

반도체/디스플레이
맹점 속 징후



Top Picks

종목	투자판단	적정주가
삼성전자(005930)	Buy	56,000원
삼성SDI(006400)	Trading Buy	276,000원
SK머티리얼즈(036490)	Buy	220,000원
AP시스템(265520)	Buy	38,000원

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
SK하이닉스(000660)	Trading Buy	78,000원
LG디스플레이(034220)	Buy	23,000원
에스에프에이(056190)	Trading Buy	47,000원
솔브레인(036830)	Trading Buy	62,000원

반도체/디스플레이 맹점 속 징후

Neutral

올해 메모리 산업에서는 NAND, 디스플레이 산업 내에는 LCD의 업황 훼손이 본격화되었습니다. 외눈으로 내년을 바라본 시각에는 맹점이 존재할 수 밖에 없습니다. 맹점 속 수요 부진이 겹치고 난 뒤에야 하반기 DRAM 업황 반등의 또렷한 가시성이 확보될 전망입니다.



반도체/디스플레이
Analyst **김선우**

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

반도체/디스플레이

Contents

Part I	맹점 속 징후_ 모바일 전방 시장 위험 요인의 구체화	7
Part II	메모리 고점 논란 그 이후_ Cyclical의 특수성과 경험적 궤적	21
Part III	반도체_ 믿는 도끼에 점검이 필요한 이유	27
Part IV	디스플레이_ 혁신의 구체화까지의 공백기	51
기업분석	삼성전자(005930) NAND 마저 더해진 실적 둔화 사이클	64
	SK하이닉스(000660) Range bound 구간 진입	69
	삼성SDI(006400) 장기 성장 스토리 초입 구간	74
	LG디스플레이(034220) 혼재된 모멘텀	78
	SK머티리얼즈(036490) 견조한 성장 추세로의 재진입	82
	AP시스템(265520) 정체된 전방 시장 불구 숨겨진 한방	85
	에스에프에이(056190) 불확실한 업황 대비 꾸준한 실적	88
	솔브레인(036830) 다양한 우려 속 안정적 실적 회복	91

Summary

I 전후방 산업 점검 – 위험 요인의 구체화. 1) 중국 스마트폰의 수요 둔화 본격화, 2) NAND 시장의 경쟁적 판가 하락 시작

- 반도체/디스플레이 산업 수익성을 결정하는 전방산업의 수요 둔화가 본격화 진행 중. 충분히 인지하고는 있지만 예상보다 더 큰 위험 두 가지
- 맹점 속 징후 1) - 스마트폰 성장 시대의 종료. 그동안 수량 및 스펙 측면의 성장을 구가하던 중국 스마트폰 시장 성장도 2H18부터 반락
- 맹점 속 징후 2) - 메모리 시장의 양대 축 중 NAND 시장의 급격한 훼손 관찰. 결국 구매자 우위 시장에서의 경쟁적 판가하락은 DRAM에도 위험요인
- 폴더블 디스플레이의 등장은 스마트폰을 PC로 격상시키며, IT소비 한도 내에서의 극대화를 유도해낼 비장의 무기. 하지만 본격화는 2020년부터로 예상

II 2019년 전망 – 충분히 인지된 우려? 경험적 관점에서 판가 궤적은 비선형적으로 형성. 예상을 능가하는 실적 둔화로 전개될 전망

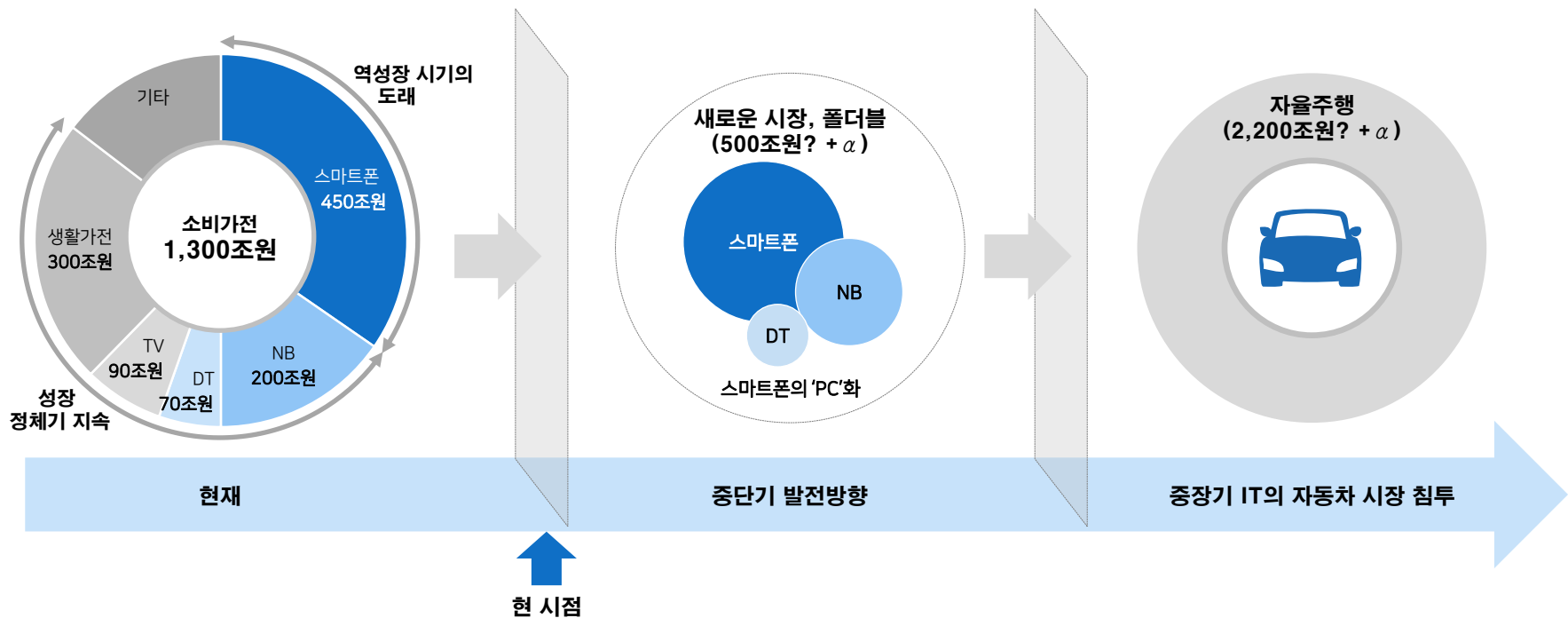
- **반도체는 여전히 슈퍼사이클?** 이번 반도체 업황 둔화의 본질은 분명 과거와 차별화됨. 과거 전형적 이유인 '과욕'에 기반한 공급의 상향이탈이라기보다는 초고공 비행 중 불가피하게 마주치는 단위 저항의 증가로 해석 가능함. 하지만 언제나 주도권의 변화는 가속화를 동반했으며, 비선형적 판가 하락의 결과물은 상승기에도 하락기에도 기대를 능가해왔음. 향후 업체들의 실적은 현재 시장에서 형성된 눈높이에 미달할 가능성이 높다는 판단
- **DRAM, 낙폭 축소 시점까지는 Range bound** – 미중 무역 분쟁을 차치하고도 전방 수요는 빠르게 둔화되고 있음. 업체들의 투자 지연 노력 불구, 미세공정 안정화와 효율성 개선에서 촉발된 공급증가세가 수요 증가 속도를 상회하며 판가 협상력은 구매자 우위로 변모 중. 1) 중국 스마트폰 부진, 2) 서버 수요의 한계적 성장 및 메모리 판가 부담, 3) CPU 쇼티지 이슈 등이 수급 변곡점을 형성. 선두업체의 공식적이지 않은 점유율 회복기는 업황의 다운사이클을 유도
- **NAND** – 수요의 가격 탄력성보다 공급 효율화 탄력성이 더 큰 상황. DRAM과 비교해 공급과잉을 먼저 경험한 상황에서 다자구도의 공급업체들은 부담스런 재고 감축을 위한 판가 경쟁에 돌입할 전망. 2019년 중반 무렵 NAND 판가는 2nd tier 업체들의 원가수준 이하로 하락할 전망
- **LCD** – 구조적 문제점은 여전히 유효. 1) 모바일 디스플레이 대비 TV의 소비자 가동율은 지속 감소. 2) 수요 중국업체의 Capa 증설 후폭풍은 여전히 현재 진행형. 3) 과거 목격되었던 가동률 축소 공조를 통한 업황 회복이 작동하지 않는 시점. 조만간 선두 TV업체들의 65인치 중국산 패널 채용이 본격화되며 18년말부터 60인치 급 이상의 패널 판가도 빠르게 하락할 전망
- **OLED** – 18년 대비 19년의 이익증가는 가능할 전망. 다만 전방산업의 패러다임 변화를 유발할 폴더블 디스플레이의 이익 기여는 20년부터 가시화

III 2019년 Top Picks – 삼성전자, 삼성SDI, SK머티리얼즈, AP시스템

Part I

맹점 속 징후_ 스마트폰 전방 시장 위험 요인의 구체화

- 장기적 관점에서 IT 전방산업은 성장 가능하지만 중단기 위험요인이 부각되는 중
- 2019년초 최초 양산 폴더블 제품 출시 이후, 2019년 하반기부터 '스마트폰의 PC화'가 본격화될 전망
- 장기적으로는 IT 업체들의 자동차 시장 침투 (Connected Car, 자율주행)가 자연스럽게 이어질 것
- 문제는 바로 지금 스마트폰의 역성장 시기가 도래하며 하이엔드 제품 고가 전략이 통하지 않는 상황으로 전환되었다는 점

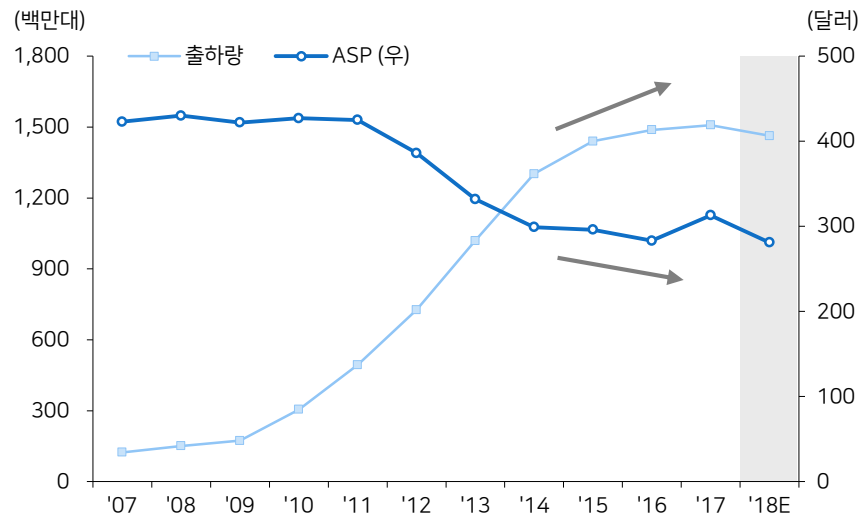


스마트폰 시장 고찰 (1) - 전방시장의 위축, 스마트폰의 생명 연장 필요성

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

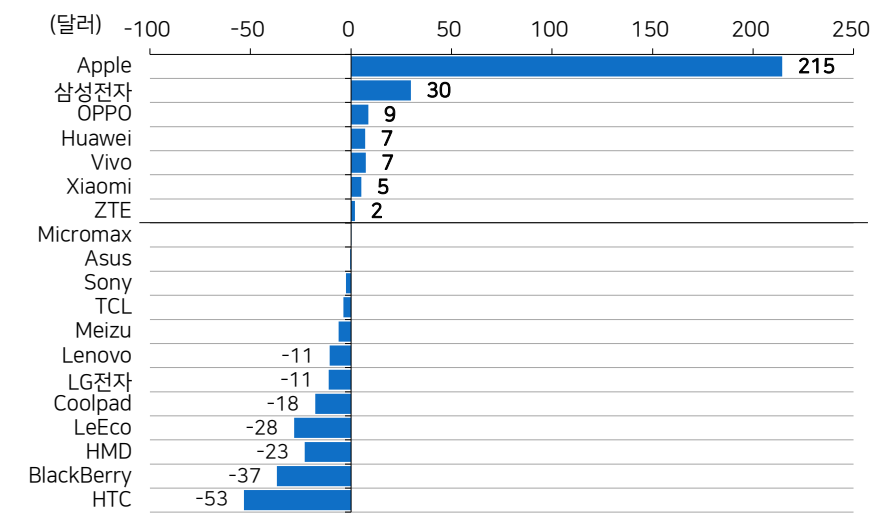
- 성숙기가 도래한 스마트폰시장은 2018년 Peak 이후 금액기준 역성장 시대로 진입
- 제조사들의 고민은 이러한 판가 하락을 어찌 최소화하는냐, 그리고 어떻게 개선을 시킬 것인가
- 향후 스마트폰 전방시장의 약화는 1) 신 시장 발굴 또는 2) 타 시장 침투를 통해 해결 가능
- 당사가 예상하는 1) '신 시장'은 스마트폰과 PC와의 결합. 2) '타 시장'은 자동차 시장으로의 침투

스마트폰 판가는 지속 하락하는 중...



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

스마트폰 업체당 영업이익 - 향후 P 성장 없이 이익 감소는 필연적



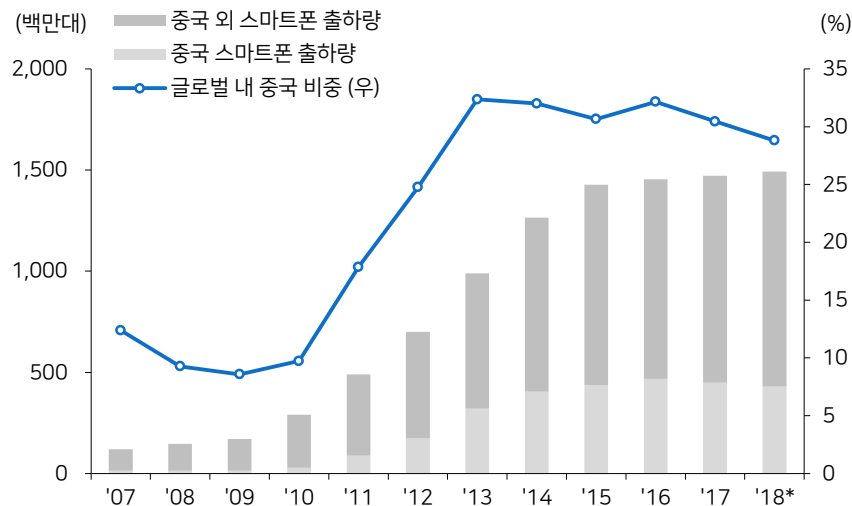
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

스마트폰 시장 고찰(2) - 중국 스마트폰, 감지되는 이상 징후

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

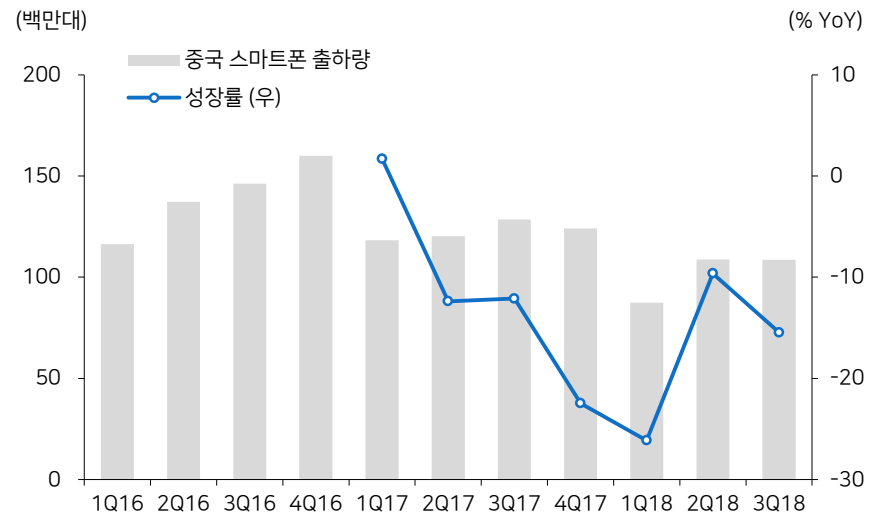
- 12년부터 스마트폰 ASP 하락이 시작된 이래, 금액기준 시장성장은 수량 증가로 상쇄됐음
- 그 중 가장 큰 지역별 기여는 바로 중국 내 스마트폰 출하량
- 2013년부터 2017년까지 30% 이상을 차지하던 중국 스마트폰 비중은 올해 29%로 하락하며 내년에도 하락세는 이어질 전망
- 중국 부진에 따라 글로벌 출하량 역시 역성장 가능성이 높음
- 미중 무역분쟁 영향이 더해질 경우 더욱 심각해질 가능성 존재

글로벌 스마트폰 시장 내 중국 비중은 지속 증가해왔으나...



참고: * 18년은 예상치 포함 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

...2018년부터 시작된 중국 스마트폰 시장의 역성장은 본격화될 전망



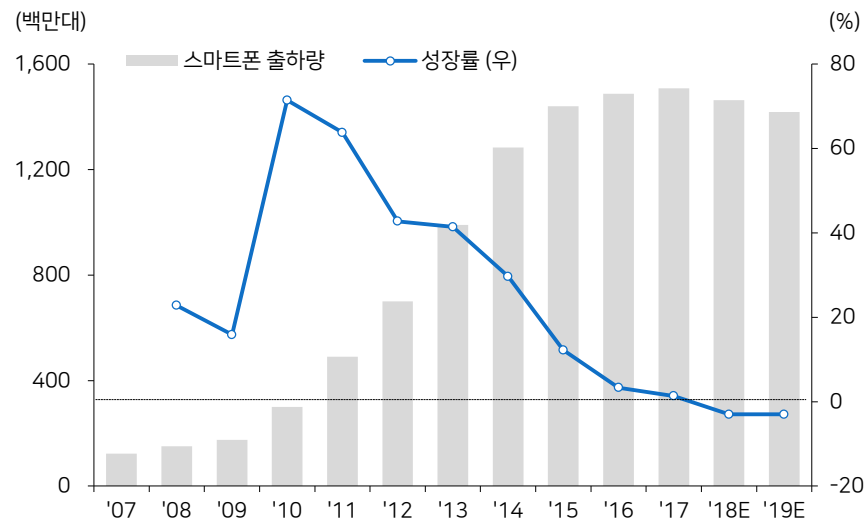
자료: 중국정보기술산업부, 메리츠증권증권 리서치센터

스마트폰 시장 고찰(3) - 글로벌 스마트폰, 출하량은 20년까지 감소 불가피

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

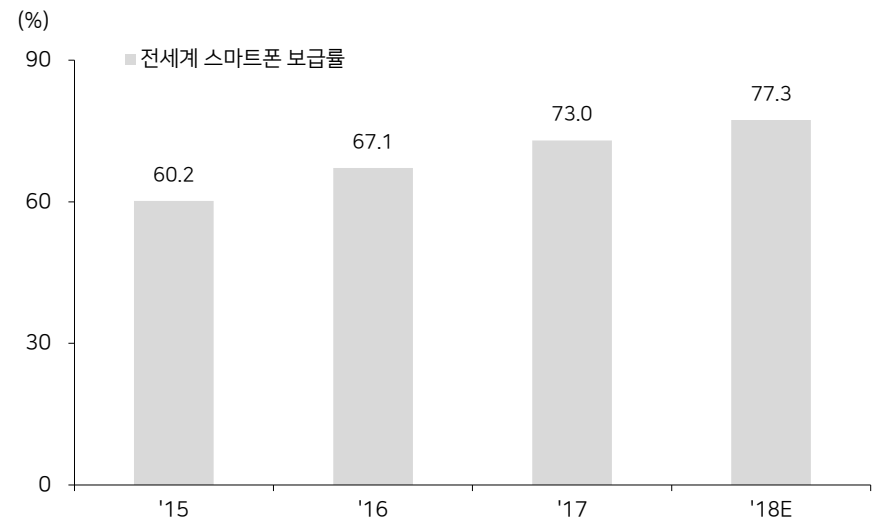
- 스마트폰 출하량은 20년까지 low single 역성장 불가피
- 스마트폰 출하량 성장 둔화의 가장 큰 요인은 1) 목에 찬 보급률, 2) 통신 보조금 감소, 3) 혁신 감소
- PC와 TV 또한 보급률이 70~80%에 이르는 순간부터 세트 출하량은 역성장을 기록하기 시작
- PC의 경우 2000년 초반 인터넷 보급 확산으로 출하량은 재차 성장할 수 있었음
- 스마트폰 또한 폴더블 기바 '파괴적 혁신' 없이 출하량 재성장은 어려움
ex) CRT TV → LCD TV, 내연기관차 → 전기차

20년까지 스마트폰 출하량 역성장 불가피



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

스마트폰 보급률 포화 단계 진입



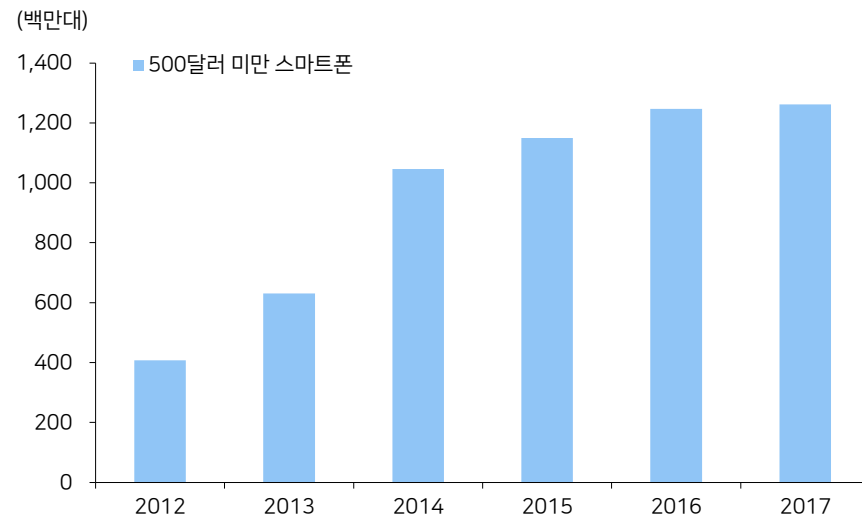
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

스마트폰 시장 고찰(4) - 슈퍼 하이엔드 스마트폰의 성장 정체 국면

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

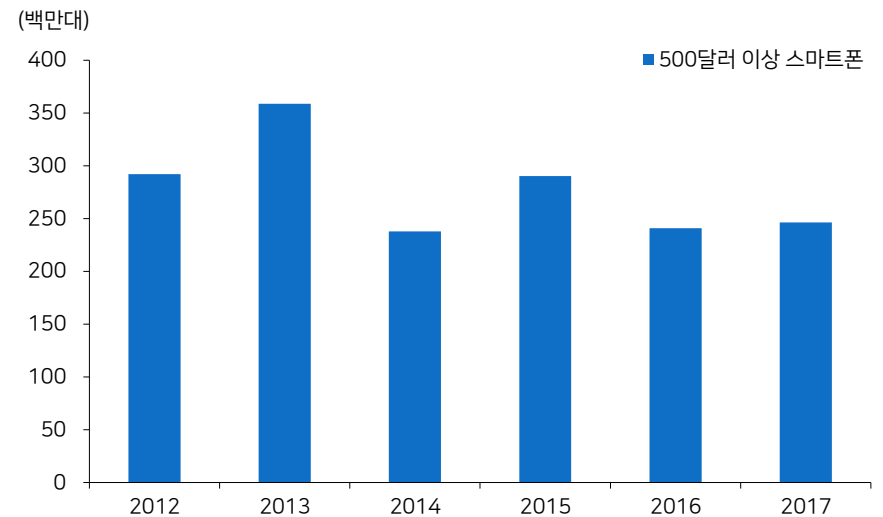
- ASP 500달러 미만의 스마트폰 출하량은 미약하게나마 성장 중
- ASP 500달러 이상의 스마트폰 출하량은 이미 정체 시작 → 애플이 P전략을 쓸 수 밖에 없는 이유
- 한정된 플래그십 스마트폰 시장 내 애플의 지위는 매우 강하게 유지되고 있음

ASP 500달러 이하 스마트폰 출하량은 미약하나마 증가중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

ASP 500달러 이상 스마트폰 출하량은 정체

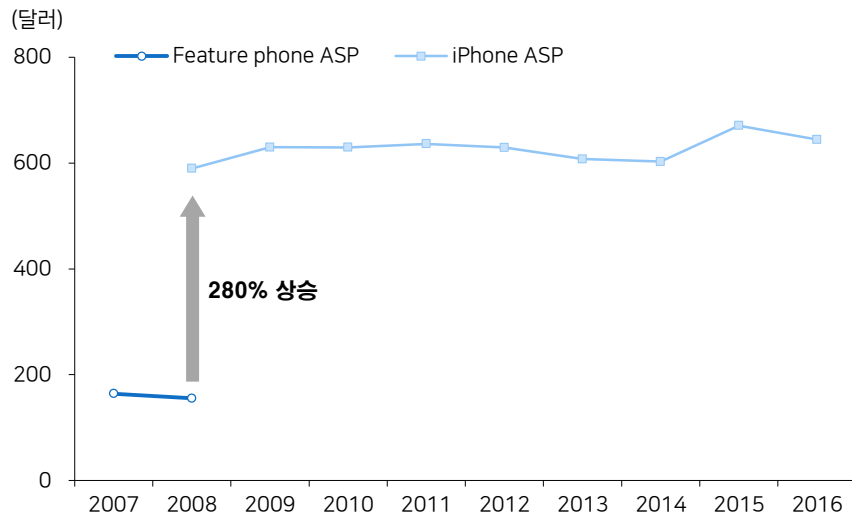


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

스마트폰 시장 고찰 (5) - 10년전 아이폰의 판가 혁신, 또 볼 수 있을까?

