

## Industry Indepth

## 반도체/디스플레이

Neutral

## IFA 2018 Key Takeaways

Part I IFA 2018 키워드 Wrap-up

Part II 관심 제품 Top 7

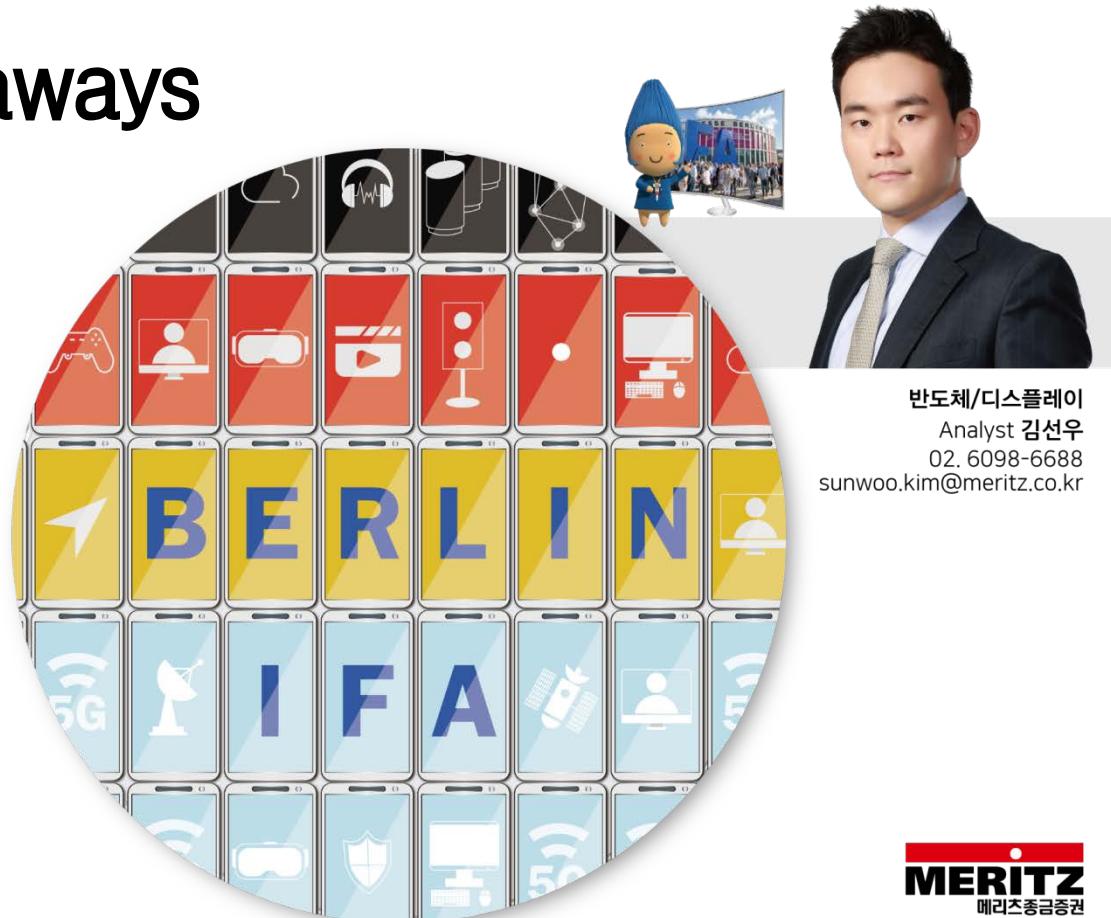
Part III IFA 2018 시사점: Top-line 한계, 돌파 가능할까?

## Top Picks

종목	투자판단	적정주가
삼성전자(005930)	Buy	59,000원
LG디스플레이(034220)	Buy	27,000원

## 관심종목

종목	투자판단	적정주가
AP시스템(265520)	Buy	42,000원
에스에프에이(056190)	Trading Buy	46,000원





# Contents

---

<a href="#">Executive Summary</a>	5
<a href="#">Part I IFA 2018 키워드 Wrap-up</a>	9
<a href="#">Part II 관심 제품 Top 7</a>	27
<a href="#">Part III IFA 2018 시사점: Top-line 한계, 돌파 가능할까?</a>	37
<a href="#">기업분석</a>	
<b>삼성전자(005930) 반도체 다운사이클 대비 방어적 가치 보유</b>	46
<b>LG디스플레이(034220) 혼재된 모멘텀</b>	49
<b>AP시스템(265520) 부진한 전방 시장 속 숨겨진 한방</b>	53
<b>에스에프에이(056190) 불확실한 업황 대비 꾸준한 실적</b>	56



# Executive Summary

I

## IFA 2018 트렌드 – 키워드에서 얻는 테크 산업의 진행 방향 = 높아지는 소비자 ‘역치’

- 행사 키워드: 1) TV의 진화와 한계, 2) 모바일 디스플레이의 획일화, 3) 음성인식 스마트화, 4) 로봇의 현실화, 5) AR, VR, MR
- 시장 내 Q 증가가 제한된 상황에서 P 성장을 도모하려는 필사적인 움직임으로 해석. 새로운 소비 경험을 통한 소비 성향의 증대가 목표
- 소비자들이 전자기기에서 필요로하는 가치들은 대부분 충족된 상황. 제조사들은 소비자들의 역치를 능가하기 위해서는 1) BOM cost를 증가시키거나, 2) 새로운 기능을 추가해야만 하는 상황

II

## IFA 2018 시사점 – 기존 제품의 판가 인상 여력은 확인되었으나, 그 가능성은 점차 낮아지고 있는 중

- 메리츠 선정 관심제품 7선 – 1) 마이크로가든, 2) 스마트침구, 3) 폴더블, 4) CES를 향하는 전장 기술, 5) 로봇, 6) 마이크로LED, 7) 카메라 대전
- 기술의 혁신은 결국 판가 상승이라는 기존의 시각을 유지. 신제품들의 소비 경험은 가전 분야에서도 판가 상승으로 연결될 개연성 충분함
- 중단기적 시각에서 지금의 IT 전방시장 (1,300조원 가량)은 스마트폰의 성장 정체 불구 모바일기기와 가전의 P성장에 기반해 완만한 성장세가 유지될 전망. 다만 이 역시 High-end 영역에만 국한됨. Q 성장에 대해서는 조금 더 보수적 관점에서 바라볼 필요가 있음.
- 모멘텀 관점에서, 금주 신형 아이폰 공개는 판가 저항을 뚫어주는 긍정적 시나리오로 전개될 수 있음. 다만 오히려 향후 스마트폰 판가 최대치를 제한해 수익성 압박으로 전개될 보수적 가능성 역시 존재하는 점은 분명함
- 중장기적으로는 스마트폰의 성숙화에 따른 혁신 제품의 등장 (플렉서블 스마트PC)과 데이터 저장 수요 팽창 (낸드), 그리고 음성인식 발달과 디스플레이의 적용 범위 확대, 그리고 자동차 시장으로의 IT 침투에 기반한 긍정적 전망을 유지함.

III

## 기업분석 – 삼성전자, LG디스플레이, AP시스템, 에스에프에이

- **삼성전자** [Buy, TP: 59,000원]: 기대치 부합 또는 미흡한 하반기 실적흐름 예상. 계열사 지분 오버행 우려 해소 이후 본격적 주가 반등 가능
- **LG디스플레이** [Buy, TP: 27,000원]: 극심한 우려 이후 패널가 반등 단기 모멘텀 구간. 중장기적 우려는 여전함에 따라 박스권 주가 흐름 예상
- **AP시스템** [Buy, TP: 42,000원]: 연말 폴더블 제품 등장과 SDC의 투자 검토는 긍정적 모멘텀. 극심한 변동성 동반한 중장기 주가 우상향 가능
- **에스에프에이** [Trading Buy, TP: 46,000원]: 주요 고객사의 QD-OLED 투자 발표까지 본격적 실적 개선은 어려우나 방어적 배당 매력 존재

## IFA는 매년 9월 독일 베를린에서 개최되는 국제가전박람회

- IFA란? 매년 9월 독일 베를린에서 개최되는 국제 가전박람회
- IFA는 1924년 라디오 박람회로 시작되었으며 세계 3대 IT 전시회(CES, IFA, MWC) 중 역사가 가장 오래됨
- 1924년 라디오 기술전시회로 출발하여 글로벌 가전업체들의 최첨단 기술 경연장으로 발전
- 올해로 58회째를 맞이한 IFA는 1971년부터 행사명이 IFA로 변경되었으며 국제 전시회로 규모가 확대됨
- CES가 업체들의 각종 기술 선도력의 경쟁구도라면, IFA는 가전 위주 실판매 제품 구성에 집중

## IFA 2018



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

## 1930년 독일 베를린에서 IFA 기조연설 중인 아이슈타인 박사



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

### 50여 개국에서 1,800여 개 업체가 참여했으며 계약규모는 6조원

- IFA 2018 참여업체는 전년보다 소폭 증가한 1,800여개로 확대, 관람객 역시 25만여명 기록
- IFA Global Market을 통해 중견기업 전시장 및 계약공간을 추가하는 영역 확대가 발생하는 중
- 국내업체로는 삼성전자, LG전자 등 약 39개 기업이 참여
- IFA 2018을 통해 성사된 계약규모는 47억유로 (약 6조원)

### 올해에도 성대하게 개최된 IFA 2018



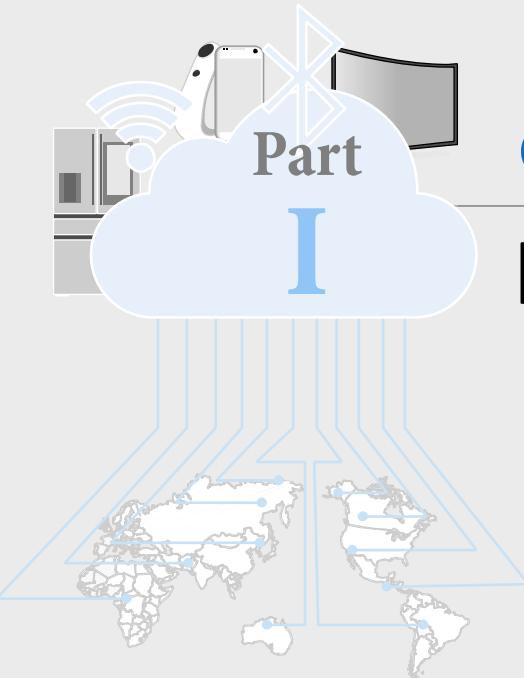
자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

### CES가 모두를 위한 행사라면, IFA는 딜러를 위한 계약 장터



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터





Old Tech에서 New Tech로  
**IFA 2018 키워드 Wrap-up**

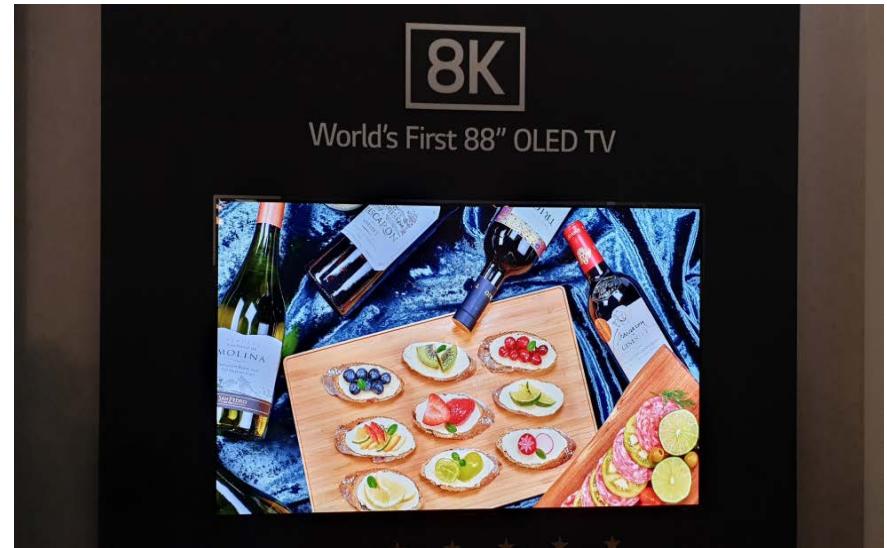
- 전통적인 디스플레이의 역사적 진화 방향은 크기의 확대
- 하지만 이제는 발전 속도의 체증보다, 소비 경험의 체감이 더욱 빠르게 진행
- TV의 변신이 활발히 진행 중 = 이번 행사의 주제는 초고화질 8K
- 지난해 눈에 띄었던 LG디스플레이 중심의 OLED Alliance, 그리고 그에 대응하는 삼성전자 QLED 진영의 반격은 현재 진행 중

작년까지 TV에는 빠질 수 없는 ‘세계 최대’ 수식어는…



자료: IFA 2017, 메리츠종금증권 리서치센터

…TV의 도구적 변화와 한계적 진보



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

한단계 진일보한 삼성전자 The Frame TV – 지난해부터 시작된 TV의 ‘작품화’

