trading Buy	84,000원

삼성전자(005930) 펀더멘털과 무관한 저평가. 반등의 시점 임박

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

Buy

적정주가 (12개월)	66,000원	
현재주가 (5.31)	50,700원	
상승여력	30.2%	
KOSPI	2,423.01pt	
시가총액	3,254,598억원	
발행주식수	641,932만주	
유통주식비율	72.78%	
외국인비중	53.03%	
52주 최고/최저가	57,220원/44,620원	
평균거래대금	6,892.3억원	
주요주주(%)		
삼성물산 외 9인	20.22	
국민연금	9.47	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-4.3	-0.7
6개월	-0.2	2.0
12개월	13.4	9.9
주가그래프		



견조한 펀더멘털 개선 불구 오버행 우려가 빛은 저평가 국면

- 동사의 이익 개선을 견인하는 DRAM은 '장기 고공 평탄화'가 가능할 전망. 현 DRAM 사이클에서 동사가 'M/S 위협, 치킨 게임' 등 급진적 Capa 확대 전략 구사 가능성은 극히 낮기 때문
- 연초 대비 시장 수익률을 크게 상회한 SK하이닉스, 마이크론 대비 동사는 1) 지배구조 변화 가능성에 내재된 오버행 이슈, 2) MSCI 변경일 수급 이슈, 3) 2Q18 QoQ 감익 가이드스에 기반해 Underperform 시현

삼성생명/화재의 지분 매각은 단기 오버행 우려 해소 · 2Q18~4Q18까지 지속되는 어닝 모멘텀

- 삼성 금융계열사의 전자 지분 출회는 향후 체계적으로 등장할 전망
- 조심스러운 동사 시각과 달리 DRAM 이 견인하는 이익 확대 추세는 NAND/DP/IM 우려를 상쇄하는 수준으로 판단됨. 이에 기반한 분기별 실적은 4Q18까지 지속 개선될 전망

현 주가는 부정적 업황 전개와 두려움과 오버행 회피 본능이 일시에 반영된 수준

- 당사가 예상하는 향후 3년 지속가능 FCF는 향후 매년 40조원을 상회. 이에 기반한 주주환원수익률은 5.3% 적정주가는 2018E BVPS기준 PBR 2.01배 수준 (vs 2018E ROE 22.0%)
- 향후 수년간 연간 영업이익 역시 과거 시클리컬 특성이 사라지며 안정적 성장세가 지속될 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	201.9	29.2	22.4	3,139	23.6	22,096	9.2	1.3	3.2	12.0	35.9
2017	239.6	53.6	41.3	6,198	97.5	25,235	6.3	1.6	4.4	20.0	40.7
2018E	269.3	65.8	49.9	6,805	9.8	31,836	7.7	1.6	3.4	22.0	36.3
2019E	295.9	69.2	54.4	7,417	9.0	38,214	7.1	1.4	2.8	20.1	33.3
2020E	325.6	77.6	62.9	8,575	15.6	45,753	6.1	1.1	2.1	19.6	30.8

삼성전자 - 분기 실적의 안정적 성장을 예상

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

삼성전자 실적추정

(조원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	50.12	61.00	62.05	65.98	60.56	64.98	69.83	73.97	239.58	269.34	295.86
반도체	15.66	17.58	19.91	21.11	20.78	22.66	24.61	24.45	74.26	92.49	98.63
DRAM	7.26	8.54	10.01	11.03	11.05	12.21	13.31	13.48	36.84	50.04	52.89
NAND	4.86	5.41	6.29	6.91	6.28	6.45	7.16	7.32	23.46	27.20	28.76
비메모리	3.54	3.64	3.60	3.17	3.45	4.00	4.14	3.65	13.95	15.24	16.99
디스플레이	7.29	7.71	8.28	11.18	7.54	8.48	10.67	11.51	34.46	38.21	49.14
LCD	2.75	2.68	2.56	2.60	2.18	2.21	2.26	2.28	10.60	8.93	8.98
OLED	4.54	5.03	5.72	8.58	5.36	6.27	8.41	9.23	23.86	29.28	40.16
무선통신	23.50	30.01	27.69	25.47	28.45	28.94	29.62	31.80	106.67	118.81	129.20
핸드셋	22.47	28.92	27.19	25.03	27.66	28.14	28.80	30.84	103.62	115.45	125.31
피쳐폰	0.54	0.47	0.53	0.46	0.27	0.25	0.24	0.23	2.00	0.99	0.82
스마트폰	20.19	26.67	24.88	22.56	26.00	26.41	26.93	28.85	94.31	108.18	117.02
테블릿	1.74	1.78	1.78	2.01	1.40	1.48	1.63	1.77	7.31	6.28	7.46
가전	10.46	10.92	11.03	12.72	9.74	10.87	11.36	13.24	45.13	45.21	46.63
하만	0.54	2.15	2.09	2.32	1.94	2.45	2.61	2.58	7.10	9.58	9.58
기타	-6.78	-7.37	-6.95	-6.83	-7.89	-8.42	-9.05	-9.61	-28.04	-34.96	-38.39
영업이익	9.90	14.07	14.53	15.15	15.64	15.82	17.13	17.21	53.65	65.80	69.19
영업이익률 (%)	20%	23%	23%	23%	26%	24%	25%	23%	22%	24%	23%
반도체	6.31	8.03	9.96	10.90	11.55	12.18	13.05	12.59	35.19	49.37	48.53
DRAM	4.02	5.21	6.41	7.49	7.81	8.62	9.27	9.19	23.13	34.89	35.05
NAND	2.00	2.43	2.87	3.12	3.17	3.12	3.16	2.96	10.43	12.41	11.50
비메모리	0.28	0.38	0.68	0.29	0.57	0.44	0.62	0.44	1.64	2.07	1.98
디스플레이	1.30	1.71	0.97	1.41	0.41	0.30	0.97	1.16	5.40	2.84	5.03
LCD	0.45	0.54	0.23	0.05	0.04	0.04	0.05	0.05	1.27	0.18	0.23
OLED	0.85	1.18	0.74	1.36	0.37	0.25	0.93	1.11	4.12	2.65	4.80
무선통신	2.07	4.06	3.29	2.42	3.77	3.00	2.79	2.88	11.83	12.45	13.65
핸드셋	2.05	3.80	3.29	2.40	3.73	2.98	2.77	2.85	11.54	12.33	13.55
피쳐폰	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.00	0.01	0.00	0.05	0.02	0.02
스마트폰	2.01	3.73	3.23	2.31	3.67	2.90	2.69	2.74	11.29	12.00	13.17
테블릿	0.03	0.05	0.04	0.08	0.06	0.07	0.07	0.11	0.20	0.30	0.36
가전	0.38	0.32	0.44	0.51	0.28	0.47	0.34	0.52	1.65	1.61	1.78
하만	0.02	0.01	-0.03	0.06	-0.04	0.02	-0.02	0.07	0.06	0.03	0.03
기타	-0.18	-0.06	-0.11	-0.14	-0.34	-0.15	0.00	0.00	-0.49	-0.49	0.00
당기순이익	7.68	11.05	11.19	12.26	11.69	12.26	13.32	13.38	41.34	49.93	54.42

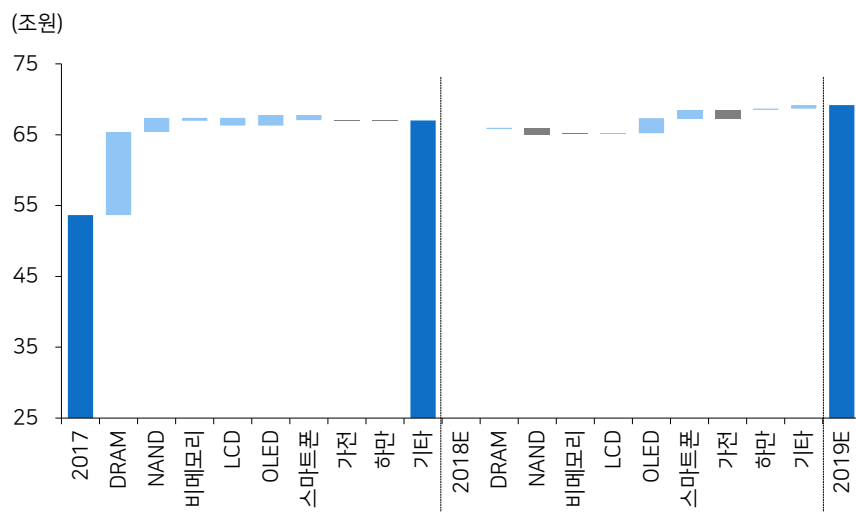
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 - 견조한 이익 상승은 지속될 전망

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

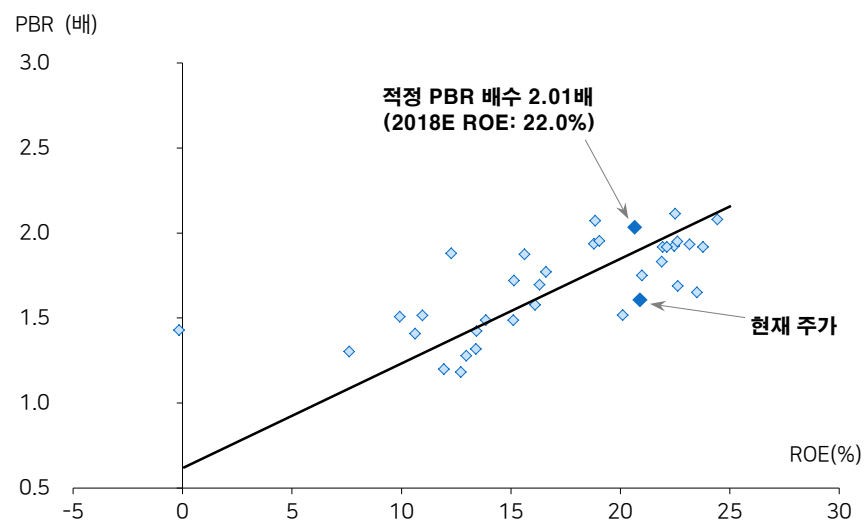
- 18년 영업이익 66조원에서 19년 69조원으로 견조한 실적 개선이 지속될 전망
- 당사의 FCF 전망 (매년 연간 40조원)에 기반해 신규 주주환원 정책 적용 시 19년부터 강력한 특별 주주환원이 도출될 전망 (총 주주환원액은 18년 10조원, 19년 15조원, 20년 25조원)
- 현 주가수준은 비 영업적 오버행 우려와 메모리 업황에 대한 의구심이 과도하게 반영된 수준
- 적정주가 66,000원은 순현금 전환 당시 역사적 평균 수준의 밸류에이션에 기반 (2018E PBR 2.01배)

삼성전자의 2018년 영업이익은 주력 사업부에서 고르게 개선될 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 과거 PBR/ROE vs 적정주가 66,000원 (적정 PBR 배수 2.01배)



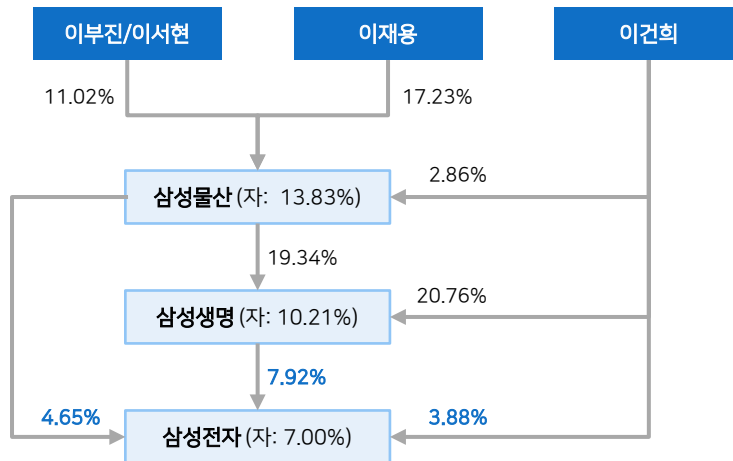
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

오버행 우려, 단기적 이슈는 해소되었다는 판단

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

- 삼성그룹의 지배구조 변화 과정에서 최대주주의 취득 대상인 동사 주가의 하방 압력을 우려하는 시각이 존재하나, 이번 생명/화재의 블랙딜을 통해 단기 우려는 해소됐다는 판단
- 향후 삼성생명의 추가 지분 매각이 진행될 수 있지만, 관련한 영향력 평가는 불확실 영역에 있다는 판단. 오버행 우려 외에도 삼성전자 자사주 소각이라는 긍정적 이벤트 역시 예상되기 때문
- 장기적으로 펀더멘털 및 주주환원 수익률에 근거한 투자 매력력이 유효한 시점