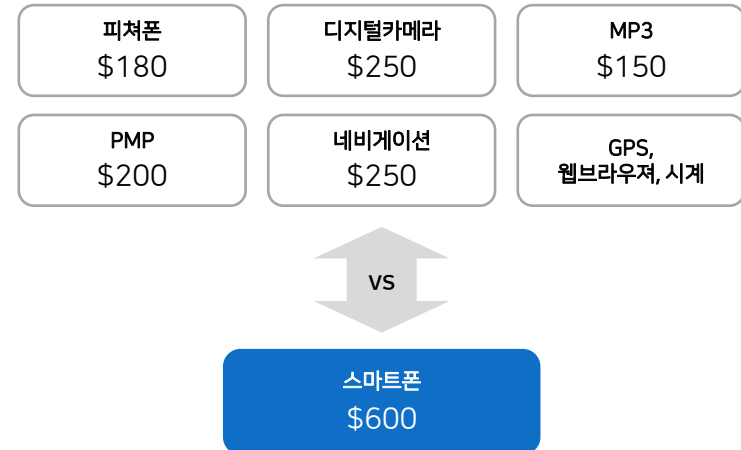
- 판가 혁신의 제 1 사례 = LCD TV (2000년대 초반)
- LCD TV는 CRT TV 대비 판가가 6배 이상 상승하며, 전방시장의 폭발적 확대 + 후방시장의 성장을 이끌
- 제2의 사례는 바로 07년의 아이폰. 핸드셋 판가는 아이폰이 등장하며 3.5배로 상승
- 소비자들이 가파른 가격 상승에도 불구하고 아이폰을 구매한 이유는, 버짓 개념에서 피쳐폰+카메라+MP3+네비게이션+PMP 등을 더한 것보다 아이폰 구매가 합리적이기 때문

피쳐폰 ASP vs 스마트폰 (아이폰) ASP



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

소비자의 총소비금액 (Budget) 개념에서 풀이되는 스마트폰 수용



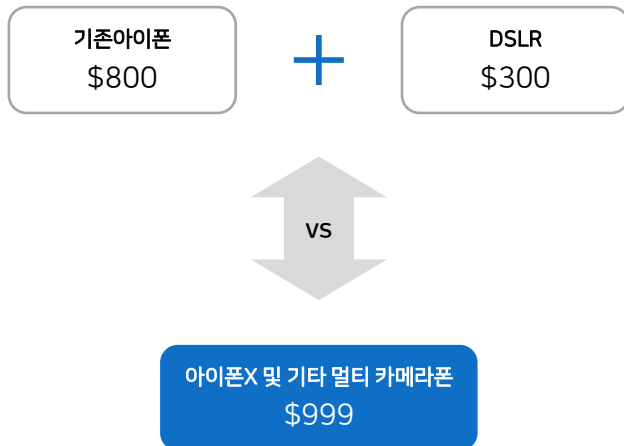
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

스마트폰 시장 고찰 (6) - 현재 진행중인 스마트폰의 성능 경쟁, 실효성 있나?

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

- OLED 아이폰은 2020년 이후 모바일 산업의 전개 방향을 바꾸려 기획된 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

현재 진행중인 멀티카메라는 소비자 효용 증가의 한계에 직면



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

원초적 질문 - 스마트폰과 PC는 무엇이 다를까?

스마트폰 특성	노트PC 특성
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 정보 획득적 사용처 ✓ 웹서핑 ✓ 영상감상 ✓ 메신저 ✓ 개인적 사용 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 정보 생성적 사용처 ✓ 문서작업 ✓ 노트필기 ✓ 발표자료 공유 ✓ 업무적 사용 

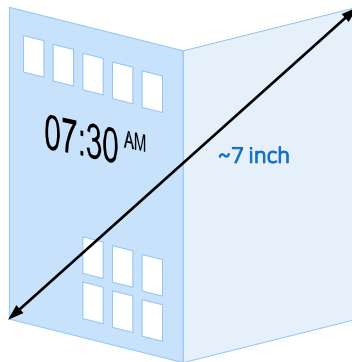
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

스마트폰 시장 고찰 (7) - 폴더블 디바이스, 언제 등장할까?

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

- 삼성전자는 내년 초 갤럭시F를 출시하며 폴더블 시대를 시작
- 연간 출하량은 갤럭시 F 20-40만대, 내년말 공개될 투폴딩 제품까지 추가될 경우 총 80-100만대 예상
- 갤럭시F는 삼성디스플레이의 인피니티 플렉스 화면을 탑재해 아이폰8사이즈 (외관디스플레이)와 아이패드 미니 (인폴딩 디스플레이)로 변화가 가능
- 다만 여전히 '정보취득기기'로만 남을 예정. 디스플레이 사이즈는 9인치 이상 확대되어야 PC를 대체하며 '정보생성기기'로 변화 가능

메리츠 폴더블 기기 예상도 - 인폴딩 스마트폰은 '시작점' 의 의미에 불과



폴더블 갤럭시 화면크기는 스마트폰에서 아이패드 미니에 대응하는 수준



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

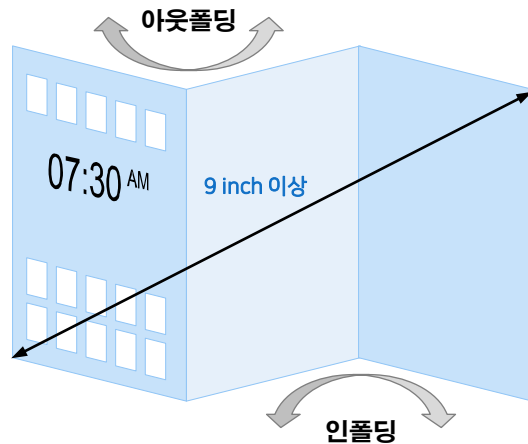
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

스마트폰 시장 고찰 (8) - 폴더블 디바이스 성공의 요구 조건

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

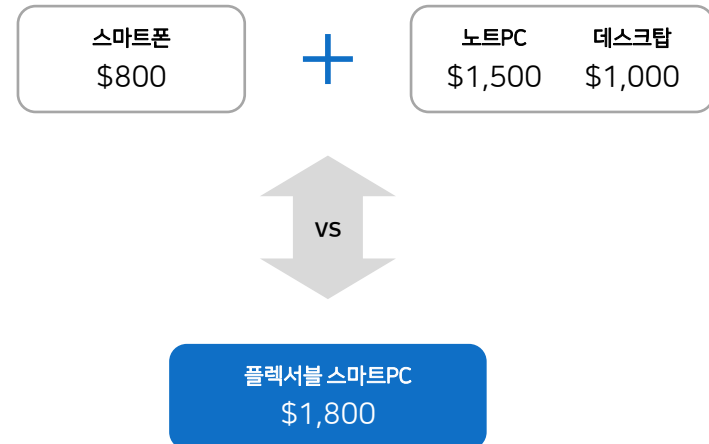
- 9인치 대 확장이 가능한 폴더블 기기는 스마트폰의 판가 상승을 꾀할 수 있는 절대 요소
- 2019년 하반기 신규 폴더블 기기를 예상: 1) 연초 - 휴대용 폴더블 스마트폰 (원폴딩 7인치 미만 디스플레이), 2) 연말 - 폴더블 스마트PC (투폴딩 9인치 이상 스마트PC)
- 두 형태의 기기는 1) 제조 원가, 2) 성능 완결성, 3) 소비자의 판가 저항, 4) 기존 제품과의 시너지 또는 카니발 효과를 종합적으로 판단한 결과물로 예상

메리츠 폴더블 기기 예상도 - 혁신적 폴더블 기기 (투폴딩 8인치 이상)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

9인치 이상의 스크린 사이즈가 제공되어야 소비 경험은 극대화 가능

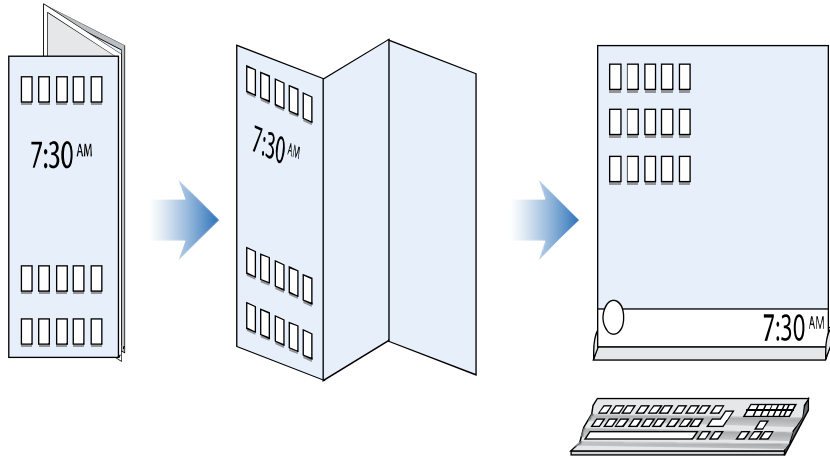


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

스마트폰 시장 고찰 (9) - 혁신 기기 등장은 필연적, 다만 시간이 필요

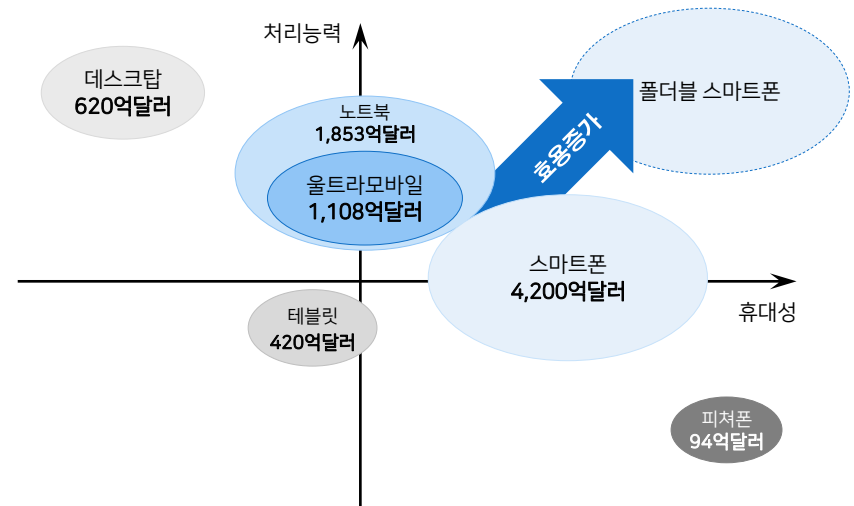
- 스마트폰 판가의 하락속도보다 제조비용 증가속도가 더 빠를 전망. 수익 기여는 2020년 이후 본격화
- 1st Tier 스마트폰 업체의 대응 방식은 둘 중 하나로 귀결될 것
 - (1) High-end 수요 자극을 통한 판가 개선/유지에 따른 수익성 유지
 - (2) 스마트폰 폼팩터를 탈피하여 새로운 시장 개척
- 당사는 지속적으로 '스마트폰의 PC화'를 주장. 이를 통해 스마트폰은 정보 획득 기기에서 생성 기기로 업그레이드. 제조 업체 입장에서 판가 및 수익성 개선 가능.

휴대 시 스마트폰, 확장 시 노트북 사이즈 (메리츠증권증권 예상)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

성숙기의 스마트폰은 PC 시장을 흡수/통합/확대하며 성장할 전망



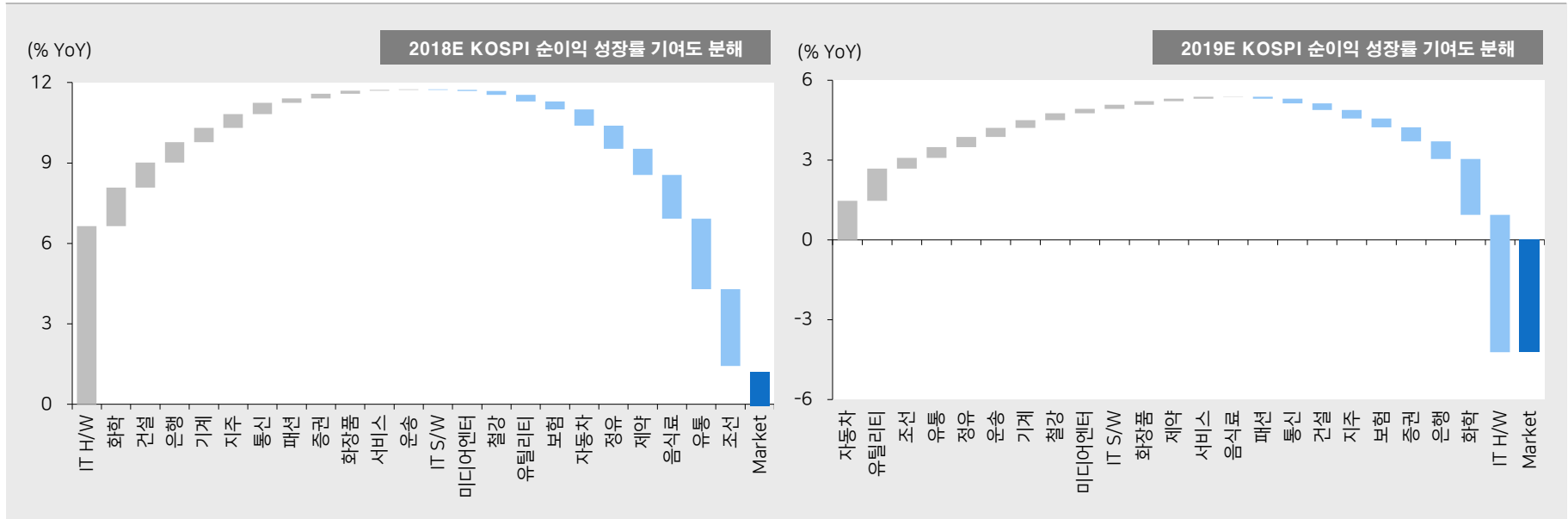
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2019년 한국 시장내 업종별 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

- 2018년 순이익 성장을 견인했던 IT 섹터는 2019년 시장 이익 하락의 주 원인으로 돌변
- 섹터 내 개별 주식은 밸류에이션 매력을 지니겠지만, 반도체 이익 창출 능력 감소가 주된 원인
- 부진한 업황을 감안 시 여전히 반도체의 이익 컨센서스는 높은 편이며 향후 추가 하향조정이 발생할 전망

2018년 순이익 성장을 주도했던 IT 섹터, 2019년 이익 하향 조정은 아직 진행 중

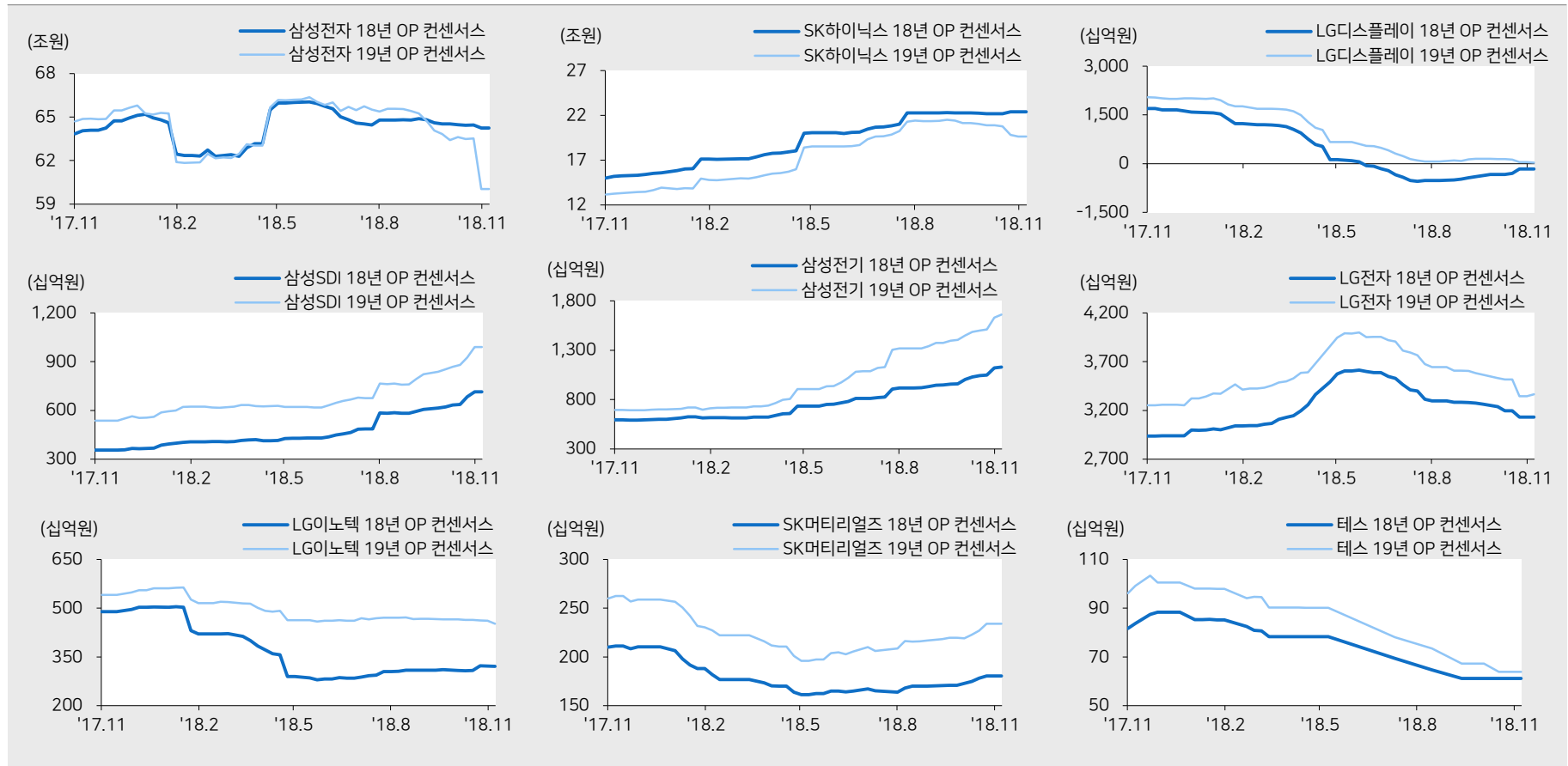


자료: 메리츠증권리서치센터

국내 Tech 주요 업체 2018E/2019E 실적 전망치 컨센서스 추이

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_ 맹점 속 징후

IT 대형주 컨센서스 추이 차트



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Part II

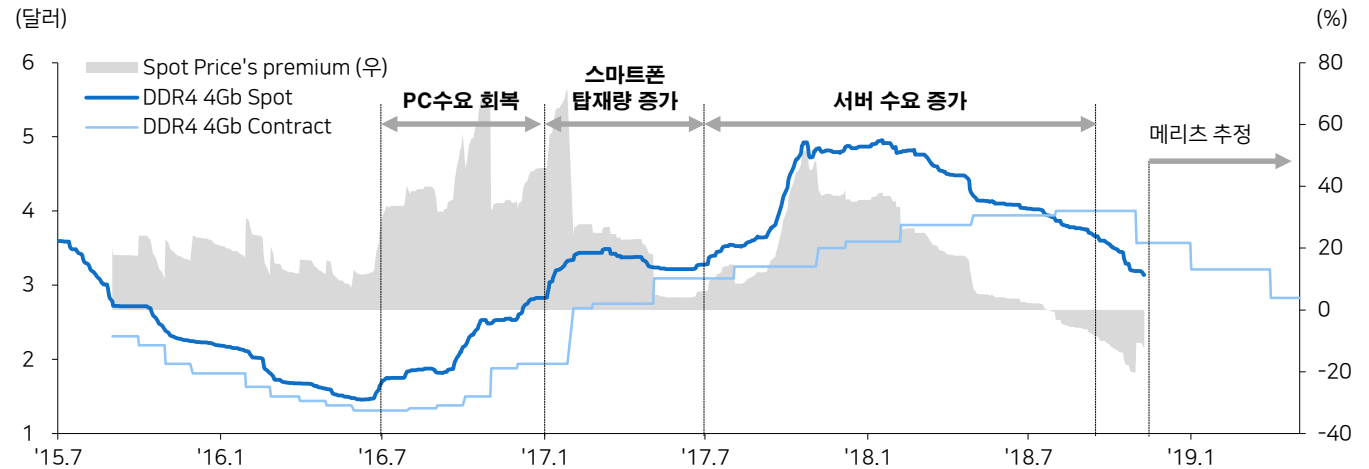
메모리 고점 논란 그 이후_
Cyclical의 특수성과 경험적 궤적

DRAM - 서버가 이끈 가격 상승. 정체된 수요 증가와 둔화된 모바일

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

- 2H16부터 DRAM 판가는 2년간 저점에서 250% 가까이 상승
- 원동력은 PC 수요 회복 -> 스마트폰 탑재량 증가 -> 서버 수요 증가의 연속적 발생
- 가파른 판가 상승에 기반해 공급업체들은 미세공정 및 효율성 증가에 기반한 공급량 증가 모색
- 과거 사이클과는 달리 웨이퍼 캐파 증설을 생략하고 있지만, 선두업체 두 신규라인 가동이 2H19부터 공급 부담으로 작용
- 수요 측면에서는 균열이 발생하기 시작. 모바일과 컨슈머 수요의 둔화가 발견. 향후 미중무역분쟁 영향이 가시화될 경우 수요 둔화는 가속화 가능

DRAM 판가는 향후 최소 3분기 동안 하방 압력에 노출될 전망



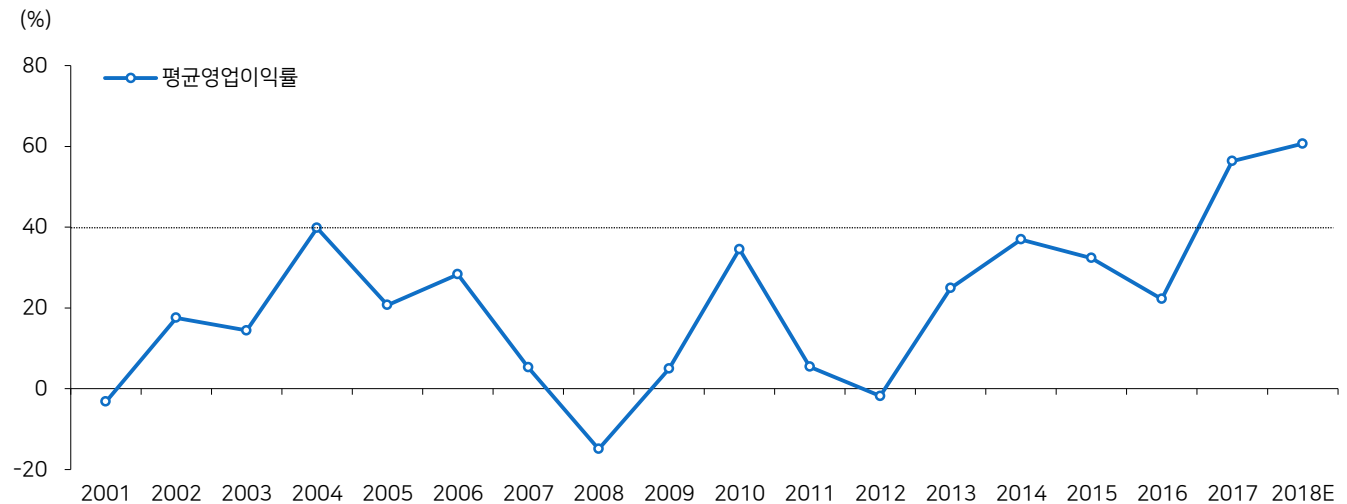
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

왜 시장은 계속 반도체 업황 둔화를 얘기하는가?