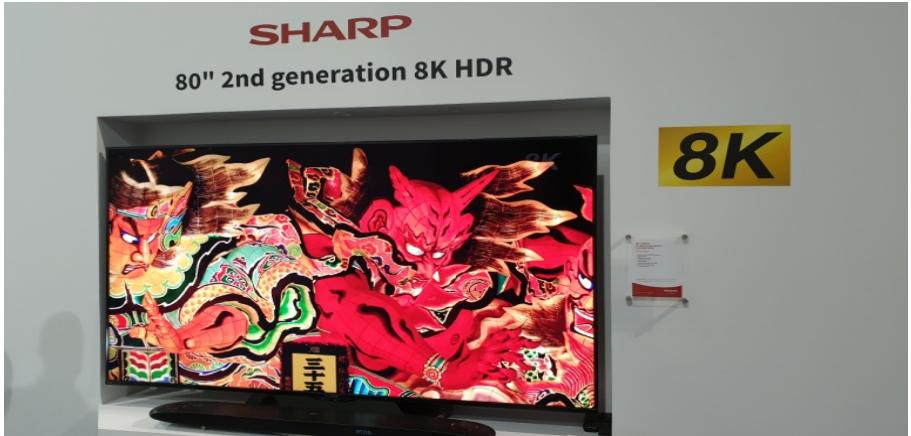


자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

# IFA 2018 키워드 분석 (1) – TV의 진화와 한계

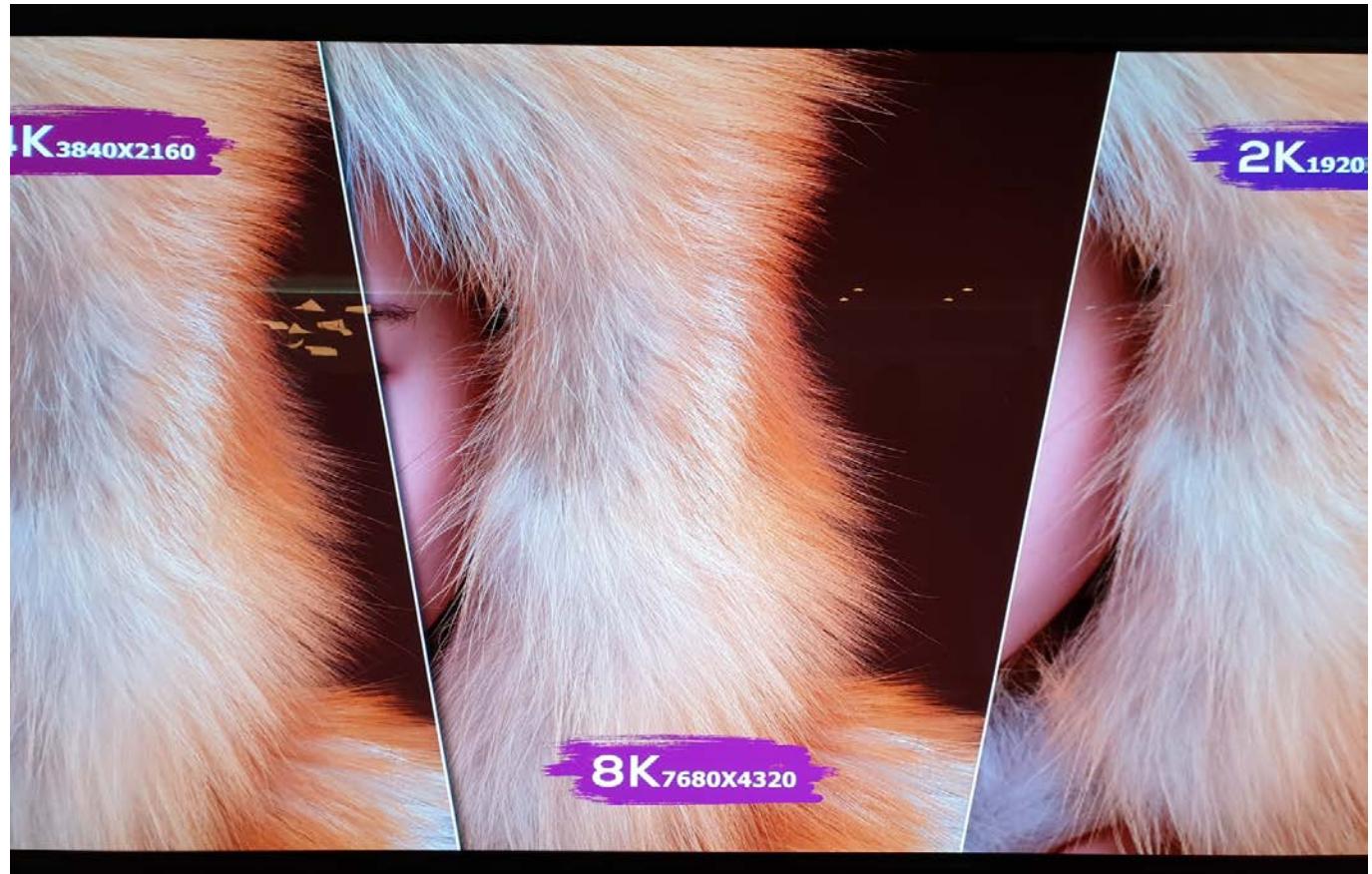
Industry Indepth  
IFA 2018 Key Takeaways

## 8K 해상도의 등장



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

2K (FHS), 4K (UHD), 8K – 세대를 넘을수록 4배씩 많아지는 화소들



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

LG전자의 OLED 협곡은 관람객을 발길을 사로 잡았으나, CES 2018의 상영 영상과 동일했음



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

# IFA 2018 키워드 분석 (2) – 모바일 디스플레이의 획일화

Industry Indepth  
IFA 2018 Key Takeaways

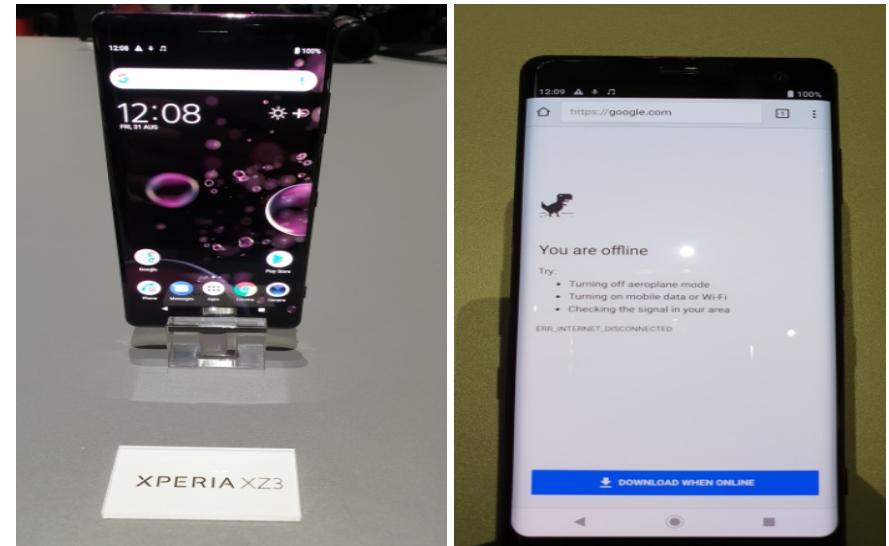
- 모바일 디스플레이 - 삼성전자 위주의 OLED 스마트폰은 이제 확산 단계에 접어듦
- 애플이 선도한 노치 디자인의 카메라 구역은 점차 점을 향해 줄어드는 중
- 하지만 OLED 패널 채용은 현 상황에서는 BOM Cost 증가 요인일 뿐. 결국 Form Factor 변화까지 이어져야 부가가치 창출이 가능
- 일부 패널의 미숙한 제조력은 보완이 시급하다는 판단

노치 디자인의 축소 추세. 2019년에는 카메라 구멍만 남을 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

소니의 XPERIA XZ3 패널은 상대적으로 양호한 OLED 품질을 보임



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

## 모바일 기기의 역사는 화면 크기의 확대와 일맥 상통



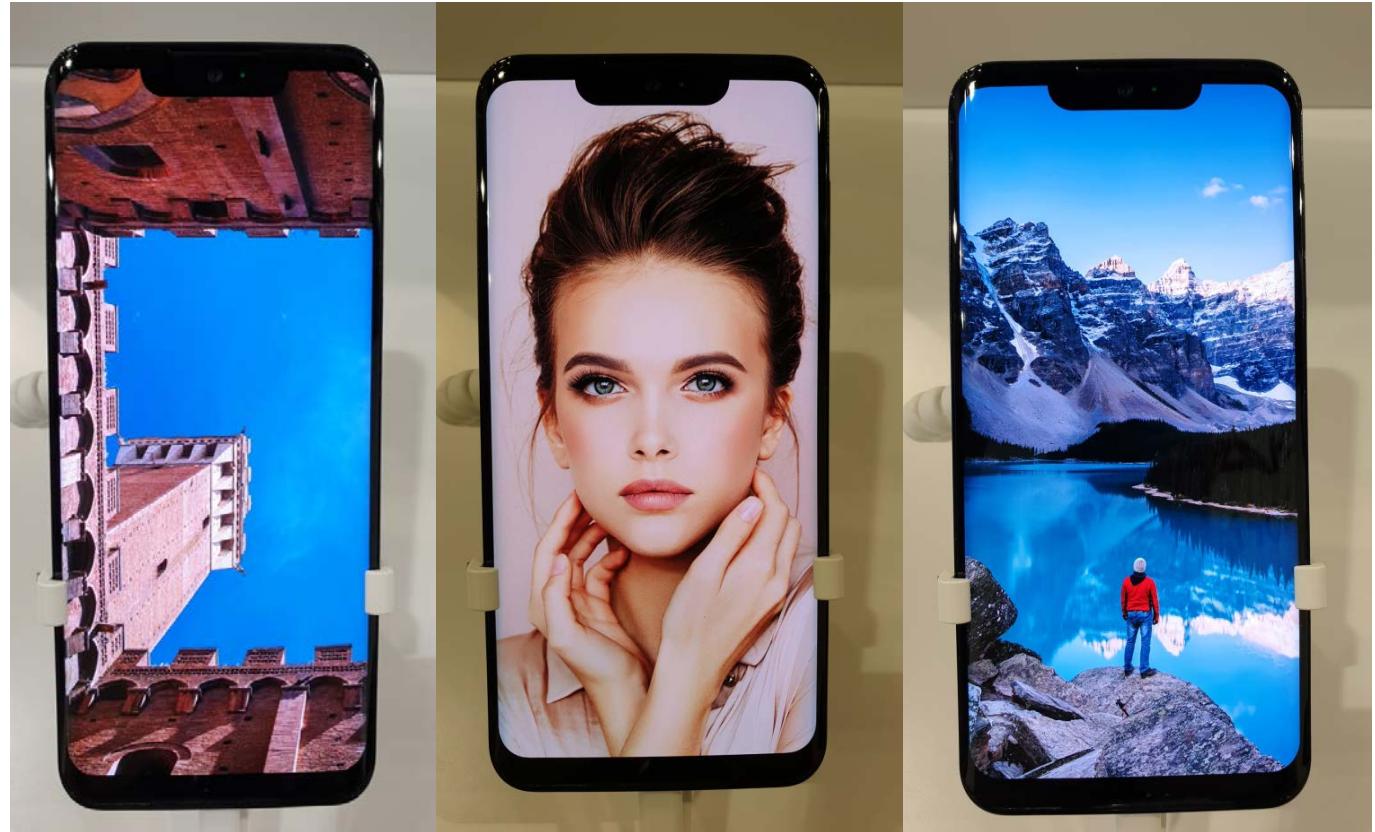
자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

샤프의 프리폼 모바일 OLED – 인상적인 품질을 자랑

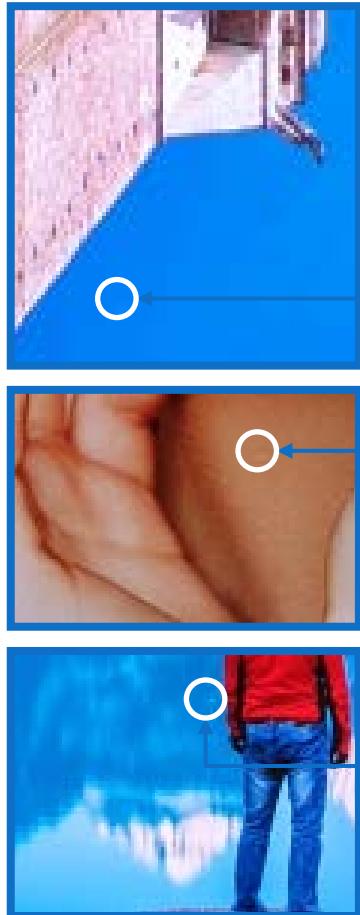


자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

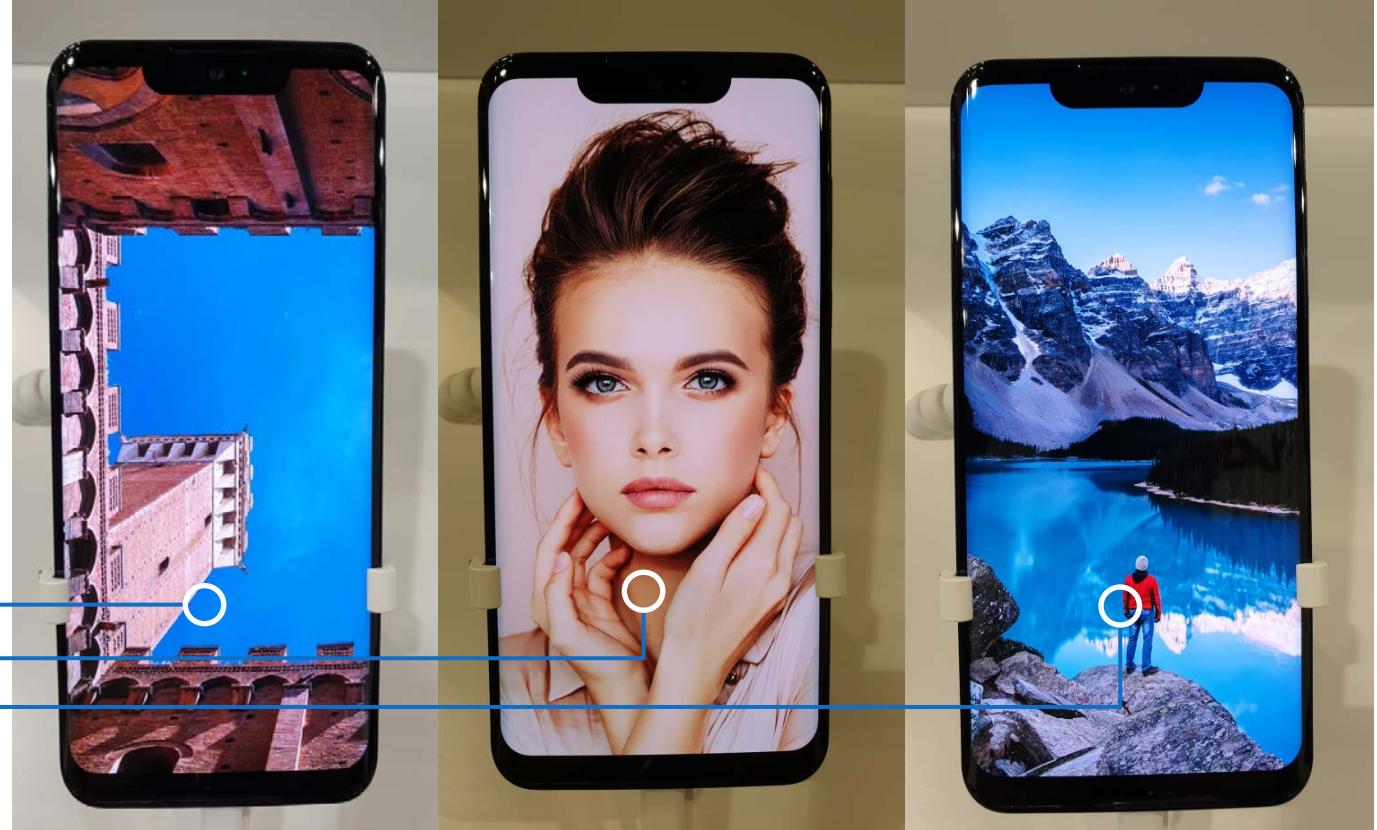
샤프의 프리폼 모바일 OLED – 삼성디스플레이 뜻지 않은 품질을 보여주었으나…



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터



샤프의 프리폼 모바일 OLED – 전시제품의 불량화소는 수율 향상의 어려움을 암시



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

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

기기 '조작'을 위한 방식은 터치를 위한 디스플레이의 확대로 발전



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

음성인식률은 이제 인간에 근접

The Word Error Rate (WER)  
Through Time....