삼성전자 주요 지분의 변화 가능성 상존



자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터

펀더멘털의 개선보다 지배구조 변화 가능성에 기반한 오버행 이슈 부각

Meritz Research 2018. 4. 2



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 (005930)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	201,866.7	239,575.4	269,344.3	295,855.0	325,587.7
매출액증가율(%)	0.6	18.7	12.4	9.8	10.0
매출원가	120,277.7	129,290.7	143,192.5	160,076.9	174,673.1
매출총이익	81,589.0	110,284.7	126,151.9	135,778.2	150,914.6
판매비와관리비	52,348.4	56,639.7	60,347.2	66,590.0	73,321.1
영업이익	29,240.7	53,645.0	65,804.3	69,188.2	77,593.5
영업이익률(%)	14.5	22.4	24.4	23.4	23.8
금융손익	774.5	1,591.1	1,814.3	4,077.2	7,002.2
충속/관계기업관련손익	19.5	201.4	257.6	257.6	257.6
기타영업외손익	794.0	1,792.5	2,197.6	4,334.8	7,259.8
세전계속사업이익	30,713.7	56,196.0	68,002.2	73,522.9	84,853.2
법인세비용	7,987.6	14,009.2	17,346.6	18,380.7	21,213.3
당기순이익	22,726.1	42,186.8	50,655.6	55,142.2	63,639.9
지배주주지분 순이익	22,415.7	41,344.6	49,932.6	54,419.2	62,916.9
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	141,429.7	146,982.5	175,315.3	215,051.4	270,232.2
현금및현금성자산	32,111.4	30,545.1	64,444.6	110,364.4	169,676.7
매출채권	24,279.2	27,696.0	31,051.0	33,441.0	36,722.0
재고자산	18,353.5	24,983.4	28,009.8	30,165.8	33,125.4
비유동자산	120,744.6	154,769.6	172,231.7	185,563.0	193,658.2
유형자산	91,473.0	111,665.6	125,509.5	138,009.5	145,009.5
무형자산	5,344.0	14,760.5	14,221.5	13,205.2	12,009.4
투자자산	12,642.2	14,554.6	17,041.5	17,699.1	18,356.7
자산총계	262,174.3	301,752.1	347,547.1	400,614.3	463,890.3
유동부채	54,704.1	67,175.1	71,600.3	78,991.7	88,081.6
매입채무	6,485.0	9,083.9	10,184.3	10,968.2	12,044.3
단기차입금	12,746.8	15,767.6	9,973.3	8,973.3	7,973.3
유동성장기부채	1,232.8	278.6	312.3	336.4	369.4
비유동부채	14,507.2	20,085.5	20,926.1	21,059.8	21,206.0
사채	58.5	953.4	961.8	961.8	961.8
장기차입금	1,179.1	1,756.9	1,910.5	2,010.5	2,110.5
부채총계	69,211.3	87,260.7	92,526.4	100,051.4	109,287.5
자본금	897.5	897.5	897.5	897.5	897.5
자본잉여금	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9
기타포괄이익누계액	-2,257.1	-7,677.0	-7,033.6	-7,033.6	-7,033.6
이익잉여금	193,086.3	215,811.2	249,377.5	294,919.7	348,959.6
비지배주주지분	6,538.7	7,278.0	7,375.4	7,375.4	7,375.4
자본총계	192,963.0	214,491.4	255,020.7	300,562.9	354,602.8

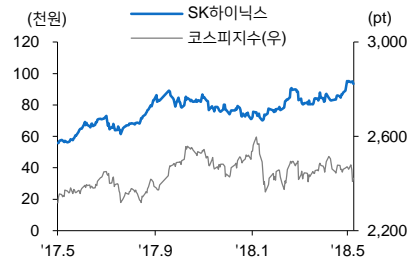
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	47,385.6	62,162.0	76,237.2	85,463.8	96,347.3
당기순이익(손실)	22,726.1	42,186.7	50,655.6	55,142.2	63,639.9
유형자산감가상각비	19,312.5	20,593.6	24,000.0	27,000.0	30,000.0
무형자산상각비	1,400.4	1,523.8	1,621.7	1,781.9	1,961.5
운전자본의 증감	-1,181.0	-10,620.5	-4,021.8	-3,522.1	-4,835.0
투자활동 현금흐름	-29,658.7	-49,385.2	-29,821.1	-29,068.0	-26,568.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-24,143.0	-42,792.2	-39,000.0	-39,500.0	-37,000.0
투자자산의 감소(증가)	1,756.6	727.9	-4,053.2	-400.0	-400.0
재무활동 현금흐름	-8,669.5	-12,560.9	-12,961.5	-10,476.0	-10,467.0
차입금증감	2,139.9	2,588.2	-5,758.2	-876.0	-867.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	9,474.7	-1,566.3	33,899.5	45,919.8	59,312.3
기초현금	22,636.7	32,111.4	30,545.1	64,444.6	110,364.4
기말현금	32,111.4	30,545.1	64,444.6	110,364.4	169,676.7
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	24,632	31,414	36,736	40,380	44,439
EPS(지배주주)	3,139	6,198	6,805	7,417	8,575
CFPS	1,156	-205	4,624	6,267	8,095
EBITDAPS	6,095	9,934	12,469	13,372	14,953
BPS	22,096	25,235	31,836	38,214	45,753
DPS	28,500	42,500	28,000	28,000	28,000
배당수익률(%)	1.6	81.3	53.5	53.5	53.5
Valuation(Multiple)					
PER	9.2	6.3	7.7	7.1	6.1
PCR	24.9	-190.6	11.3	8.3	6.5
PSR	1.2	1.2	1.4	1.3	1.2
PBR	1.3	1.6	1.6	1.4	1.1
EBITDA	49,954	75,762	91,426	97,970	109,555
EV/EBITDA	3.2	4.4	3.4	2.8	2.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.0	20.0	22.0	20.1	19.6
EBITDA이익률	46.1	65.8	59.7	57.5	60.6
부채비율	35.9	40.7	36.3	33.3	30.8
금융비용부담률	-0.5	-0.4	-0.7	-1.4	-2.2
이자보상배율(x)	49.7	81.9	158.0	194.2	234.9
매출채권회전율(x)	8.2	9.2	9.2	9.2	9.3
재고자산회전율(x)	6.5	6.0	5.4	5.5	5.5

SK하이닉스(000660) 새로운 사이클에서 오는 탄성적 주가상승 예상

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

Buy

적정주가 (12개월)	118,000원	
현재주가 (5.31)	93,400원	
상승여력	26.3%	
KOSPI	2,423.01pt	
시가총액	679,954억원	
발행주식수	72,800만주	
유동주식비율	76.91%	
외국인비중	50.67%	
52주 최고/최저가	95,300원/56,100원	
평균거래대금	3,545.1억원	
주요주주(%)		
SK텔레콤 외 3 인	20.07	
국민연금	10.01	
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.08	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	10.5	14.7
6개월	21.6	24.3
12개월	63.9	58.7
주가그래프		



여전히 존재하는 메모리 업황에 대한 관성적 비관 시각 · 향후 DRAM 수익성의 고공 평탄화 예상

- 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

2Q18 · 18년 영업이익은 5.1조원 · 20.0조원으로 견조한 실적 개선이 유지될 전망

- 안정적 판가 흐름 이어지는 가운데 Bit growth에 기반한 이익 확장 국면 예상
- 1Xnm DRAM의 실적 기여는 3Q18에 본격화되며 기대치 이상의 이익 상승이 가능할 전망
- 1) Toshiba Memory 지분 인수와 2) 삼성전자와 Micron의 주주환원 강화는 DRAM의 캐시카우 역할 강화

메모리의 특성 상 반복될 수 밖에 없는 회의론 · 관성적 비관의 끝에는 탄성적 주가 반등

- DRAM 현물가는 하반기 Back-to-school 수요에 기반해 경험적 재반등이 가능할 전망
- 견조한 업황을 감안 시 현 주가는 역사적으로 극심한 저평가되어 있다는 판단
- 현 주가수준은 여전히 강력한 매수기회, 적정주가는 2018~19년 평균 BPS에 1.55배 적용

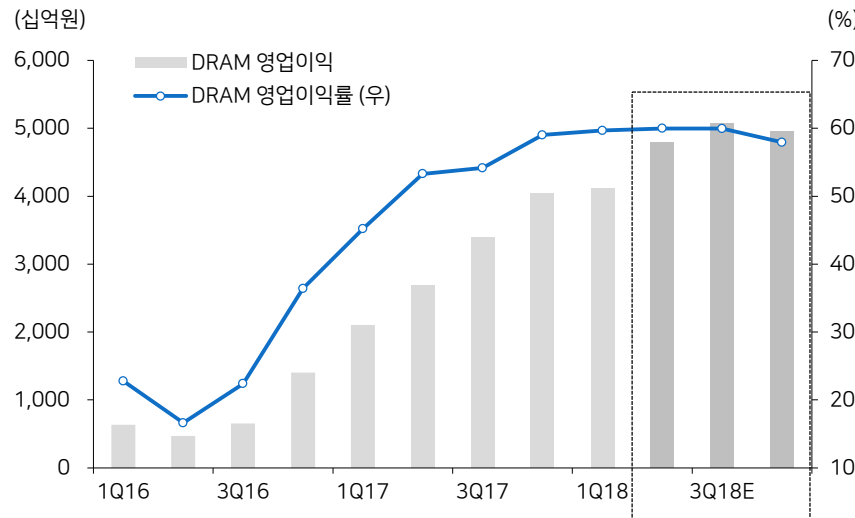
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	17,198.0	3,276.7	2,953.8	4,057	-31.7	32,990	8.4	1.03	3.2	12.3	34.1
2017	30,109.4	13,721.3	10,641.5	14,617	260.3	46,449	6.4	2.01	3.4	31.5	34.3
2018E	40,014.1	19,958.2	15,504.9	21,298	45.7	66,003	4.4	1.42	2.3	37.9	25.2
2019E	45,494.9	20,889.6	16,918.7	23,240	9.1	86,560	4.0	1.08	1.8	30.5	22.5
2020E	51,683.8	22,377.1	18,302.9	25,141	8.2	108,322	3.7	0.86	1.3	25.8	21.4

SK하이닉스 - 동사가 업황을 결정·DRAM 업황 개선세 지속

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

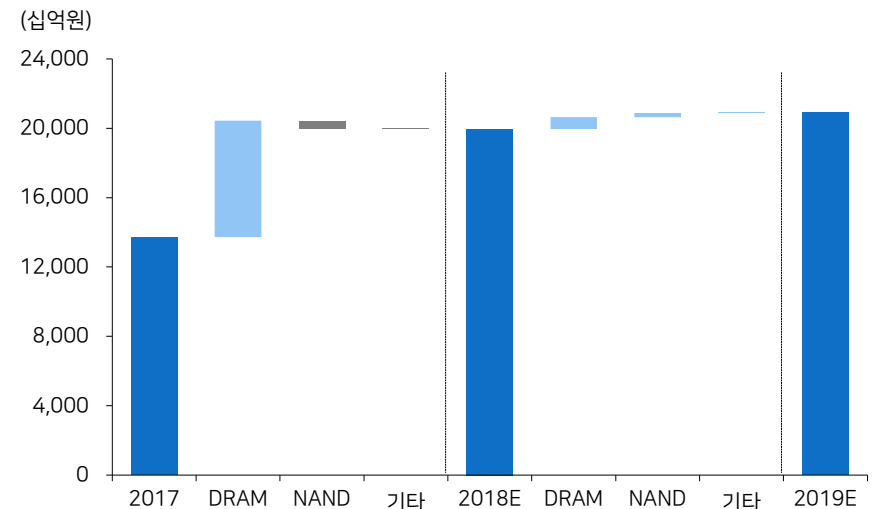
- SK하이닉스는 라인 증설 대신 미세공정에 집중하며 DRAM 업황 개선은 장기적으로 지속될 전망
- 동사는 DRAM 업황 전개의 캐스팅 보트를 쥐고 있음. 당사의 입장 변화는 1) Capa 경쟁을 촉발하거나, 2) 보수적으로 남아 DRAM을 캐쉬카우로 사용할 수 있는 기회를 창출
- 현 업황에서 동사는 삼성전자를 자극하는 공격적 증설계획을 세우고 있지 않음
- 도시바 메모리 인수를 위한 2018년 자금 투입 및 향후 자금 지원을 감안한다면 DRAM은 지속 수익성이 유지되어야 하기 때문.