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

- 2017년 중반부터 DRAM 업황의 고점론이 지속 등장해 옴
- 경험적으로 과거 DRAM 산업 내 평균 영업이익률이 40%에 도달하면 늘 Downcycle이 찾아왔다는 관성적 직관이 우려 생성에 크게 작용
- 당사가 예상하는 3Q19까지의 다운사이클은 1) 선두업체의 단기적 공급 급등과 2) 수요의 계절적 약세에 기반. 하지만 구조적 수요 둔화가 점차 가시화 되어가고 있는 상황
- 모바일 수요 둔화와 서버 수요의 가격 탄력성 발생이 제한적일 경우 다운사이클은 장기화될 수 있음

DRAM 3개사의 평균 영업이익율은 매년 40%의 문턱에서 좌절, 이번 사이클에서는 60% 한계점 도달

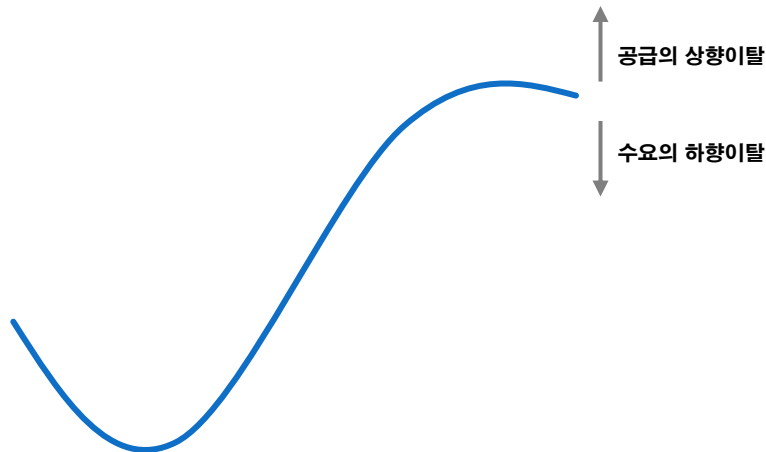


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대체 DRAM 고점의 언제 형성되는가?

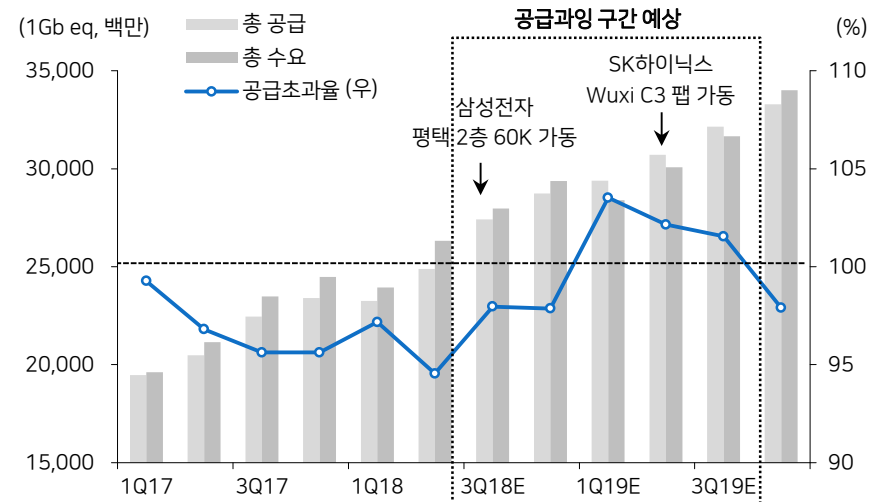
- DRAM 업황 둔화는 크게 1) 공급의 상향이탈 및 2) 수요의 하향이탈에서 발생
- 시장은 수요의 변화 뉴스에 민감하게 반응하나, 우리가 살펴 봐야하는건 바로 수급 (공급 나누기 수요)
- 쉽게 간과되는 수요와 공급 특징:
 - 1) 수요는 일회적 발생 vs 공급은 항구적 발생
 - 2) 수요는 당해년도에 발생 vs 공급은 수요 예측치를 미리 대응
- 이번 다운 사이클의 특징은 선두업체의 완만한 공급증가와 동시적 수요 약세가 발생하고 있다는 점

DRAM Peak out 조건은 공급/수요의 상향/하향 이탈



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

이번 사이클 DRAM 수급 전환 요인 - 선두업체 공급증가와 동시적 수요 약세

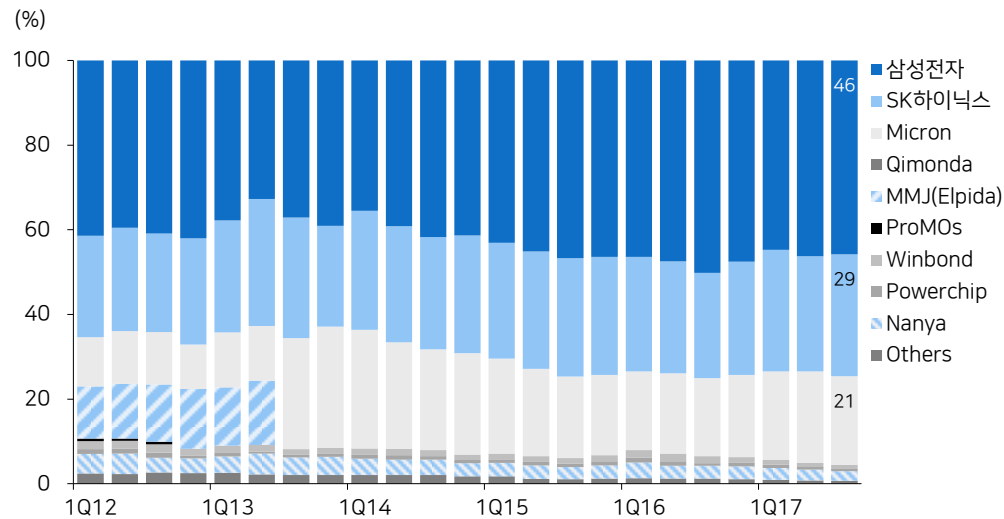


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

과거 DRAM 사이클 발생의 전형적 원인은 주로 '공급의 상향 이탈'

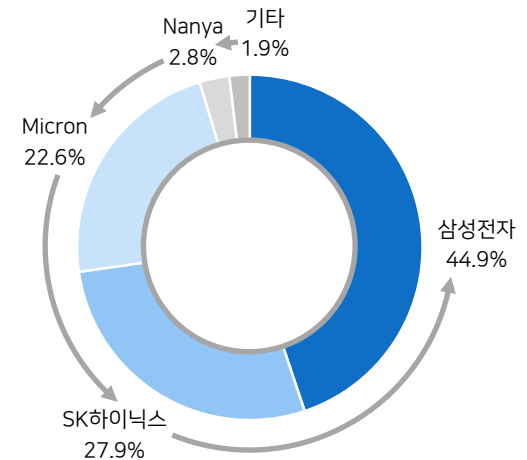
- 요동치는 DRAM 업황은 결국 출하량 성장을 피하는 욕심과 판가 하락 회피 사이의 마찰과정
- 수요의 예측 가능성은 높음, 그러나 공급은 별개의 특성을 지님
- 생산업체 수가 많았던 과거에는, '눈치' 없는 하나의 공급자만 있어도 모두 증설로 돌변해 옴
- 주력 생산업체가 3-4개로 줄어든 DRAM과 NAND 현 시장에서 공급증가 리스크는 크게 감소 중
- 다만 NAND의 경우 1) 공급 집중도가 아직 낮고, 2) 중국 업체들의 진입이 가시권에 존재함에 따라 DRAM보다 먼저 공급과잉에 진입

DRAM 업체별 시장점유율 변화 - 3개사로 재편된 업황



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

3개사 중 누군가의 이익 또는 점유율 과욕은 연쇄적 반응을 발생

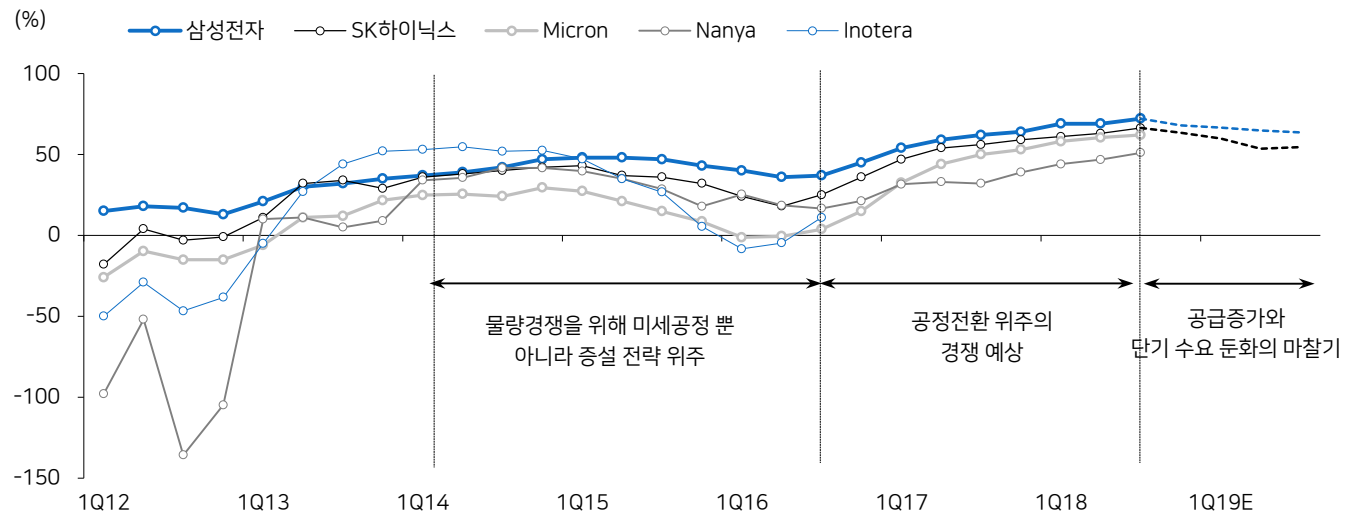


자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

통상적이지 않은 금번의 DRAM 다운사이클

- 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
- 이 중 Capa 증설은 추가발생하지 않고 있지만, 수요 둔화기에 물량 증가가 시작되어 버린 상황
- 이제부터 공급증가와 단기 수요 둔화의 마찰기로 가격 협상력은 수요업체로 넘어가는 중
- 구조적 수요 둔화는 다운사이클 장기화를 유발할 잠재적 위험요소

물량 싸움의 결과는 극심한 이익률 변동



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

Part III

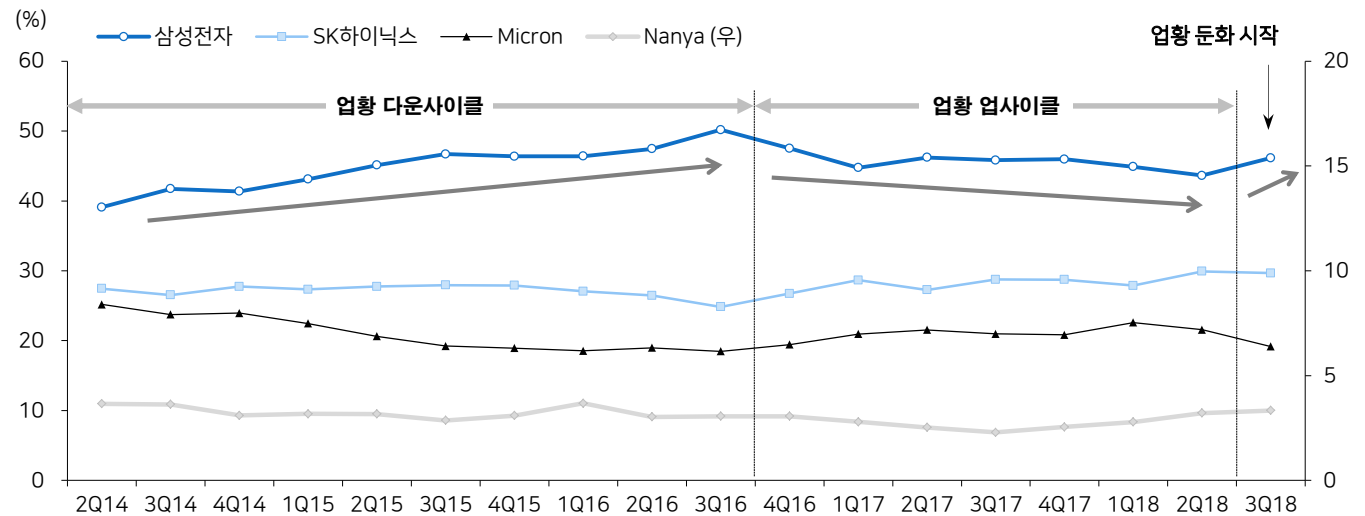
반도체_ 믿는 도끼에 점검이 필요한 이유

선두업체의 공급 증가, 사이클을 판단하는 가장 단순한 방법

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

- DRAM 업황은 주식시장에 6개월을 선행해 반영되는 특성을 지님
- 이는 1) 3개월을 후행해 발표되는 DRAM 고정거래가와 2) 업황을 선행해 반영하는 주식 고유의 특성 탓
- 당사가 판단하는 가장 중요한 지표는 '선두업체의 공급증가'
- 시장대비 선두업체의 공급량이 많을 경우 이는 통상적으로 마찰적 평가하락을 유발하며, 그 과정에서 선두업체는 고용량 제품 출하에 집중하며 단위당 평가는 예상보다 빠르게 하락하게 됨

DRAM 시장 점유율 차트 - 삼성전자의 점유율은 다운사이클에서 상승, 업사이클에서 하락

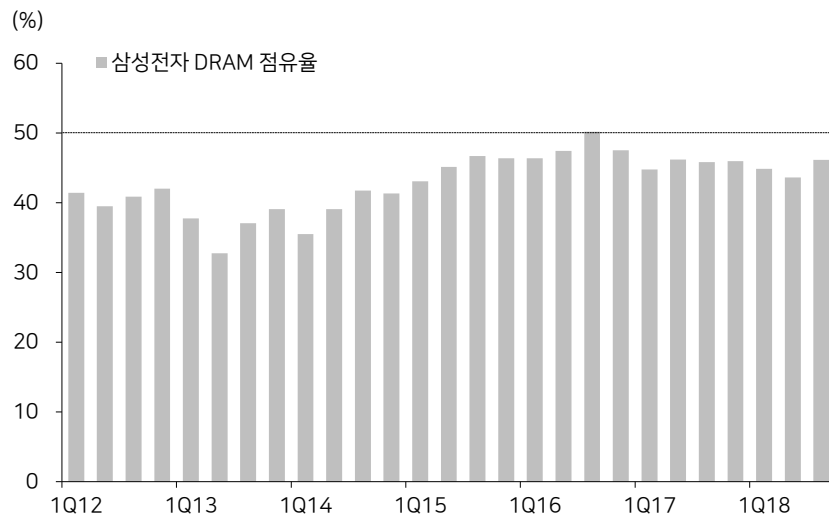


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

의도적이지 않으나 판가 하락을 동반한 공급 증가세

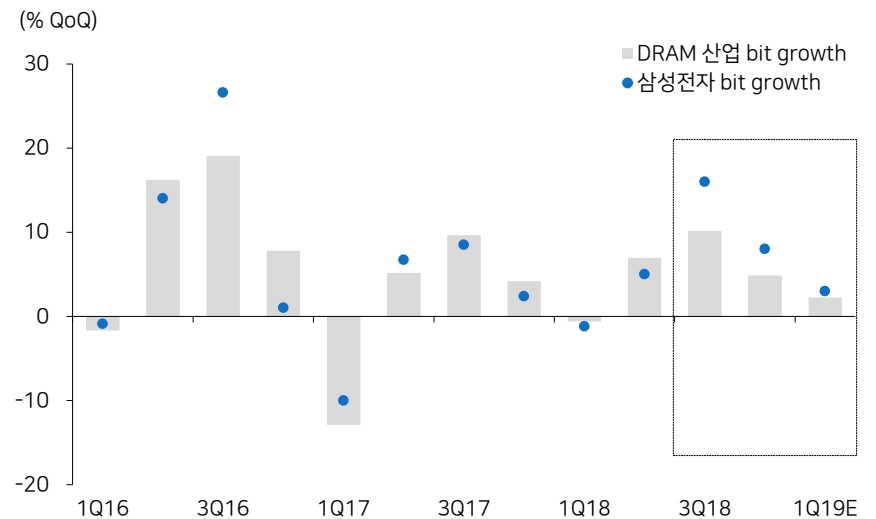
- 3Q18부터 선두업체의 공급증가율 (Bit Growth)은 시장 공급성장율을 능가하고 있음
- 2Q19부터 SK하이닉스의 Wuxi C3 Fab이 가동되는 만큼, 공급 측면의 불안 요소는 여전히 존재하는 상황. 동사가 만약 P 하락세가 확인해질 경우 Q 경쟁이 돌입할 가능성도 배제할 수는 없음
- 마이크론의 Capa 증설이 요원한 상황에서 역설적인 점유율 경쟁이 발생할 수도 있음

삼성전자의 DRAM 시장점유율 경쟁 가능성은 제한적이나...



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

... 장기간 시장 성장을 하회해 온 선두업체의 공급증가는 상향 반전기 맞이

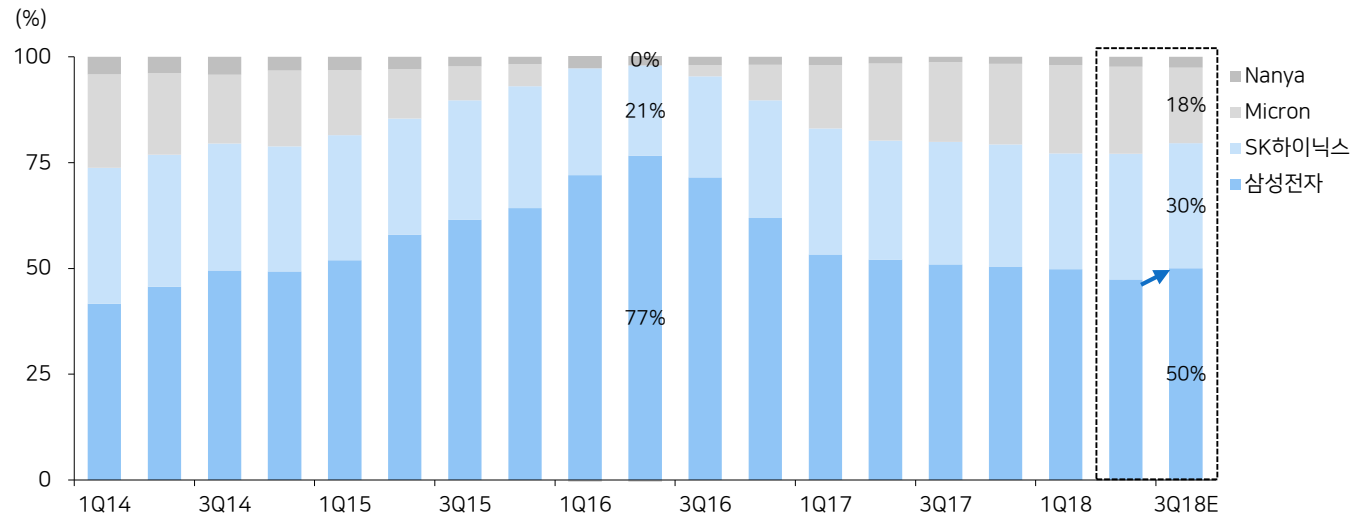


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

이익 점유율 하락을 언제까지 용납할 것인가?

- 선두업체의 전략 변화는 매출점유율이 아닌, 영업이익 점유율에 기반할 가능성이 높음
- 삼성전자는 2H16부터 매출점유율을 포기하며 업황 업사이클을 견인했지만, 막상 실질적 이익 증분은 SK하이닉스와 마이크론에게 돌아간 상태
- 공급 확대가 예정된 상황에서 삼성전자는 장기 계약을 통해 높은 이익률 향유 시점에 출하량을 확대시키려 노력할 가능성이 높은 상황임

DRAM 시장 영업이익 점유율 차트 - 선두업체의 반전기로 전환

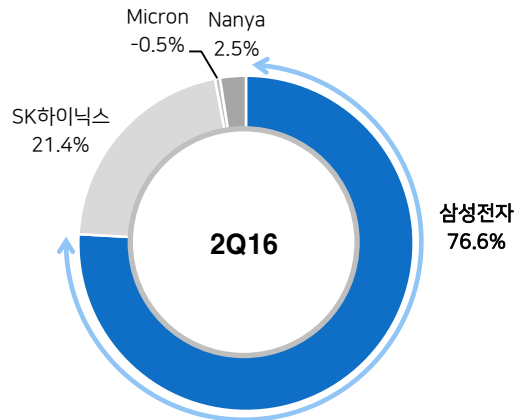


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

초호황 건인의 주인공이 양보해야 하는 상황

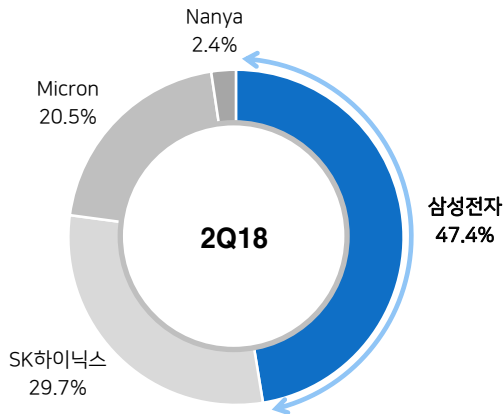
- 당사가 7월 23일 '야성은 살아있다' 보고서를 통해 반도체 투자 의견을 Neutral로 하향조정했던 주요 근거는 바로 삼성전자의 이익 점유율 회복이 예상되기 때문이었음
- 실제로 삼성전자는 3Q18 높은 공급증가를 시현시키며 영업이익 점유율이 47.0%에서 50.1%로 확대된 상황임
- DRAM 판가 하락이 가시화될 경우 고객사들이 재고 감축을 서두르게 되는 만큼, 공급업체들의 공격적 영업이 부활할 수 있음. 이 경우 선두업체는 고용량 제품 위주 출하에 매진하며 단위 판가의 추가하락 발생도 가능함

삼성전자의 DRAM 이익 점유율은 2Q16 77%에서...