1995 = 100%  
2013 = 23%  
2017 = "human parity"

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

# IFA 2018 키워드 분석 (3) – 음성인식 기반 ‘스마트’화

Industry Indepth  
IFA 2018 Key Takeaways

- 음성인식을 통한 가전제품의 ‘스마트’화는 빠르게 진행 중
- Top-tier 가전 브랜드 외에도 모든 브랜드들이 제품 연결성을 강조
- 구글 어시스턴트의 영역 확대가 뚜렷이 눈에 띤다

## 구글 어시스턴트의 광폭 행보 – 다양한 가전제품에 탑재



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

## 삼성전자 패밀리허브 – 생활가전의 스마트화



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

# IFA 2018 키워드 분석 (3) - 음성인식 기반 '스마트'화

Industry Indepth  
IFA 2018 Key Takeaways

## 구글 어시스턴트 – Alliance 구축에 더욱 가속화



자료: IFA 2017, IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

# IFA 2018 키워드 분석 (4) – 로봇의 현실화

Industry Indepth  
IFA 2018 Key Takeaways

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

## IFA 2018 다양한 부스에서 주인공이 된 로봇 기기들



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

## 익숙한 외모의 Vestel 로봇



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

드론으로 유명한 DJI는 카메라 촬영 영역으로 확장 모색 중



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

- 인공지능은 현실세계로, 인간은 가상세계로의 교차 탐험
- AI는 빠른 시일 내에 스마트폰에 도입되어 편리성을 더할 수 있음
- VR (가상현실)과 MR (복합현실) 등의 추가 개발을 통한 소비자 경험 증대
- 문제는, 여러 소비자들은 여전히 일회성 이벤트로만 인지한다는 사실

## 여전히 어색한 가상현실의 세계



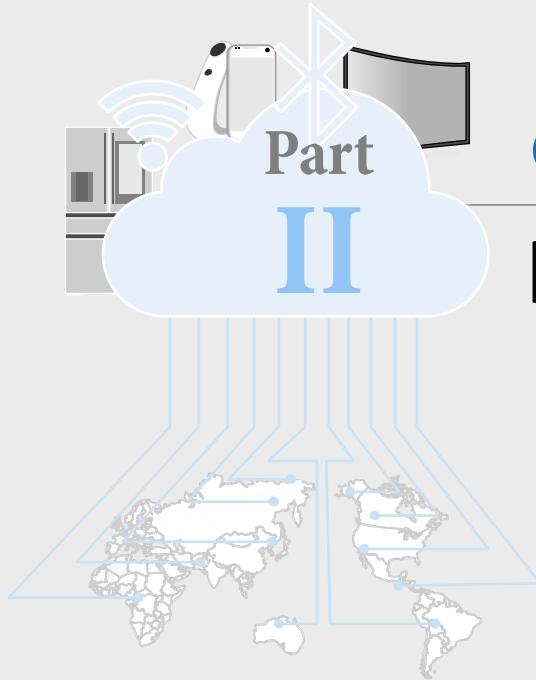
자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

## VR 및 MR을 통한 새로운 소비자 경험 증대



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터





Part  
**II**

## Old Tech에서 New Tech로 IFA 관심 제품 Top 7



# 관심 제품(1) - 마이크로 가든

Industry Indepth  
IFA 2018 Key Takeaways

- 부엌에 설치할 수 있는 Neopia의 MicroGarden은 실내용 스마트팜
- 생육 상태에 적합하게 발광되는 LED를 통해 Tray에서 잎사귀 식물을 재배
- 현대식 식습관을 공략한 제품으로 매우 인상적, 하지만 가정에서 합리적 소비가 가능할지 의문

## Neopia의 마이크로 가든 – 다양한 채소를 실내에서 직접 재배



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

## 저전력 발광 기구와 토양을 배제한 생육 시스템



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

## 관심 제품(2) - 스마트 침구 (스마트슬립)

Industry Indepth  
IFA 2018 Key Takeaways

- 가전제품의 스마트화는 점차 확대되어가는 양상
- 수면 습관 개선을 위한 스마트 가전 역시 다수 출품
- 수면 패턴을 분석해 소리로 편안한 수면을 도와주는 Philips의 Deepwave
- Somnox는 호흡을 분석하는 Sleep Robot을 출시. 소리와 진동 등으로 깊고 긴 취침을 도움

Philips의 Deepwave



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

Somnox의 Sleep Robot (Smart pillow, 549유로)



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

## 관심 제품(3) - 폴더블의 등장

Industry Indepth  
IFA 2018 Key Takeaways

- 올해 말 등장할 삼성전자의 폴더블폰에 앞서, 일부 폴더블 디스플레이도 전시
- Royole은 다양한 컨셉의 폴더블 디스플레이를 선보임
- 자세한 육안 분석은 어려웠지만, 조악한 수준의 색감과 형태를 확인할 수 있었음
- 내년에는 1R급 이상의 곡률로 제작된 모바일 기기 관람이 가능할 전망

Royole의 폴더블 핸드백



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

Royole의 폴더블 디스플레이 모자



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

# 관심 제품(4) - CES로 이동하는 전장

Industry Indepth  
IFA 2018 Key Takeaways

- 올해 초 CES에서 하나의 주요 전시 주제로 자리잡은 전장기술은 IFA에서는 점차 축소되는 추세
- 딜러를 위한 행사라는 IFA의 주제에 미래기술은 부합하지 않은 측면도 있음
- 업체 입장에서는 투자 유치 및 파트너 공조를 위해, 더욱 많은 벤류체인이 참가하는 CES에서 기술공개가 유리하다는 판단

IFA에 완성차 업체들의 참여는 크게 증가하지 않는 상황



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

삼성전자의 Connected Car



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

## 관심 제품(5) - 생활 속의 로봇

Industry Indepth  
IFA 2018 Key Takeaways

- 복잡한 기능의 로봇은 제한된 작동 범위 내에서 구현 가능
- 소니의 로봇 강아지 Aibo는 CES보다 더욱 자연스럽게 동작
- 로봇의 가동 범위는 점차 확대되고 정교해지고 있지만, 이미 검증된 수준들의 제품들로만 출품됨

소니 로봇 강아지 Aibo



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

바둑보다 먼저 AI에 점령된 체스를 위한 체스 로봇



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

## 관심 제품(6) - 마이크로 LED

Industry Indepth  
IFA 2018 Key Takeaways

- 4K (UHD) 해상도의 화면에는 8백만개의 화소가 존재. RGB의 세 Sub-pixel의 수는 총 25백만개 수준
- 모든 Sub-pixel을 극히 작은 LED로 자발광화 시킨 모듈이 마이크로 LED 디스플레이
- 삼성전자는 146인치의 The Wall을 공개했으며, 올해 초 CES와 달리 관람객의 사진 촬영이 가능했음
- 불량 화소 발생이 쉬운 특성 상 상용화를 앞둔 시점에서 완성도를 자신한다는 판단
- 아직 LG전자의 마이크로 LED (173인치)는 뛰여난 영상미와 달리 촬영은 불가능 했음

삼성전자의 The Wall – 화려한 색감과 완성도 높은 기술력



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

LG전자의 Micro LED – 아직 공개 촬영은 부담스러운 수준



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

## 관심 제품(7) – 스마트폰 내 카메라 대전

Industry Indepth  
IFA 2018 Key Takeaways

- 큰 그림에서 스마트폰의 탄생 및 발전은 다양한 기기들의 흡수 합병
- 디지털카메라, MP3, PMP, 네비게이션, 전자사전 등의 소비규모를 흡수한 스마트폰의 마지막 공략상대는 DSLR
- 보케/아웃포커싱을 공략했던 듀얼카메라는 이제 원거리 줌인이 가능한 트리플 카메라로 발전
- 남은 발전 영역은 입체감/공간감을 느낄 수 있는 쿼드러플 카메라

화웨이 트리플카메라 – 2019년부터 쿼드러플 카메라로 발전



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

광학 줌을 테스트할 수 있는 전시 구성



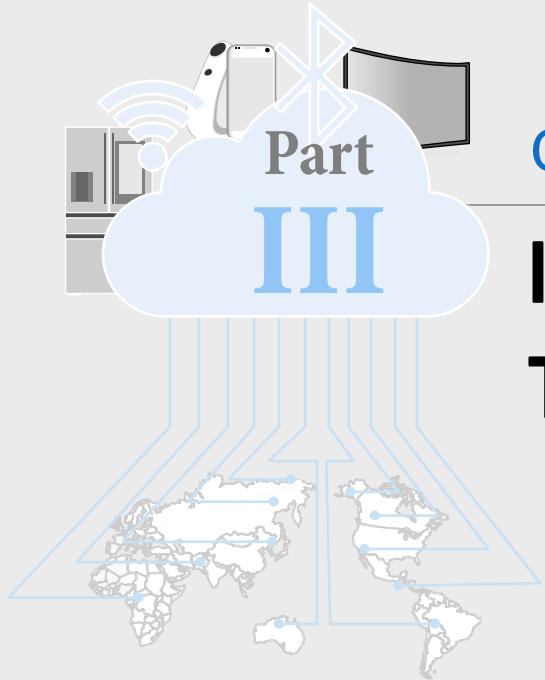
자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

## 코웨이 – 공기청정기와 정수기 등 생활가전을 선보임



자료: IFA 2018, 메리츠종금증권 리서치센터



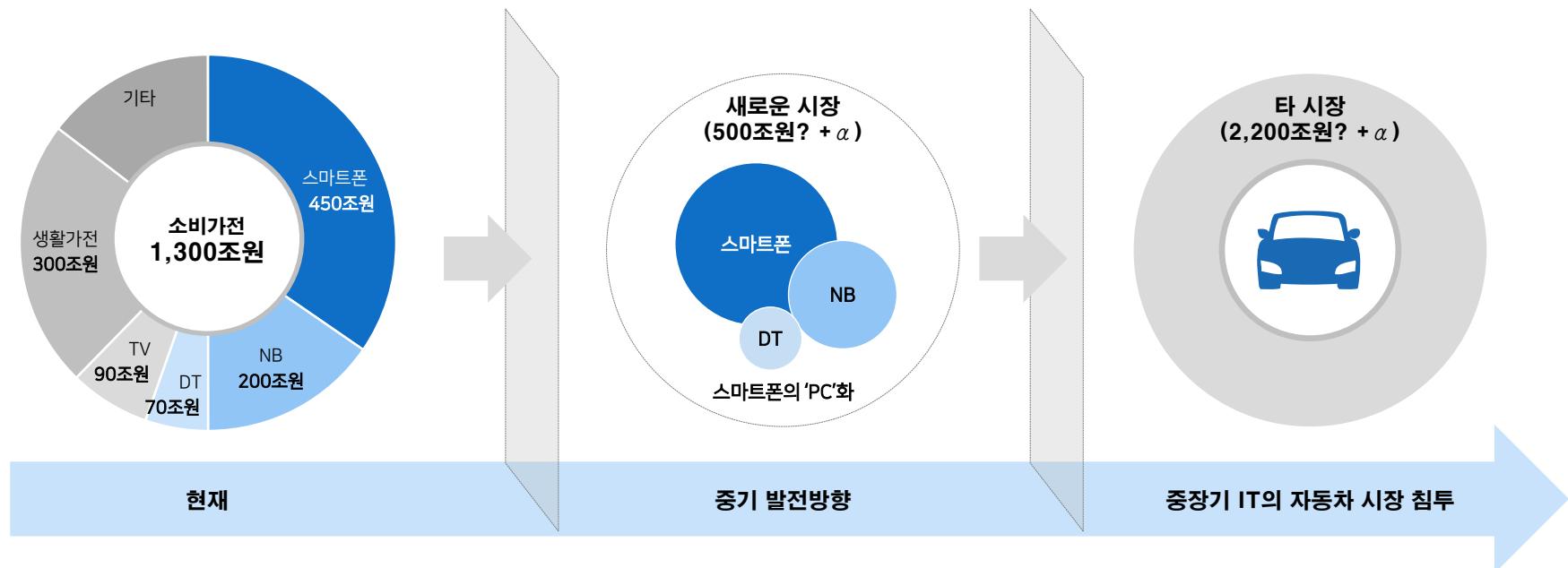


Old Tech에서 New Tech로

## IFA 2018 시사점: Top-line 한계, 돌파 가능할까?



- IT 전방시장 규모는 크게 성장하기 어려운 상황. 이는 출하량 증가 (Q)가 발생하지 않기 때문
- 스마트폰/TV/생활가전의 P 성장 가능성은 남아있지만, 공략은 쉽지 않은 상황
- 장기적 관점에서 1) 폴더블폰의 성공을 통한 '스마트폰의 PC화', 그리고 2) IT 업체들의 자동차 시장 침투 (Connected Car, 자율주행)가 사업 영역을 확대할 수 있을 전망
- 다만 중단기적 관점에서 P 성장 없이는 IT업체들의 수익성 확대는 극도로 어려운 상황