SK하이닉스 - 분기별 DRAM 영업이익 및 영업이익률



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK하이닉스 사업부분별 영업이익 브릿지 차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK하이닉스 - DRAM 업황 개선세 지속

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	6,260	6,692	8,100	9,028	8,720	9,984	10,601	10,710	30,109	40,014	45,495
DRAM	4,654	5,051	6,249	6,852	6,890	7,997	8,467	8,546	22,806	31,900	36,428
NAND	1,468	1,472	1,669	1,970	1,696	1,818	1,952	1,947	6,578	7,413	8,312
영업이익	2,468	3,051	3,737	4,466	4,367	5,051	5,332	5,208	13,722	19,958	20,890
DRAM	2,103	2,691	3,385	4,044	4,111	4,796	5,076	4,951	12,224	18,935	19,613
NAND	345	341	333	406	243	242	243	238	1,425	965	1,201
기타	20	19	19	16	12	13	13	19	74	58	76
세전이익	2,370	3,069	3,843	4,157	4,291	5,062	5,394	5,221	13,440	19,968	21,150
당기순이익	1,899	2,469	3,056	3,220	3,121	3,999	4,261	4,125	10,642	15,505	16,919
영업이익률 (%)	39%	46%	46%	49%	50%	51%	50%	49%	46%	50%	46%
DRAM	45%	53%	54%	59%	60%	60%	60%	58%	54%	59%	54%
NAND	24%	23%	20%	21%	14%	13%	12%	12%	22%	13%	14%

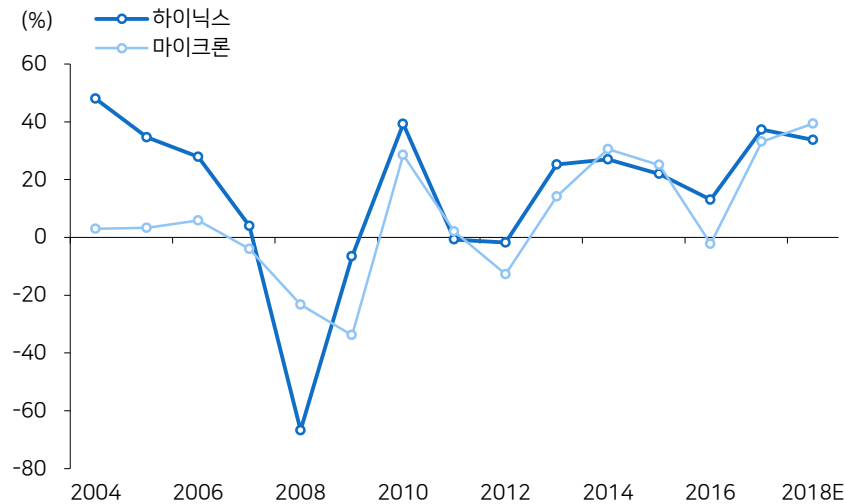
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK하이닉스 - 상대적 밸류에이션 매력

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

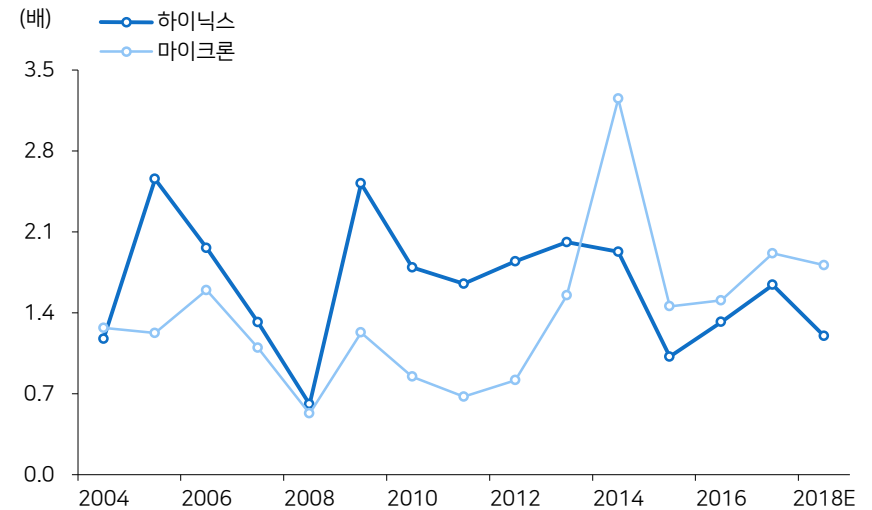
- 하이닉스와 마이크론은 업황 고저에 따라 ROE 변화를 보임
- 상대적 우위에 있는 하이닉스의 PBR은 마이크론 대비 고평가였으나, 16년부터 미국장의 활황과 인수합병 프리미엄에 기반해 역전된 상황
- 2018년 기준 현 마이크론 PBR 2.35x vs 하이닉스 1.40x
- 향후 하이닉스 주가는 이익추정치 상향 (장부가 상향)과 멀티플 팽창에 기반해 빠르게 상승할 전망

SK하이닉스 vs Micron ROE 비교



참고: Micron은 FY GAAP 기준
자료: 메리츠증권리서치센터, Bloomberg

SK하이닉스 vs Micron PBR 비교



참고: Micron은 FY GAAP 기준
자료: 메리츠증권리서치센터, Bloomberg

SK하이닉스 (000660)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	17,198.0	30,109.4	40,014.1	45,494.9	51,683.8
매출액증가율(%)	-8.5	75.1	32.9	13.7	13.6
매출원가	10,787.2	12,701.8	15,417.8	19,306.1	23,281.8
매출총이익	6,410.8	17,407.6	24,596.4	26,188.7	28,402.0
판매비와관리비	3,134.1	3,686.3	4,637.5	5,299.1	6,024.9
영업이익	3,276.7	13,721.3	19,958.2	20,889.6	22,377.1
영업이익률(%)	19.1	45.6	49.9	45.9	43.3
금융손익	-51.6	-41.0	-1.2	242.3	485.0
충속/관계기업관련손익	22.8	12.4	18.0	18.0	18.0
기타영업외손익	-28.8	-28.6	8.9	260.3	503.0
세전계속사업이익	3,216.5	13,439.6	19,967.8	21,149.9	22,880.1
법인세비용	256.0	2,797.3	4,461.7	4,230.0	4,576.0
당기순이익	2,960.5	10,642.3	15,506.1	16,919.9	18,304.1
지배주주지분 순이익	2,953.8	10,641.5	15,504.9	16,918.7	18,302.9
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,839.0	17,310.4	19,836.9	31,429.1	45,046.0
현금및현금성자산	613.8	2,950.0	7,091.8	14,909.5	24,527.3
매출채권	3,251.7	5,552.8	6,587.5	7,459.5	8,474.0
재고자산	2,026.2	2,640.4	3,132.4	3,547.0	4,029.4
비유동자산	22,377.0	28,108.0	40,336.9	45,756.0	50,719.5
유형자산	18,777.4	24,062.6	31,866.5	36,366.5	40,366.5
무형자산	1,915.6	2,247.3	2,451.9	2,434.0	2,329.4
투자자산	278.8	403.1	4,363.5	4,381.5	4,399.5
자산총계	32,216.0	45,418.4	60,173.8	77,185.0	95,765.5
유동부채	4,160.8	8,116.1	9,045.0	11,380.0	14,404.7
매입채무	696.1	758.6	900.0	1,019.1	1,157.7
단기차입금	0.0	192.7	74.7	74.7	74.7
유동성장기부채	704.9	581.1	689.4	780.6	886.8
비유동부채	4,031.6	3,481.4	3,071.5	2,782.6	2,495.4
사채	1,535.4	1,317.2	-100.0	-200.0	-300.0
장기차입금	2,095.7	2,080.3	3,077.2	2,877.2	2,677.2
부채총계	8,192.5	11,597.5	12,116.5	14,162.6	16,900.1
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,143.7	4,143.7	4,143.7	4,143.7	4,143.7
기타포괄이익누계액	-79.2	-502.3	-342.5	-342.5	-342.5
이익잉여금	17,066.6	27,287.3	41,362.5	56,327.7	72,170.6
비지배주주지분	6.6	5.6	6.7	6.7	6.7
자본총계	24,023.5	33,820.9	48,057.3	63,022.5	78,865.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	5,549	14,691	20,347	25,216	28,007
당기순이익(손실)	2,961	10,642	15,506	16,920	18,304
유형자산감가상각비	4,134	4,619	6,000	7,500	8,500
무형자산상각비	323	407	559	637	723
운전자본의 증감	-1,459	-3,190	-2,539	-828	-963
투자활동 현금흐름	-6,231	-11,919	-15,087	-15,234	-15,734
유형자산의 증가(CAPEX)	-5,956	-9,128	-13,500	-12,000	-12,500
투자자산의 감소(증가)	-19	-138	-4,000	0	0
재무활동 현금흐름	117	-352	-1,132	-2,163	-2,655
차입금증감	470	72	-426	-209	-194
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-562	2,336	4,142	7,818	9,618
기초현금	1,176	614	2,950	7,092	14,909
기말현금	614	2,950	7,092	14,909	24,527
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	23,624	41,359	54,964	62,493	70,994
EPS(지배주주)	4,057	14,617	21,298	23,240	25,141
CFPS	-772	3,209	5,689	10,738	13,211
EBITDAPS	10,622	25,752	36,425	39,871	43,407
BPS	32,990	46,449	66,003	86,560	108,322
DPS	600	1,000	2,769	3,486	3,771
배당수익률(%)	0.6	1.1	3.0	3.7	4.0
Valuation(Multiple)					
PER	8.4	6.4	4.4	4.0	3.7
PCR	N/A	29.1	16.4	8.7	7.1
PSR	1.4	2.3	1.7	1.5	1.3
PBR	1.03	2.01	1.42	1.08	0.86
EBITDA	7,733	18,748	26,518	29,026	31,600
EV/EBITDA	3.2	3.4	2.3	1.8	1.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.3	31.5	37.9	30.5	25.8
EBITDA이익률	34.7	80.4	68.5	60.9	60.4
부채비율	34.1	34.3	25.2	22.5	21.4
금융비용부담률	0.5	0.2	-0.1	-0.4	-0.8
이자보상배율(x)	27.3	110.7	208.0	232.6	262.7
매출채권회전율(x)	5.8	6.8	6.6	6.5	6.5
재고자산회전율(x)	5.5	5.4	5.3	5.8	6.1

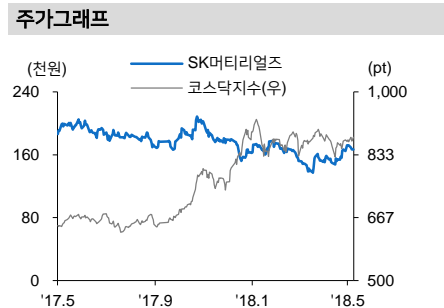
SK머티리얼즈(036490) 성장구간으로의 재진입

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

Buy

적정주가 (12개월)	240,000원
현재주가 (5.31)	166,900원
상승여력	43.8%
KOSDAQ	879.66pt
시가총액	17,604억원
발행주식수	1,055만주
유동주식비율	45.88%
외국인비중	9.51%
52주 최고/최저가	208,700원/137,100원
평균거래대금	98.0억원
주요주주(%)	
SK 외 1 인	49.10

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	8.3	7.8
6개월	-8.8	-20.0
12개월	-15.0	-37.0



전방 산업의 투자 사이클 재개 · 특수 가스 시장의 구조적 성장

- 장기적 관점에서 전방 산업은 투자의 원천 (DRAM)과 대상 (NAND/Logic)이 분리되며 투자 확장 예상
- 진입장벽이 구축되어있는 특수가스 시장 내 신규 사업 진출하며 견조한 성장 전략 구축

실적은 성장 궤도로 복귀하며 주가 모멘텀으로 작용할 전망

- 예상을 하회한 NF3 판가에 기반해 2017년 실적은 기대치에 미치지 못했으나, 이제 물량 증가에 기반해 견조한 이익 성장을 시현할 전망
- 무수불산 등 원재료 부담 완화에 고객사의 안정적 판가 흐름은 견조한 실적 흐름에 기여
- 삼성전자 평택라인 가동 및 Xian fab 증설, 하반기 JV 신사업 실적 기여 등이 모멘텀으로 작용

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

- SK하이닉스의 Toshiba Memory 인수 및 연말부터 시작되는 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 (%)
2016	461.4	154.1	108.6	10,306	64.2	39,942	16.2	4.2	7.5	25.8	106.6
2017	512.3	147.7	101.9	9,661	-6.3	36,567	17.3	4.6	11.0	26.4	174.0
2018E	628.6	161.6	108.7	10,850	12.3	51,793	15.4	3.2	8.5	23.3	154.2
2019E	731.4	211.0	149.2	14,892	37.2	62,206	11.2	2.7	6.4	24.8	144.7
2020E	815.0	235.9	170.4	17,010	14.2	74,384	9.8	2.2	5.6	23.7	134.3