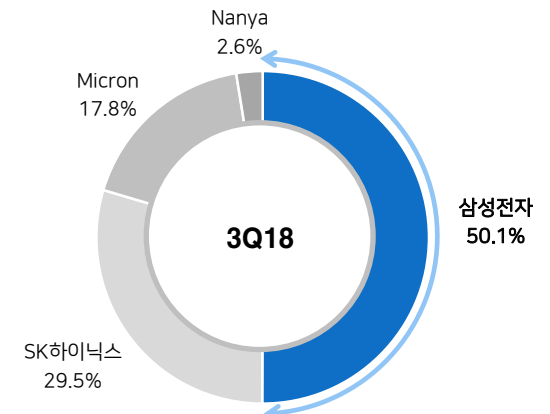
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

...2Q18 무려 48%로 하락한 이후



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

3Q18부터 예상대로 다시 증가 추세



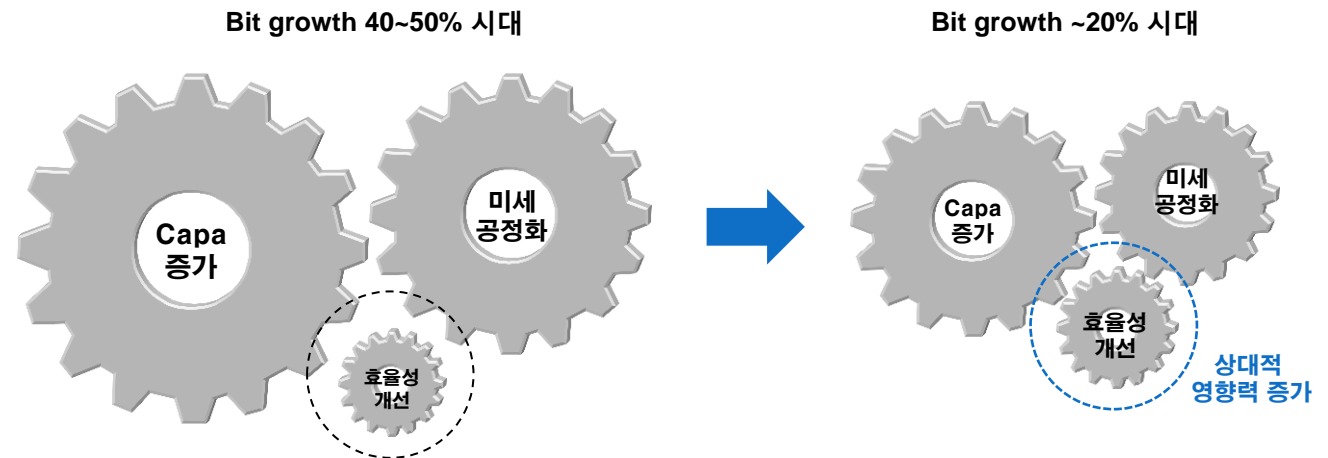
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

설비투자 지연 노력 불구, 계획된 신규 라인 물량과 효율성 증가가 부담

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

- 삼성전자와 하이닉스는 2018년말로 계획되어있던 일부 Wafer capa 추가 계획을 무기한 연기한 상태
- 이러한 설비투자 지연 노력은 업황 둔화기에 '선제적'이 아닌 '후행적'에 발생하고 있다는 판단이며, 다음의 두 이유로 선두업체들의 물량 증가는 시장 공급 성장 및 수요 성장을 능가하는 수준으로 발생
- 1) 과거 연간 Bit growth 40-50% 시대에 출하량 증가는 A) Wafer capa 증가와 2) 미세공정화로 설명이 가능했음. 연간 3~5%p로 추정되는 효율성 개선 (라인스피드 증가 또는 장비 재배치)은 마이너 요인
- 2) 하지만 Bit growth 20% 시대에 진입하며 효율성 개선을 통한 3~5% 물량 증가가 글로벌 DRAM 수급에 큰 영향을 미치게 됨. 올해 하반기부터 선두업체들은 효율성개선에 목표를 두고 생산성 향상 중

과거 B/G 40-50% 당시 '효율성 개선' 을 통한 공급증가율은 미미했으나, 저성장 시대의 존재감은 확연히 다름



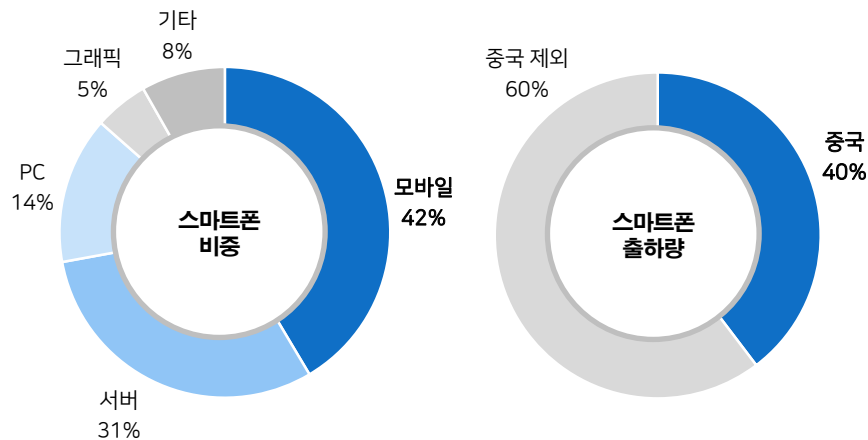
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

업황 전개의 추가하방 압력 가능성 (1) - 중국 중심 스마트폰 수요 둔화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

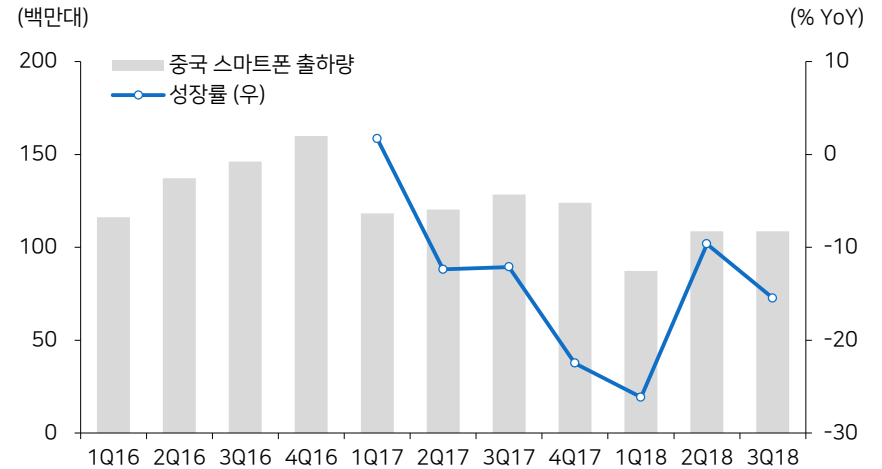
- DRAM 수요의 양대 축은 1) 스마트폰과 2) 서버 용. 그동안 수급 개선을 견인했던 수요처는 바로 서버
- 업황 고점론이 대두되며 서버 수요 성장 정체에 대한 두려움이 엄습하고 있지만, 맹점 속 위험은 바로 모바일에 존재
- 현재 중국 내 스마트폰 출하량 둔화세는 지속되고 있으며, 내년 수요 부진으로 확대될 가능성이 높음
- 당사 채널체크에 따르면 다수의 중화권 모바일 업체는 메모리 재고 감축 목적의 오더컷을 지속 단행하고 있음

DRAM 수요 내 스마트폰 비중은 42%, 스마트폰 출하량 내 중국 비중은 40%



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

중국 스마트폰 시장의 역성장은 본격화될 전망



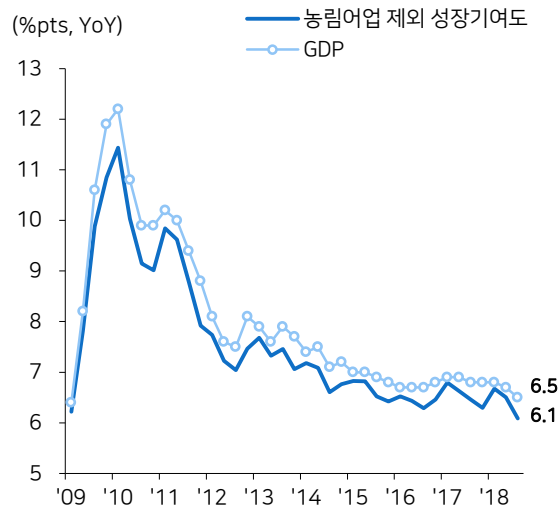
자료: 중국정보기술산업부, 메리츠증권증권 리서치센터

업황 전개의 추가하방압력 가능성 (2) - 중국, 경기둔화 진행 중

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

- 중국의 3Q GDP 성장률은 6.5%로 시장 참여자들의 예상 하회. 이 마저도 농림어업 부문 성장률이 2Q 3.2%에서 3Q 3.6%로 개선된 때문. 농림어업 제외 성장기여도는 6.09%p로 금융위기 저점 수준을 하회
- 산업생산 증가율의 꾸준한 하락(9월 5.8%)과 더불어 인프라 투자 감소세 연장
 - 기존 PPP사업의 채산성 감소 등으로 프로젝트 진행 차질 + 소극적인 재정 및 정책금융 동원
 - 여기에 7월 이후 지방채 조기발행 통한 자원 마련의 배분이 미진한 점도 인프라 투자 부진에 가세

GDP성장률과 농림어업 제외 기여도



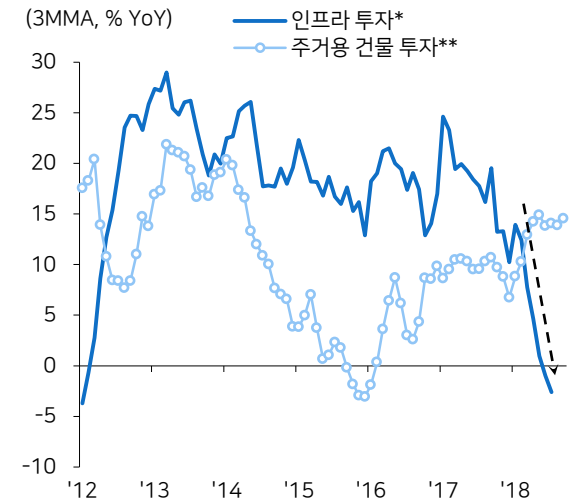
참고: 당사 이승훈 이코노미스트 자료
자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권증권 리서치센터

산업생산 증가율



참고: 당사 이승훈 이코노미스트 자료
주: 1~2월은 YTD 기준. 춘절에 따른 계절성 제거 위함임
자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권증권 리서치센터

3차 산업 투자: 인프라 vs 주거용 부동산

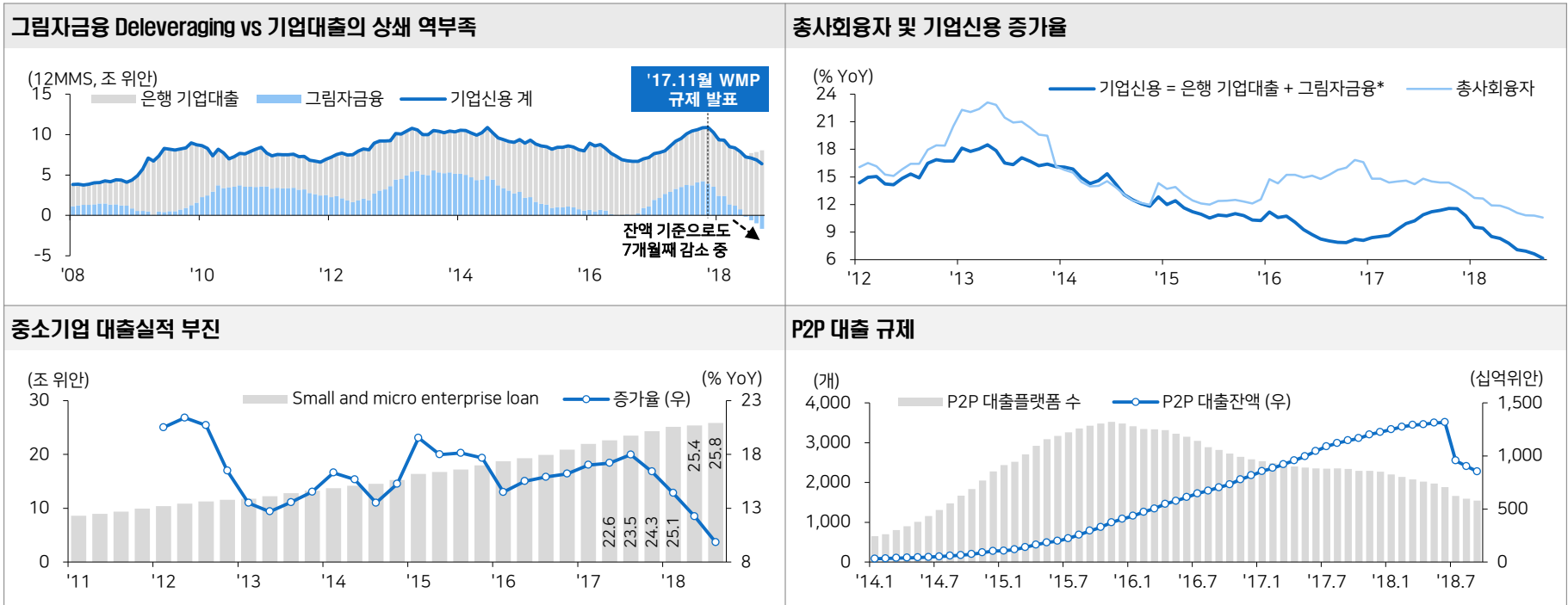


참고: 당사 이승훈 이코노미스트 자료
주: * 2015년 7월 이전은 운수창고+환경투자
** 고정자산투자와 별도 집계되는 시계열
자료: 중국 국가 통계국, 메리츠증권증권 리서치센터

추가 하방 압력 가능성 (1) - 금융시스템 불안, 중소기업 자금난 심화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

- 2017년 11월 WMP 규제 발표 이후 그림자금융 위축 지속; 잔액 기준으로 7개월째 감소
- P2P 대출규제로 3Q 들어 잔액 급감(1.4→0.8조 RMB)하는 등 은행권 이외 자금조달 창구 사실상 봉쇄
- 은행 중기대출 확대가 수반되어야 하나, 금융리스크 관리 강화라는 상충된 명제가 이를 제약



참고: 당사 이승훈 이코노미스트 자료

주: 1) * 총사회용자 내 그림자금융은 위탁/신탁대출과 기업어음인수를 포함

2) 중기대출 독려와 금융리스크 관리의 상충된 명제에 대해서는 SCMP, "Brother can you spare a dime: China's small firms can't get loans even with the government's push" 참고

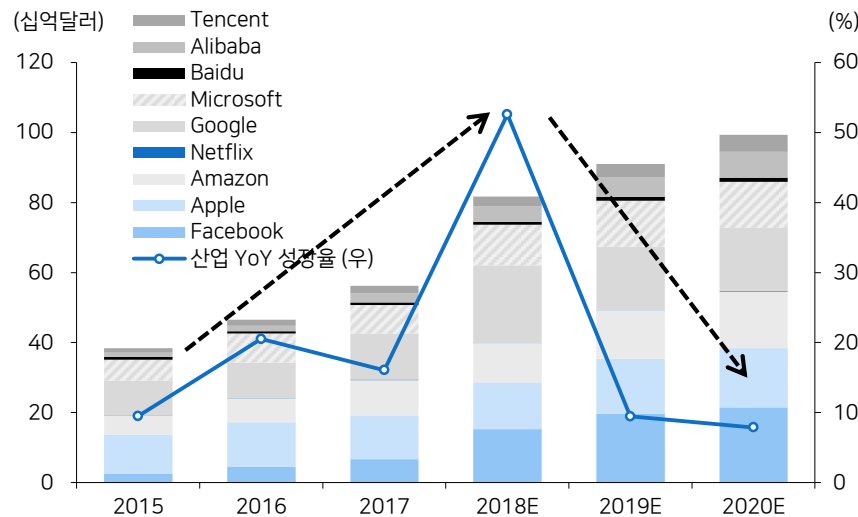
자료: 중국인민은행, 网贷之家, 메리츠증권 리서치센터

업황 전개의 추가하방압력 가능성 (2) - 서버 수요의 성장을 체감

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

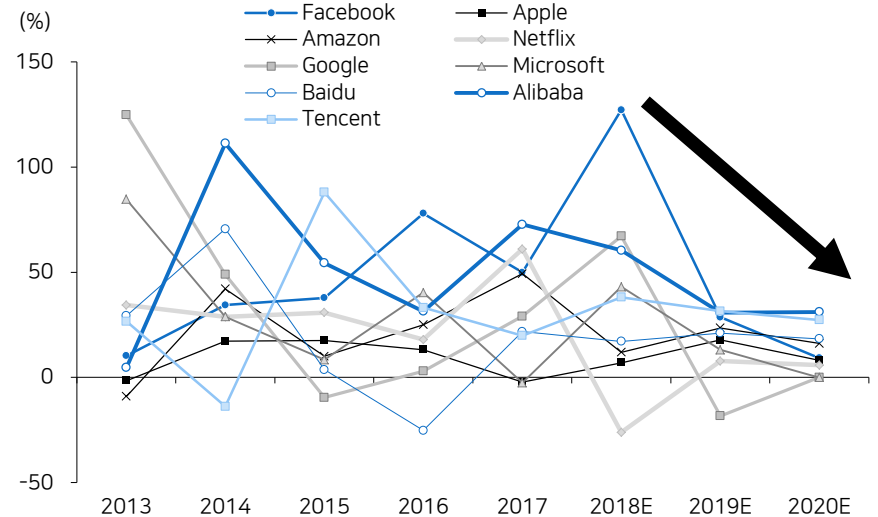
- DRAM 수요 성장의 중심축은 바로 빅데이터, AI, 클라우드 컴퓨팅을 위한 데이터센터 서버 투자
- 미국과 중국의 서버 Capex 성장율은 2018년 급등한 뒤 점차 완화될 전망
- 서버 Capex 내 메모리 투자 비중이 60-70%임을 감안 시, 서버 수요 증가의 낙관적 전망에는 한계가 존재

주요 데이터센터 건립 업체들의 Capex 투자 성장율은 점차 둔화



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

주요 업체별 Capex 증가율은 차츰 둔화



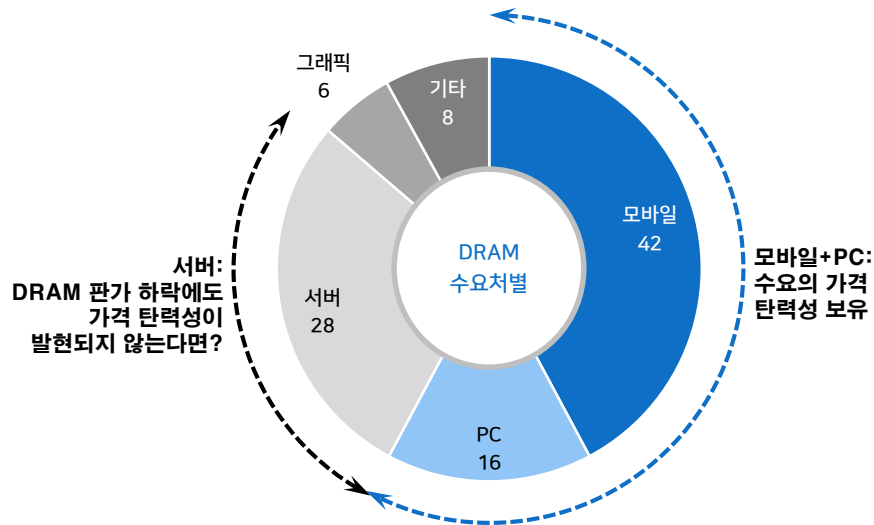
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

업황 전개에 추가하방 압력 가능성 (3) - 서버 수요의 가격 비탄력성 주의

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

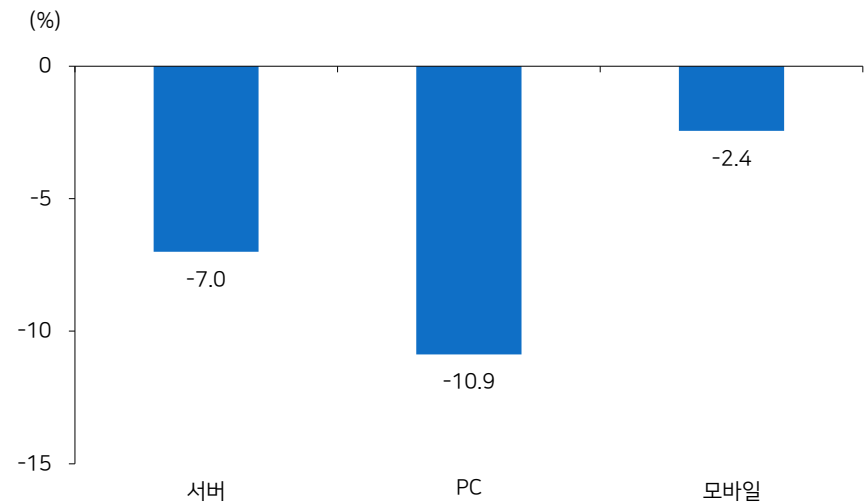
- 서버 수요의 가장 중요한 특징은 바로 '가격 비탄력성'
- 이는 적시성이 중요한 투자로, DRAM 판가 상승기에도 가격 불문 구매량이 크게 증가했음
- 그에 따라 선두업체들의 DRAM 영업이익률은 60%대 중반~70%대 중반까지 크게 치솟음
- 하지만 고객과의 장기성장을 도모하는 입장에서 무작정 판가 부담을 전가할 수는 없는 상황
- 만약 다운사이클이 심화될 경우, 서버 수요의 비탄력성의 위험요인은 부메랑으로 돌아올 수 있음

서버 수요 잠재 위험 요인은 판가하락 경우에도 수요의 비탄력성 유지



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

4Q18 DRAM 가격 저항은 서버와 PC 업체들부터 강하게 발생



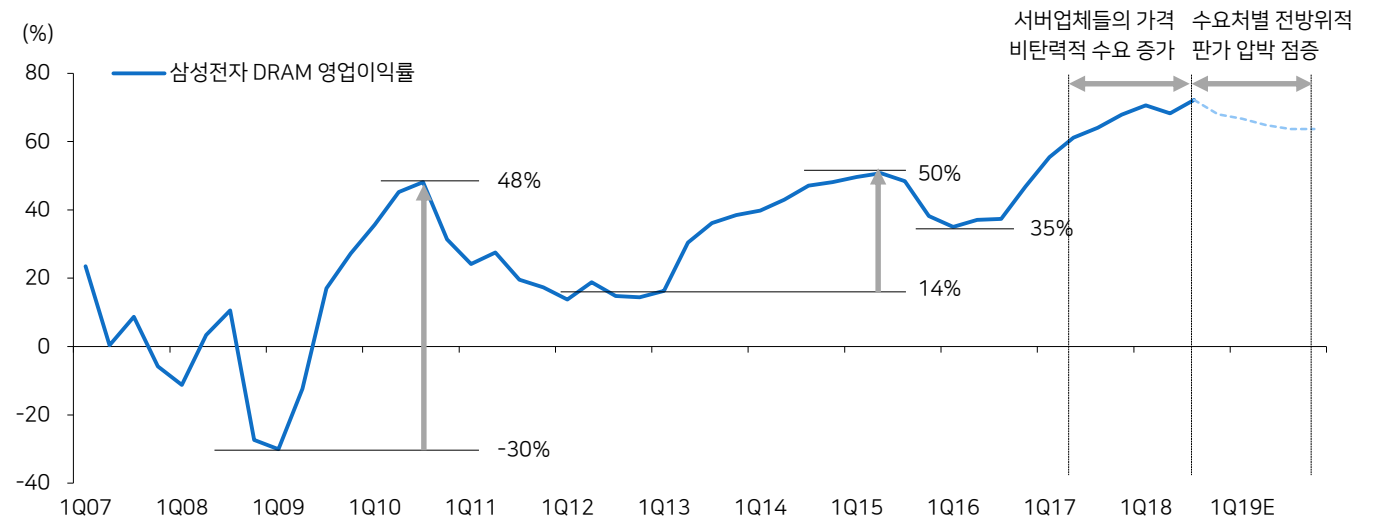
자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

향후 DRAM 업황은 초호황에서 호황으로 반전

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

- 글로벌 금융 위기 이후 DRAM 업체들의 이익률 변동폭은 현저하게 줄어들음
- 이는 3개 업체로 재편된 2012년 이후 기조가 더욱 뚜렷해 짐
- 구간 우상향하는 이익률 추이는 마무리 단계. 향후 완만한 하락기에 진입 예상
- 영업이익률 하락 궤적은 1) 모바일 수요의 구조적 둔화, 2) 공급 경쟁 강도의 심화, 3) 서버 수요 성장 정체로 인해 악화될 가능성이 있음

DRAM 영업이익률은 고점을 통과 후 점차 하락할 전망

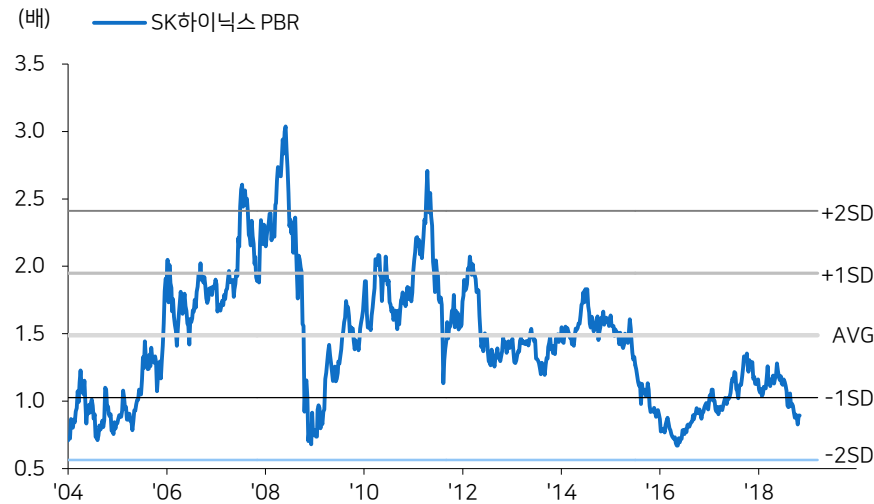


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

업황 둔화기, 저점 Valuation은 어디일까?