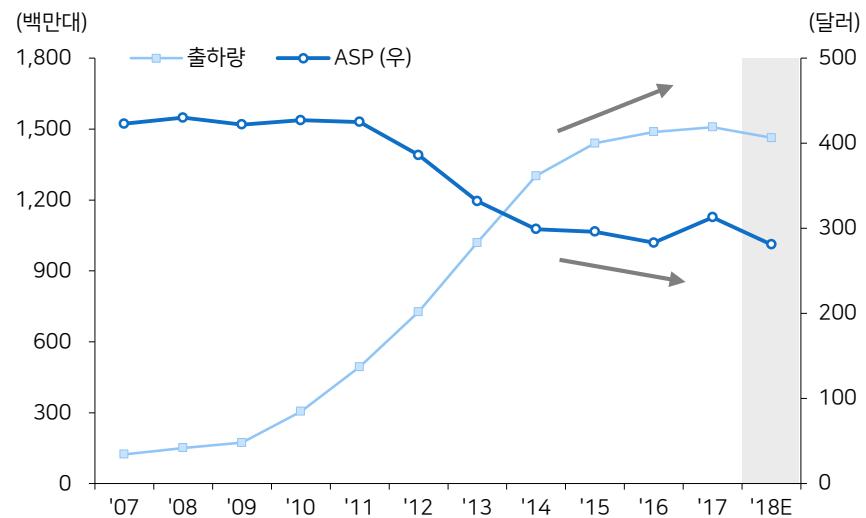


# IFA 시사점 (2) - 구조적 한계에 봉착한 스마트폰 시장...

Industry Indepth  
IFA 2018 Key Takeaways

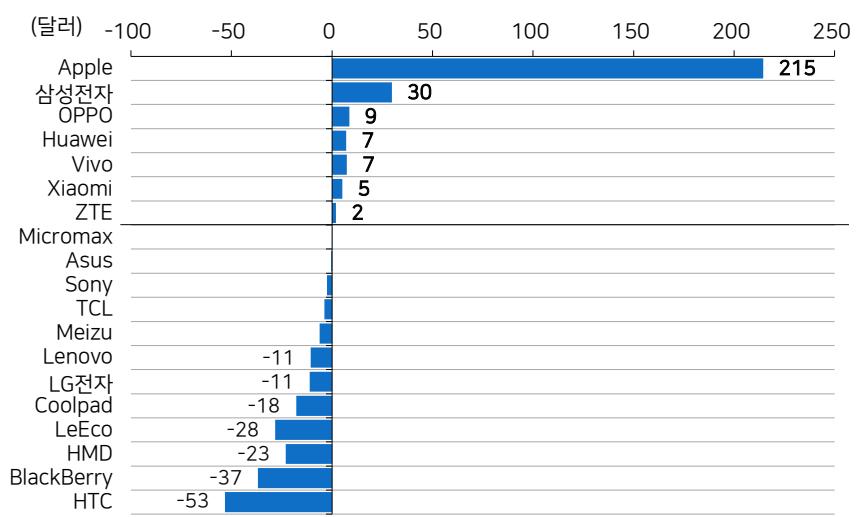
- IFA 2018에서 다양한 중저가 스마트폰 모델들이 공개됨
- 경쟁구도 속 스펙 개선은 부품 업체에 수혜로 작용해왔음. 문제는 수익성이 결여된 스펙 경쟁이 언제까지 지속될지 여부
- 스마트폰 평균 ASP는 지속 하락 추세. High-end 스마트폰 판가의 \$1,000 안정적 돌파 여부가 관건
- 한 (두) 업체를 제외한 스마트폰 업체들의 수익성 (Bottom-line)은 제한된 상태. P 성장이 관건

스마트폰 판가는 지속 하락하는 중…



자료: IDC, 메리츠종금증권

스마트폰 업체당 영업이익 - 향후 P 성장 없이 이익 감소는 필연적



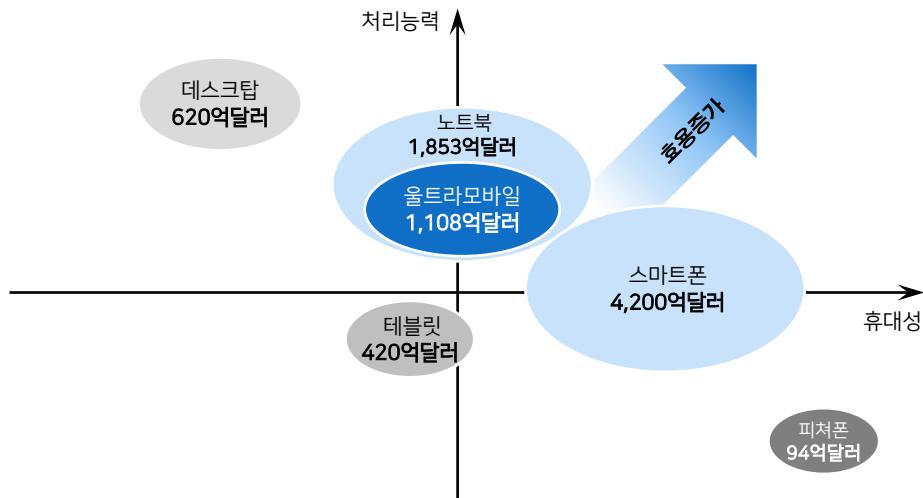
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

# IFA 시사점 (2) - ... OLED 기반 혁신 기기 등장은 필연적

Industry Indepth  
IFA 2018 Key Takeaways

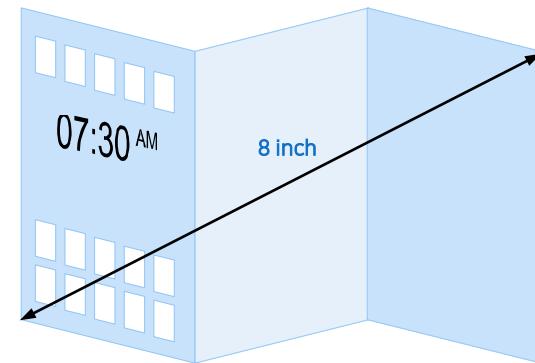
- 스마트폰 판가의 하락속도보다 비용 증가속도가 더 빠를 전망
- 1st Tier 스마트폰 업체의 대응 방식은 둘 중 하나로 귀결될 것
  - (1) High-end 수요 자극을 통한 판가 개선/유지에 따른 수익성 유지
  - (2) 스마트폰 폼팩터를 탈피하여 새로운 시장 개척
- 당사는 지속적으로 '스마트폰의 PC화'를 주장. 이를 통해 스마트폰은 정보 획득 기기에서 생성 기기로 업그레이드. 제조 입장에서 판가 및 수익성 개선 가능.

성숙기의 스마트폰은 PC 시장을 흡수/통합/확대하며 성장할 전망



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

휴대 시 스마트폰, 확장 시 노트PC 사이즈 [메리츠종금증권 예상]



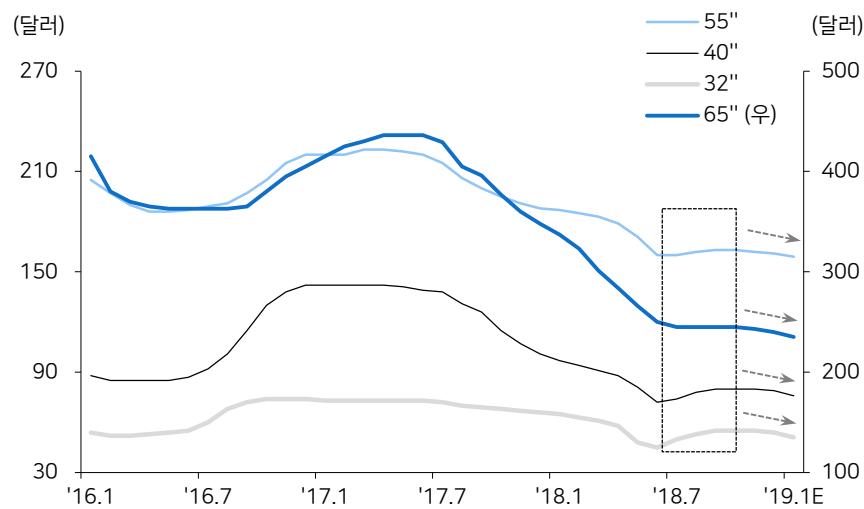
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

# IFA 시사점 (3) - TV의 한계적 성장은 패널가 안정화를 의미

Industry Indepth  
IFA 2018 Key Takeaways

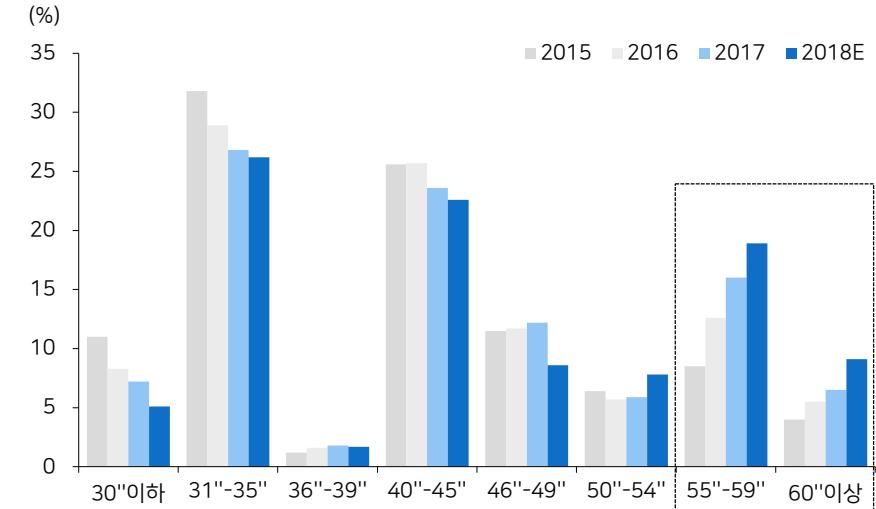
- BOE의 공격적 물량 증가와 중국 정부 보조금 감축의 영향으로 TV LCD 패널가는 최근 반등시현
- 당초 2Q18에 예상되었던 패널가 반등이 뒤늦게라도 발현된 점은 다행이나 1) 지속력 여부,  
2) 수익성에 더욱 중요한 중대형 사이즈 패널로의 상승세 확대가 중요한 시점
- 2016년 5월부터 1년간 진행된 반등사이클의 경우 저점에서 20% 반등했음 (55인치 4K 기준)
- 2018년 7월부터의 반등의 경우 32인치와 40인치는 20%, 16% 상승했지만 55인치는 2%에 그치는 중
- 3Q18 패널 업체 실적 개선의 긍정적 모멘텀은 예상됨. 하지만 장기화되기는 힘든 상황으로 판단

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



자료: Trendforce, 메리츠종금증권 리서치센터

TV 사이즈 내 55인치 이상 영역 확대는 향후 가속화될 전망



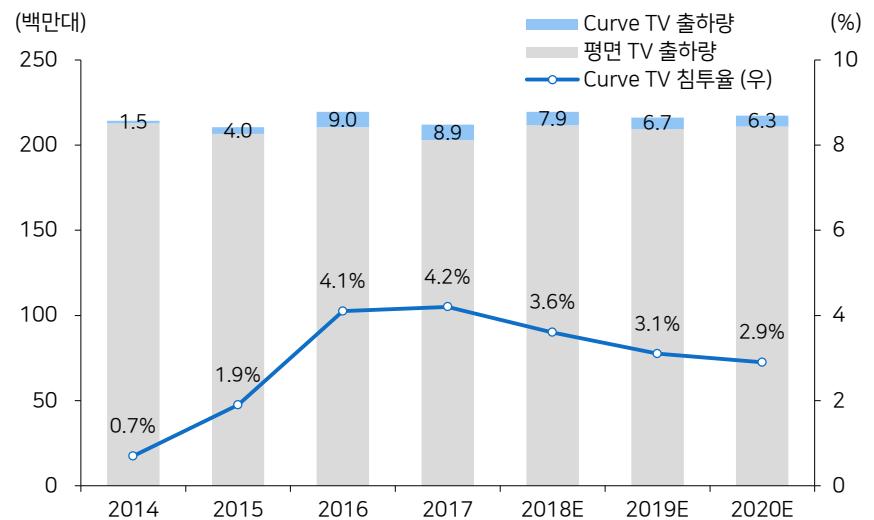
자료: Trendforce, 메리츠종금증권 리서치센터

# IFA 시사점 (3) - TV의 한계적 성장은 패널가 안정화를 의미

Industry Indepth  
IFA 2018 Key Takeaways

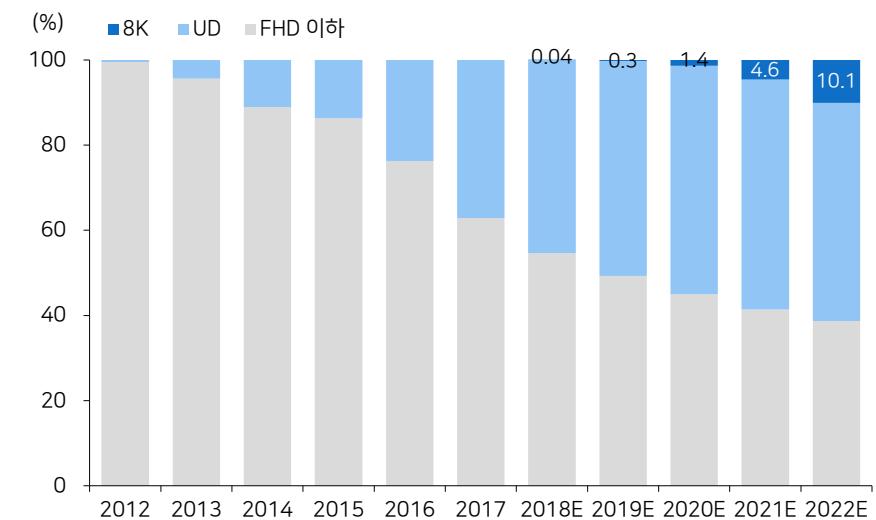
- 성숙화된 TV 시장에서 그간 세트 업체들의 노력은 1) 품팩터 변화 (Curved TV)와 2) 해상도 개선 (4K)
- 이는 업체간 경쟁의 우위를 가져올 요소임은 분명함
- 하지만 TV 수요 자체를 개선시킬 수 있는 진화라는 해석에는 한계가 있음
- TV가 내포하는 '공동시청 · 고정된 시간과 장소'의 제한요인은 이미 모바일 디스플레이가 해결하기 때문
- TV의 장기적 진화방향은 스마트시티, 커넥티드카 보편화 이후 정보전달 창구로서 발전해야한다는 판단

Curved TV, 소비자는 진정 원하는가?