SK머티리얼즈 - 분기실적 추정

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

SK머티리얼즈 실적 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	116.4	124.2	131.5	140.2	142.7	152.3	164.7	168.9	170.7	177.9	188.3	194.4	512.3	628.6	731.4
NF3	69.4	70.6	71.1	77.5	79.5	85.0	91.3	93.3	94.2	96.4	99.4	102.7	288.6	349.2	392.8
SiH4	5.2	5.4	5.5	5.6	5.3	5.5	5.7	5.7	5.5	5.7	5.9	5.9	21.7	22.2	23.0
기타	21.5	23.6	27.2	30.4	30.7	32.6	35.5	37.3	37.6	39.9	43.5	45.7	102.7	136.1	166.7
SK Air Gas	20.4	21.6	21.8	22.7	23.0	24.8	27.2	27.5	27.8	30.0	33.0	33.3	86.4	102.4	124.1
SK Tri Chem	0.0	1.0	2.5	2.0	2.1	2.2	2.5	2.7	2.8	3.0	3.3	3.6	5.5	9.5	12.7
영업이익	33.1	37.8	40.2	36.5	33.8	38.1	45.8	43.9	48.0	52.6	55.6	54.8	147.7	161.6	211.0
영업이익률(%)	28%	30%	31%	26%	24%	25%	28%	26%	28%	30%	30%	28%	29%	26%	29%
NF3	25.1	26.1	26.8	23.4	21.6	23.0	29.2	28.0	31.3	34.1	35.2	35.2	101.3	101.8	135.8
SiH4	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.5	0.7	0.7
기타	4.1	5.4	6.2	6.8	6.5	7.5	8.2	8.2	8.5	9.2	10.0	10.0	22.6	30.3	37.7
순이익	21.8	26.4	28.1	27.8	22.8	26.4	32.5	29.9	35.6	37.5	40.2	38.7	104.1	111.6	152.1
순이익률(%)	19%	21%	21%	20%	16%	17%	20%	18%	21%	21%	21%	20%	20%	18%	21%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK머티리얼즈 (036490)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	461.4	512.3	628.6	731.4	815.0
매출액증가율(%)	36.5	11.0	22.7	16.3	11.4
매출원가	268.7	314.7	402.4	445.5	495.6
매출총이익	192.7	197.6	226.2	285.9	319.4
판매비와관리비	38.7	49.9	64.6	75.0	83.5
영업이익	154.1	147.7	161.6	211.0	235.9
영업이익률(%)	33.4	28.8	25.7	28.8	28.9
금융손익	-3.7	-11.5	-13.3	-8.8	-4.8
충속/관계기업관련손익	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.7	-11.6	-13.4	-8.8	-4.8
세전계속사업이익	140.3	134.5	148.1	202.1	231.1
법인세비용	29.9	30.5	36.5	50.1	57.8
당기순이익	110.4	104.0	111.6	152.1	173.3
지배주주지분 순이익	108.6	101.9	108.7	149.2	170.4

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	217.3	201.8	425.5	552.5	695.2
현금및현금성자산	60.3	18.7	193.9	297.7	421.9
매출채권	72.1	82.7	99.7	114.7	128.1
재고자산	74.3	86.2	103.9	109.6	112.3
비유동자산	685.8	916.2	1,048.6	1,135.3	1,221.6
유형자산	661.5	885.1	1,009.3	1,079.3	1,149.3
무형자산	6.9	6.6	21.2	35.4	49.5
투자자산	0.1	10.8	1.6	1.6	1.6
자산총계	903.1	1,118.0	1,474.1	1,687.9	1,916.8
유동부채	283.6	336.5	381.6	485.3	585.5
매입채무	21.9	26.7	32.2	37.0	41.3
단기차입금	51.3	148.8	99.8	99.8	99.8
유동성장기부채	115.9	30.5	36.8	42.3	47.2
비유동부채	182.4	373.3	512.6	512.9	513.1
사채	50.0	200.0	338.8	338.8	338.8
장기차입금	100.4	152.6	152.0	152.0	152.0
부채총계	466.0	709.9	894.2	998.1	1,098.6
자본금	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	34.2	34.2	34.2	34.2	34.2
기타포괄이익누계액	0.6	-3.7	23.2	23.2	23.2
이익잉여금	382.6	446.1	483.6	593.4	721.9
비지배주주지분	15.8	22.4	33.6	33.6	33.6
자본총계	437.1	408.1	579.9	689.7	818.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	207.9	136.7	308.8	311.8	335.5
당기순이익(손실)	110.5	104.1	111.6	152.1	173.3
유형자산감가상각비	66.7	74.1	91.0	110.0	110.0
무형자산상각비	0.8	1.0	1.5	1.8	2.0
운전자본의 증감	17.0	-45.8	66.3	-2.5	0.1
투자활동 현금흐름	-208.7	-268.5	-192.0	-171.2	-171.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-125.4	-260.7	-200.0	-180.0	-180.0
투자자산의 감소(증가)	-6.4	-10.9	-2.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	19.1	91.6	58.4	-36.7	-39.9
차입금증감	46.9	219.4	95.8	5.5	4.9
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	18.8	-41.6	175.3	103.8	124.3
기초현금	41.4	60.3	18.7	194.0	297.8
기말현금	60.3	18.7	194.0	297.8	422.0

Key Financial Data

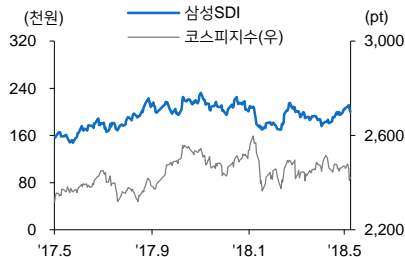
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	43,744	48,570	59,598	69,338	77,272
EPS(지배주주)	10,306	9,661	10,850	14,892	17,010
CFPS	1,782	-3,944	16,619	9,837	11,783
EBITDAPS	21,009	21,123	24,092	30,595	32,979
BPS	39,942	36,567	51,793	62,206	74,384
DPS	3,550	3,550	4,000	4,243	4,847
배당수익률(%)	2.1	2.1	2.4	2.5	2.9
Valuation(Multiple)					
PER	16.2	17.3	15.4	11.2	9.8
PCR	93.6	-42.3	10.0	17.0	14.2
PSR	3.8	3.4	2.8	2.4	2.2
PBR	4.2	4.6	3.2	2.7	2.2
EBITDA	222	223	254	323	348
EV/EBITDA	7.5	11.0	8.5	6.4	5.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	25.8	26.4	23.3	24.8	23.7
EBITDA이익률	55.7	45.9	45.6	51.7	50.8
부채비율	106.6	174.0	154.2	144.7	134.3
금융비용부담률	1.8	2.4	2.5	1.5	0.9
이자보상배율(x)	15.4	11.4	9.4	11.8	13.0
매출채권회전율(x)	7.3	6.6	6.9	6.8	6.7
재고자산회전율(x)	4.1	3.9	4.2	4.2	4.5

삼성SDI(006400) 견조한 전방산업과 살아나는 모멘텀

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

Trading Buy

적정주가 (12개월)	245,000원
현재주가 (5.31)	200,500원
상승여력	22.2%
KOSPI	2,423.01pt
시가총액	137,873억원
발행주식수	6,876만주
유동주식비율	74.59%
외국인비중	40.23%
52주 최고/최저가	232,500원/147,500원
평균거래대금	694.5억원
주요주주(%)	
삼성전자 외 7인	20.56
국민연금	9.43
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	9.3 13.4
6개월	-5.4 -3.3
12개월	21.1 17.4
주가그래프	



고질적 감익 요인에서 벗어난 본업의 사업가치 회복은 진행 중

- 중대형 전지의 실적 개선과 중소형 전지의 고마진 회복에 기반해 동사의 사업가치가 2Q18에는 더욱 확대될 전망. 연간 영업이익은 올해 4,475억원에서 내년 5,450억원으로 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

- 삼성디스플레이 신형 iPhone 패널 양산 원활히 진행 중 · 실적 컨센서스는 비관의 끝을 통과
- ESS 매출은 2Q18에 집중되며 중대형전지 영업손실은 사상 최소 규모로 개선될 전망

다양한 모멘텀의 동시다발적 작용 예상 · 투자의견 Trading Buy, 적정주가 245,000원

- 적정주가 245,000원은 당사 추정 18년 BVPS에 과거 Peakcycle 평균 PBR 1.4배 적용
- 전기차 시장의 본격적 확대와 함께, 동사의 대형전지 사업부의 추가 수주 이벤트는 주가 모멘텀으로 작용할 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	5,201	(926)	219	3,191	307.1	155,925	62.8	1.3	(13.0)	2.0	35.9
2017	6,322	117	657	9,557	199.5	163,708	21.0	1.2	20.3	5.8	37.5
2018E	8,127	448	548	7,963	-16.7	170,765	25.2	1.2	10.8	4.8	39.5
2019E	8,753	545	790	11,491	44.3	180,161	17.4	1.1	10.3	6.5	37.1
2020E	8,660	644	965	14,030	22.1	190,926	14.3	1.1	9.8	7.6	33.4

삼성SDI - 분기실적 추정

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

삼성SDI 실적 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	1,305	1,453	1,708	1,854	1,907	1,930	2,129	2,162	2,058	2,163	2,249	2,282	6,321	8,127	8,753
에너지솔루션	823	988	1,168	1,319	1,417	1,420	1,535	1,575	1,518	1,539	1,624	1,651	4,297	5,947	6,332
소형전지	563	667	782	805	882	910	889	907	890	923	962	973	2,817	3,588	3,748
중대형전지(EV+ESS)	260	320	386	514	535	510	646	668	628	616	662	679	1,480	2,359	2,584
소재 사업부	480	465	538	533	490	510	594	587	540	624	625	631	2,017	2,181	2,420
영업이익	-67	6	60	119	72	112	128	136	94	142	139	170	117	448	545
영업이익률(%)	-5.2%	0.4%	3.5%	6.4%	3.8%	5.8%	6.0%	6.3%	4.5%	6.6%	6.2%	7.4%	1.9%	5.5%	6.2%
에너지솔루션	-118	-38	2	49	33	62	56	71	43	74	72	103	-105	222	293
소형전지	-25	19	63	77	79	74	67	73	53	74	67	73	134	293	268
중대형전지(EV+ESS)	-93	-57	-61	-28	-47	-12	-11	-2	-10	0	5	30	-239	-71	25
소재 사업부	51	44	59	69	39	50	72	65	50	69	67	67	223	226	252
지분법이익	169	225	114	187	49	32	120	144	132	124	177	193	695	343	627
세전이익	84	232	175	333	198	89	193	228	232	210	260	310	824	707	1,013
세전이익률(%)	6.5%	15.9%	10.2%	18.0%	10.4%	4.6%	9.0%	10.5%	11.3%	9.7%	11.6%	13.6%	13.0%	8.7%	11.6%
순이익	82	187	135	240	160	71	154	182	186	168	208	248	657	548	790
순이익률(%)	6.3%	12.8%	7.9%	12.9%	8.4%	3.7%	7.2%	8.4%	9.0%	7.8%	9.2%	10.9%	10.4%	6.7%	9.0%

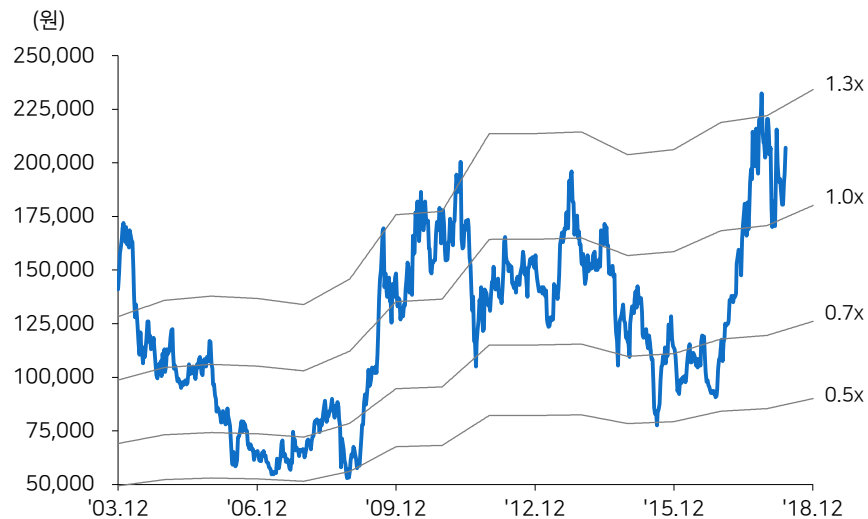
자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성SDI - Trading Buy, 적정주가 245,000원

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

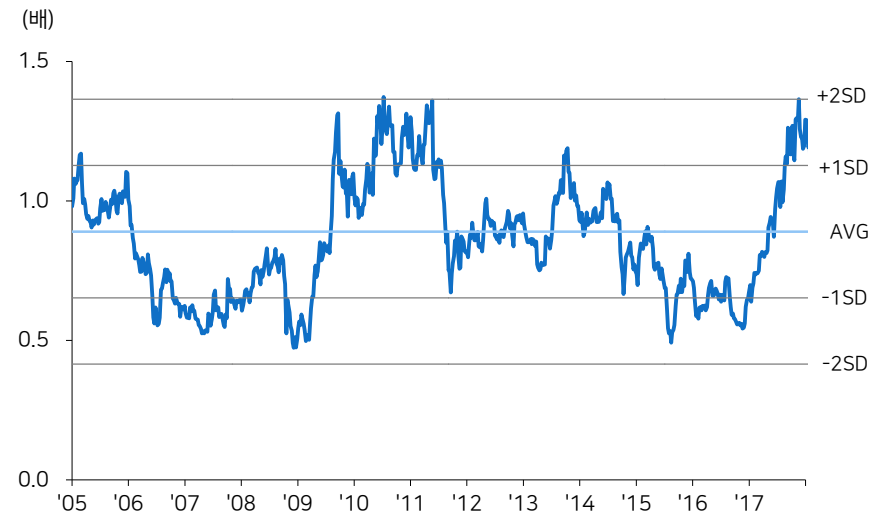
- 동사의 적정주가 245,000원은 당사 추정 18년 BVPS 1.4배에 기반함
- 부품주들에 대한 시장 관심이 저하된 상태에서 동사의 투자자산가치가 하방경직성을 부여
- 전기차 시장의 본격적 성장에 기반해, 중대형 배터리의 제도적/지정학적 리스크 제거 등이 캐털리스트로 작용 가능