- 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 메모리 업체들의 밸류에이션은 매력적 구간에 존재하는게 사실
- 하지만 업황 훼손 가속화시기가 종료된 이후 본격적 주가 반등은 가능할 전망

SK 하이닉스 - 통상적인 저점은 0.6배, 패러다임 변화 이후 0.7배 저점 예상



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Micron의 경험적 밸류에이션 저점은 0.6배



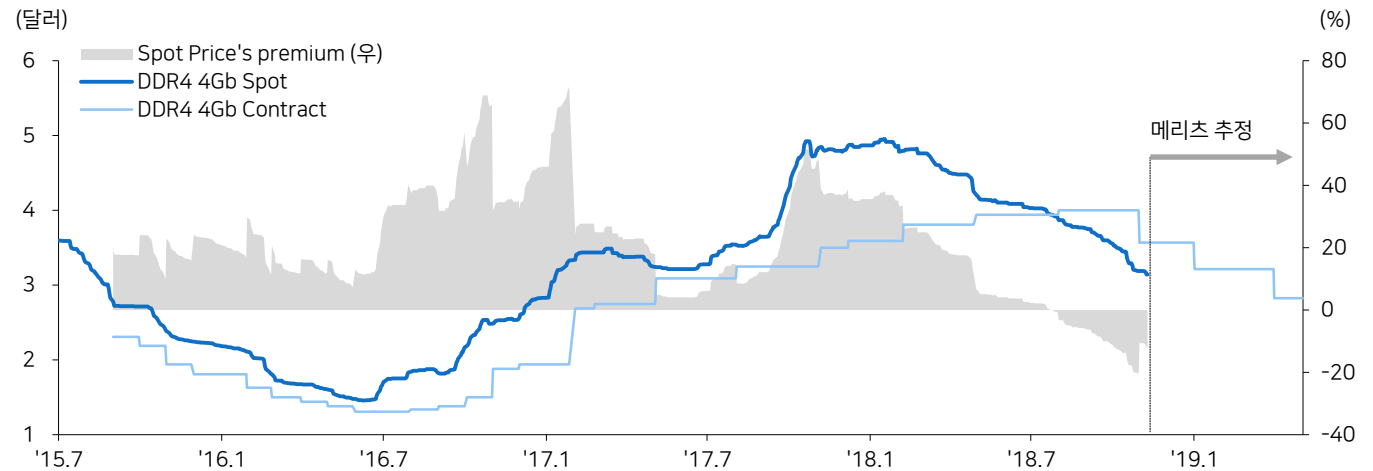
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

DRAM - 현물가와 고정거래가 하락 폭은 점차 확대될 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_메모리 속 징후

- 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
- 현물가는 2Q18부터 지속 하락하며 현재 형성된 고정거래가를 하회하는 상황임
- Nanya 등 후발주자의 공급증가가 이어지는 상황에서, 고객사들의 재고 감축이 발생하는 만큼 현물가의 반등 가능성은 제한적인 상황
- 향후 고정거래가 역시 지속 하락할 전망이다

먼저 하락하기 시작한 현물가 이상으로 고정거래가는 지속 하락할 전망



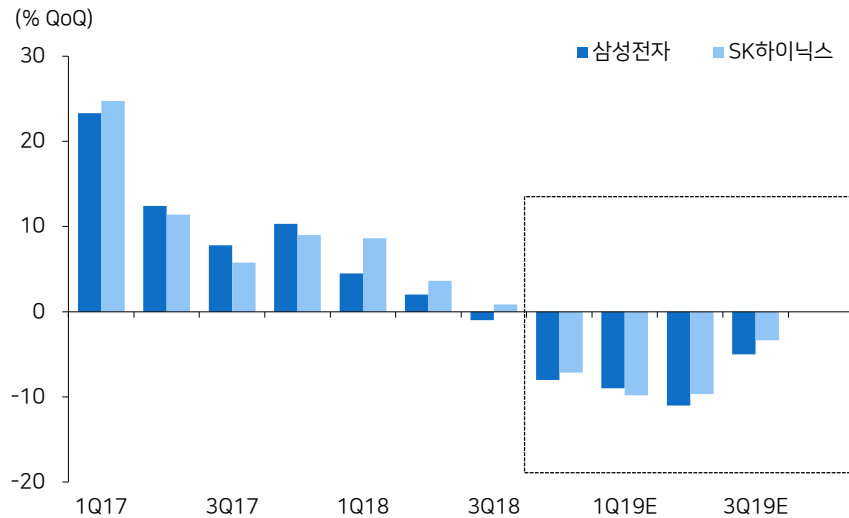
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

DRAM과 NAND 공히 예상 수준 이상의 가파른 평가 하락세 경험할 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

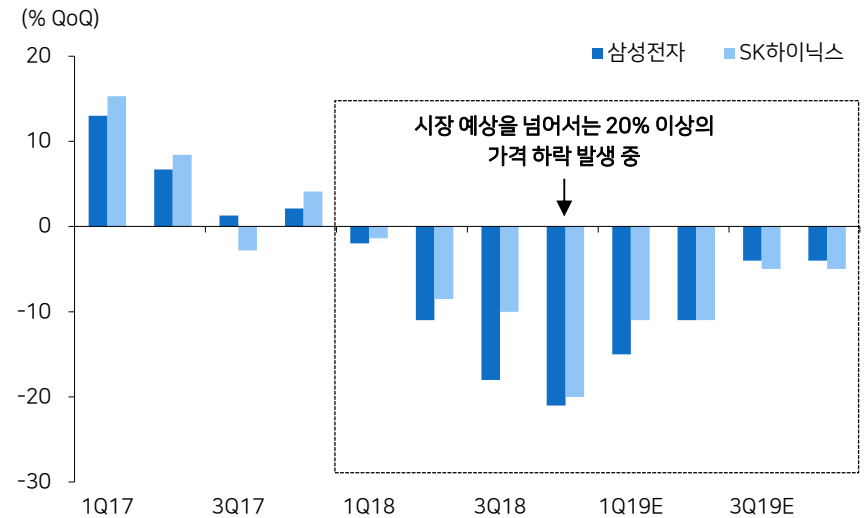
- DRAM 평가는 3Q18부터 2.5년간의 상승세를 마감하고 2019년말까지 지속 하락할 전망
- 하락폭은 2Q19까지 확대된 후 다소 축소될 전망
- NAND의 경우 예상보다 가파른 평가하락이 발생하고 있음. 이는 1) Toshiba 등 업체들의 마켓쉐어 추구가 지속되는 가운데, 2) 64/72단 3D NAND 수율이 안정화되며 생산량이 크게 늘고 단위원가가 가파르게 하락하며, 3) 컨수머, 서버, 모바일 수요가 일제히 둔화되기 때문임

삼성전자와 SK하이닉스 DRAM ASP 평가는 2Q19까지 하락할 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

NAND의 평가 하락은 4Q18부터 예상보다 가파르게 진행 중



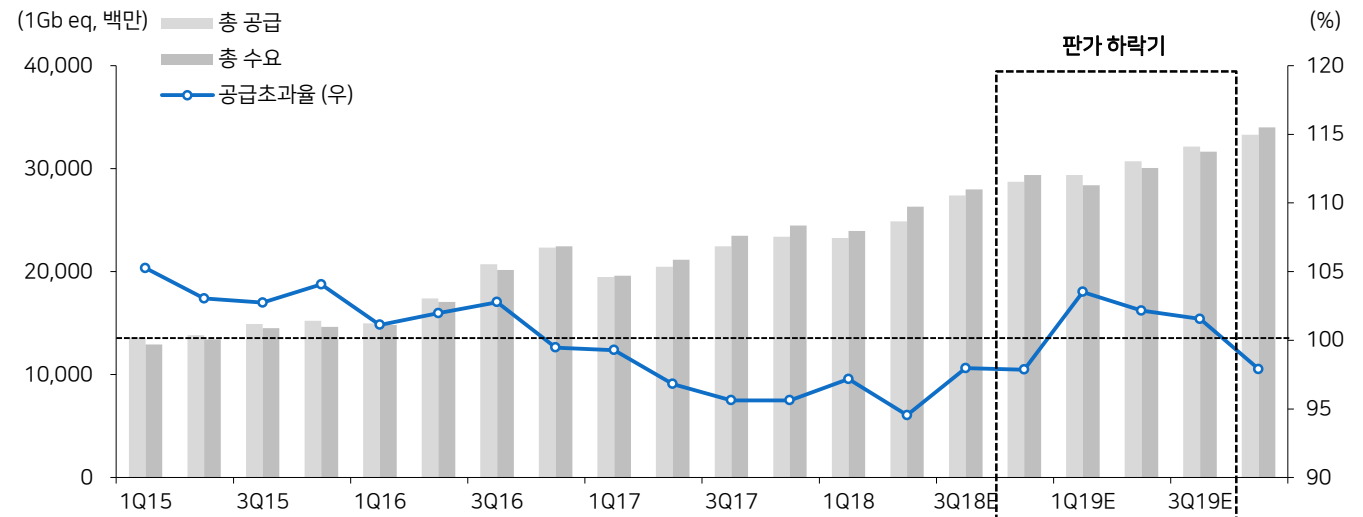
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

DRAM - 2019 업황의 상향 변곡점은 빨라야 3Q19로 예상

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

- DRAM 업황은 3Q18부터 급격히 둔화되고 있으며, 제품 판가는 하락 반전. 판가 하락은 내년 내내 지속될 가능성이 높음
- 내년 하반기 들어 계절적 수요 반등이 기대되고 있으나, 선두업체의 효율성 증가와 미세공정 효과는 지속 공급 증가를 야기할 가능성이 높은 상황
- 업황의 저점은 빨라야 3Q19로 형성될 전망. 메모리 업체들의 주가 저점은 2Q19말로 전망

글로벌 DRAM 수급 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 DRAM 수급 전망 (1Q17-4Q19)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

글로벌 DRAM 수급전망

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
글로벌공급 (1GbEquiv, 백만.)	삼성전자	8,743	9,329	10,122	10,365	10,240	10,752	12,473	13,471	13,875	14,014	14,294	14,580	38,559	46,937	56,762
	SK하이닉스	5,402	5,586	6,519	6,721	6,412	7,438	7,780	8,169	8,087	8,734	9,346	9,626	24,228	29,798	35,793
	Micron	4,375	4,595	4,825	5,211	5,419	5,365	5,741	5,626	5,963	6,321	6,764	7,305	19,006	22,151	26,353
	Elpida	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
	Nanya	514	523	538	639	693	817	875	897	866	1,022	1,093	1,121	2,215	3,281	4,102
	ProMOS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
	Powerchip	135	139	144	148	158	163	183	210	199	219	226	233	566	714	877
	Rexchip	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
	Winbond	130	134	138	142	152	157	161	166	178	183	189	194	544	636	743
	기타	166	167	170	175	187	193	199	205	219	226	232	239	678	783	916
	총 공급	19,466	20,474	22,456	23,401	23,262	24,885	27,410	28,743	29,387	30,719	32,143	33,297	85,796	104,300	125,546
QoQ (%)	-13%	5%	10%	4%	-1%	7%	10%	5%	2%	5%	5%	4%				
YoY (%)	30%	18%	8%	5%	20%	22%	22%	23%	18%	12%	12%	16%	14%	22%	20%	
글로벌 수요	PC Total	6,981	8,221	9,362	9,188	9,264	10,146	11,008	11,218	10,578	11,590	12,601	13,335	33,752	41,635	48,103
	데스크탑	1,331	1,460	1,530	1,283	1,406	1,457	1,562	1,484	1,377	1,427	1,547	1,587	5,605	5,909	5,938
	노트북	2,093	2,478	2,961	2,629	2,300	2,699	3,067	3,064	2,254	2,616	3,002	3,143	10,161	11,131	11,014
	기타(서버)	3,557	4,282	4,871	5,276	5,558	5,989	6,378	6,670	6,947	7,547	8,053	8,604	17,986	24,596	31,151
	Non-PC Total	12,627	12,928	14,122	15,284	14,675	16,176	16,970	18,152	17,810	18,482	19,053	20,677	54,961	65,973	76,023
	무선통신	8,002	8,423	9,542	11,099	9,412	10,813	11,649	12,800	11,093	12,803	13,828	15,571	37,066	44,674	53,295
	프로세서	2,623	2,456	2,588	2,478	3,006	3,113	3,035	3,013	3,836	3,296	3,021	2,832	10,145	12,166	12,986
	생활가정	1,224	1,198	1,203	1,087	1,379	1,297	1,332	1,404	1,760	1,374	1,262	1,386	4,712	5,411	5,781
	유선통신	608	673	625	510	685	751	742	763	874	795	738	717	2,416	2,940	3,125
	전장	73	76	70	56	85	87	87	86	108	92	84	85	275	345	369
	산업용	98	102	93	54	108	115	125	87	138	122	120	86	347	436	466
	총 수요	19,608	21,149	23,484	24,473	23,938	26,322	27,979	29,370	28,388	30,072	31,654	34,012	88,713	107,609	124,126
	QoQ (%)	-13%	8%	11%	4%	-2%	10%	6%	5%	-3%	6%	5%	7%			
	YoY (%)	32%	24%	16%	9%	22%	24%	19%	20%	8%	7%	8%	16%	18%	21%	15%
공급초과율 (%)	99%	97%	96%	96%	97%	95%	98%	98%	104%	102%	102%	98%	97%	97%	101%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2H19 주주환원의 가속화 예상

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

- 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 성격으로 가미될 전망

마이크론의 주주환원 정책은 2019년 초 구체화될 전망

\$10 Billion
share repurchase authorization

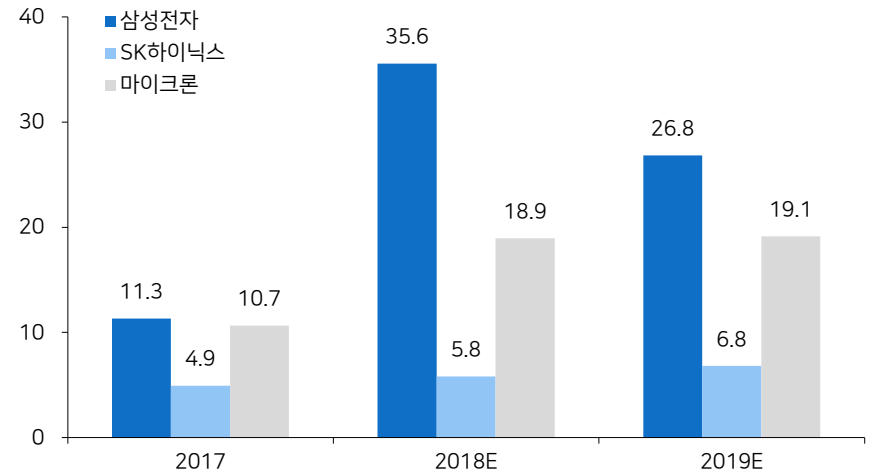
Capital Return Program

- Transitioning from debt reduction to capital returns
- Initiating share repurchase program starting in FY-19
- Targeting at least 50% of annual free cash flow

자료: Micron, 메리츠증권증권 리서치센터

실적 둔화 불구, 메모리 업체들의 주주환원 요구는 거세질 전망

(십억달러)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

NAND - 업황 둔화의 예상을 뛰어넘는 가속화

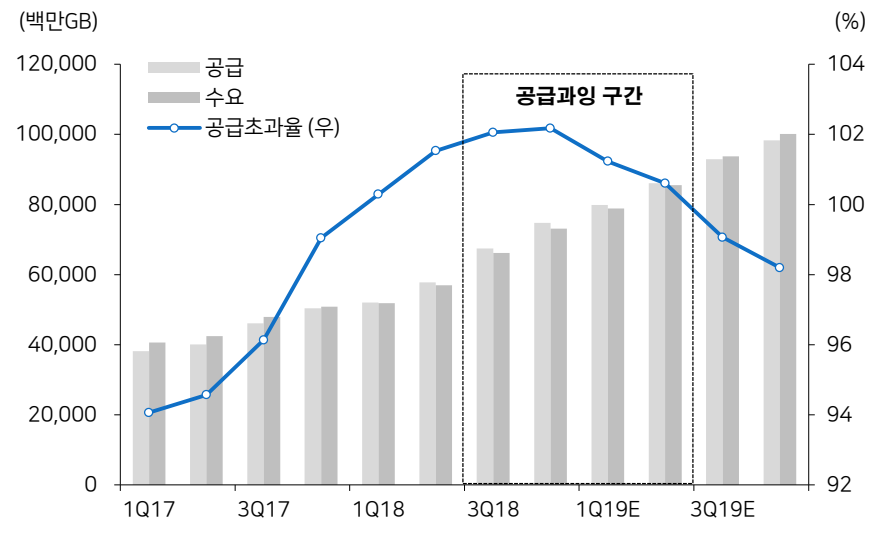
- 2018년 NAND 업황은 전방산업부터 시작된 판가 하락을 경험하는 중
- 기본적으로 NAND의 경우 '수요의 가격 탄력성'이 DRAM 대비 높으나 아직 발현되지 않는 상태
- 선두업체 및 SK하이닉스 및 Toshiba의 3D NAND 수율안정화 및 고객 인증 절차가 더해지며 NAND 산업은 지속적 업황 둔화 및 지속적인 판가 하락을 경험할 전망
- NAND의 경우 미국의 중국 DRAM 산업 억제 정책이 시작되기 이전부터 중국 내 투자를 시작했으나 아직 실질적 타격은 미치지 못하는 중. 잠재력 위험 요인으로 판단

중국 메모리 반도체 기업: Capa 현황 및 목표

기업	도시	시험생산 시기	현재 Capa*	제품	2021년 목표 Capa*
JHICC	푸젠성	2018년	0	Foundry	60K/월
Innotron	허베이시	2018년	0	Memory	125K/월
XMC	우한시	2008년	25K/월	NOR	60K/월
YMTC	우한시	2018년	0	3D NAND	100K/월
	우한시	2019년	0	3D NAND	100K/월
	난징시	2019년	0	3D NAND	100K/월
	우한시	2020년	0	3D NAND	100K/월

주: *12인치 웨이퍼 기준, 2017년 10월 기준
자료: Gartner, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 NAND 수급 전망 - 공급 과잉은 예상보다 심화 중



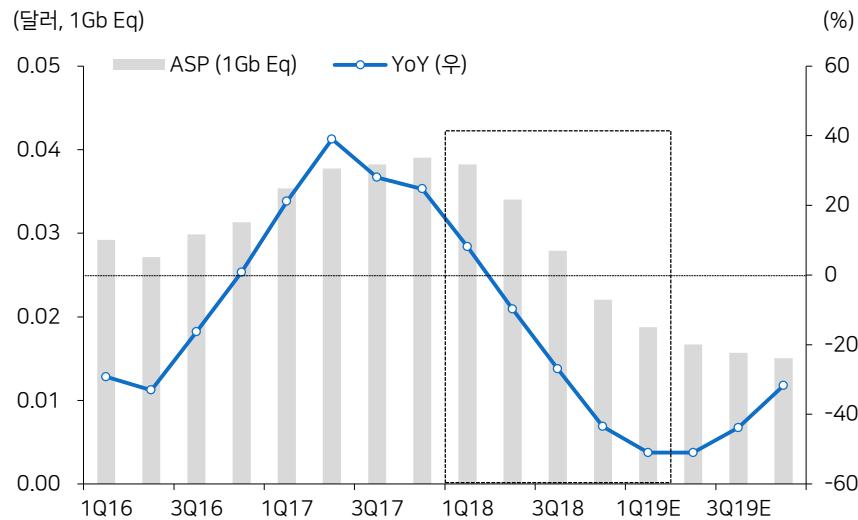
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

NAND 업황 훼손은 기약 없는 가속화 (1) - 다자구도의 경쟁 심화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

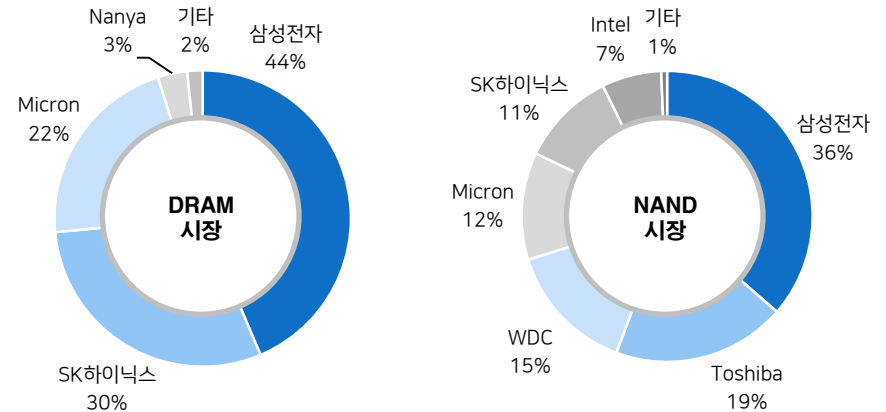
- NAND 판가를 가파른 하락세를 경험하고 있음. 4Q18의 경우 시장 예상인 10% 중반대를 크게 뛰어넘는 QoQ 20% 이상의 Blended 판가 하락이 진행중임
- 가장 큰 원인은 3자 업체로 재편된 DRAM 산업과 달리 NAND에는 6개의 주요 업체가 존재하기 때문
- 아울러 1) 총 Capa 내 3D NAND 비중증가, 2) 64/72단 수율 안정화에서 오는 원가하락 여력이 경쟁을 심화시키고 있음. 당사는 DRAM 판가 급락세는 2Q19까지 지속될 것으로 전망함