자료: Trendforce, 메리츠종금증권 리서치센터

TV 시장 내 UHD 이후 8K 시장은 언제 열릴까?



자료: Trendforce, 메리츠종금증권 리서치센터

- IoT를 위한 통신기술의 속도 향상과 단가 하락은 빠르게 진행 중
- 금번 CES에서는 스마트시티 구현을 통해 와이파이 메쉬, 모바일 기기와 소비자와의 연결성, 자율주행 차량과 기반 시설의 통신이 추구되었음
- 현재 미국과 유럽에서는 스마트시티 선정을 통해 기술 개발 및 제도화를 추진 중

## IT 기술의 종착역 – 스마트시티



자료: 메리츠증권 리서치센터





## 기업분석

종목	투자판단	적정주가
삼성전자(005930)	Buy	59,000원
LG디스플레이(034220)	Buy	27,000원
AP시스템(265520)	Buy	42,000원
에스에프에이(056190)	Trading Buy	46,000원

# 삼성전자(005930) 반도체다운사이클 대비 방어적 가치보유

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

Buy

적정주가(12개월)	59,000원	
현재주가(9.7)	44,900원	
상승여력	31.4%	
KOSPI	2,281.58pt	
시가총액	2,882,277억원	
발행주식수	641,932만주	
유동주식비율	73.22%	
외국인비중	52.54%	
52주 최고/최저가	57,220원/43,850원	
평균거래대금	4,683.7억원	
주요주주(%)		
삼성물산 외 9인	19.77	
국민연금	9.42	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-3.9	-3.1
6개월	-7.7	-2.8
12개월	-6.7	-4.0
주가그래프		



## 여전히 견조한 어닝 사이클. 다만 메모리 산업은 중단기 하강 국면으로 진입할 전망

- 삼성전자의 공급증가율은 시장 수준을 상회할 전망: 1) 생산 차질에서 비롯된 만회 움직임, 2) 2014년 이후 이익 점유율 50% 첫 붕괴, 3) 동사와 경쟁사 공급 증가 일정에 대응
- 통상적 업황 둔화와는 다른 4Q18-2Q19의 상대적 단기 조정 구간으로 예상.  
1) 제한적 공급 증가와 2) 구조적 서버 수요 성장이라는 큰 그림은 여전히 유효하기 때문

## 여전히 중장기적 오버행 우려는 존재하는 상황. 가시성 확보된 이후 본격적 주가 개선 예상

- 삼성 금융계열사의 전자 지분 출회 가능성은 주가에 부담으로 존재하는 상황
- 금융계열사의 전자 지분 10% 가량 중 일부 인수 주체 가능성은 크게 세가지: 1) 백기사 (주가영향 긍정적), 2) 시장 블럭딜 (주가 부정적) 또는 3) 관계사 및 특수관계인 (주가 부정적)

## 불확실한 전방시장 불구 방어적 매력이 짙어지는 시점

- 당사가 예상하는 향후 3년 지속가능 FCF는 향후 매년 40조원을 상회. 이에 기반한 연평균 주주환원수익률은 5~6% 수준에 육박. 다만 이는 신흥시장 내 성장주 대표격인 동사의 본격적 주가 부양에는 다소 미흡
- 적정주가는 2018E-19E 평균 BVPS 기준 PBR 1.71배 수준 (vs 2018E ROE 21.6%, 2019E ROE 18.4%)

(조원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	201.9	29.2	22.4	3,139	23.6	22,096	9.2	1.3	3.2	12.0	35.9
2017	239.6	53.6	41.3	6,198	97.5	25,235	6.3	1.6	3.7	20.0	40.7
2018E	253.9	64.5	48.4	6,614	6.7	31,080	6.8	1.4	2.7	21.6	38.2
2019E	263.2	61.6	48.0	6,558	-0.8	36,544	6.8	1.2	2.4	18.4	34.9
2020E	294.8	69.0	54.5	7,437	13.4	42,875	6.0	1.0	1.8	17.9	32.5

# 삼성전자 - 분기 실적의 안정적 성장을 예상

Industry Indepth  
IFA 2018 Key Takeaways

## 삼성전자 실적추정

(조원)	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>60.6</b>	<b>58.5</b>	<b>66.6</b>	<b>68.2</b>	<b>61.2</b>	<b>62.9</b>	<b>67.4</b>	<b>71.7</b>	<b>239.6</b>	<b>253.9</b>	<b>263.2</b>
<b>반도체</b>	<b>20.8</b>	<b>22.0</b>	<b>25.2</b>	<b>25.4</b>	<b>24.5</b>	<b>23.9</b>	<b>24.4</b>	<b>24.4</b>	<b>74.3</b>	<b>93.4</b>	<b>97.3</b>
DRAM	11.1	11.9	14.7	15.2	14.8	13.9	13.5	13.5	36.8	52.8	55.8
NAND	6.3	6.6	6.6	6.7	6.1	6.2	6.4	6.8	23.5	26.2	25.5
비메모리	3.5	3.5	4.0	3.5	3.6	3.8	4.6	4.0	14.0	14.4	16.0
<b>디스플레이</b>	<b>7.5</b>	<b>5.7</b>	<b>9.6</b>	<b>9.2</b>	<b>8.0</b>	<b>8.3</b>	<b>10.8</b>	<b>12.0</b>	<b>34.5</b>	<b>32.0</b>	<b>39.1</b>
LCD	2.2	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	1.9	1.9	10.6	7.9	7.5
OLED	5.4	3.8	7.7	7.3	6.1	6.5	8.9	10.1	23.9	24.1	31.6
<b>무선통신</b>	<b>28.4</b>	<b>24.0</b>	<b>24.4</b>	<b>24.4</b>	<b>22.7</b>	<b>23.6</b>	<b>24.2</b>	<b>26.0</b>	<b>106.7</b>	<b>101.2</b>	<b>96.4</b>
핸드셋	27.7	22.7	23.5	23.4	21.7	22.6	23.1	24.8	103.6	97.2	92.2
피처폰	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	2.0	0.9	0.7
스마트폰	26.0	21.0	21.6	21.4	19.9	20.7	21.1	22.6	94.3	90.1	84.2
테블릿	1.4	1.5	1.6	1.7	1.6	1.7	1.9	2.0	7.3	6.2	7.3
<b>가전</b>	<b>9.7</b>	<b>10.4</b>	<b>11.3</b>	<b>13.2</b>	<b>9.9</b>	<b>10.8</b>	<b>11.6</b>	<b>13.5</b>	<b>45.1</b>	<b>44.7</b>	<b>45.8</b>
<b>하반</b>	<b>1.9</b>	<b>2.1</b>	<b>2.6</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	<b>7.1</b>	<b>9.3</b>	<b>10.3</b>
<b>기타</b>	<b>-7.9</b>	<b>-5.7</b>	<b>-6.5</b>	<b>-6.7</b>	<b>-6.0</b>	<b>-6.1</b>	<b>-6.5</b>	<b>-7.0</b>	<b>-28.0</b>	<b>-26.7</b>	<b>-25.6</b>
<b>영업이익</b>	<b>15.6</b>	<b>14.9</b>	<b>17.1</b>	<b>16.9</b>	<b>16.1</b>	<b>14.4</b>	<b>15.0</b>	<b>16.1</b>	<b>53.6</b>	<b>64.5</b>	<b>61.6</b>
영업이익률 (%)	25.8%	25.4%	25.7%	24.7%	26.2%	22.9%	22.3%	22.5%	22.4%	25.4%	23.4%
<b>반도체</b>	<b>11.5</b>	<b>11.6</b>	<b>13.2</b>	<b>13.1</b>	<b>12.5</b>	<b>11.6</b>	<b>11.3</b>	<b>11.4</b>	<b>35.2</b>	<b>49.5</b>	<b>46.7</b>
DRAM	7.8	8.1	10.3	10.4	10.1	9.0	8.6	8.4	23.1	36.6	36.1
NAND	3.2	3.1	2.5	2.4	2.0	2.1	2.1	2.5	10.4	11.1	8.8
비메모리	0.6	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6	0.4	1.6	1.7	1.9
<b>디스플레이</b>	<b>0.4</b>	<b>0.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>	<b>5.4</b>	<b>2.8</b>	<b>3.7</b>
LCD	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	1.3	-0.1	0.2
OLED	0.4	0.2	1.1	1.2	0.5	0.5	1.2	1.4	4.1	2.8	3.5
<b>무선통신</b>	<b>3.8</b>	<b>2.7</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>2.7</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.6</b>	<b>11.8</b>	<b>10.7</b>	<b>9.3</b>
핸드셋	3.7	2.6	2.2	2.0	2.7	1.9	2.0	2.6	11.5	10.5	9.2
피처폰	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
스마트폰	3.7	2.6	2.1	1.9	2.6	1.8	1.9	2.5	11.3	10.3	8.8
테블릿	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
<b>가전</b>	<b>0.3</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>
<b>하반</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>
<b>기타</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.0</b>
<b>지배주주 순이익</b>	<b>11.7</b>	<b>11.0</b>	<b>13.2</b>	<b>13.1</b>	<b>12.7</b>	<b>11.5</b>	<b>11.7</b>	<b>12.7</b>	<b>41.3</b>	<b>48.4</b>	<b>48.0</b>

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

# 삼성전자 [005930]

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>201,866.7</b>	<b>239,575.4</b>	<b>253,905.7</b>	<b>263,237.7</b>	<b>294,781.6</b>
매출액증가율(%)	0.6	18.7	6.0	3.7	12.0
매출원가	120,277.7	129,290.7	134,274.0	144,287.6	161,563.4
매출총이익	81,589.0	110,284.7	119,631.7	118,950.1	133,218.2
판매비와관리비	52,348.4	56,639.7	55,108.9	57,328.0	64,254.0
<b>영업이익</b>	<b>29,240.7</b>	<b>53,645.0</b>	<b>64,520.7</b>	<b>61,622.1</b>	<b>68,964.2</b>
영업이익률(%)	14.5	22.4	25.4	23.4	23.4
금융수익	774.5	1,591.1	1,380.8	2,696.4	3,929.8
증속/관계기업관련손익	19.5	201.4	383.3	425.2	425.2
기타영업외손익	794.0	1,792.5	2,035.0	3,121.6	4,355.0
세전계속사업이익	30,713.7	56,196.0	66,557.5	64,743.7	73,319.2
법인세비용	7,987.6	14,009.2	17,594.5	16,185.9	18,329.8
<b>당기순이익</b>	<b>22,726.1</b>	<b>42,186.8</b>	<b>48,963.0</b>	<b>48,557.8</b>	<b>54,989.4</b>
지배주주지분 순이익	22,415.7	41,344.6	48,432.0	48,026.8	54,458.4

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>					
현금및현금성자산	141,429.7	146,982.5	173,781.1	204,664.6	249,595.7
매출채권	32,111.4	30,545.1	50,688.4	66,958.5	93,379.1
재고자산	24,279.2	27,696.0	28,633.8	30,097.9	33,253.8
비유동자산	18,353.5	24,983.4	25,829.4	27,150.1	29,996.9
유형자산	120,744.6	154,769.6	171,234.7	184,567.7	193,060.4
무형자산	91,473.0	111,665.6	124,561.2	137,061.2	144,061.2
투자자산	5,344.0	14,760.5	14,683.0	13,961.9	13,058.1
<b>자산총계</b>	<b>262,174.3</b>	<b>301,752.1</b>	<b>345,015.9</b>	<b>389,232.4</b>	<b>442,656.1</b>
<b>유동부채</b>					
매입채무	54,704.1	67,175.1	75,449.3	80,587.4	88,477.4
단기차입금	6,485.0	9,083.9	9,391.5	9,871.7	10,906.8
유동성장기부채	12,746.8	15,767.6	13,176.0	12,176.0	11,176.0
비유동부채	1,232.8	278.6	288.0	302.8	334.5
사채	14,507.2	20,085.5	19,885.6	20,006.2	20,150.6
장기차입금	58.5	953.4	978.8	978.8	978.8
<b>부채총계</b>	<b>69,211.3</b>	<b>87,260.7</b>	<b>95,334.9</b>	<b>100,593.6</b>	<b>108,628.0</b>
<b>자본금</b>					
자본잉여금	897.5	897.5	897.5	897.5	897.5
기타포괄이익누계액	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9
이익잉여금	-2,257.1	-7,677.0	-5,866.7	-5,866.7	-5,866.7
비지배주주지분	193,086.3	215,811.2	247,621.3	286,579.1	331,968.5
<b>자본총계</b>	<b>192,963.0</b>	<b>214,491.4</b>	<b>249,680.9</b>	<b>288,638.7</b>	<b>334,028.1</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>47,385.6</b>	<b>62,162.0</b>	<b>77,887.8</b>	<b>78,536.5</b>	<b>86,170.1</b>
당기순이익(손실)	22,726.1	42,186.7	48,963.0	48,557.8	54,989.4
유형자산감가상각비	19,312.5	20,593.6	25,000.0	27,000.0	30,000.0
무형자산상각비	1,400.4	1,523.8	1,470.8	1,523.5	1,706.1
운전자본의 증감	-1,181.0	-10,620.5	-459.6	-2,157.6	-4,650.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-29,658.7</b>	<b>-49,385.2</b>	<b>-48,483.5</b>	<b>-51,781.2</b>	<b>-49,281.2</b>
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	-5,799.2	-400.0	-400.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-8,669.5</b>	<b>-12,560.9</b>	<b>-14,819.9</b>	<b>-10,485.3</b>	<b>-10,468.3</b>
차입금증감	2,139.9	2,588.2	-4,681.1	-885.3	-868.3
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>9,474.7</b>	<b>-1,566.3</b>	<b>15,222.9</b>	<b>16,270.1</b>	<b>26,420.7</b>
기초현금	22,636.7	32,111.4	30,545.1	45,768.0	62,038.1
기말현금	32,111.4	30,545.1	45,768.0	62,038.1	88,458.7