삼성SDI - PBR 밴드 차트 (12개월 Rolling forward)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성SDI - PBR 변화 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성SDI (006400)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,200.8	6,321.6	8,127.4	8,752.5	8,660.3
매출액증가율(%)	5.0	21.6	28.6	7.7	-1.1
매출원가	4,450.2	5,152.5	6,432.1	6,875.5	6,700.8
매출총이익	750.6	1,169.1	1,695.3	1,877.1	1,959.5
판매비와관리비	1,676.9	1,052.2	1,247.9	1,332.1	1,315.6
영업이익	-926.3	116.9	447.5	545.0	643.9
영업이익률(%)	-17.8	1.8	5.5	6.2	7.4
금융손익	-127.4	13.2	-94.2	-158.8	-161.0
총속/관계기업관련손익	245.2	695.4	342.9	626.7	748.2
기타영업외손익	117.8	708.6	259.2	467.9	587.1
세전계속사업이익	-820.7	824.1	706.7	1,012.8	1,231.1
법인세비용	57.8	180.9	139.0	202.6	246.2
당기순이익	211.1	643.2	567.7	810.3	984.8
지배주주지분 순이익	219.4	657.2	547.6	790.2	964.7
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,958.3	3,605.1	4,341.8	4,155.7	3,846.5
현금및현금성자산	1,011.7	1,209.0	1,573.3	1,238.8	977.6
매출채권	780.3	987.7	1,151.3	1,215.5	1,194.7
재고자산	729.1	966.6	1,126.7	1,189.5	1,169.2
비유동자산	10,942.0	12,146.4	12,375.8	13,150.1	13,989.1
유형자산	2,503.8	2,930.3	3,342.2	3,697.2	4,052.2
무형자산	941.7	897.4	816.4	565.1	315.2
투자자산	6,773.1	7,643.8	7,430.6	8,057.2	8,805.4
자산총계	14,900.3	15,751.5	16,717.6	17,305.7	17,835.6
유동부채	2,212.8	2,670.4	3,041.6	2,981.3	2,771.6
매입채무	341.8	461.3	537.7	567.7	558.0
단기차입금	184.0	879.5	1,013.0	1,023.0	1,033.0
유동성장기부채	199.9	311.2	362.7	383.0	376.4
비유동부채	1,723.4	1,629.1	1,695.0	1,697.3	1,696.5
사채	299.3	99.8	100.1	100.1	100.1
장기차입금	267.3	245.5	255.8	255.8	255.8
부채총계	3,936.2	4,299.5	4,736.6	4,678.6	4,468.1
자본금	356.7	356.7	356.7	356.7	356.7
자본잉여금	5,031.2	5,042.7	5,039.5	5,039.5	5,039.5
기타포괄이익누계액	591.0	602.4	297.4	297.4	297.4
이익잉여금	4,994.7	5,600.6	6,394.1	7,040.2	7,780.5
비지배주주지분	242.0	194.7	238.5	238.5	238.5
자본총계	10,964.1	11,452.0	11,981.1	12,627.2	13,367.5

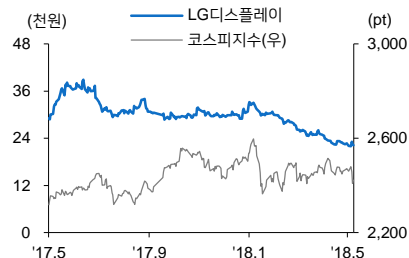
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-1,309.5	-250.1	1,350.6	1,013.0	1,193.6
당기순이익(손실)	211.1	643.2	567.7	810.3	984.8
유형자산감가상각비	360.5	369.3	695.0	695.0	695.0
무형자산상각비	94.5	90.6	105.3	113.7	112.3
운전자본의 증감	-1,412.9	-841.3	214.7	-98.2	31.8
투자활동 현금흐름	1,854.3	89.3	-1,141.3	-1,123.2	-1,123.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-832.6	-991.5	-1,070.0	-1,050.0	-1,050.0
투자자산의 감소(증가)	3.8	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-818.7	353.4	140.5	-224.3	-331.5
차입금증감	-540.7	513.8	303.4	30.2	3.4
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-276.3	197.3	364.4	-334.5	-261.1
기초현금	1,288.0	1,011.7	1,209.0	1,573.4	1,238.9
기말현금	1,011.7	1,209.0	1,573.4	1,238.9	977.7
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	75,632	91,931	118,191	127,282	125,942
EPS(지배주주)	3,191	9,557	7,963	11,491	14,030
CFPS	-4,018	2,869	5,299	-4,865	-3,798
EBITDAPS	-6,854	8,388	18,147	19,685	21,104
BPS	155,925	163,708	170,765	180,161	190,926
DPS	1,000	1,000	2,389	3,447	4,209
배당수익률(%)	0.5	0.5	1.2	1.7	2.1
Valuation(Multiple)					
PER	62.8	21.0	25.2	17.4	14.3
PCR	N/A	69.9	37.8	-41.2	-52.8
PSR	2.7	2.2	1.7	1.6	1.6
PBR	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
EBITDA	(471)	577	1,248	1,354	1,451
EV/EBITDA	-13.0	20.3	10.8	10.3	9.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.0	5.8	4.8	6.5	7.6
EBITDA이익률	-582.0	1,245.9	60.0	60.7	68.8
부채비율	35.9	37.5	39.5	37.1	33.4
금융비용부담률	0.0	0.1	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	-26.4	5.1	12.6	14.7	17.3
매출채권회전율(x)	6.1	7.2	7.6	7.4	7.2
재고자산회전율(x)	6.0	6.1	6.1	5.9	5.7

LG디스플레이(034220) 거센 파도, 높은 파고

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

Buy

적정주가 (12개월)	29,000원	
현재주가 (5.31)	22,200원	
상승여력	30.6%	
KOSPI	2,423.01pt	
시가총액	79,435억원	
발행주식수	35,782만주	
유동주식비율	62.08%	
외국인비중	25.56%	
52주 최고/최저가	38,900원/22,000원	
평균거래대금	552.3억원	
주요주주(%)		
LG전자 외 2인	37.92	
국민연금	8.68	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-5.3	-1.7
6개월	-28.2	-26.6
12개월	-31.9	-34.0
주가그래프		



중국 10세대 가동의 후폭풍 속 LCD 업황 훼손은 지속

- 시장에 상존하는 우려는 1) LCD 판가 안정화 시점 및, 2) POLED 및 TV OLED의 추가 판가 개선 여력
- LCD 업황은 2017년 중반 이후 지속 둔화되어왔으며, BOE의 10.5세대 가동에 기반해 우려는 극대화된 상황. 단기적으로 패널가 반등은 쉽지 않을 전망

TV OLED와 모바일 OLED, 경쟁력은 충분. 문제는 LCD에서의 전환은 '시간과 비용'을 소모한다는 점

- 중장기 성장을 위해 TV 이후의 Information hub 역할의 Application을 위한 OLED 개발은 필수적
- 하지만 지속 하락하는 LCD 판가를 감안 시 OLED 전환 투자는 1) 비용과 2) 전환 기간 (1년 내외)가 필요
- 지연된 의사결정은 비용 소모를 확대할 뿐. 6-7월 LCD 판가 저점 기미가 포착될 시 '가동율 조절 및 OLED로의 전환 결정'을 통한 판가 반등을 주도할 필요가 있음

단기 판가 추가 하락에서 오는 부정적 모멘텀 이후 투자 기회 포착 가능

- 매력적인 조건을 생략한 POLED 수주 계약은 지양해야 하는 시점
- 하반기 재고 빌드업 사이클에 맞춘 산업 내 공급 축소 동조 움직임이 포착된다면 저점 매수 기회로 활용
- 적정주가 29,000원은 2018E BVPS에 0.77x 적용 (14년 이후 TV 시장 둔화기 평균 배수)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	26,504.1	1,311.4	906.7	2,534	-6.2	36,209	10.6	0.7	2.7	7.0	84.8
2017	27,790.2	2,461.6	1,802.8	5,038	98.8	40,170	4.4	0.6	1.8	12.5	94.6
2018E	23,557.6	(224.7)	(467.0)	(1,305)	-125.9	38,175	(17.0)	0.6	3.1	(3.3)	122.6
2019E	24,546.4	265.8	88.0	246	-118.9	38,425	90.2	0.6	2.9	0.6	148.9
2020E	24,848.7	748.6	443.7	1,240	403.9	39,669	17.9	0.6	2.5	3.2	163.2

LG디스플레이 - 체질 변화를 위한 비용 증가에 대한 우려

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

LG 디스플레이 실적 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
환율전망	1,153	1,129	1,132	1,105	1,072	1,070	1,070	1,070	1,130	1,070	1,070
매출액	7,062	6,629	6,973	7,126	5,675	5,687	6,054	6,142	27,790	23,558	24,546
YoY (%)	18%	13%	4%	-10%	-20%	-14%	-13%	-14%	5%	-15%	4%
QoQ (%)	-11%	-6%	5%	2%	-20%	0%	6%	1%			
투입면적 ('000 m2)	13,819	13,719	13,420	13,080	13,065	13,643	13,948	13,990	54,037	54,646	56,059
출하면적 ('000 m2)	10,072	10,218	10,293	11,040	10,084	10,489	10,947	10,888	41,622	42,408	43,191
YoY (%)	6%	3%	-5%	3%	0%	3%	6%	-1%	1%	2%	2%
QoQ (%)	-6%	1%	1%	7%	-9%	4%	4%	-1%			
평균단가(달러)	608	574	600	589	522	507	517	527	593	518	531
YoY (%)	16%	14%	8%	-8%	-14%	-12%	-14%	-10%	7%	-13%	2%
QoQ (%)	-5%	-6%	4%	-2%	-11%	-3%	2%	2%			
매출총이익	1,719	1,514	1,256	877	542	442	680	709	5,366	2,373	2,967
매출총이익률 (%)	24%	23%	18%	12%	10%	8%	11%	12%	19%	10%	12%
영업이익	1,027	804	586	45	-98	-173	24	23	2,462	-225	266
영업이익률 (%)	14.5%	12.1%	8.4%	0.6%	-1.7%	-3.0%	0.4%	0.4%	8.9%	-1.0%	1.1%
경상이익	858	832	599	44	-96	-301	-103	-101	2,333	-601	137
경상이익률 (%)	12.2%	12.5%	8.6%	0.6%	-1.7%	-5.3%	-1.7%	-1.6%	8.4%	-2.5%	0.6%
당기순이익	680	737	477	44	-49	-238	-81	-80	1,803	-467	88
순이익률 (%)	9.6%	11.1%	6.8%	0.6%	-0.9%	-4.2%	-1.3%	-1.3%	7.0%	-1.9%	0.4%
EPS	1,770	1,929	1,235	103	-166	-668	-230	-241	5,038	-1,305	246

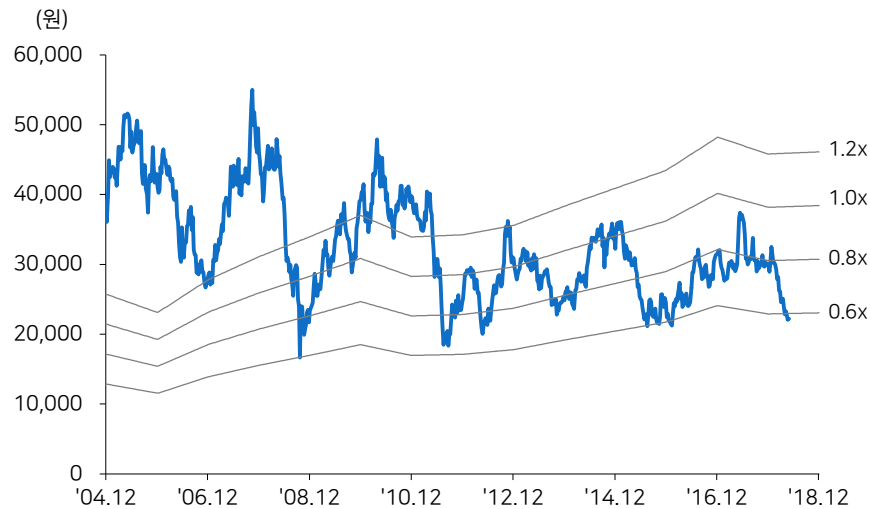
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