NAND 판가 변동 추이 및 전망 - 가파른 하락 구간



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

DRAM과 다른 NAND 시장의 다자 경쟁 구도

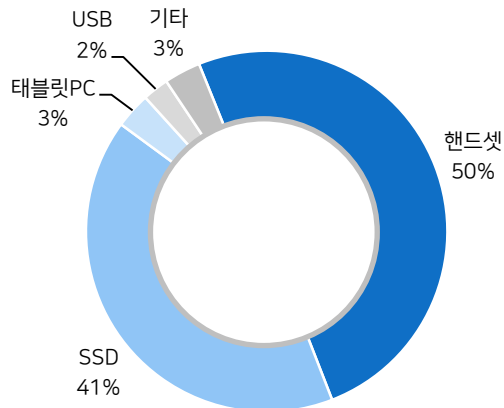


자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

NAND 업황 훼손은 기약 없는 가속화 (2) - 가격 탄력성의 실종

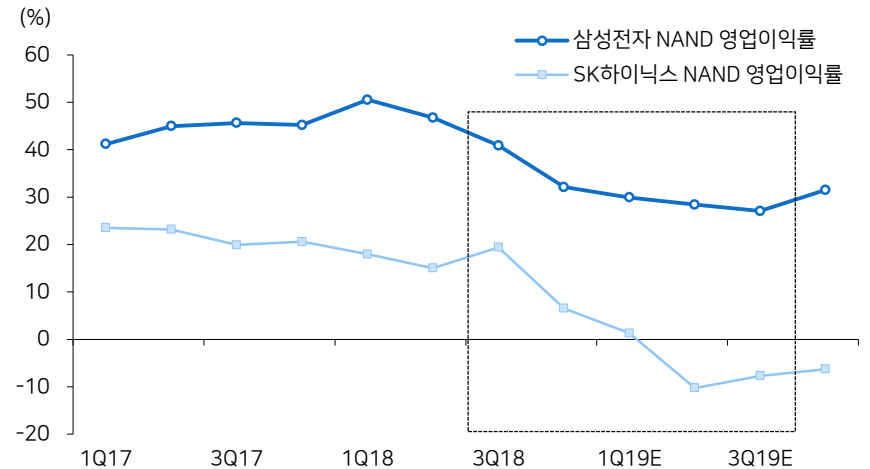
- 수요의 가격탄력성은 NAND 수요의 주요 특징 중 하나임
- 음성 시대에서 화면 시대를 지나 영상으로 전환되어가는 흐름에서, 고화질 영상 및 사진을 저장하려는 소비자들의 니즈가 증대되었기 때문
- 하지만 1) 하이엔드 스마트폰의 저장용량 가격 차별화, 2) 서버 수요의 가격 탄력성 저하가 발생하며 낸드 판가는 가파른 하락세를 지속 경험할 전망
- 일부 공급 업체들의 경우 1H19 적자 구간에 진입이 예상됨

NAND 역시 데이터센터 서버 수요를 받는 점은 DRAM과 공통사항



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

NAND 업체들의 영업이익률은 2019년 크게 하락할 전망

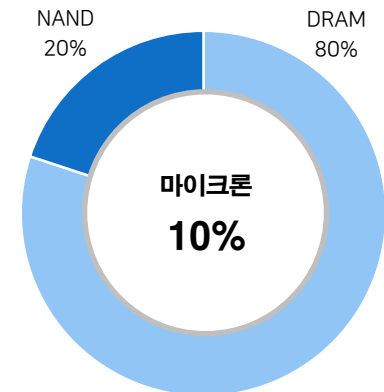
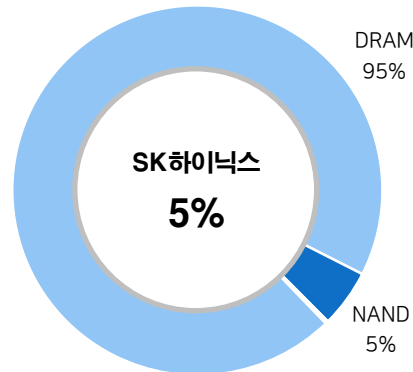
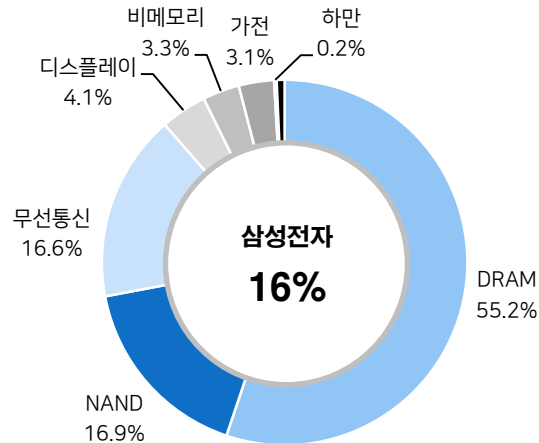


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

NAND 업황 둔화의 예상보다 큰 타격

- 메모리 업체별로 NAND 평가 하락 본격화에서 총 영업이익에 타격을 받는 순은 마이크론, 삼성전자, SK하이닉스 순. 마이크론의 경우 eMCP 이익 분배가 전략적으로 NAND에 치우쳐 있을 수 있음
- 마이크론과 SK하이닉스는 일정 기간 적자구간에 진입했으나, 2018년 총 영업이익 내에서의 NAND 이익 기여도는 제한적인 상황
- 업황 훼손이 본격화된 NAND는 업체들의 실적 추정 컨센서스를 하향시킬 주요 요인

NAND 영업이익 비중 (2018년 추정치 기준)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Supply Chain 투자 기회 - 전방시장 호황과 증설의 교집합까지 보수적 관점

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

- 과거 DRAM 또는 NAND의 신규 Fab 가동은 서플라이체인인의 투자기회로 작용했음
- 다만 해당 투자로 인해 공급과잉 우려가 점증되는 상황에서는 서플라이체인 업체들의 경우 실질적인 수혜보다는 반도체 업체 증가와의 동조화가 강하게 발생했음
- 현재 DRAM 및 NAND의 업황 악화가 가시화되며 업체들의 투자는 축소 또는 지연되는 중. 이후 업황 회복기 투자확대 시기에 서플라이체인 투자기회 발생 예상

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



주: 장비업체 (유진테크, PSK, 테스, 주성), 소재업체 (SK머티리얼즈, 솔브레인, 디엔에프) 반영
자료: 메리츠증권리서치센터

반도체 소재 Supply chain 전반적 수혜 지속

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

반도체 Supply Chain 밸류에이션 테이블

[십억달러, 달러, 배]	종가 (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	165,000	1,534	1.0	-6.6	-10.9	-3.2	7.1	14.2	9.9	3.17	2.57	22	43	24.7	26.7	680	824	181	241
	솔브레인	50,200	770	2.8	-2.5	-13.0	-17.2	-11.8	6.6	6.7	1.15	1.00	206	0	16.7	16.1	967	1,048	172	170
	후성	8,740	714	-0.9	0.0	-14.3	-20.2	-8.2	22.3	13.9	3.78	2.97	24	61	18.1	23.9	282	361	47	74
	한솔케미칼	81,800	815	-1.3	8.5	8.3	0.0	17.2	12.1	10.1	2.39	1.99	37	20	20.8	21.0	562	617	103	125
	이엔에프테크놀로지	12,400	156	4.6	13.8	20.4	-6.8	-25.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	디엔에프	8,220	78	3.3	3.3	-5.1	-25.9	-30.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
OLED	이녹스첨단소재	41,700	330	-4.6	1.2	1.2	-23.9	-37.3	12.7	9.5	2.45	1.98	8	33	21.0	22.7	296	391	36	48
	덕산네오룩스	14,200	301	-2.7	14.5	4.4	-9.6	-12.1	19.6	17.8	2.50	2.21	7	10	13.7	13.2	93	108	18	22
	인터플렉스	11,750	242	-2.5	10.8	-1.3	-27.9	-41.8	(6.9)	93.7	0.98	0.97	적전	적지	-26.9	-19.4	333	450	-47	-1
	비에이치	16,150	446	-2.1	5.9	-9.5	-33.7	-32.1	6.5	5.3	2.41	1.62	71	22	46.5	39.1	815	1,006	98	123
해외	Air Product	158	34,656	0.4	0.0	-0.1	-3.8	-5.2	19.3	17.0	2.99	2.70	20	16	16.0	16.7	9,531	10,134	2,262	2,507
	Air Liquide	106	51,275	-0.9	-0.8	1.0	-0.6	-1.6	20.5	18.4	2.59	2.42	1	12	12.9	13.3	23,649	24,934	4,021	4,460
	Hitachi chemical	1,801	3,296	1.5	0.3	-9.3	-17.5	-28.3	9.2	8.3	0.88	0.82	11	10	10.0	10.1	6,273	6,538	465	516
	Kanto denka	1,029	520	2.6	-4.1	-7.6	-10.0	-4.1	9.1	8.1	N/A	N/A	7	12	15.9	N/A	518	559	87	100
	Linde	60,600	45,884	0.0	0.0	7.3	4.6	7.8	21.8	21.1	2.77	2.83	N/A	10	11.3	11.4	19,971	21,143	2,808	3,029

주: *국내기업의 경우 십억원, 그 외 백만 달러 기준. SK머티리얼즈, 솔브레인, 비에이치는 당사 추정치, 나머지는 블룸버그 추정치
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Part IV

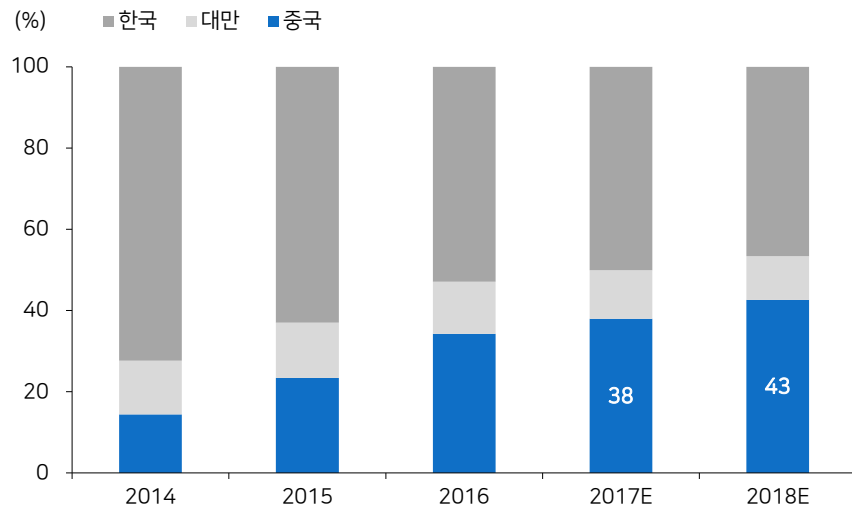
디스플레이_ 혁신의 구체화까지의 공백기

구조적 문제점 (1-1) - 여전한 중국 업체 비중 증가

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

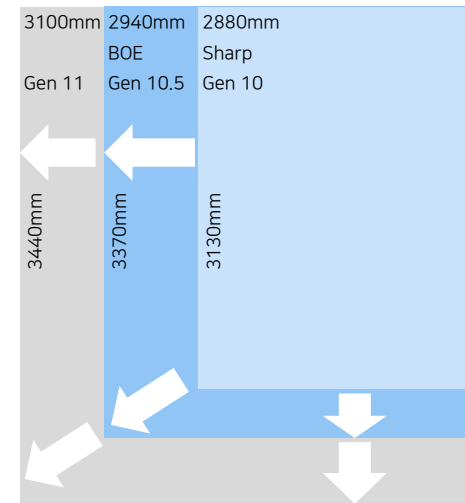
- 중국업체들의 LCD 패널 생산 시작은 중장기적으로 예고된 비극, 그 이유는:
 - 1) 전방 산업인 TV는 여전히 수요 둔화를 지속하고 있으며,
 - 2) '업황 관측 - 생산량 결정 - 자본상태 고려'의 건전한 균형 상태가 아니고, 3) 최적 생산 설비인 8G에서 추가적인 효율성 개선이 어렵기 때문이며 해당 시장에서 중국업체들이 투자를 지속하기 때문
 - 선두업체인 한국 업체 입장에서 LCD로는 더 이상 생산 측면의 차별화가 불가능

패널: 중국 업체들의 55인치 점유율 증가 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

계속되는 중국의 10세대급 진출



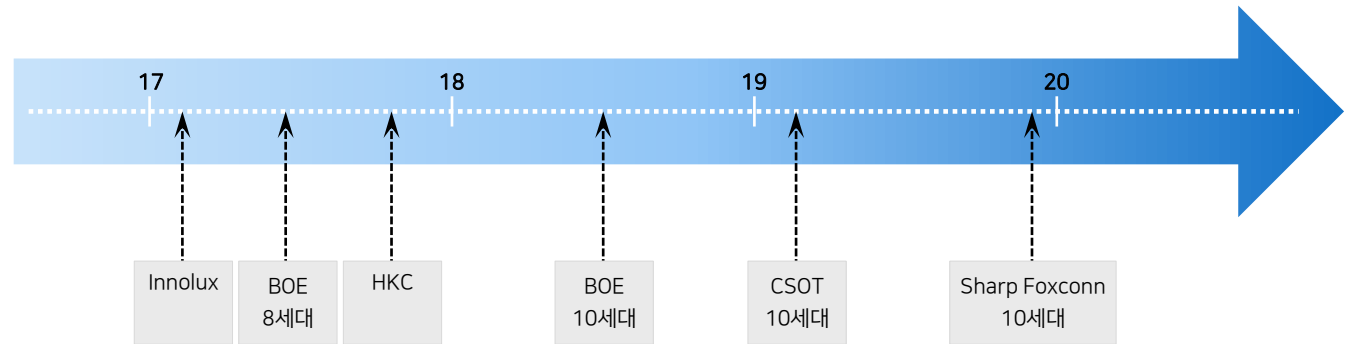
자료: Witsview, 메리츠증권증권 리서치센터

구조적 문제점 (1-2) - 중장기 투입 Capa 역시 지속적 증가

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

- 2019년 이후 CSOT와 Sharp/Foxconn의 10세대도 순차적으로 양산되며 내년에도 LCD 패널가는 하방압력이 강하게 작용할 전망
- 현재 32인치와 40인치 위주의 TV 패널 판가 하락이 시작되는 중이나, 특히 BOE의 가동율 및 수출 회복 영향으로 65인치 패널 판가는 18년말부터 지속 하락할 전망

2019년 이후 중국의 10세대급 투자는 지속적으로 집행. 관건은 기존 8G LCD Fab의 일부 가동중단 결정 여부



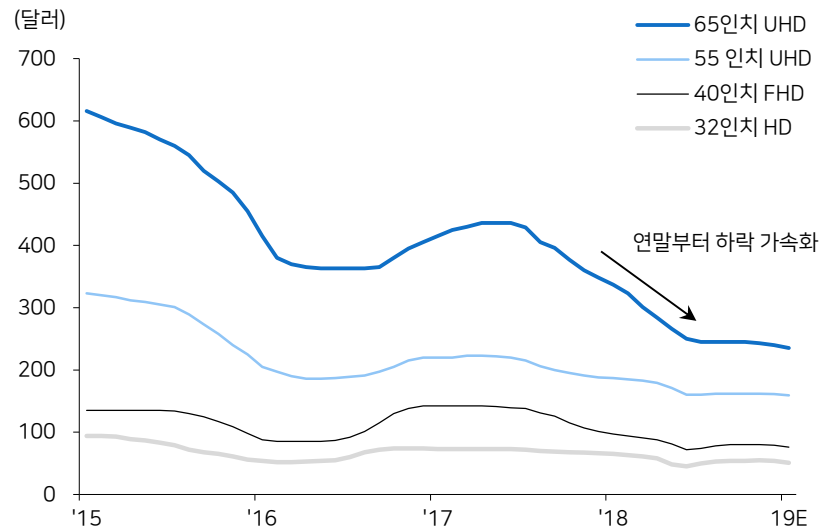
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

구조적 문제점 (2) - 판가의 사이즈별 도미노 현상 가능성

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

- 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) - 부가가치 창출이 제한된 소비가전

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

- 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)



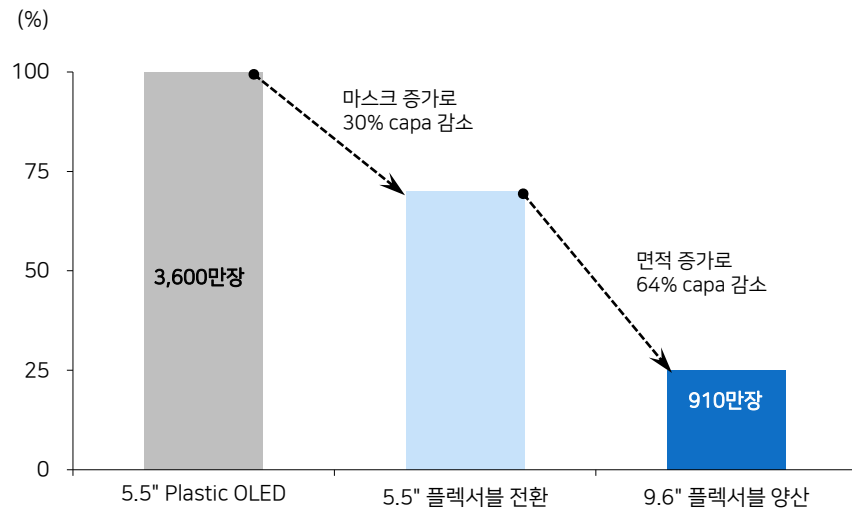
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

폴더블 OLED와 QD-OLED의 잠재 파괴력 - 폭발적인 Capa 투자가능

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_ 맹점 속 징후

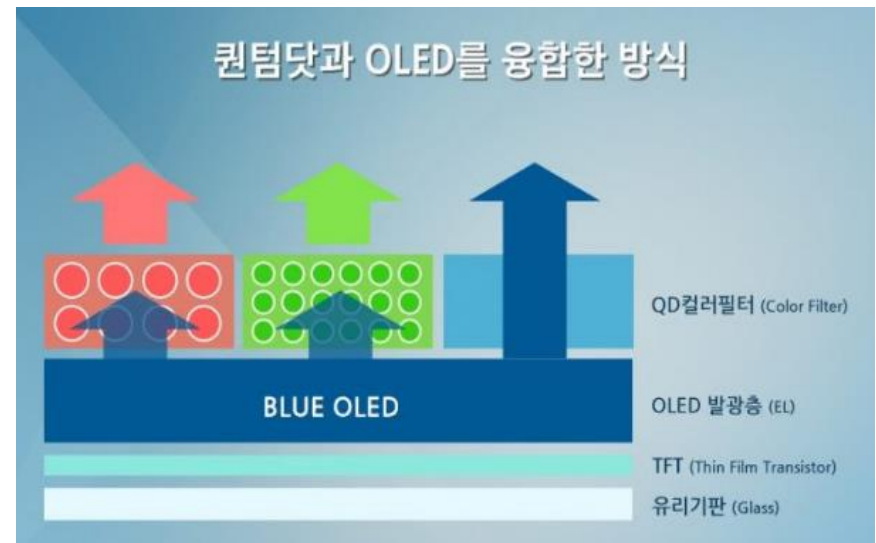
- High-end 스마트폰의 PC화는 비단 전방시장만의 확대는 아님
- 모바일 디스플레이 수요 급증 (Rigid에서 Flexible로 전환 시 기존 Capa가 크게 감축되며 추가 Capa 투자 발생 가능함
- 하이엔드 TV 시장을 수성하려는 삼성전자의 노력은 QD-OLED 라인 투자를 통해 2019년부터 시작될 전망. 초기에는 80K 라인 전환으로 소규모 시작될 가능성이 높음

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



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성디스플레이의 QD-OLED 전환 투자는 내년 2Q19 시작



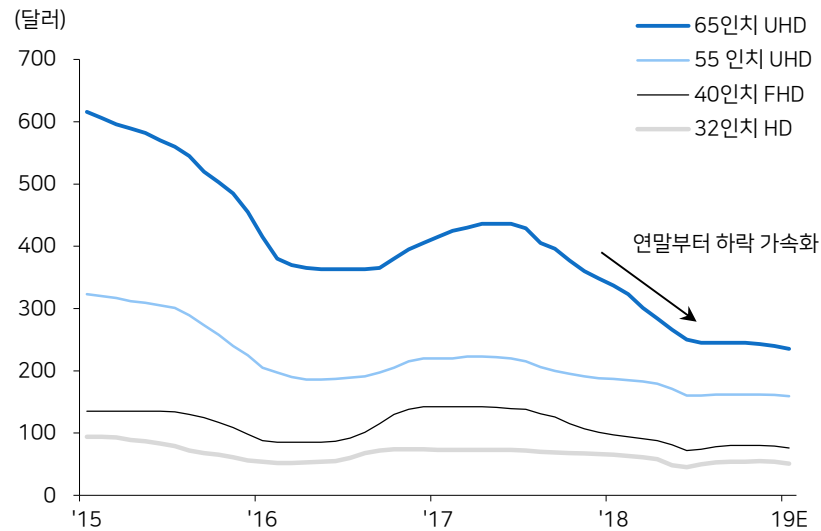
자료: 삼성디스플레이, 메리츠증권증권 리서치센터

면적 기준 TV 패널 수요는 증가하나, 판가는 공급과의 함수

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_ 맹점 속 징후

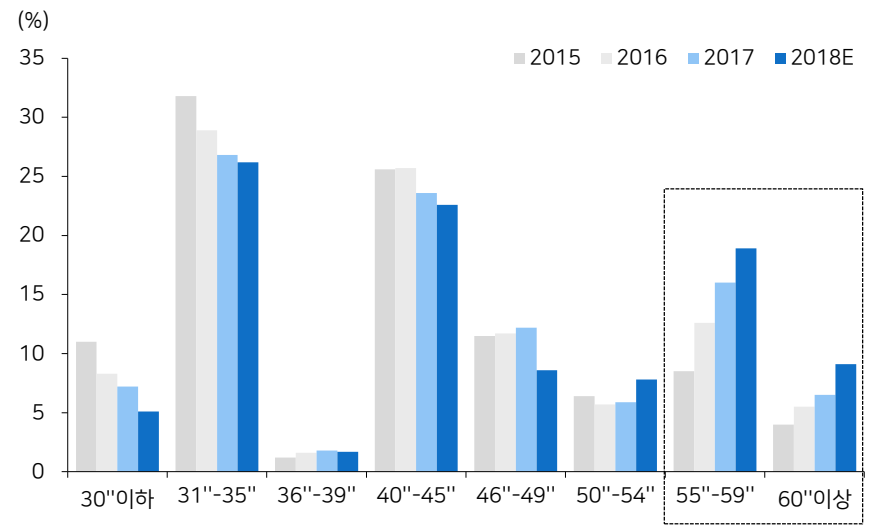
- 3Q18 중 패널가 반등이 뒤늦게라도 발현된 점은 다행이나 장기화되기는 힘든 상황으로 판단
- TV의 크기 증가 추세는 진행 중이나 공급증가가 이를 압도하는 상황
- 연말부터 50인치대 이상 패널들의 가격 하락세가 두드러질 전망

TV 패널 판가 전망 - 40인치 이상 판가는 하락세 전환



자료: Trendforce, 메리츠증권증권 리서치센터

TV 사이즈 내 55인치 이상 영역 확대는 향후 가속화될 전망



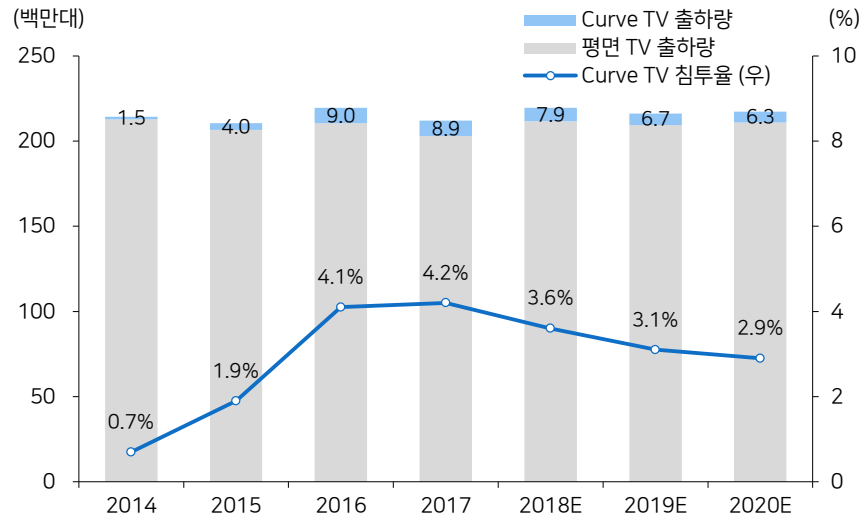
자료: Trendforce, 메리츠증권증권 리서치센터

TV에 있어 폼팩터의 변화와 추가 화질 개선이 수요 증가 촉매로 작용할까?