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	24,632	31,414	34,681	35,999	40,313
EPS(지배주주)	3,139	6,198	6,614	6,558	7,437
CFPS	1,156	-205	2,079	2,225	3,613
EBITDAPS	6,095	9,934	12,428	12,328	13,767
BPS	22,096	25,235	31,080	36,544	42,875
DPS	590	955	140	140	140
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	9.2	6.3	6.8	6.8	6.0
PCR	24.9	-190.6	21.6	20.2	12.4
PSR	1.2	1.2	1.3	1.2	1.1
PBR	1.3	1.6	1.4	1.2	1.0
EBITDA	49,953.6	75,762.4	90,991.4	90,145.7	100,670.4
EV/EBITDA	3.2	3.7	2.7	2.4	1.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	12.0	20.0	21.6	18.4	17.9
EBITDA이익률	46.1	65.8	58.1	53.0	57.1
부채비율	35.9	40.7	38.2	34.9	32.5
금융비용부담률	-0.5	-0.4	-0.6	-1.0	-1.3
이자보상배율(x)	49.7	81.9	97.7	89.9	106.8
매출채권회전율(x)	8.2	9.2	9.0	9.0	9.3
재고자산회전율(x)	6.5	6.0	5.3	5.4	5.7

## Buy

적정주가(12개월)	27,000원	
현재주가(9.7)	21,050원	
상승여력	28.3%	
KOSPI	2,281.58pt	
시가총액	75,320억원	
발행주식수	35,782만주	
유동주식비율	62.08%	
외국인비중	23.65%	
52주 최고/최저가	34,000원/17,500원	
평균거래대금	545.9억원	
주요주주(%)		
LG전자 외 2인	37.92	
국민연금	8.18	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-6.9	-6.1
6개월	-23.9	-19.9
12개월	-34.1	-32.3
주가그래프		



### 중국 10세대 가동의 후폭풍 이후 잠시 반등하는 판가 흐름. 판가 회복 지속력에 존재하는 의구심

- 7월부터 반등한 TV 패널가는 주가에 긍정적으로 작용. 문제는 여전히 BOE를 제외한 모든 패널업체는 종속적 영향을 받을 수 밖에 없다는 사실
- 2019년 상반기 내 확대된 공급 대비 계절적 수요 둔화가 패널가에 다운사이드 리스크로 예상됨

### 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 중장기적 관점에서는 분명 지속 하락할 LCD 판가를 감안 시 OLED 전환 투자는 1) 비용과 2) 전환 기간 (1년 내외)이 필요하다는 한계가 존재

### 장기 부정적 모멘텀 이후 기대치 이상의 실적 기반 주가 반등 가능

- 저점 매수 기회 측면에서 최근 주가는 반등세 시현함. 이후 전분기 대비 크게 개선된 3Q18에 기반해 단기적으로는 긍정적 주가 흐름 가능
- 중장기적 우려 요인인 1) LCD 패널가 반등세 지속력, 2) POLED 경쟁력 회복, 3) TV OLED 수익성 본격 기여 이전까지는 큰 그림에서 PBR 0.5x-0.7x 구간 내 주가 횡보 예상

(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	4.2	0.5	1.7	12.5	94.6
2018E	23,937.1	-315.3	-445.9	-1,246	-124.7	38,755	-16.9	0.5	3.6	-3.2	123.8
2019E	24,927.0	172.1	63.6	178	-114.3	38,925	118.5	0.5	3.2	0.5	146.2
2020E	25,650.1	435.7	258.5	722	306.6	39,653	29.1	0.5	3.0	1.8	162.9

# LG디스플레이 – 체질 변화를 위한 비용 증가에 대한 우려

Industry Indepth  
IFA 2018 Key Takeaways

## LG 디스플레이 실적 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
환율전망(원/달러)	1,072	1,079	1,110	1,090	1,075	1,075	1,075	1,075	1,130	1,088	1,075
<b>매출액</b>	<b>5,674.6</b>	<b>5,611.5</b>	<b>6,318.8</b>	<b>6,332.1</b>	<b>6,128.4</b>	<b>6,203.1</b>	<b>6,275.1</b>	<b>6,320.3</b>	<b>27,790.2</b>	<b>23,937.1</b>	<b>24,927.0</b>
YoY (%)	-19.7%	-15.3%	-9.4%	-11.1%	8.0%	10.5%	-0.7%	-0.2%	4.8%	-13.9%	4.1%
QoQ (%)	-20.4%	-1.1%	12.6%	0.2%	-3.2%	1.2%	1.2%	0.7%			
투입면적 ('000 m <sup>2</sup> )	13,065	13,643	13,948	13,990	13,990	13,990	14,040	14,040	54,037	54,646	56,059
출하면적 ('000 m <sup>2</sup> )	10,084	10,385	10,947	10,888	10,631	10,708	10,941	10,911	41,622	42,303	43,191
YoY (%)	0.1%	1.6%	6.4%	-1.4%	5.4%	3.1%	0.0%	0.2%	1.3%	1.6%	2.1%
QoQ (%)	-8.7%	3.0%	5.4%	-0.5%	-2.4%	0.7%	2.2%	-0.3%			
평균단가(달러)	522	501	520	534	536	539	534	539	593	519	537
YoY (%)	-14.1%	-12.8%	-13.3%	-9.4%	2.6%	7.6%	2.6%	1.0%	6.5%	-12.4%	3.4%
QoQ (%)	-11.3%	-4.1%	3.8%	2.6%	0.5%	0.5%	-1.0%	1.0%			
매출총이익	542.1	466.7	735.1	723.6	732.0	849.5	701.8	790.9	5,365.6	2,467.5	3,074.2
매출총이익률(%)	9.6%	8.3%	11.6%	11.4%	11.9%	13.7%	11.2%	12.5%	19.3%	10.3%	12.3%
<b>영업이익</b>	<b>-98.3</b>	<b>-228.1</b>	<b>25.0</b>	<b>-13.9</b>	<b>18.8</b>	<b>122.0</b>	<b>-23.7</b>	<b>55.0</b>	<b>2,461.6</b>	<b>-315.3</b>	<b>172.1</b>
영업이익률(%)	-1.7%	-4.1%	0.4%	-0.2%	0.3%	2.0%	-0.4%	0.9%	8.9%	-1.3%	0.7%
경상이익	-95.8	-340.0	-19.0	-66.6	0.7	106.2	-40.6	34.4	2,332.6	-521.4	100.7
경상이익률(%)	-1.7%	-6.1%	-0.3%	-1.1%	0.0%	1.7%	-0.6%	0.5%	8.4%	-2.2%	0.4%
<b>지배주주순이익</b>	<b>-49.0</b>	<b>-300.5</b>	<b>-18.0</b>	<b>-63.3</b>	<b>0.6</b>	<b>82.9</b>	<b>-31.7</b>	<b>26.9</b>	<b>1,802.8</b>	<b>-445.9</b>	<b>63.6</b>
지배주주 순이익률(%)	-0.9%	-5.4%	-0.3%	-1.0%	0.0%	1.3%	-0.5%	0.4%	7.0%	-1.8%	0.3%
EPS(원)	-166	-831	-53	-196	-28	240	-91	56	5,038	-1,246	178

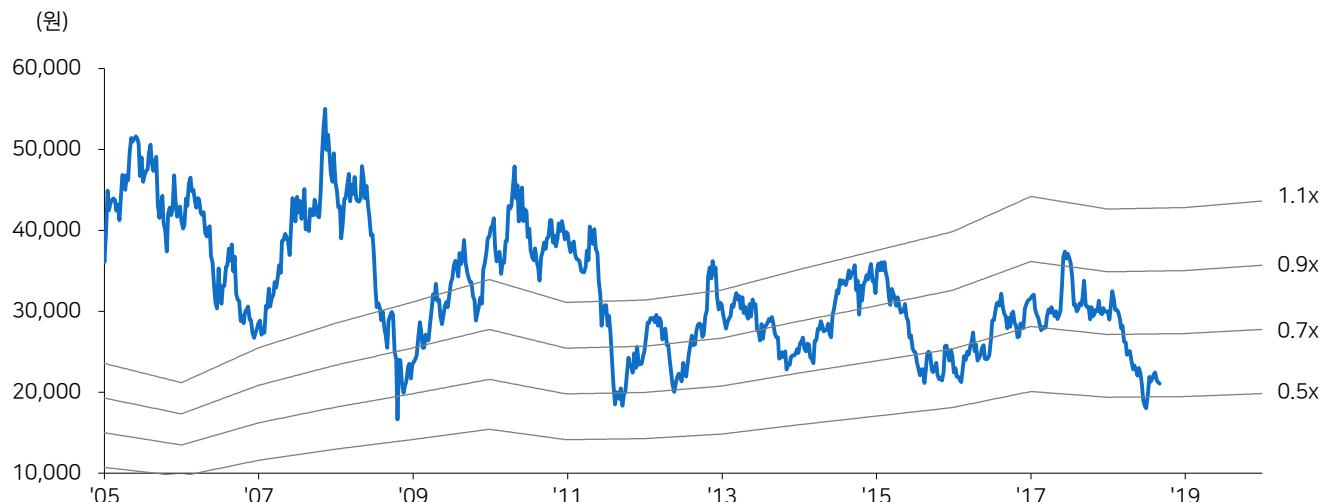
자료: 매리츠증권 리서치센터

# LG디스플레이 – Buy, 적정주가 27,000원

Industry Indepth  
IFA 2018 Key Takeaways

- 동사의 적정주가 27,000원은 당사 추정 18-19년 평균 BVPS 0.72배 적용
- 경쟁사의 신규 10세대 양산라인에 대한 불확실성이 여전히 투자심리에 부정적으로 작용하고 있으나, LCD 판가가 저점을 형성하며 분위기는 반전되는 중. 다만 주가는 향후 0.5x-0.7x의 박스권 횡보 예상
- 주가의 상승 모멘텀은 1) LCD 패널가 반등세의 지속 여부, 2) POLED 수율회복 및 추가 고객과의 파트너쉽 공식화, 3) 2H18 OLED TV의 수익성 개선 입증 후 2019년 추가 개선 가능성

PBR 밴드 차트 [12개월 Rolling forward ]



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

# LG디스플레이 (034220)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>26,504.1</b>	<b>27,790.2</b>	<b>23,937.1</b>	<b>24,927.0</b>	<b>25,650.1</b>
매출액증가율(%)	-6.6	4.9	-13.9	4.1	2.9
매출원가	22,754.3	22,424.6	21,469.6	21,852.8	22,229.5
매출총이익	3,749.8	5,365.6	2,467.5	3,074.2	3,420.6
판매비와관리비	2,438.4	2,903.9	2,782.9	2,902.1	2,984.9
<b>영업이익</b>	<b>1,311.4</b>	<b>2,461.6</b>	<b>-315.3</b>	<b>172.1</b>	<b>435.7</b>
영업이익률(%)	4.9	8.9	-1.3	0.7	1.7
금융손익	123.0	-148.8	-138.6	-78.2	-91.9
증속/관계기업관련손익	8.3	9.6	2.2	6.8	6.8
기타영업외손익	131.3	-139.2	-206.1	-71.4	-85.1
세전계속사업이익	1,316.2	2,332.6	-521.4	100.7	350.7
법인세비용	384.7	395.6	-90.6	22.1	77.1
<b>당기순이익</b>	<b>931.5</b>	<b>1,937.0</b>	<b>-430.9</b>	<b>78.6</b>	<b>273.5</b>
지배주주지분 순이익	906.7	1,802.8	-445.9	63.6	258.5