LG디스플레이 - Buy, 적정주가 29,000원

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

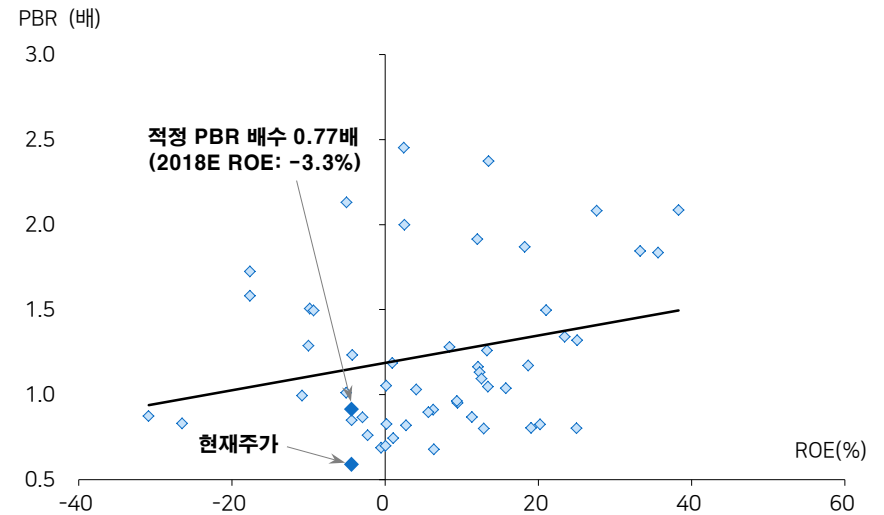
- 동사의 적정주가 29,000원은 당사 추정 18년 BVPS 0.77배에 기반함
- 경쟁사의 신규 10세대 양산라인에 대한 불확실성이 여전히 투자심리에 부정적으로 작용하고 있으나, 2Q18 LCD 판가가 저점을 형성하며 분위기는 반전될 수 있음
- 주가의 상승 모멘텀은 1) LCD 패널가 하락세의 안정화, 2) POLED 수율회복 및 추가 고객과의 파트너십 공식화, 3) 외형성장 이후 2H18 OLED TV의 수익성 개선 시현

PBR 밴드 차트 (12개월 Rolling forward)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

LG디스플레이 과거 PBR/ROE vs 적정주가 29,000원



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

LG디스플레이 (034220)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	26,504.1	27,790.2	23,557.6	24,546.4	24,848.7
매출액증가율(%)	-6.6	4.9	-15.2	4.2	1.2
매출원가	22,754.3	22,424.6	21,184.4	21,579.1	21,365.0
매출총이익	3,749.8	5,365.6	2,373.2	2,967.3	3,483.7
판매비와관리비	2,438.4	2,903.9	2,597.5	2,701.4	2,735.1
영업이익	1,311.4	2,461.6	-224.7	265.8	748.6
영업이익률(%)	4.9	8.9	-1.0	1.1	3.0
금융손익	123.0	-148.8	-403.1	-148.3	-175.1
충속/관계기업관련손익	8.3	9.6	12.1	20.0	20.0
기타영업외손익	131.3	-139.2	-376.2	-128.3	-155.1
세전계속사업이익	1,316.2	2,332.6	-600.6	137.5	593.4
법인세비용	384.7	395.6	-152.8	30.2	130.6
당기순이익	931.5	1,937.0	-447.8	107.2	462.9
지배주주지분 순이익	906.7	1,802.8	-467.0	88.0	443.7

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	10,473.7	8,286.1	8,631.9	9,134.4	10,473.7
현금및현금성자산	2,602.6	1,291.3	1,502.4	1,943.1	2,602.6
매출채권	4,325.2	3,727.8	3,810.0	3,847.8	4,325.2
재고자산	2,350.1	2,025.5	2,070.2	2,090.7	2,350.1
비유동자산	18,686.0	23,423.7	27,047.3	29,771.0	18,686.0
유형자산	16,202.0	21,017.3	24,617.3	27,337.3	16,202.0
무형자산	912.8	1,027.2	1,003.4	974.6	912.8
투자자산	127.6	134.9	154.9	174.9	127.6
자산총계	29,159.7	31,709.8	35,679.2	38,905.5	29,159.7
유동부채	8,978.7	10,897.6	12,775.8	14,556.0	8,978.7
매입채무	2,875.1	2,478.0	2,532.7	2,557.7	2,875.1
단기차입금	0.0	10.0	20.0	30.0	0.0
유동성장기부채	1,452.9	1,252.2	1,279.8	1,292.5	1,452.9
비유동부채	5,199.5	6,564.3	8,566.1	9,566.9	5,199.5
사채	1,506.0	2,905.1	3,905.1	4,905.1	1,506.0
장기차입금	2,644.2	2,695.9	3,695.9	3,695.9	2,644.2
부채총계	14,178.2	17,461.8	21,341.9	24,122.9	14,178.2
자본금	1,789.1	1,789.1	1,789.1	1,789.1	1,789.1
자본잉여금	2,251.1	2,251.1	2,251.1	2,251.1	2,251.1
기타포괄이익누계액	-288.3	-182.1	-182.1	-182.1	-288.3
이익잉여금	10,621.6	9,801.4	9,890.8	10,336.1	10,621.6
비지배주주지분	608.0	588.4	588.4	588.4	608.0
자본총계	14,981.5	14,247.9	14,337.3	14,782.6	14,981.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	3,640.9	6,764.2	6,469.2	6,677.9	7,422.1
당기순이익(손실)	931.5	1,937.1	-447.8	107.2	462.9
유형자산감가상각비	2,643.4	2,791.9	3,900.0	4,400.0	4,780.0
무형자산상각비	378.1	422.7	376.1	392.2	397.2
운전자본의 증감	-847.2	1,442.4	2,405.1	1,546.4	1,536.1
투자활동 현금흐름	-3,189.2	-6,481.1	-8,903.7	-8,484.8	-7,984.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,735.9	-6,592.4	-8,400.0	-8,000.0	-7,500.0
투자자산의 감소(증가)	607.9	384.5	-121.4	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	307.9	862.2	1,061.8	2,018.0	1,003.4
차입금증감	504.0	1,042.8	1,242.4	2,037.6	1,022.7
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	807.0	1,043.9	-1,311.3	211.1	440.7
기초현금	751.7	1,558.7	2,602.6	1,291.3	1,502.4
기말현금	1,558.7	2,602.6	1,291.3	1,502.4	1,943.1

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	74,072	77,666	65,837	68,601	69,446
EPS(지배주주)	2,534	5,038	-1,305	246	1,240
CFPS	2,255	2,917	-3,665	590	1,232
EBITDAPS	12,109	15,863	11,322	14,136	16,561
BPS	36,209	40,170	38,175	38,425	39,669
DPS	500	500	50	49	248
배당수익률(%)	2.3	2.3	0.2	0.2	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	10.6	4.4	(17.0)	90.2	17.9
PCR	11.9	N/A	-6.1	37.6	18.0
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
EBITDA	4,333	5,676	4,051	5,058	5,926
EV/EBITDA	2.7	1.8	3.1	2.9	2.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.0	12.5	-3.3	0.6	3.2
EBITDA이익률	19.4	36.0	-9.6	1.9	8.1
부채비율	84.8	94.6	122.6	148.9	163.2
금융비용부담률	0.3	0.1	0.3	0.5	0.6
이자보상배율(x)	11.6	27.2	-2.2	2.0	4.6
매출채권회전율(x)	5.9	6.0	5.9	6.5	6.5
재고자산회전율(x)	9.8	9.7	9.7	10.5	10.3

AP시스템(265520) 부진한 전방 시장 속 회복하는 기초체력

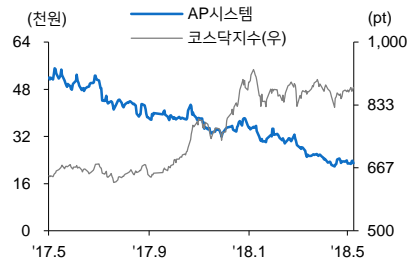
Analyst 김선우 02. 6098-6688
sunwoo.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	42,000원
현재주가 (5.31)	22,950원
상승여력	83.0%
KOSDAQ	879.66pt
시가총액	3,190억원
발행주식수	1,390만주
유동주식비율	76.36%
외국인비중	9.75%
52주 최고/최저가	55,100원/21,850원
평균거래대금	49.4억원
주요주주(%)	
APS홀딩스 외 3 인	23.64

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-0.6	-1.1
6개월	-33.8	-41.9
12개월	-58.3	-69.1

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 · 투자의견 Buy와 적정주가 42,000원

- APS홀딩스는 지주사 요건을 위해 공개매수 중. 전략적 측면에서 완료 이후 실적 개선 본격화 가능
- 적정주가 42,000원은 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 (%)
2016											
2017	962.4	26.2	19.1	1,670		7,825	13.7	2.9	19.2	21.3	423.0
2018E	826.8	70.2	53.6	3,919	134.7	10,148	5.9	2.3	8.5	47.0	316.7
2019E	913.3	84.6	64.4	4,708	20.1	14,856	4.9	1.5	6.5	37.7	232.7
2020E	1,009.1	100.2	76.3	5,575	18.4	20,431	4.1	1.1	4.8	31.6	182.3

AP시스템 - 분기실적 추정

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

AP시스템 실적 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	126.4	384.3	245.4	206.4	147.3	178.5	235.5	265.5	163.5	198.1	254.4	297.4	962.4	826.8	913.3
LCD	1.5	2.7	2.1	2.5	1.5	2.6	2.6	2.7	2.4	2.6	2.6	2.7	20.2	9.5	10.4
반도체	5.2	7.6	8.0	4.5	5.2	7.6	7.9	8.2	7.3	7.6	7.9	8.2	61.2	28.8	30.9
디스플레이	119.0	256.6	113.8	262.0	119.0	150.5	212.0	239.0	138.9	166.4	228.9	267.6	1,623.8	720.4	801.9
기타	0.7	117.3	121.5	-62.6	21.6	17.8	13.0	15.7	14.8	21.5	14.9	18.9	219.1	68.1	70.1
영업이익	12.6	29.7	2.1	-18.3	10.6	13.0	21.7	25.0	13.4	16.4	25.9	28.8	26.2	70.2	84.6
영업이익률(%)	10.0%	7.7%	0.9%	-8.9%	7.2%	7.3%	9.2%	9.4%	-46.5%	23.2%	57.8%	11.2%	2.7%	8.5%	9.3%
세전이익	12.0	30.5	1.3	-17.4	8.2	13.0	21.7	25.0	13.5	16.4	25.9	28.9	26.3	67.9	84.7
세전이익률(%)	9.5%	7.9%	0.5%	-8.4%	5.5%	7.3%	9.2%	9.4%	8.2%	8.3%	10.2%	9.7%	2.7%	8.2%	9.3%
순이익	9.2	23.2	0.6	-13.8	8.2	9.9	16.5	19.0	10.2	12.5	19.7	21.9	19.1	53.6	64.4
순이익률(%)	7.3%	6.0%	0.2%	-6.7%	5.6%	5.5%	7.0%	7.2%	6.3%	6.3%	7.8%	7.4%	2.0%	6.5%	7.1%

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

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

AP시스템 (265520)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	962.4	826.8	913.3	1,009.1	
매출액증가율(%)	73.4	-14.1	10.5	10.5	
매출원가	900.3	702.1	769.8	844.0	
매출총이익	62.1	124.7	143.5	165.2	
판매비와관리비	35.9	54.5	59.0	65.0	
영업이익	26.2	70.2	84.6	100.2	
영업이익률(%)	2.7	8.5	9.3	9.9	
금융손익	-2.1	0.1	0.2	0.2	
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	-2.1	-2.4	0.2	0.2	
세전계속사업이익	26.3	67.9	84.7	100.3	
법인세비용	7.2	14.2	20.3	24.1	
당기순이익	19.1	53.6	64.4	76.3	
비배주주지분 순이익	19.1	53.6	64.4	76.3	
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	324.5	442.4	543.3	658.5	
현금및현금성자산	62.7	148.6	214.4	290.3	
매출채권	166.4	214.1	239.8	268.5	
재고자산	52.4	67.4	75.5	84.6	
비유동자산	143.6	136.0	132.8	130.5	
유형자산	109.6	102.1	99.1	97.1	
무형자산	23.9	21.0	19.2	17.1	
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	
자산총계	468.0	578.4	676.0	789.0	
유동부채	342.5	412.6	445.6	481.9	
매입채무	124.2	159.7	178.9	200.4	
단기차입금	121.3	130.0	120.0	110.0	
유동성장기부채	5.2	6.7	7.5	8.4	
비유동부채	36.0	27.0	27.3	27.6	
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	
장기차입금	22.3	19.3	19.3	19.3	
부채총계	378.5	439.6	472.8	509.5	
자본금	7.6	7.6	7.6	7.6	
자본잉여금	62.6	62.6	62.6	62.6	
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	
이익잉여금	19.3	68.6	133.0	209.3	
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	89.5	138.8	203.2	279.5	