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_ 맹점 속 징후

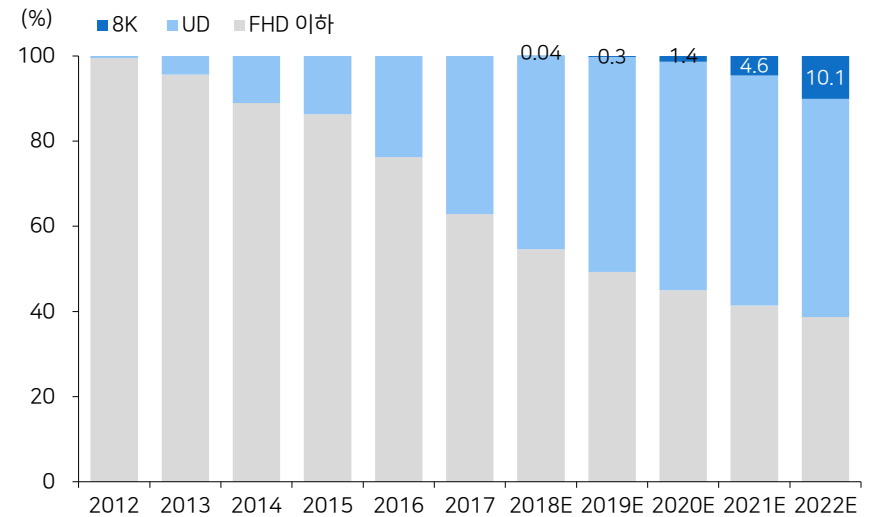
- 성숙화된 TV 시장에서 그간 세트 업체들의 노력은 1) 폼팩터 변화 (Curved TV)와 2) 해상도 개선 (4K)
- 이는 업체간 경쟁의 우위를 가져올 요소임은 분명함
- 하지만 TV 수요 자체를 개선시킬 수 있는 진화라는 해석에는 한계가 있음
- TV가 내포하는 '공동시청 · 고정된 시간과 장소'의 제한요인은 이미 모바일 디스플레이가 해결하기 때문
- TV의 장기적 진화방향은 스마트시티, 커넥티드카 보편화 이후 정보전달 창구로서 발전해야한다는 판단

Curved TV, 소비자는 진정 원하는가?



자료: Trendforce, 메리츠증권증권 리서치센터

TV 시장 내 UHD 이후 8K 시장은 언제 열릴까?



자료: Trendforce, 메리츠증권증권 리서치센터

모바일 대면적화, 얼마나 베젤을 더 줄일 것인가?

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

- 삼성디스플레이는 다양한 신기술을 최근 공개
- 이는 FoD, UPS, HoD, SoD로써 당사가 가장 기대하는 기술은 UPS임
- 화면 아래 센서를 탑재할 수 있는 기술로 카메라 모듈을 디스플레이에 내재화 가능
- 삼성전자 갤럭시 S10에 만약 UPS가 탑재될 경우 출하량 반전도 가능할 전망이다, 현실적으로는 인피니티O (HIAA, Hole In Active Area)로 출시될 가능성이 높음

삼성디스플레이의 모바일 디스플레이 기술 진보

FoD (Fingerprint on Display)

- 디스플레이 지문인식
- 광학식과 초음파식 중
신규 플래그십 스마트폰 상위 모델에는
초음파식이 적용될 전망

HoD (Haptic on Display)

화면 자체에서 터치 시 진동 발생

UPS (Under Panel Sensor)

화면 아래 센서 탑재 기술로 화면 속에
카메라 모듈도 숨길 수 있음

SoD (Sound on Display)

디스플레이 일체 형 스피커

갤럭시S10, 성공을 위해서는 인피니티 O 외에 UPS 탑재가 필요



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

참고: 인피니티 O 예상도 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

미리 보는 2018 아이폰 XI = OLED 채용의 확산

- 아이폰 X의 탄생 목적은 1) OLED capa 확보와 2) 판가 성장의 교두보
- 작년 아이폰 X 및 올해의 아이폰XS와 XS 맥스 출하는 높은 기대 수준을 넘어서지는 못하는 상황
- 내년 하반기 OLED 아이폰은 폼팩터 측면에서 올해 모델과 큰 변화가 없는 것으로 추정
- 애플의 출하 부진은 신규 폼팩터 (측면 직각 디스플레이 등) 출시 이전까지 의외로 장기화될 수 있음

2019년 아이폰 역시 3모델 전략으로 추정 (OLED 모델 2개 + LCD 모델 1개)

2015	2016		2017	2018	2019
iPhone6S	iPhone SE	iPhone 7	iPhone 8	iPhone 9	iPhone 9S
IPS/FFS	IPS/FFS	IPS/FFS	IPS/FFS	IPS/FFS	IPS/FFS
4.7 inch	4 inch	4.7 inch	4.7 inch	6.1 inch	6.1 inch
1334 x 750 (326ppi)	1136 x 640 (326ppi)	1334 x 750 (326ppi)	1334 x 750 (326ppi)	1920 x 1080 (~400ppi)	해상도 일부 개선
iPhone 6S Plus		iPhone 7Plus	iPhone 8 Plus	iPhone XS	iPhone XI
IPS/FFS		IPS/FFS	IPS/FFS	Plastic OLED	Plastic OLED
5.5 inch		5.5 inch	5.5 inch	5.8 inch	5.8 inch
1920 x 1080 (401ppi)		1920 x 1080 (401ppi)	1920 x 1080 (401ppi)	2436 x 1125 (458ppi)	해상도 일부 개선
			iPhone X	iPhone XS Max	iPhone XI Max (예상)
			Plastic OLED	Plastic OLED	Plastic OLED
			5.8 inch	6.4 inch	6.4 inch
			2436 x 1125 (458ppi)	2K x 1K (~460ppi)	해상도 일부 개선

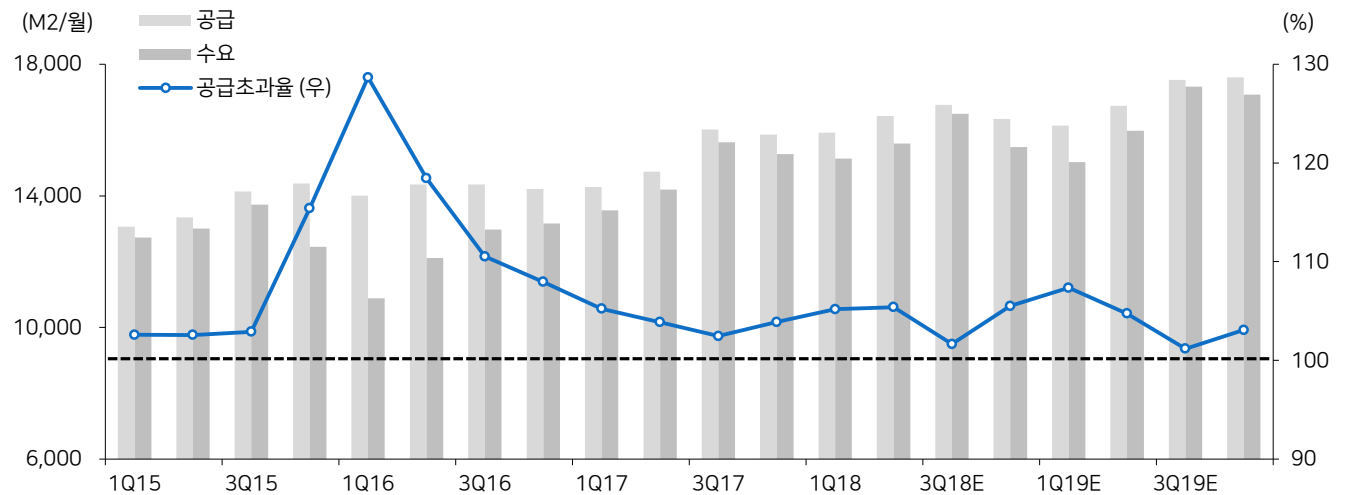
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

LCD 수급 - 공급과잉은 당분간 지속. 과감한 결정이 필요한 시점

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

- 당사의 글로벌 LCD 모델에 따르면 공급 과잉은 중국의 신규 양산 라인 가동에 기인해 2H19까지 악화될 전망
- QD-OLED 또는 White OLED 전환 및 산업 내 동시다발적인 공급 조절이 필요한 시점

글로벌 LCD 수급 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 LCD 모델 (1Q18-4Q19E)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

글로벌 LCD 수급 모델

(1,000m ² /mo)				1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E	
공급	Korea	Samsung Display	8G	490	490	490	490	490	490	410	410	1,960	1,960	1,800	
			7G	170	170	170	170	170	170	170	170	170	680	680	680
		LG Display	8G	506	537	552	552	552	525	525	475	475	2,094	2,147	2,077
			7G	210	210	210	210	210	210	210	210	210	840	840	840
	Japan	Sharp	10G	72	72	72	72	72	72	72	72	72	288	288	288
			8G	70	70	70	70	70	70	70	70	70	280	280	280
		Panasonic	8G	15	15	15	15	15	15	15	15	15	60	60	60
			7G												
	Taiwan	AUO	8G	125	125	125	125	125	125	125	125	125	500	500	500
			7G	175	175	175	175	175	175	175	175	175	700	700	700
		Innolux	8G	125	125	125	125	125	125	125	125	125	345	400	400
			7G	175	175	175	175	175	175	175	175	175	560	560	560
	China	BOE	10.5G					100	110	120	120	120	0	0	450
			8G	515	535	545	560	515	535	545	560	560	1,810	2,155	2,155
		CSOT	10.5G					15	35	60	60	60	0	0	170
			8G	290	290	290	290	290	290	290	290	290	1,120	1,160	1,160
		CHOT	8G	0	30	45	70	70	80	90	100	100	0	145	340
		CEC Panda	8G	60	90	115	135	140	140	150	160	160	240	400	590
		Other	8G	120	135	150	185	185	185	185	185	185	315	590	740
			7G	90	90	90	90	90	90	90	90	90	270	360	360
Total	생산면적 (m ²)			15,867	16,372	16,714	16,287	16,080	16,686	17,471	17,548	60,882	65,240	67,785	
	수율 가정			86%	86%	86%	82%	80%	82%	85%	86%	87%	85%	83%	
	Demand Total			15,136	15,583	16,493	15,485	15,023	15,975	17,317	17,073	58,645	62,698	65,388	
	Notebook/Tablet PC			1,064	1,098	1,124	1,087	1,018	1,047	1,108	1,099	4,733	4,374	4,273	
	Monitor + LCD PC			1,506	1,569	1,572	1,441	1,480	1,483	1,530	1,517	5,965	6,088	6,010	
	TV			12,160	12,484	13,330	12,480	12,119	13,013	14,213	13,979	46,384	50,454	53,324	
	Public Display			317	337	362	374	317	337	362	374	1,212	1,390	1,390	
	Others			89	94	104	104	89	94	104	104	351	391	391	
공급초과율 (%)				105%	105%	101%	105%	107%	104%	101%	103%	104%	104%	104%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

반도체/디스플레이

기업분석

종목	투자판단	적정주가
삼성전자(005930)	Buy	56,000원
SK하이닉스(000660)	Trading Buy	78,000원
삼성SDI(006400)	Trading Buy	276,000원
LG디스플레이(034220)	Buy	23,000원
SK머티리얼즈(036490)	Buy	220,000원
AP시스템(265520)	Buy	38,000원
에스에프에이(056190)	Trading Buy	47,000원
솔브레인(036830)	Trading Buy	62,000원

삼성전자(005930) NAND 마저 더해진 실적 둔화 사이클

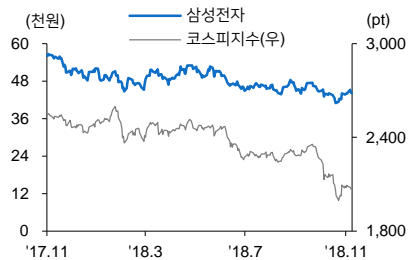
Analyst 김선우 02. 6098-6688
sunwoo.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	56,000원
현재주가 (11.14)	44,100원
상승여력	27.0%
KOSPI	2,068.05pt
시가총액	2,830,922억원
발행주식수	641,932만주
유동주식비율	73.23%
외국인비중	52.35%
52주 최고/최저가	55,960원/41,000원
평균거래대금	4,748.1억원
주요주주(%)	
삼성물산 외 12 인	19.77
국민연금	9.42

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.2	-12.0	-21.1
상대주가	4.8	5.4	-3.6

주가그래프



모바일, 서버, 컨수머 수요 부진이 촉발한 4Q18 NAND 시장 둔화. 1H19 메모리 판가의 전방위적 하락 국면

- DRAM 업황의 점진적 둔화에 반해, 최근 NAND 시장은 급격한 악화국면으로 전환되었다는 판단
- 이는 다자구도 업체들의 동시다발적 공급 증가 및 모바일, 서버, 컨수머 제품의 전방위적인 수요 둔화에 기반함. 4Q18 Blended 판가는 전분기대비 21% 하락하며 동사의 영업이익 훼손을 유발
- DRAM 판가의 경우 4Q18 7-8% 수준 하락하나, 낙폭은 2Q19까지 점진 확대될 전망

2019년 영업이익은 54.0조원으로 올해 63.7조원에서 10조원가량 감소할 전망

- 동사 4Q18 영업이익은 15.6조원으로 컨센서스 16.3조원을 하회할 전망. 이는 메모리 초호황기 종료 후 판가 하락이 시작되는데 기인. 반도체 사업부 특별보너스가 책정될 경우 추가 감소 가능성 존재
- 내년 반도체 영업이익은 DRAM과 NAND 판가가 각각 23%, 42% 하락하며 10.4조원 감소할 전망

주주환원 수익률 기반 방어적 매력 vs 증장기적 오버행 우려

- 내년 이후 연평균 주주환원수익률은 5~6% 수준, 하지만 금융계열사 오버행 이슈도 존재
- 건조한 방어주 매력에 기반해 투자이견 Buy 및 적정주가 56,000원 유지

(조원)	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	3.6	20.0	40.7
2018E	251.5	63.7	47.3	6,463	4.3	30,928	6.8	1.4	2.6	21.1	38.7
2019E	252.1	54.0	41.6	5,675	-12.2	35,498	7.8	1.2	2.5	16.1	35.8
2020E	280.1	59.1	46.0	6,277	10.6	40,655	7.0	1.1	1.9	15.7	34.0

삼성전자 - 분기 실적은 2Q19까지 점진적 둔화 예상

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_ 맹점 속 징후

삼성전자 실적추정

(조원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	60.6	58.5	65.5	67.0	59.3	60.2	63.2	69.4	239.6	251.5	252.1
반도체	20.8	22.0	24.8	23.2	21.2	20.0	20.3	20.9	74.3	90.7	82.4
DRAM	11.1	11.9	14.2	13.7	12.7	11.4	11.1	11.3	36.8	50.9	46.4
NAND	6.3	6.6	6.8	5.8	4.8	4.7	5.0	5.4	23.5	25.5	19.9
비메모리	3.5	3.5	3.7	3.7	3.6	3.8	4.3	4.2	14.0	14.3	16.0
디스플레이	7.5	5.7	10.1	9.7	8.3	8.3	10.9	12.0	34.5	33.0	39.6
LCD	2.2	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	10.6	7.9	7.6
OLED	5.4	3.8	8.2	7.7	6.5	6.5	9.0	10.1	23.9	25.0	32.0
무선통신	28.4	24.0	24.9	25.5	24.1	25.0	25.6	27.5	106.7	102.8	102.1
핸드셋	27.7	22.7	24.0	24.4	23.0	23.9	24.5	26.2	103.6	98.7	97.6
피쳐폰	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	2.0	1.0	1.0
스마트폰	26.0	21.0	22.2	22.5	21.3	22.1	22.6	24.2	94.3	91.7	90.2
테블릿	1.4	1.5	1.5	1.6	1.4	1.5	1.7	1.8	7.3	5.9	6.5
가전	9.7	10.4	10.2	12.9	9.7	10.6	10.4	13.2	45.1	43.3	43.8
하만	1.9	2.1	2.2	2.6	2.2	2.4	2.5	2.9	7.1	8.9	9.8
기타	-7.9	-5.7	-6.7	-6.8	-6.1	-6.1	-6.4	-7.1	-28.0	-27.1	-25.7
영업이익	15.6	14.9	17.6	15.6	14.4	12.7	13.0	14.0	53.6	63.7	54.0
영업이익률 (%)	25.8%	25.4%	26.8%	23.3%	24.2%	21.1%	20.6%	20.1%	22.4%	25.3%	21.4%
반도체	11.5	11.6	13.7	11.8	10.5	9.2	9.1	9.5	35.2	48.7	38.3
DRAM	7.8	8.1	10.3	9.4	8.5	7.4	7.0	7.1	23.1	35.6	30.0
NAND	3.2	3.1	2.8	1.9	1.5	1.4	1.5	1.8	10.4	10.9	6.1
비메모리	0.6	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5	1.6	2.1	2.1
디스플레이	0.4	0.1	1.1	1.0	0.5	0.4	1.2	1.4	5.4	2.6	3.6
LCD	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3	0.0	0.1
OLED	0.4	0.2	1.1	1.0	0.5	0.4	1.2	1.4	4.1	2.6	3.5
무선통신	3.8	2.7	2.2	2.0	3.0	2.5	2.1	2.4	11.8	10.7	10.0
핸드셋	3.7	2.6	2.2	2.0	2.9	2.5	2.1	2.3	11.5	10.5	9.9
피쳐폰	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	2.9	2.4	2.0	2.2	11.3	10.3	9.5
테블릿	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
가전	0.3	0.5	0.6	0.7	0.3	0.5	0.5	0.6	1.7	2.0	2.0
하만	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타	-0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.5	-0.5	0.0
지배주주 순이익	11.7	11.0	13.2	12.0	11.2	10.0	10.1	10.9	41.3	47.3	41.6

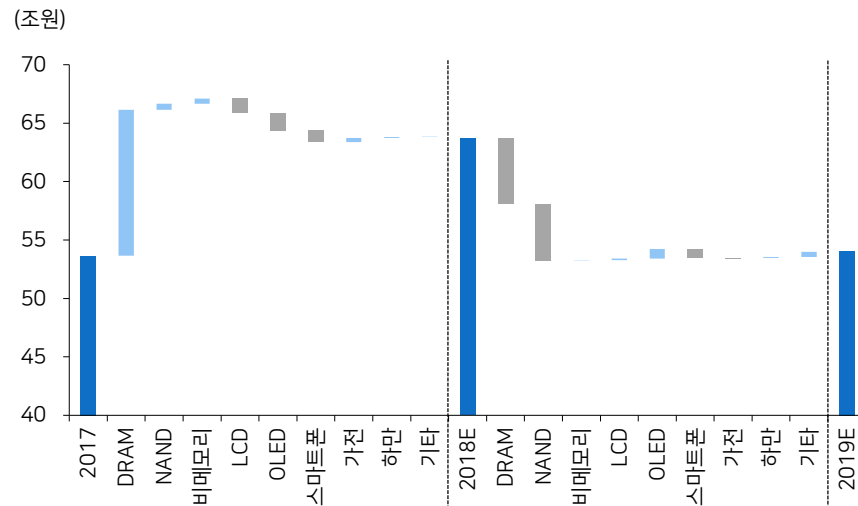
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 - 영업이익 감소 추세 대비 견조한 방어적 매력

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

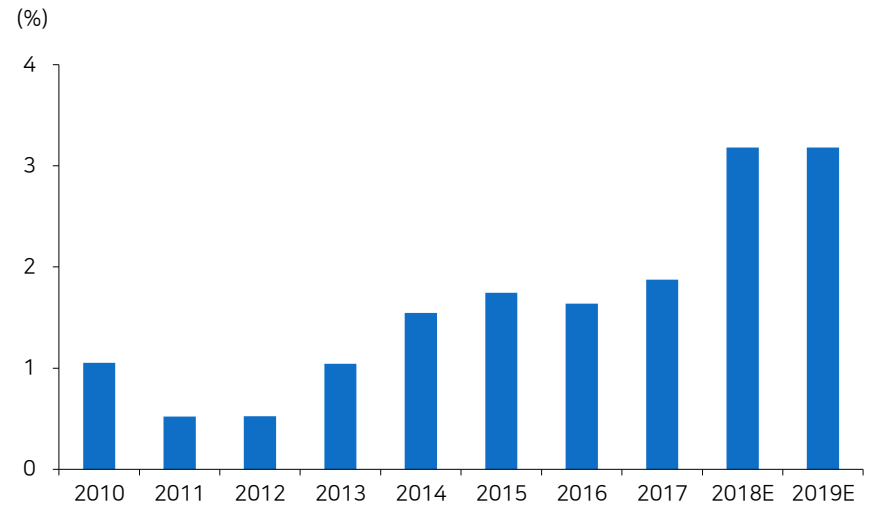
- 18년 영업이익 64조원에서 19년 54조원으로 10조원 가량 감소할 전망.
- NAND 판가의 급격한 하락 흐름을 감안해 종전의 내년 영업이익 55조원에서 소폭 하향 조정
- 적정주가 56,000원은 2018E-19E 평균 BVPS에 10%대 중후반 ROE를 기록했던 09-13년 평균 1.71배 적용 (내년 예상 ROE 16.1%)

삼성전자의 2019년 영업이익은 반도체 사업부문에서 주로 하락세 기록



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 배당수익률 추이 (분기배당 총계)



참고: 2018년 11월 14일 증가 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 - 메모리 전망 주요가정