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>10,484.2</b>	<b>10,473.7</b>	<b>8,136.6</b>	<b>8,503.5</b>	<b>8,904.2</b>
현금및현금성자산	1,558.7	2,602.6	1,479.7	1,858.3	2,005.8
매출채권	4,958.0	4,325.2	3,843.3	3,836.1	3,990.7
재고자산	2,287.8	2,350.1	2,088.3	2,084.4	2,168.4
비유동자산	14,400.2	18,686.0	24,199.6	27,232.4	29,927.5
유형자산	12,031.4	16,202.0	21,773.0	24,873.0	27,593.0
무형자산	894.9	912.8	1,008.8	937.1	853.8
투자자산	180.7	127.6	135.1	141.9	148.7
<b>자산총계</b>	<b>24,884.4</b>	<b>29,159.7</b>	<b>32,336.2</b>	<b>35,735.9</b>	<b>38,831.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>7,058.2</b>	<b>8,978.7</b>	<b>10,042.3</b>	<b>11,381.4</b>	<b>13,213.1</b>
매입채무	2,877.3	2,875.1	2,554.8	2,550.0	2,652.8
단기차입금	113.2	0.0	0.0	10.0	20.0
유동성장기부채	554.7	1,452.9	2,291.0	2,286.7	2,378.9
비유동부채	4,363.7	5,199.5	7,842.5	9,842.3	10,845.7
사채	1,511.1	1,506.0	2,687.0	3,687.0	4,687.0
장기차입금	2,599.8	2,644.2	3,517.3	4,517.3	4,517.3
<b>부채총계</b>	<b>11,421.9</b>	<b>14,178.2</b>	<b>17,884.8</b>	<b>21,223.7</b>	<b>24,058.8</b>
<b>자본금</b>	<b>1,789.1</b>	<b>1,789.1</b>	<b>1,789.1</b>	<b>1,789.1</b>	<b>1,789.1</b>
자본잉여금	2,251.1	2,251.1	2,251.1	2,251.1	2,251.1
기타포괄이익누계액	-88.5	-288.3	-169.8	-169.8	-169.8
이익잉여금	9,004.3	10,621.6	9,996.7	10,057.4	10,318.2
비지배주주지분	506.4	608.0	584.3	584.3	584.3
<b>자본총계</b>	<b>13,462.4</b>	<b>14,981.5</b>	<b>14,451.4</b>	<b>14,512.1</b>	<b>14,772.9</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>3,640.9</b>	<b>6,764.2</b>	<b>4,286.4</b>	<b>6,367.3</b>	<b>7,034.6</b>
당기순이익(손실)	931.5	1,937.1	-430.9	78.6	273.5
유형자산감가상각비	2,643.4	2,791.9	3,900.0	4,400.0	4,780.0
무형자산상각비	378.1	422.7	398.2	417.3	428.9
운전자본의 증감	-847.2	1,442.4	377.3	1,499.9	1,563.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-3,189.2</b>	<b>-6,481.1</b>	<b>-8,984.4</b>	<b>-7,974.8</b>	<b>-7,974.8</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,735.9	-6,592.4	-9,000.0	-7,500.0	-7,500.0
투자자산의 감소(증가)	607.9	384.5	387.6	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>307.9</b>	<b>862.2</b>	<b>2,582.2</b>	<b>1,986.1</b>	<b>1,087.7</b>
차입금증감	504.0	1,042.8	2,762.8	2,005.7	1,102.2
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>807.0</b>	<b>1,043.9</b>	<b>-2,047.1</b>	<b>378.6</b>	<b>147.5</b>
기초현금	751.7	1,558.7	2,602.6	555.5	934.1
기말현금	1,558.7	2,602.6	555.5	934.1	1,081.6

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	74,072	77,666	66,898	69,664	71,685
EPS(지배주주)	2,534	5,038	-1,246	178	722
CFPS	2,255	2,917	-5,721	1,058	412
EBITDAPS	12,109	15,863	11,131	13,944	15,775
BPS	36,209	40,170	38,755	38,925	39,653
DPS	500	500	50	36	144
배당수익률(%)	2.4	2.4	0.2	0.2	0.7
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	10.6	4.2	N/A	118.5	29.1
PCR	11.9	N/A	N/A	19.9	51.1
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
EBITDA	4,332.9	5,676.2	3,982.9	4,989.3	5,644.6
EV/EBITDA	2.7	1.7	3.6	3.2	3.0

## Key Financial Ratio(%)

자기자본이익률(ROE)	7.0	12.5	-3.2	0.5	1.8
EBITDA이익률	19.4	36.0	-9.2	1.4	4.9
부채비율	84.8	94.6	123.8	146.2	162.9
금융비용부담률	0.3	0.1	0.1	0.3	0.3
이자보상배율(x)	11.6	27.2	-3.4	1.4	3.1
매출채권회전율(x)	5.9	6.0	5.9	6.5	6.6
재고자산회전율(x)	9.8	9.7	9.7	10.5	10.5

# AP시스템(265520) 부진한 전방 시장 속 숨겨진 한방

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

Buy

적정주가(12개월)	42,000원
현재주가(9.7)	25,800원
상승여력	62.8%
KOSDAQ	818.86pt
시가총액	3,638억원
발행주식수	1,410만주
유동주식비율	76.05%
외국인비중	5.21%
52주 최고/최저가	43,000원/19,350원
평균거래대금	83.6억원
주요주주(%)	
APS홀딩스 외 3 인	23.31

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-1.5	-5.6
6개월	-15.7	-13.4
12개월	-39.4	-51.2

## 주가그래프



## 서서히 재개되는 전방시장의 투자 사이클: 1) 폴더블에서 오는 기회

- 지난해 폴더블 OLED 핵심 장비 제공업체인 동사가 외형 확대를 통해 야심차게 준비한 라미네이팅 장비는 비용 증가를 유발하며 전사 수익성을 크게 끌어내림
- 삼성전자는 올해 말 폴더블 기기를 공개하며 새로운 영역을 개척할 전망
- 수량측면에서 아쉬움은 남겠지만, 기술적 완성도 갖춘 뒤 2019년말 S커브 폴더블폰이 본격적 승부수

## 서서히 재개되는 전방시장의 투자 사이클: 2) QD-OLED 기술 · 원가 검토 단계 진입

- 삼성전자는 QLED 이후 자발광 QD-OLED에 대한 기술과 원가 계획을 지속 검토 중
- 1) 투자 시기, 2) 투자 기술과 방식 등 다양한 불확실성이 존재하나 고객사의 투자 검토는 긍정적 모멘텀

## 모멘텀 대비 아쉬운 실적 흐름 · 투자의견 Buy와 적정주가 42,000원

- 장비주 특성 상 주가의 수주/실적 선행성은 1년을 능가하기도 하는 점이 일반적. 초기 국면 극심한 주가 변동성을 동반한 이후 고객사의 투자 구체화 단계부터 본격적으로 상승 시작해 옴
- 삼성디스플레이의 투자 구체화 시점은 연말~내년초로 예상

(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	15.5	3.3	19.2	21.3	423.0
2018E	833.5	65.2	58.5	4,210	152.2	10,193	6.1	2.5	3.2	50.6	386.9
2019E	813.9	65.7	71.4	5,134	21.9	15,328	5.0	1.7	-0.9	40.2	379.4
2020E	900.5	83.1	102.6	7,381	43.8	22,708	3.5	1.1	-4.2	38.8	345.0

# AP시스템 - 분기실적 추정

Industry Indepth  
IFA 2018 Key Takeaways

## AP시스템 실적 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	126.4	384.3	245.4	206.4	147.3	185.2	235.5	265.5	154.6	200.1	188.4	270.8	962.4	833.5	813.9
LCD	1.5	2.7	2.1	2.5	1.5	2.7	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	28.9	30.9
디스플레이	119.0	256.6	113.8	262.0	119.0	158.9	212.0	239.0	131.4	168.0	169.6	243.7	1,623. 8	728.8	712.8
기타	0.7	117.3	121.5	-62.6	21.6	16.0	13.0	15.7	13.5	21.8	8.3	16.2	219.1	66.3	59.8
<b>영업이익</b>	<b>12.6</b>	<b>29.7</b>	<b>2.1</b>	<b>-18.3</b>	<b>10.6</b>	<b>9.2</b>	<b>21.2</b>	<b>24.2</b>	<b>12.6</b>	<b>12.0</b>	<b>18.8</b>	<b>22.2</b>	<b>26.2</b>	<b>65.2</b>	<b>65.7</b>
영업이익률(%)	10.0%	7.7%	0.9%	-8.9%	7.2%	5.0%	9.0%	9.1%	-47.7%	-5.1%	57.3%	17.9%	2.7%	7.8%	8.1%
<b>세전이익</b>	<b>12.0</b>	<b>30.5</b>	<b>1.3</b>	<b>-17.4</b>	<b>8.2</b>	<b>4.1</b>	<b>21.7</b>	<b>26.5</b>	<b>15.8</b>	<b>6.6</b>	<b>23.1</b>	<b>28.7</b>	<b>26.3</b>	<b>60.5</b>	<b>74.2</b>
세전이익률(%)	9.5%	7.9%	0.5%	-8.4%	5.5%	2.2%	9.2%	10.0%	10.2%	3.3%	12.2%	10.6%	2.7%	7.3%	9.1%
<b>지배주주순이익</b>	<b>9.2</b>	<b>23.2</b>	<b>0.6</b>	<b>-13.8</b>	<b>8.2</b>	<b>3.9</b>	<b>20.8</b>	<b>25.5</b>	<b>15.2</b>	<b>6.3</b>	<b>22.2</b>	<b>27.6</b>	<b>19.1</b>	<b>58.5</b>	<b>71.4</b>
지배주주 순이익률(%)	7.3%	6.0%	0.2%	-6.7%	5.6%	2.1%	8.8%	9.6%	9.8%	3.2%	11.8%	10.2%	2.0%	7.0%	8.8%

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

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

# AP시스템(265520)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>962.4</b>	<b>833.5</b>	<b>813.9</b>	<b>900.5</b>	
매출액증가율(%)	73.4	-13.4	-2.4	10.6	
매출원가	900.3	708.2	690.3	753.5	
매출총이익	62.1	125.4	123.6	146.9	
판매비와관리비	35.9	60.2	57.9	63.9	
<b>영업이익</b>	<b>26.2</b>	<b>65.2</b>	<b>65.7</b>	<b>83.1</b>	
영업이익률(%)	2.7	7.8	8.1	9.2	
금융손익	-2.1	-4.7	8.6	23.7	
증속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	-2.1	-4.7	8.6	23.7	
세전계속사업이익	26.3	60.5	74.2	106.7	
법인세비용	7.2	1.9	2.9	4.1	
<b>당기순이익</b>	<b>19.1</b>	<b>58.5</b>	<b>71.4</b>	<b>102.6</b>	
지배주주지분 순이익	19.1	58.5	71.4	102.6	

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>					
현금및현금성자산	324.5	542.0	868.7	1,245.1	
매출채권	62.7	246.7	567.5	908.2	
재고자산	166.4	214.1	218.4	244.6	
비유동자산	52.4	67.4	68.8	77.0	
유형자산	143.6	147.9	152.7	159.3	
무형자산	109.6	106.1	103.1	101.1	
투자자산	23.9	21.1	17.1	12.7	
<b>자산총계</b>	<b>468.0</b>	<b>689.9</b>	<b>1,021.4</b>	<b>1,404.5</b>	
<b>유동부채</b>					
매입채무	342.5	521.0	781.1	1,061.3	
단기차입금	124.2	159.7	162.9	182.5	
유동성장기부채	121.3	151.6	141.6	131.6	
비유동부채	5.2	6.7	6.9	7.7	
사채	36.0	27.2	27.2	27.5	
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>부채총계</b>	<b>378.5</b>	<b>548.2</b>	<b>808.3</b>	<b>1,088.8</b>	
<b>자본금</b>	<b>7.6</b>	<b>7.6</b>	<b>7.6</b>	<b>7.6</b>	
자본잉여금	62.6	62.6	62.6	62.6	
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	
이익잉여금	19.3	72.2	143.6	246.2	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>자본총계</b>	<b>89.5</b>	<b>141.7</b>	<b>213.0</b>	<b>315.6</b>	

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>					
당기순이익(손실)	55.7	155.7	364.0	384.1	
유형자산감가상각비	19.1	58.5	71.4	102.6	
무형자산상각비	5.9	12.0	12.0	12.0	
운전자본의 증감	2.3	4.2	4.3	4.7	
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-46.7</b>	<b>5.8</b>	<b>-33.4</b>	<b>-34.4</b>	
유형자산의 증가(CAPEX)	-8.1	-9.0	-9.0	-10.0	
투자자산의 감소(증가)	-33.2	20.7	-11.5	-11.5	
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>45.3</b>	<b>22.1</b>	<b>-9.8</b>	<b>-9.1</b>	
차입금증감	45.2	22.0	-9.9	-9.2	
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>52.9</b>	<b>184.0</b>	<b>320.8</b>	<b>340.7</b>	
기초현금	9.8	62.7	246.7	567.5	
기말현금	62.7	246.7	567.5	908.2	

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	69,243	59,969	58,558	64,787	
EPS(지배주주)	1,670	4,210	5,134	7,381	
CFPS	3,808	13,237	23,083	24,509	
EBITDAPS	2,471	5,851	5,893	7,178	
BPS	7,825	10,193	15,328	22,708	
DPS	0	0	0	0	
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	15.5	6.1	5.0	3.5	
PCR	6.8	1.9	1.1	1.1	
PSR	0.4	0.4	0.4	0.4	
PBR	3.3	2.5	1.7	1.1	
EBITDA	34.4	81.3	81.9	99.8	
EV/EBITDA	19.2	3.2	-0.9	-4.2	
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	21.3	50.6	40.2	38.8	
EBITDA이익률	49.8	101.2	87.4	112.9	
부채비율	423.0	386.9	379.4	345.0	
금융비용부담률	0.2	0.1	0.1	0.1	
이자보상배율(x)	9.0	16.2	3.7	2.4	
매출채권회전율(x)	5.3	4.4	3.8	3.9	
재고자산회전율(x)	21.7	11.8	10.1	10.3	

## Trading Buy

적정주가(12개월)	46,000원	
현재주가(9.7)	38,400원	
상승여력	19.8%	
KOSDAQ	818.86pt	
시가총액	13,789억원	
발행주식수	3,591만주	
유동주식비율	47.75%	
외국인비중	28.84%	
52주 최고/최저가	47,300원/32,050원	
평균거래대금	45.6억원	
주요주주(%)		
디와이홀딩스 외 4인	36.15	
삼성디스플레이	10.15	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	0.0	-4.2
6개월	6.8	9.7
12개월	6.4	-14.5
주가그래프		



### 중국 전공정 장비 수주 모멘텀 유효하나 삼성디스플레이 신규 capa 증설 시기에 아직은 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 공급 가능성에서 찾는 기회. 자회사 실적은 안정적인 성장을 유지

- 삼성디스플레이의 QD-OLED 또는 폴더블 라인 투자는 동사 주가에 큰 모멘텀으로 작용할 전망
- 자회사 SFA반도체의 실적은 메모리 업황 호조에 기반해 안정적으로 개선 중