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	55.7	42.9	68.9	79.8	
당기순이익(손실)	19.1	53.6	64.4	76.3	
유형자산감가상각비	5.9	12.0	12.0	12.0	
무형자산상각비	2.3	1.9	2.1	2.3	
운전자본의 증감	9.5	43.1	-14.7	-16.5	
투자활동 현금흐름	-46.7	35.4	6.0	5.0	
유형자산의 증가(CAPEX)	-8.1	-9.0	-9.0	-10.0	
투자자산의 감소(증가)	-33.2	29.3	0.0	0.0	
재무활동 현금흐름	45.3	7.9	-9.1	-9.0	
차입금증감	45.2	7.8	-9.2	-9.1	
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	
현금의증가(감소)	52.9	85.9	65.8	75.9	
기초현금	9.8	62.7	148.6	214.4	
기말현금	62.7	148.6	214.4	290.3	
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	69,243	60,442	66,768	73,772	
EPS(지배주주)	1,670	3,919	4,708	5,575	
CFPS	3,808	6,281	4,811	5,548	
EBITDAPS	2,471	6,148	7,213	8,368	
BPS	7,825	10,148	14,856	20,431	
DPS	0	0	0	0	
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	
Valuation(Multiple)					
PER	13.7	5.9	4.9	4.1	
PCR	6.0	3.7	4.8	4.1	
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	
PBR	2.9	2.3	1.5	1.1	
EBITDA	34	84	99	114	
EV/EBITDA	19.2	8.5	6.5	4.8	
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.3	47.0	37.7	31.6	
EBITDA이익률	49.8	90.5	70.5	71.6	
부채비율	423.0	316.7	232.7	182.3	
금융비용부담률	0.2	0.1	0.2	0.2	
이자보상배율(x)	9.0	56.7	61.5	65.6	
매출채권회전율(x)	5.3	4.3	4.0	4.0	
재고자산회전율(x)	21.7	11.7	10.8	10.5	

에스에프에이(056190) 부진한 업황 대비 꾸준한 실적

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

Trading Buy

적정주가 (12개월)	43,000원
현재주가 (5.31)	36,400원
상승여력	18.1%
KOSDAQ	879.66pt
시가총액	13,071억원
발행주식수	3,591만주
유동주식비율	50.67%
외국인비중	28.15%
52주 최고/최저가	47,750원/32,050원
평균거래대금	61.9억원
주요주주(%)	
디와이홀딩스 외 4인	36.15
삼성디스플레이	10.15
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	12.2 11.7
6개월	-10.9 -21.9
12개월	-19.0 -40.0
주가그래프	



중국 전공정 장비 수주 모멘텀 유효하나 삼성디스플레이 신규 capa 증설 시기에 의구심 존재

- 독점적인 물류장비 공급으로 삼성디스플레이 capa 투자 시 대규모 수주 가능
- 삼성디스플레이의 A4 공장(구 L7-1) 가동은 요원한 상태이며, A5 건립은 장기화되는 중
- 신규 iPhone의 성공 여부가 동사 주가에도 크게 작용할 전망

OLED 증착기 모멘텀은 여전히 존재. 자회사 실적은 안정적인 성장을 유지

- 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 실적은 메모리 업황 호조에 기반해 안정적으로 개선 중

투자 의견 Trading Buy 및 적정주가 43,000원 · 삼성디스플레이의 가동율 상승이 주가 상승 모멘텀

- 에스엔유 인수 이후 강화된 증착기 경쟁력을 바탕으로 중국업체로부터의 수주가 견조하게 증가할 전망
- 적정주가 43,000원은 2018E PBR 1.86배에 기반 (2018E PER 11.4배 수준)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,319.7	120.8	78.2	2,179	153.7	15,838	16.7	2.3	5.0	13.8	94.1
2017	1,920.4	236.1	196.9	5,484	151.7	21,646	6.6	1.7	2.9	25.3	83.9
2018E	1,695.0	192.7	135.8	3,783	-31.0	23,294	9.6	1.6	2.8	16.8	106.2
2019E	1,876.0	207.3	146.4	4,076	7.7	27,287	8.9	1.3	2.1	16.1	99.0
2020E	2,079.9	230.3	165.6	4,611	13.1	31,725	7.9	1.1	1.4	15.6	92.5

에스에프에이 - 분기실적 추정

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

에스에프에이 실적 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	461.5	574.8	458.2	425.9	404.3	401.6	404.6	484.4	445.9	452.1	450.0	528.0	1,920.5	1,695.0	1,876.0
SFA(모회사)	308.0	431.5	316.8	257.4	259.5	245.7	250.8	302.6	290.8	282.4	284.3	330.7	1,313.7	1,058.6	1,188.2
공정장비	36.0	48.1	42.5	41.8	36.0	50.5	45.1	43.9	36.0	53.0	47.8	46.1	168.4	175.4	182.9
물류장비	272.0	383.4	274.3	215.6	223.5	195.2	205.7	258.7	254.8	229.4	236.6	284.6	1,145.3	883.1	1,005.3
SFA 반도체 (자회사)	115.8	109.0	107.1	117.6	103.0	119.9	117.8	129.4	113.3	131.9	129.6	142.3	449.5	470.1	517.1
기타	37.7	34.3	34.3	50.9	41.8	36.0	36.1	52.4	41.8	37.8	36.1	55.0	157.2	166.3	170.7
영업이익	44.4	78.1	62.6	50.8	51.4	42.6	49.1	49.6	49.0	48.5	55.1	54.8	235.9	192.7	207.3
영업이익률	9.6%	13.6%	13.7%	11.9%	12.7%	10.6%	12.1%	10.2%	11.0%	10.7%	12.2%	10.4%	12.3%	11.4%	11.0%
SFA (모회사)	35.7	65.3	52.6	38.3	40.6	32.3	36.4	39.4	37.8	37.1	41.3	43.1	191.9	148.7	159.2
SFA반도체 (자회사)	7.5	5.1	4.3	8.6	6.0	6.8	7.0	6.3	6.2	7.9	7.9	7.8	25.6	26.1	29.9
순이익	48.8	53.5	49.8	44.8	37.4	29.3	35.5	33.6	33.7	34.2	40.5	38.0	196.9	135.8	146.4
신규수주 (SFA)	651.0	207.2	291.5	142.5	296.4	222.9	317.3	375.0	321.8	239.9	345.8	482.7	1,292.2	1,211.7	1,390.2
수주잔고 (SFA)	1,066.0	841.7	816.4	701.5	738.4	715.6	782.2	854.6	885.6	843.1	904.5	1,056.6	701.5	854.6	1,056.6

참고: 2016년 부터 SFA반도체 연결 편입

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

에스에프에이 (056190)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,319.7	1,920.4	1,695.0	1,876.0	2,079.9
매출액증가율(%)	150.9	45.5	-11.7	10.7	10.9
매출원가	1,126.1	1,595.3	1,411.5	1,568.3	1,738.1
매출총이익	193.6	325.1	283.5	307.7	341.9
판매비와관리비	72.8	89.0	90.8	100.5	111.5
영업이익	120.8	236.1	192.7	207.3	230.3
영업이익률(%)	9.2	12.3	11.4	11.0	11.1
금융손익	-19.5	37.0	-0.1	0.5	2.7
총속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-19.5	37.0	0.2	0.5	2.7
세전계속사업이익	105.3	265.2	192.9	207.8	233.0
법인세비용	25.7	61.8	45.4	49.9	55.9
당기순이익	79.6	203.3	147.4	157.9	177.1
지배주주지분 순이익	78.2	196.9	135.8	146.4	165.6
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	823.7	1,133.1	1,409.6	1,606.5	1,821.7
현금및현금성자산	276.4	585.9	771.1	920.9	1,084.5
매출채권	149.2	165.2	187.9	204.8	223.3
재고자산	39.7	28.5	32.4	35.4	38.6
비유동자산	681.5	677.7	740.2	753.8	768.3
유형자산	497.6	503.7	500.2	500.2	500.2
무형자산	124.4	107.6	111.3	118.8	126.8
투자자산	8.4	7.8	62.0	62.0	62.0
자산총계	1,505.3	1,810.8	2,149.9	2,360.3	2,590.0
유동부채	457.2	540.9	849.6	915.8	985.1
매입채무	165.0	113.7	129.3	140.9	153.7
단기차입금	0.0	0.0	36.3	36.3	36.3
유동성장기부채	77.2	36.9	42.0	45.8	49.9
비유동부채	272.5	285.0	257.4	258.3	259.3
사채	21.8	20.3	20.3	20.3	20.3
장기차입금	186.3	192.2	190.7	190.7	190.7
부채총계	729.6	826.0	1,107.0	1,174.1	1,244.5
자본금	9.0	18.0	18.0	18.0	18.0
자본잉여금	28.5	35.4	35.4	35.4	35.4
기타포괄이익누계액	1.2	-6.1	-5.4	-5.4	-5.4
이익잉여금	552.6	730.1	788.5	931.9	1,091.2
비지배주주지분	206.9	207.6	206.4	206.4	206.4
자본총계	775.6	984.9	1,042.8	1,186.2	1,345.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	164.5	376.6	309.8	212.9	229.6
당기순이익(손실)	79.6	203.3	147.4	157.9	177.1
유형자산감가상각비	73.6	73.8	82.0	90.0	90.0
무형자산상각비	0.0	0.0	-3.5	-3.9	-4.3
운전자본의 증감	-34.8	84.6	84.7	-31.1	-34.1
투자활동 현금흐름	-77.0	-52.9	-184.8	-95.4	-95.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-28.9	-82.3	-95.0	-90.0	-90.0
투자자산의 감소(증가)	-15.4	21.4	-84.5	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-58.2	-6.0	60.2	32.2	29.3
차입금증감	-48.9	-29.4	38.9	3.8	4.1
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	29.4	309.5	185.3	149.8	163.6
기초현금	247.1	276.4	585.9	771.1	920.9
기말현금	276.4	585.9	771.1	920.9	1,084.5
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	73,506	53,480	47,202	52,244	57,923
EPS(지배주주)	2,179	5,484	3,783	4,076	4,611
CFPS	1,635	8,618	5,160	4,171	4,556
EBITDAPS	10,828	8,629	7,551	8,171	8,801
BPS	15,838	21,646	23,294	27,287	31,725
DPS	1,120	1,245	832	1,019	1,153
배당수익률(%)	3.1	3.4	2.3	2.8	3.2
Valuation(Multiple)					
PER	16.7	6.6	9.6	8.9	7.9
PCR	N/A	4.2	7.1	8.7	8.0
PSR	0.5	0.7	0.8	0.7	0.6
PBR	2.3	1.7	1.6	1.3	1.1
EBITDA	194	310	271	293	316
EV/EBITDA	5.0	2.9	2.8	2.1	1.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.8	25.3	16.8	16.1	15.6
EBITDA이익률	59.4	78.1	46.8	51.8	54.3
부채비율	94.1	83.9	106.2	99.0	92.5
금융비용부담률	0.4	0.2	0.0	-0.1	-0.2
이자보상배율(x)	11.0	21.3	18.6	19.1	21.0
매출채권회전율(x)	10.1	12.2	9.6	9.6	9.7
재고자산회전율(x)	32.6	46.8	46.3	46.3	47.0

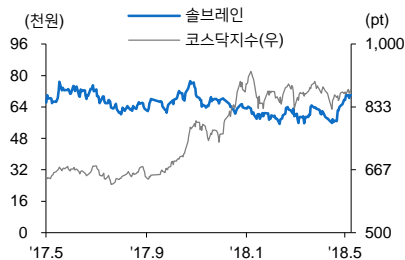
솔브레인(036830) 우려를 능가하는 실적 회복세

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

Trading Buy

적정주가 (12개월)	84,000원
현재주가 (5.31)	70,000원
상승여력	20.0%
KOSDAQ	879.66pt
시가총액	12,179억원
발행주식수	1,740만주
유동주식비율	54.04%
외국인비중	25.22%
52주 최고/최저가	77,200원/55,400원
평균거래대금	56.3억원
주요주주(%)	
정지완 외 7 인	43.48

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	18.6	18.1
6개월	9.0	-4.4
12개월	6.2	-21.3
주가그래프		



전방 산업의 투자 사이클 전개 · 숨 고르기 들어갔던 NAND 투자는 다시 가속화

- 전방 산업은 투자의 원천 (DRAM)과 대상 (NAND/Logic)이 분리되며 향후 2-3년간 투자 확장 진행
- 삼성전자의 DRAM 증설이 NAND Capa 확대 속도에 일부 영향 미쳤지만 이는 향후 다시 가속화될 전망
- 다만 NAND의 수익성 악화가 연말까지 예상된다는 측면은 우려요인

반도체 부문 실적의 견조한 성장 vs 디스플레이 부문의 정체된 성장

- 삼성 평택 NAND fab의 경우 가동 물량이 지속 확대되며, 동사 반도체 소재에 긍정적으로 작용
- 반도체 소재 매출은 꾸준히 증가하며, 1Q18 호실적 기록. 영업이익 379억원은 시장 기대치 상회
- 하지만 Thin Glass 등 동사의 일부 사업부에서는 구조적 취약점은 여전히 상존

투자의견 Trading buy 및 적정주가 84,000원

- 양호한 실적은 중단기적으로 유지될 전망이며 견조한 주가 흐름이 예상됨
- 적정주가 84,000원은 2018E EPS에 10.1배 적용한 수준 (과거 이익 안정기 평균)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	722.5	105.1	74.8	4,510	-7.5	33,713	15.5	2.1	5.7	13.4	47.8
2017	775.6	105.7	41.2	2,467	-45.3	38,616	28.4	1.8	6.0	6.4	37.9
2018E	915.8	152.9	144.4	8,508	244.9	44,908	8.2	1.6	4.8	20.2	26.4
2019E	1,063.8	177.4	160.2	9,442	11.0	53,199	7.4	1.3	4.1	18.8	28.6
2020E	1,242.1	213.8	222.5	12,791	35.5	64,870	5.5	1.1	3.2	21.7	29.1

솔브레인 - 분기실적 추정

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 10
반도체/디스플레이_관성과 탄성

솔브레인 실적 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	183.7	184.4	202.3	205.2	217.7	226.6	233.6	237.8	252.6	263.1	271.3	276.8	775.6	915.8	1,063.8
반도체	92.9	101.4	119.0	122.1	131.4	138.0	142.6	149.2	160.7	168.7	174.4	182.5	435.4	561.3	686.3
Ethcing	80.0	84.9	101.1	104.4	112.9	118.5	122.1	128.2	138.6	145.6	149.9	157.4	370.5	481.8	591.6
CVD precursor	3.7	7.0	8.4	7.9	7.9	8.3	8.7	8.9	8.9	9.3	9.8	10.0	27.0	33.8	38.0
CMP slurry	9.2	9.5	9.4	9.8	10.6	11.2	11.8	12.2	13.1	13.9	14.7	15.1	37.9	45.8	56.7
디스플레이	74.4	67.7	64.6	64.5	67.3	68.2	70.3	68.2	71.5	72.5	74.7	72.4	271.2	274.1	291.1
Etchant	11.4	12.3	13.0	12.7	12.1	12.3	13.2	13.9	13.3	13.6	14.5	15.3	49.4	51.5	56.7
Organic materials	20.7	19.7	20.1	19.0	18.0	18.3	18.4	18.8	17.8	18.1	18.2	18.5	79.5	73.5	72.6
Thin Glass & Others	42.3	35.7	31.5	32.8	37.2	37.6	38.7	35.6	40.4	40.8	42.0	38.6	142.3	149.1	161.8
이차전지	12.2	14.0	15.1	13.8	16.4	17.1	18.1	17.4	17.7	18.4	19.5	18.7	55.1	68.9	74.4
Electrolyte & Lead	12.2	14.0	15.1	13.8	16.4	17.1	18.1	17.4	17.7	18.4	19.5	18.7	55.1	68.9	74.4
기타	4.1	1.3	3.7	4.8	2.6	3.4	2.5	3.0	2.7	3.5	2.6	3.2	13.9	11.5	12.0
영업이익	26.3	24.6	29.6	25.2	37.9	35.5	39.6	39.9	40.3	42.7	46.6	47.8	105.7	152.9	177.4
순이익	11.5	14.1	12.8	2.8	36.8	34.0	34.8	38.8	35.0	39.8	40.1	45.3	41.2	144.4	160.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

솔브레인 (036830)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	722.5	775.6	915.8	1,063.8	1,242.1
매출액증가율(%)	15.1	7.3	18.1	16.2	16.8
매출원가	549.5	604.4	691.5	804.1	932.3
매출총이익	173.0	171.2	224.3	259.7	309.7
판매비와관리비	67.9	65.5	71.3	82.3	95.9
영업이익	105.1	105.7	152.9	177.4	213.8
영업이익률(%)	14.5	13.6	16.7	16.7	17.2
금융손익	-1.0	-18.4	8.5	9.9	11.5
충속/관계기업관련손익	-3.7	-6.7	30.0	30.0	75.0
기타영업외손익	-4.7	-25.1	40.2	39.9	86.5
세전계속사업이익	99.8	66.8	193.1	217.2	300.3
법인세비용	25.3	23.7	46.1	54.3	75.1
당기순이익	74.5	43.1	147.1	162.9	225.2
지배주주지분 순이익	74.8	41.2	144.4	160.2	222.5
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	292.2	377.5	357.3	533.2	726.1
현금및현금성자산	138.0	210.3	149.0	297.4	457.2
매출채권	72.8	74.2	86.0	100.1	117.1
재고자산	42.4	47.7	55.3	64.3	75.3
비유동자산	537.2	518.5	637.6	664.6	738.6
유형자산	327.8	309.2	300.5	288.5	276.5
무형자산	13.3	9.3	7.6	5.5	3.0
투자자산	137.6	141.4	261.6	291.6	366.6
자산총계	829.4	896.0	994.9	1,197.8	1,464.6
유동부채	242.6	232.8	194.5	153.2	116.9
매입채무	37.9	39.4	45.7	53.2	62.2
단기차입금	150.1	128.8	124.2	124.2	124.2
유동성장기부채	0.8	0.2	0.2	0.3	0.3
비유동부채	25.9	13.3	13.2	113.3	213.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	16.8	5.8	5.8	105.8	205.8
부채총계	268.4	246.1	207.8	266.4	330.2
자본금	8.3	8.7	8.7	8.7	8.7
자본잉여금	76.9	132.1	132.1	132.1	132.1
기타포괄이익누계액	2.5	2.1	2.8	2.8	2.8
이익잉여금	482.6	514.0	637.7	782.0	985.0
비지배주주지분	2.6	4.9	5.8	5.8	5.8
자본총계	561.0	649.9	787.1	931.4	1,134.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	141.9	112.7	191.7	182.5	197.3
당기순이익(손실)	74.5	43.1	147.1	162.9	225.2
유형자산감가상각비	47.7	49.4	55.0	55.0	55.0
무형자산상각비	1.4	1.5	1.8	2.1	2.5
운전자본의 증감	18.6	-12.6	17.1	-15.0	-18.1
투자활동 현금흐름	-76.9	-47.5	-237.2	-115.4	-115.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-53.9	-33.7	-45.0	-43.0	-43.0
투자자산의 감소(증가)	25.8	-9.8	-120.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-15.4	17.7	-15.9	81.4	77.9
차입금증감	-7.4	-28.0	-4.7	100.0	100.0
자본의증가	0.0	55.6	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	51.9	72.3	-61.3	148.5	159.8
기초현금	86.1	138.0	210.3	149.0	297.4
기말현금	138.0	210.3	149.0	297.4	457.2
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	43,621	46,436	52,635	61,142	71,391
EPS(지배주주)	4,510	2,467	8,508	9,442	12,791
CFPS	3,133	4,329	-3,526	8,532	9,183
EBITDAPS	9,310	9,376	12,056	13,476	15,592
BPS	33,713	38,616	44,908	53,199	64,870
DPS	610	700	1,162	1,381	1,919
배당수익률(%)	0.9	1.0	1.7	2.0	2.7
Valuation(Multiple)					
PER	15.5	28.4	8.2	7.4	5.5
PCR	22.3	16.2	-19.9	8.2	7.6
PSR	1.6	1.5	1.3	1.1	1.0
PBR	2.1	1.8	1.6	1.3	1.1
EBITDA	154	157	210	234	271
EV/EBITDA	5.7	6.0	4.8	4.1	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.4	6.4	20.2	18.8	21.7
EBITDA이익률	50.3	26.5	78.8	72.1	88.0
부채비율	47.8	37.9	26.4	28.6	29.1
금융비용부담률	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	29.2	10.6	-21.5	-21.4	-22.0
매출채권회전율(x)	10.8	10.6	11.4	11.4	11.4
재고자산회전율(x)	14.8	13.4	13.4	13.4	13.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 6월 1일 현재 동 자료에 언급된 종목의
유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.
당사는 2018년 6월 1일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사의 조사분석 담당자는 2018년 6월 1일 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 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

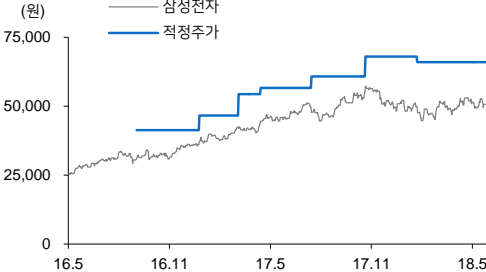
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0%

2018년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

삼성전자(005930) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.09.19	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	-18.8	-15.9	
2017.12.04	산업분석	Buy	3,400,000	김선우	-22.5	-15.9	
2018.01.15	산업분석	Buy	3,400,000	김선우	-23.4	-15.9	
2018.02.01	기업브리프	Buy	3,300,000	김선우	-25.8	-20.0	
2018.04.27	기업브리프	Buy	3,300,000	김선우	-24.8	-19.7	
2018.06.01	산업분석	Buy	66,000	김선우	-	-	
2018.05.04	삼성전자 50:1 액면분할 후 재상장						

SK하이닉스(000660) 투자등급변경 내용

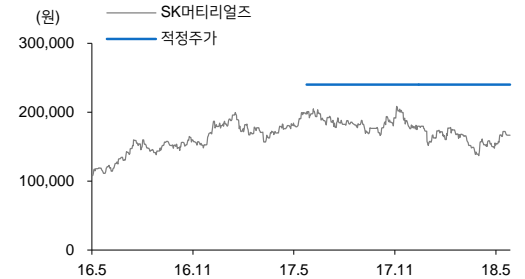
* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-18.3	-14.1	
2017.12.04	산업분석	Buy	103,000	김선우	-26.2	-22.1	
2018.01.26	기업브리프	Buy	103,000	김선우	-23.4	-11.9	
2018.04.25	기업브리프	Buy	103,000	김선우	-21.7	-7.5	
2018.06.01	산업분석	Buy	118,000	김선우	-	-	

SK머티리얼즈(036490) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

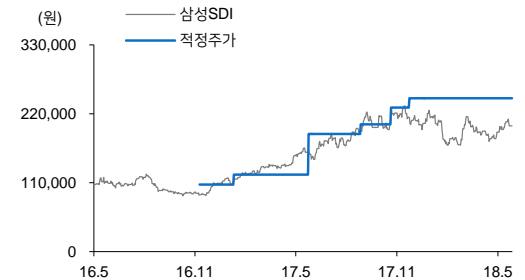
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.23		1년 경과			21.3	24.9	
2017.06.07	산업분석	Buy	240,000	담당자 변경	-22.1	-13.0	
2017.12.04	산업분석	Buy	240,000	김선우	-26.9	-13.0	
2018.06.01	산업분석	Buy	240,000	김선우	-	-	



삼성SDI(006400) 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	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	-4.3	1.1	
2017.12.04	산업분석	Trading Buy	245,000	김선우	-14.4	-8.0	
2018.01.24	기업브리프	Trading Buy	245,000	김선우	-19.8	-8.0	
2018.06.01	산업분석	Trading Buy	245,000	김선우	-	-	



LG디스플레이(034220) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-16.7	-11.7	
2018.01.15	산업분석	Buy	36,000	김선우	-16.4	-9.6	
2018.01.24	기업브리프	Buy	39,000	김선우	-27.8	-14.7	
2018.04.26	기업브리프	Buy	34,000	김선우	-32.7	-29.7	
2018.06.01	산업분석	Buy	29,000	김선우	-	-	

AP시스템(265520) 투자등급변경 내용

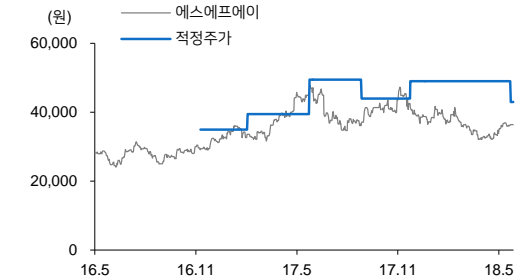
* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.06.07	산업분석	Buy	75,000	김선우	-37.2	-27.1	
2017.09.08	산업분석	Buy	56,500	김선우	-31.1	-23.9	
2017.12.04	산업분석	Buy	49,000	김선우	-38.6	-22.0	
2018.06.01	산업분석	Buy	42,000	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	70,000	김선우	-6.9	3.3	
2017.02.17	기업브리프	Trading Buy	79,000	김선우	-3.9	15.8	
2017.06.07	산업분석	Trading Buy	99,000	김선우	-20.1	-3.5	
2017.09.08	산업분석	Trading Buy	44,000	김선우	-5.1	7.5	
2017.12.04	산업분석	Trading Buy	49,000	김선우	-25.2	-14.8	
2018.06.01	산업분석	Trading Buy	43,000	김선우	-	-	



솔브레인(036830) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.23		1년 경과		담당자 변경	12.3	16.7	
2017.06.07	산업분석	Trading Buy	79,000	김선우	-13.7	-2.3	
2017.12.04	산업분석	Trading Buy	78,000	김선우	-20.2	-10.3	
2018.06.01	산업분석	Trading Buy	84,000	김선우	-	-	