### 투자의견 Trading Buy 및 적정주가 46,000원 · 삼성디스플레이의 투자 구체화가 본격적 주가 상승 모멘텀

- 에스엔유 인수 이후 강화된 증착기 경쟁력을 바탕으로 중국업체로부터의 수주가 견조하게 증가할 전망
- QD-OLED를 위한 오픈 증착기 역시 개발 중. 만약 공급 가능하다면 이는 2H19 강력한 실적 개선 원동력
- 장기적 관점에서 스마트 팩토리를 위한 다양한 장비 및 SW 개발 중

(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	17.6	2.4	5.0	13.8	94.1
2017	1,920.4	236.1	196.9	5,484	151.7	21,646	7.0	1.8	2.9	25.3	83.9
2018E	1,645.2	222.1	161.8	4,506	-17.8	23,175	8.5	1.7	2.3	20.1	100.4
2019E	1,821.5	208.3	147.4	4,104	-8.9	27,147	9.4	1.4	2.0	16.3	90.5
2020E	2,020.1	231.1	166.2	4,629	12.8	31,099	8.3	1.2	1.6	15.9	83.0

# 에스에프에이 – 분기실적 추정

Industry Indepth  
IFA 2018 Key Takeaways

## 에스에프에이 실적 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>461.5</b>	<b>574.8</b>	<b>458.2</b>	<b>425.9</b>	<b>404.3</b>	<b>372.8</b>	<b>393.6</b>	<b>474.5</b>	<b>445.9</b>	<b>420.4</b>	<b>438.0</b>	<b>517.1</b>	<b>1,920.4</b>	<b>1,645.2</b>	<b>1,821.5</b>
SFA(모회사)	308.0	431.5	316.8	257.4	259.5	235.5	250.8	302.6	290.8	271.1	284.3	330.7	1,313.7	1,048.4	1,176.9
공정장비	36.0	48.1	42.5	41.8	36.0	45.3	45.1	43.9	36.0	47.6	47.8	46.1	168.4	170.2	177.4
물류장비	272.0	383.4	274.3	215.6	223.5	190.2	205.7	258.7	254.8	223.5	236.6	284.6	1,145.3	878.1	999.5
SFA 반도체(자회사)	115.8	109.0	107.1	117.6	103.0	104.3	108.2	120.0	113.3	114.7	119.0	131.9	449.5	435.4	478.9
기타	37.7	34.3	34.3	50.9	41.8	33.0	34.7	51.9	41.8	34.7	34.7	54.5	157.2	161.4	165.7
<b>영업이익</b>	<b>44.4</b>	<b>78.1</b>	<b>62.6</b>	<b>50.8</b>	<b>51.4</b>	<b>60.6</b>	<b>53.5</b>	<b>56.6</b>	<b>49.0</b>	<b>50.7</b>	<b>54.4</b>	<b>54.2</b>	<b>236.1</b>	<b>222.1</b>	<b>208.3</b>
영업이익률 (%)	9.6%	13.6%	13.7%	11.9%	12.7%	16.3%	13.6%	11.9%	11.0%	12.1%	12.4%	10.5%	12.3%	13.5%	11.4%
SFA(모회사)	35.7	65.3	52.6	38.3	40.6	46.5	41.4	46.9	37.8	35.6	41.3	43.1	191.9	175.3	157.7
SFA반도체(자회사)	7.5	5.1	4.3	8.6	6.0	5.9	6.4	5.9	6.2	6.9	7.3	7.3	25.6	24.2	27.6
<b>지배주주순이익</b>	<b>48.8</b>	<b>53.5</b>	<b>49.8</b>	<b>44.8</b>	<b>37.4</b>	<b>47.0</b>	<b>38.4</b>	<b>39.0</b>	<b>34.3</b>	<b>35.3</b>	<b>39.9</b>	<b>37.9</b>	<b>196.9</b>	<b>161.8</b>	<b>147.4</b>
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	725.8	792.4	864.8	895.8	864.7	926.1	1,078.2	701.5	864.8	1,078.2

참고: 2016년 부터 SFA반도체 연결 편입

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

# 에스에프에이 (056190)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,319.7</b>	<b>1,920.4</b>	<b>1,645.2</b>	<b>1,821.5</b>	<b>2,020.1</b>
매출액증가율(%)	150.9	45.5	-14.3	10.7	10.9
매출원가	1,126.1	1,595.3	1,328.7	1,508.3	1,672.7
매출총이익	193.6	325.1	316.5	313.1	347.4
판매비와관리비	72.8	89.0	94.4	104.8	116.3
<b>영업이익</b>	<b>120.8</b>	<b>236.1</b>	<b>222.1</b>	<b>208.3</b>	<b>231.1</b>
영업이익률(%)	9.2	12.3	13.5	11.4	11.4
금융손익	-19.5	37.0	2.6	2.1	4.1
증속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-19.5	37.0	5.2	2.1	4.1
세전계속사업이익	105.3	265.2	227.3	210.4	235.2
법인세비용	25.7	61.8	52.9	50.5	56.4
<b>당기순이익</b>	<b>79.6</b>	<b>203.3</b>	<b>174.3</b>	<b>159.9</b>	<b>178.8</b>
지배주주지분 순이익	78.2	196.9	161.8	147.4	166.2

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>					
현금및현금성자산	823.7	1,133.1	1,333.6	1,490.4	1,648.1
매출채권	276.4	585.9	697.9	808.6	915.9
재고자산	149.2	165.2	184.0	200.6	218.7
비유동자산	39.7	28.5	31.8	34.6	37.8
유형자산	681.5	677.7	762.5	773.8	786.5
무형자산	497.6	503.7	493.6	493.6	493.6
투자자산	124.4	107.6	107.4	112.8	119.1
<b>자산총계</b>	<b>1,505.3</b>	<b>1,810.8</b>	<b>2,096.1</b>	<b>2,264.2</b>	<b>2,434.6</b>
<b>유동부채</b>					
매입채무	457.2	540.9	793.9	818.5	846.0
단기차입금	165.0	113.7	126.7	138.0	150.5
유동성장기부채	0.0	0.0	33.4	33.4	33.4
비유동부채	77.2	36.9	41.1	44.8	48.9
사채	272.5	285.0	256.1	256.9	257.9
장기차입금	21.8	20.3	20.3	20.3	20.3
<b>부채총계</b>	<b>729.6</b>	<b>826.0</b>	<b>1,050.0</b>	<b>1,075.5</b>	<b>1,103.9</b>
<b>자본금</b>	<b>9.0</b>	<b>18.0</b>	<b>18.0</b>	<b>18.0</b>	<b>18.0</b>
자본잉여금	28.5	35.4	34.9	34.9	34.9
기타포괄이익누계액	1.2	-6.1	-2.9	-2.9	-2.9
이익잉여금	552.6	730.1	833.5	976.1	1,118.1
비지배주주지분	206.9	207.6	213.9	213.9	213.9
<b>자본총계</b>	<b>775.6</b>	<b>984.9</b>	<b>1,046.1</b>	<b>1,188.8</b>	<b>1,330.7</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>164.5</b>	<b>376.6</b>	<b>310.6</b>	<b>172.1</b>	<b>187.9</b>
당기순이익(손실)	79.6	203.3	174.3	159.9	178.8
유형자산감가상각비	73.6	73.8	82.0	90.0	90.0
무형자산상각비	0.0	0.0	-5.8	-6.4	-7.2
운전자본의 증감	-34.8	84.6	91.7	-30.4	-33.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-77.0</b>	<b>-52.9</b>	<b>-236.1</b>	<b>-90.8</b>	<b>-90.8</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-28.9	-82.3	-95.0	-90.0	-90.0
투자자산의 감소(증가)	-15.4	21.4	-253.3	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-58.2</b>	<b>-6.0</b>	<b>31.0</b>	<b>29.4</b>	<b>10.2</b>
차입금증감	-48.9	-29.4	32.7	3.7	4.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>29.4</b>	<b>309.5</b>	<b>107.9</b>	<b>110.7</b>	<b>107.3</b>
기초현금	247.1	276.4	585.9	693.8	804.4
기말현금	276.4	585.9	693.8	804.4	911.7

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	73,506	53,480	45,816	50,725	56,256
EPS(지배주주)	2,179	5,484	4,506	4,104	4,629
CFPS	1,635	8,618	3,005	3,082	2,988
EBITDAPS	10,828	8,629	8,309	8,128	8,742
BPS	15,838	21,646	23,175	27,147	31,099
DPS	1,120	1,245	991	1,026	1,157
배당수익률(%)	2.9	3.2	2.6	2.7	3.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	17.6	7.0	8.5	9.4	8.3
PCR	N/A	4.5	12.8	12.5	12.8
PSR	0.5	0.7	0.8	0.8	0.7
PBR	2.4	1.8	1.7	1.4	1.2
EBITDA	194.4	309.8	298.4	291.9	313.9
EV/EBITDA	5.0	2.9	2.3	2.0	1.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	13.8	25.3	20.1	16.3	15.9
EBITDA이익률	59.4	78.1	53.2	49.9	54.9
부채비율	94.1	83.9	100.4	90.5	83.0
금융비용부담률	0.4	0.2	0.1	-0.1	-0.2
이자보상배율(x)	11.0	21.3	20.7	18.3	20.2
매출채권회전율(x)	10.1	12.2	9.4	9.5	9.6
재고자산회전율(x)	32.6	46.8	44.1	45.4	46.2

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.

당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 9월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유기증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.

당사는 2018년 9월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사의 조사분석 담당자는 2018년 9월 10일 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

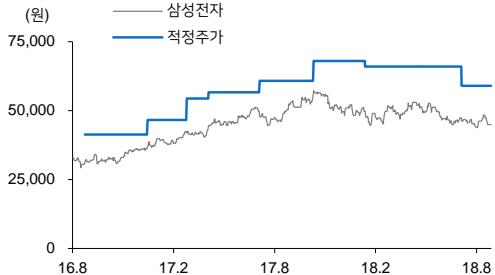
투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0%

2018년 6월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에  
대하여 공표한 최근일  
투자등급의 비율

## 삼성전자(005930) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

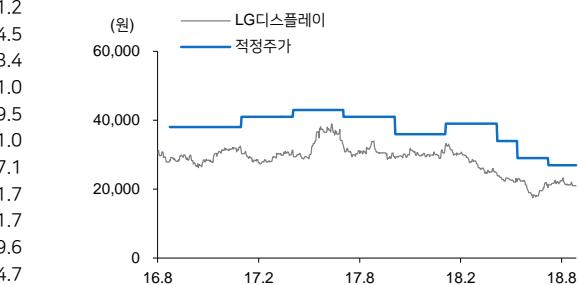
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균 최고(최저)	
2016.09.19	산업분석	Buy	2,070,000	김선우	-23.3	-21.8	
2016.10.06	기업브리프	Buy	2,070,000	김선우	-22.5	-17.6	
2016.10.10	산업분석	Buy	2,070,000	김선우	-22.7	-17.6	
2016.10.13	기업브리프	Buy	2,070,000	김선우	-22.9	-17.6	
2016.10.28	기업브리프	Buy	2,070,000	김선우	-22.5	-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	기업브리프	Buy	2,720,000	김선우	-23.1	-19.4	
2017.04.28	기업브리프	Buy	2,830,000	김선우	-19.6	-16.9	
2017.06.07	산업분석	Buy	2,830,000	김선우	-16.7	-9.5	
2017.07.28	기업브리프	Buy	3,040,000	김선우	-22.6	-19.4	
2017.08.24	기업브리프	Buy	3,040,000	김선우	-22.8	-19.4	
2017.09.08	산업분석	Buy	3,040,000	김선우	-17.9	-9.4	
2017.11.01	기업브리프	Buy	3,400,000	김선우	-18.8	-15.9	
2017.12.04	산업분석	Buy	3,400,000	김선우	-22.5	-15.9	
2018.01.15	산업분석	Buy	3,400,000	김선우	-23.4	-15.9	
2018.02.01	기업브리프	Buy	3,300,000	김선우	-25.8	-20.0	
2018.04.27	기업브리프	Buy	3,300,000	김선우	-24.8	-19.7	
2018.06.01	산업분석	Buy	66,000	김선우	-25.8	-19.7	
2018.05.04	삼성전자 50:1 액면분할 후 재상장						
2018.07.23	산업분석	Buy	59,000	김선우	-21.2	-20.5	
2018.08.01	기업브리프	Buy	59,000	김선우	-21.8	-17.9	
2018.09.10	산업분석	Buy	59,000	김선우	-	-	



### LG디스플레이(034220) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

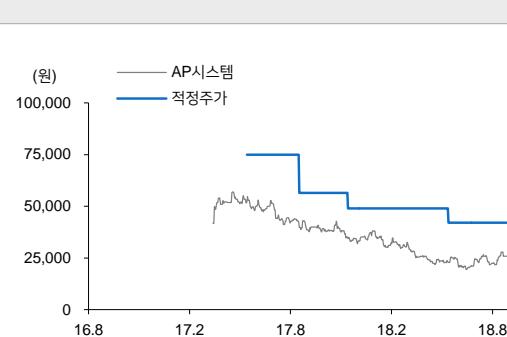
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균 최고(최저)	
2016.09.19	산업분석	Buy	38,000	김선우	-23.6	-21.2	
2016.10.27	기업브리프	Buy	38,000	김선우	-25.3	-21.2	
2016.11.25	산업분석	Buy	38,000	김선우	-22.4	-14.5	
2017.01.25	기업브리프	Buy	41,000	김선우	-28.6	-23.4	
2017.04.27	기업브리프	Buy	43,000	김선우	-29.8	-21.0	
2017.06.07	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	-30.6	-20.3	
2018.07.26	기업브리프	Buy	27,000	김선우	-19.5	-13.9	
2018.09.10	산업분석	Buy	27,000	김선우	-	-	



### AP시스템(265520) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	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	-44.5	-33.6	
2018.09.10	산업분석	Buy	42,000	김선우	-	-	



## 에스에프에이(056190) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