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

삼성전자 - SK하이닉스 - 메모리 출하량 및 평가 전망 가정치

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	10,240	10,752	12,473	13,471	13,875	14,014	14,294	14,580	38,559	46,937	56,762
	% QoQ	-1%	5%	16%	8%	3%	1%	2%	2%			
	% YoY	17%	15%	12%	30%	35%	30%	12%	8%	15%	22%	21%
	NAND	153,176	179,522	218,119	239,931	239,931	263,924	290,316	325,154	551,621	790,747	1,119,326
	% QoQ	-4%	17%	22%	10%	0%	10%	10%	12%			
	% YoY	29%	41%	50%	50%	57%	47%	33%	36%	26%	43%	42%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	1.01	1.03	1.02	0.94	0.85	0.76	0.72	0.72	0.85	0.99	0.76
	% QoQ	5%	2%	-1%	-8%	-9%	-11%	-5%	0%			
	% YoY	40%	27%	16%	-3%	-15%	-26%	-29%	-23%	48%	18%	-23%
	NAND	0.04	0.03	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.04	0.03	0.02
	% QoQ	-2%	-11%	-18%	-21%	-15%	-11%	-4%	-4%			
	% YoY	8%	-10%	-27%	-43%	-51%	-51%	-43%	-30%	28%	-22%	-44%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 (005930)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	201,866.7	239,575.4	251,493.2	252,081.4	280,106.5
매출액증가율(%)	0.6	18.7	5.0	0.2	11.1
매출원가	120,277.7	129,290.7	135,565.2	145,899.6	163,055.9
매출총이익	81,589.0	110,284.7	115,928.0	106,181.8	117,050.6
판매비와관리비	52,348.4	56,639.7	52,263.0	52,141.0	57,907.3
영업이익	29,240.7	53,645.0	63,662.9	54,040.9	59,143.3
영업이익률(%)	14.5	22.4	25.3	21.4	21.1
금융손익	774.5	1,591.1	1,225.4	2,075.1	2,851.3
충속/관계기업관련손익	19.5	201.4	364.7	0.0	0.0
기타영업외손익	794.0	1,792.5	1,860.0	2,075.1	2,851.3
세전계속사업이익	30,713.7	56,196.0	65,524.9	56,116.0	61,994.5
법인세비용	7,987.6	14,009.2	17,662.5	14,029.0	15,498.6
당기순이익	22,726.1	42,186.8	47,862.4	42,087.0	46,495.9
지배주주지분 순이익	22,415.7	41,344.6	47,331.4	41,556.0	45,964.9

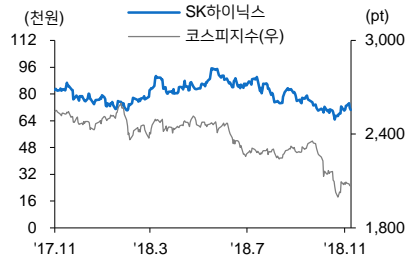
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	141,429.7	146,982.5	180,926.4	212,283.3	248,620.4
현금및현금성자산	32,111.4	30,545.1	59,020.3	76,788.0	95,676.5
매출채권	24,279.2	27,696.0	28,118.7	29,138.1	31,833.0
재고자산	18,353.5	24,983.4	25,364.7	26,284.3	28,715.2
비유동자산	120,744.6	154,769.6	163,773.8	169,525.5	177,449.1
유형자산	91,473.0	111,665.6	117,361.2	122,861.2	129,861.2
무형자산	5,344.0	14,760.5	14,697.2	14,041.3	13,223.2
투자자산	12,642.2	14,554.6	17,716.1	18,116.1	18,516.1
자산총계	262,174.3	301,752.1	344,700.3	381,808.8	426,069.5
유동부채	54,704.1	67,175.1	74,761.5	79,268.7	86,495.5
매입채무	6,485.0	9,083.9	9,222.5	9,556.9	10,440.8
단기차입금	12,746.8	15,767.6	13,176.0	12,176.0	11,176.0
유동성장기부채	1,232.8	278.6	282.9	293.1	320.2
비유동부채	14,507.2	20,085.5	21,358.6	21,472.9	21,610.8
사채	58.5	953.4	978.8	978.8	978.8
장기차입금	1,179.1	1,756.9	1,515.0	1,615.0	1,715.0
부채총계	69,211.3	87,260.7	96,120.0	100,741.6	108,106.4
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	-5,866.7	-5,866.7	-5,866.7
이익잉여금	193,086.3	215,811.2	246,520.7	279,007.7	315,903.6
비지배주주지분	6,538.7	7,278.0	7,453.4	7,453.4	7,453.4
자본총계	192,963.0	214,491.4	248,580.3	281,067.3	317,963.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	47,385.6	62,162.0	82,465.3	73,038.6	78,642.6
당기순이익(손실)	22,726.1	42,186.7	47,862.4	42,087.0	46,495.9
유형자산감가상각비	19,312.5	20,593.6	25,000.0	27,000.0	30,000.0
무형자산상각비	1,400.4	1,523.8	1,456.6	1,458.3	1,620.5
운전자본의 증감	-1,181.0	-10,620.5	5,220.1	-1,502.4	-3,971.4
투자활동 현금흐름	-29,658.7	-49,385.2	-41,283.5	-44,781.2	-49,281.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-24,143.0	-42,792.2	-31,800.0	-32,500.0	-37,000.0
투자자산의 감소(증가)	1,756.6	727.9	-5,799.2	-400.0	-400.0
재무활동 현금흐름	-8,669.5	-12,560.9	-13,344.8	-10,489.7	-10,472.9
차입금증감	2,139.9	2,588.2	-3,206.0	-889.7	-872.9
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	9,474.7	-1,566.3	28,475.4	17,767.7	18,888.5
기초현금	22,636.7	32,111.4	30,545.1	59,020.5	76,788.2
기말현금	32,111.4	30,545.1	59,020.5	76,788.2	95,676.7

Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	24,632	31,414	34,351	34,473	38,306
EPS(지배주주)	3,139	6,198	6,463	5,675	6,277
CFPS	1,156	-205	3,889	2,430	2,583
EBITDAPS	6,095	9,934	12,309	11,282	12,412
BPS	22,096	25,235	30,928	35,498	40,655
DPS	590	955	1,416	1,416	1,416
배당수익률(%)	1.6	1.9	3.2	3.2	3.2
Valuation(Multiple)					
PER	9.2	6.3	6.8	7.8	7.0
PCR	24.9	-190.6	11.3	18.1	17.1
PSR	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2
PBR	1.3	1.6	1.4	1.2	1.1
EBITDA	49,953.6	75,762.4	90,119.5	82,499.1	90,763.7
EV/EBITDA	3.2	3.6	2.6	2.5	1.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.0	20.0	21.1	16.1	15.7
EBITDA이익률	46.1	65.8	57.1	48.1	53.1
부채비율	35.9	40.7	38.7	35.8	34.0
금융비용부담률	-0.5	-0.4	-0.6	-0.8	-1.0
이자보상배율(x)	49.7	81.9	93.8	71.4	82.6
매출채권회전율(x)	8.2	9.2	9.0	8.8	9.2
재고자산회전율(x)	6.5	6.0	5.4	5.6	5.9

Trading Buy

적정주가 (12개월)	78,000원		
현재주가 (11.14)	70,400원		
상승여력	10.8%		
KOSPI	2,068.05pt		
시가총액	512,514억원		
발행주식수	72,800만주		
유동주식비율	73.89%		
외국인비중	48.82%		
52주 최고/최저가	95,300원/64,700원		
평균거래대금	2,900.9억원		
주요주주(%)			
SK텔레콤 외 3인	20.07		
국민연금	9.10		
The Capital Group Companies, Inc. 외 10인	6.07		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.8	-17.6	-15.6
상대주가	1.6	-1.3	3.1
주가그래프			



DRAM 업황 둔화는 단기간 내 충분히 인지된 리스크, 다만 하락폭은 점차 확대될 전망

- 선두업체의 DRAM 투자 지연 불구 신규 라인 및 공정효율화에 기반해 산업 공급 증가는 지속 발생. 이에 더해 최근 NAND 시황은 급격한 악화국면으로 전환되었다는 판단
- 이는 다자구도 업체들의 동시다발적 공급 증가 및 모바일, 서버, 컨수머 제품의 전방위적인 수요 둔화에 기반함. 4Q18 Blended 판가는 전분기대비 20% 하락하며 동사의 영업이익의 훼손을 유발

4Q18 · 19년 영업이익은 각각 5.8조원 · 17.2조원으로 시장 기대를 하회할 전망

- 2019년 DRAM과 NAND 판가는 2019년 각각 22%, 37% 하락하며 동사 영업이익은 올해 22.2조원에서 17.2조원으로 감소할 전망 (vs 2019년 컨센서스 20.7조원)
- NAND 수익성은 점진 악화되며 동사는 2Q19 영업손실로 전환될 전망

부정적 이슈 (고정가 발표, 컨센서스 하향조정)와 긍정적 모멘텀 (밸류에이션 매력도, 투자지연 노력) 혼재

- 당사의 7월말 투자의견 하향조정 이후 동사 주가는 업황 하드랜딩 가능성을 압축적으로 반영했음. 향후 과거 15년 사이클과 마찬가지로 향후 60,000원에서 80,000원의 구간 등락을 반복할 전망

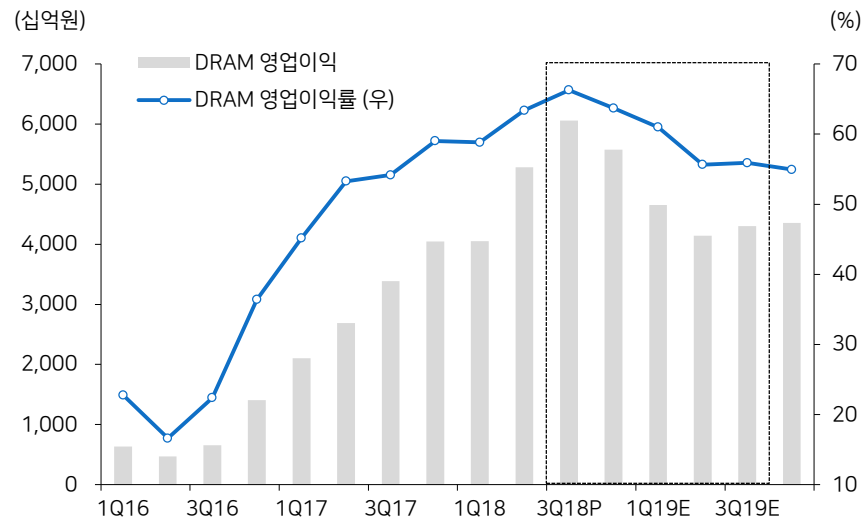
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	17,198.0	3,276.7	2,953.8	4,057	-31.7	32,990	8.4	1.0	3.2	12.3	34.1
2017	30,109.4	13,721.3	10,641.5	14,617	260.3	46,449	4.8	1.5	2.5	31.5	34.3
2018E	41,612.5	22,170.5	16,388.6	22,512	54.0	68,283	3.1	1.0	1.7	39.2	23.2
2019E	38,284.7	17,158.7	12,559.9	17,253	-23.4	83,352	4.1	0.8	1.7	22.8	17.0
2020E	43,453.2	19,680.5	14,322.6	19,674	14.0	100,851	3.6	0.7	1.2	21.4	17.3

SK하이닉스 - DRAM의 아쉬운 변곡점. NAND의 급격한 변곡점

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

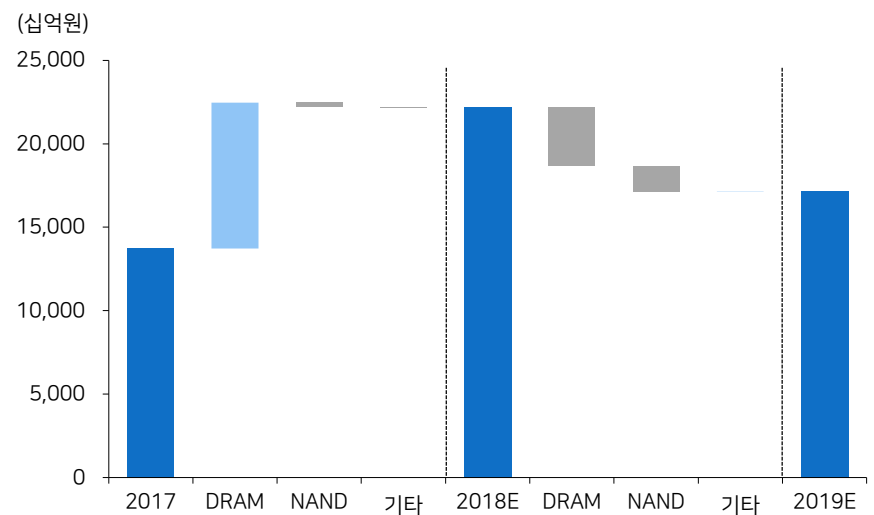
- DRAM 업황 둔화는 4Q18부터 시작되어 1H19에는 가속화될 전망
- 2019년 업황 회복 시점에 관해 동사가 캐스팅 보트를 쥐고 있다는 판단
- 동사가 1) 선두업체의 판가 인하를 확대시키지 않으며, 2) Capa 확대가 제한적인 마이크론을 염두에 둔 물량 경쟁에 참여하지 않을 경우 계절적 수요 회복이 예상되는 3Q19에 업황은 단기 저점 형성
- 다만 최근 공급사들의 물량 확대 대비 수요 급랭이 관찰되는 NAND 업황의 급격한 훼손은 동사의 2019년 실적에 부담으로 작용할 전망

SK하이닉스 - 분기별 DRAM 영업이익 및 영업이익률



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK하이닉스 사업부분별 영업이익 브릿지 차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK하이닉스 - 분기별 영업이익은 2Q19까지 감소할 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	8,720	10,371	11,417	11,104	9,536	9,260	9,587	9,901	30,109	41,612	38,285
DRAM	6,890	8,335	9,141	8,748	7,632	7,446	7,699	7,930	22,806	33,113	30,708
NAND	1,696	1,862	2,066	2,140	1,731	1,633	1,691	1,767	6,578	7,764	6,822
영업이익	4,367	5,574	6,472	5,758	4,697	3,997	4,196	4,268	13,722	22,170	17,159
DRAM	4,053	5,283	6,059	5,573	4,655	4,143	4,304	4,357	12,224	20,968	17,459
NAND	305	280	401	165	25	-165	-128	-109	1,425	1,150	-376
기타	9	11	13	19	17	18	20	20	74	53	76
세전이익	4,291	5,904	6,435	5,778	4,747	3,989	4,215	4,254	13,440	22,407	17,205
당기순이익	3,121	4,329	4,692	4,247	3,465	2,912	3,077	3,105	10,642	16,389	12,560
영업이익률 (%)	50%	54%	57%	52%	49%	43%	44%	43%	46%	53%	45%
DRAM	59%	63%	66%	64%	61%	56%	56%	55%	54%	63%	57%
NAND	18%	15%	19%	8%	1%	-10%	-8%	-6%	22%	15%	-6%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK하이닉스 - 메모리 전망 주요가정

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

SK하이닉스 - 메모리 출하량 및 판가 전망 가정치

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	6,412	7,438	7,780	8,177	8,095	8,742	9,354	9,635	24,228	29,806	35,827
	% QoQ	-5%	16%	5%	5%	-1%	8%	7%	3%			
	% YoY	19%	33%	19%	22%	26%	18%	20%	18%	23%	23%	20%
	NAND	35,581	42,412	50,301	66,397	61,750	65,455	71,345	78,480	133,749	194,692	277,030
	% QoQ	-10%	19%	19%	32%	-7%	6%	9%	10%			
	% YoY	15%	45%	48%	68%	74%	54%	42%	18%	15%	46%	42%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	1.00	1.04	1.05	0.97	0.88	0.79	0.77	0.77	0.83	1.02	0.80
	% QoQ	9%	4%	1%	-7%	-10%	-10%	-3%	0%			
	% YoY	39%	30%	24%	5%	-13%	-24%	-27%	-21%	54%	22%	-22%
	NAND	0.04	0.04	0.04	0.03	0.03	0.02	0.02	0.02	0.04	0.04	0.02
	% QoQ	-1%	-9%	-10%	-20%	-11%	-11%	-5%	-5%			
	% YoY	8%	-9%	-15%	-35%	-41%	-43%	-40%	-29%	35%	-16%	-37%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK하이닉스 (000660)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	17,198.0	30,109.4	41,612.5	38,284.7	43,453.2
매출액증가율(%)	-8.5	75.1	38.2	-8.0	13.5
매출원가	10,787.2	12,701.8	15,179.7	17,222.7	19,344.0
매출총이익	6,410.8	17,407.6	26,432.7	21,062.0	24,109.2
판매비와관리비	3,134.1	3,686.3	4,261.8	3,903.3	4,428.7
영업이익	3,276.7	13,721.3	22,170.5	17,158.7	19,680.5
영업이익률(%)	19.1	45.6	53.3	44.8	45.3
금융손익	-51.6	-41.0	391.1	30.7	-76.3
충속/관계기업관련손익	22.8	12.4	16.2	15.6	15.6
기타영업외손익	-28.8	-28.6	236.1	46.3	-60.7
세전계속사업이익	3,216.5	13,439.6	22,407.1	17,205.1	19,619.8
법인세비용	256.0	2,797.3	6,018.6	4,645.4	5,297.3
당기순이익	2,960.5	10,642.3	16,388.5	12,559.7	14,322.4
지배주주지분 순이익	2,953.8	10,641.5	16,388.6	12,559.9	14,322.6

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,839.0	17,310.4	19,143.1	22,209.2	31,673.7
현금및현금성자산	613.8	2,950.0	5,055.1	6,887.6	10,586.3
매출채권	3,251.7	5,552.8	6,830.3	6,090.3	7,210.5
재고자산	2,026.2	2,640.4	3,247.8	2,896.0	3,428.7
비유동자산	22,377.0	28,108.0	42,129.4	48,767.3	54,453.4
유형자산	18,777.4	24,062.6	34,016.2	41,016.2	45,016.2
무형자산	1,915.6	2,247.3	2,520.2	2,707.9	2,823.4
투자자산	278.8	403.1	377.1	392.3	407.5
자산총계	32,216.0	45,418.4	61,272.6	70,976.5	86,127.2
유동부채	4,160.8	8,116.1	8,136.2	7,239.5	9,937.0
매입채무	696.1	758.6	933.1	832.0	985.1
단기차입금	0.0	192.7	871.0	871.0	871.0
유동성장기부채	704.9	581.1	714.8	637.3	754.6
비유동부채	4,031.6	3,481.4	3,420.1	3,050.3	2,764.5
사채	1,535.4	1,317.2	1,148.8	1,027.9	927.9
장기차입금	2,095.7	2,080.3	2,173.5	1,934.0	1,734.0
부채총계	8,192.5	11,597.5	11,556.2	10,289.8	12,701.5
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	-265.8	-265.8	-265.8
이익잉여금	17,066.6	27,287.3	42,945.2	53,915.6	66,654.6
비지배주주지분	6.6	5.6	6.0	6.0	6.0
자본총계	24,023.5	33,820.9	49,716.3	60,686.7	73,425.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	5,548.9	14,690.6	22,859.6	21,638.1	22,843.3
당기순이익(손실)	2,960.5	10,642.2	16,388.4	12,559.7	14,322.4
유형자산감가상각비	4,133.9	4,618.9	6,100.0	7,500.0	8,500.0
무형자산상각비	322.6	407.4	587.1	541.1	613.3
운전자본의 증감	-1,459.0	-3,190.1	-846.7	1,202.3	-971.2
투자활동 현금흐름	-6,230.5	-11,919.2	-18,944.9	-17,778.4	-17,378.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-5,956.4	-9,128.3	-16,500.0	-14,500.0	-12,500.0
투자자산의 감소(증가)	-19.1	-137.5	-0.1	0.4	0.4
재무활동 현금흐름	116.9	-351.9	-1,833.7	-2,027.2	-1,766.2
차입금증감	469.8	71.7	609.4	-437.8	-182.8
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-561.9	2,336.2	2,105.1	1,832.5	3,698.7
기초현금	1,175.7	613.8	2,950.0	5,055.1	6,887.6
기말현금	613.8	2,950.0	5,055.1	6,887.6	10,586.3

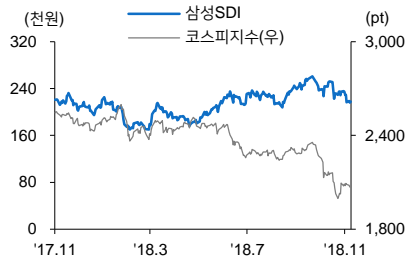
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	23,624	41,359	57,160	52,589	59,688
EPS(지배주주)	4,057	14,617	22,512	17,253	19,674
CFPS	-772	3,209	2,892	2,517	5,081
EBITDAPS	10,622	25,752	39,639	34,615	39,552
BPS	32,990	46,449	68,283	83,352	100,851
DPS	600	1,000	2,251	2,243	2,951
배당수익률(%)	0.9	1.4	3.2	3.2	4.2
Valuation(Multiple)					
PER	8.4	4.8	3.1	4.1	3.6
PCR	N/A	21.9	24.3	28.0	13.9
PSR	1.4	1.7	1.2	1.3	1.2
PBR	1.0	1.5	1.0	0.8	0.7
EBITDA	7,733.2	18,747.6	28,857.6	25,199.8	28,793.8
EV/EBITDA	3.2	2.5	1.7	1.7	1.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.3	31.5	39.2	22.8	21.4
EBITDA이익률	34.7	80.4	68.9	46.5	53.1
부채비율	34.1	34.3	23.2	17.0	17.3
금융비용부담률	0.5	0.2	0.1	0.2	0.3
이자보상배율(x)	27.3	110.7	249.4	199.8	243.2
매출채권회전율(x)	5.8	6.8	6.7	5.9	6.5
재고자산회전율(x)	5.5	5.4	5.2	5.6	6.1

Trading Buy

적정주가 (12개월)	276,000원
현재주가 (11.14)	217,500원
상승여력	26.9%
KOSPI	2,068.05pt
시가총액	149,563억원
발행주식수	6,876만주
유동주식비율	74.48%
외국인비중	38.55%
52주 최고/최저가	261,000원/170,000원
평균거래대금	881.9억원
주요주주(%)	
삼성전자 외 7인	20.68
국민연금	12.21

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.9	8.8	1.6
상대주가	-6.8	30.2	24.2

주가그래프



고질적 감익 요인에서 벗어난 본업의 사업가치는 지속적으로 개선

- 과거 꾸준한 적자를 기록한 중대형전지는 외형성장과 함께 안정적 실적 흐름이 가능할 전망
- 동사의 사업구조는 중장기 관점에서 IT 기술 개발 로드맵과 궤를 같이한다는 판단
- 이는 1) 중대형 전지의 Top-line 확장 영역 2) 가전기기의 무선화, 3) 스마트폰 배터리 고밀도화, 4) 반도체 호황 및 폴더블 시대 재료 사업에 부합하기 때문

월등한 투자자산가치 및 전기차 관련 부가적인 모멘텀이 주요 Catalyst

- 삼성디스플레이 폴더블 패널 양산은 본격화 초기 단계 · 동사의 지분법 이익은 내년 추가 개선
- 1) 수주 목표, 수주잔고와 증설 계획의 구체화, 2) 원가 분석에 기반한 이익 전환 시점 공식화가 발생할 경우 동사의 Re-rating이 가능할 전망

작은 실적을 찍은 4Q18 실적 이후 다양한 모멘텀의 동시다발적 발생 예상

- 4Q18 영업이익은 2,364억원으로 스마트폰 수요 부진에 기반해 전분기 대비 소폭 감소
- 2019년 영업이익은 8,959억원으로 2017년 1,170억원, 2018년 7,016억원에서 크게 개선될 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	5,200.8	-926.3	219.4	3,191	307.1	155,925	68.2	1.4	-13.0	2.0	35.9
2017	6,321.6	116.9	657.2	9,557	199.5	163,708	22.8	1.3	20.3	5.8	37.5
2018E	9,390.7	701.6	727.3	10,576	10.7	174,576	20.6	1.2	10.0	6.3	59.0
2019E	11,077.0	895.9	1,017.1	14,790	39.8	188,128	14.7	1.2	5.7	8.2	77.3
2020E	11,728.6	975.3	1,242.8	18,073	22.2	204,359	12.0	1.2	3.7	9.2	90.4

삼성SDI - 분기실적 추정

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

삼성SDI 실적 전망

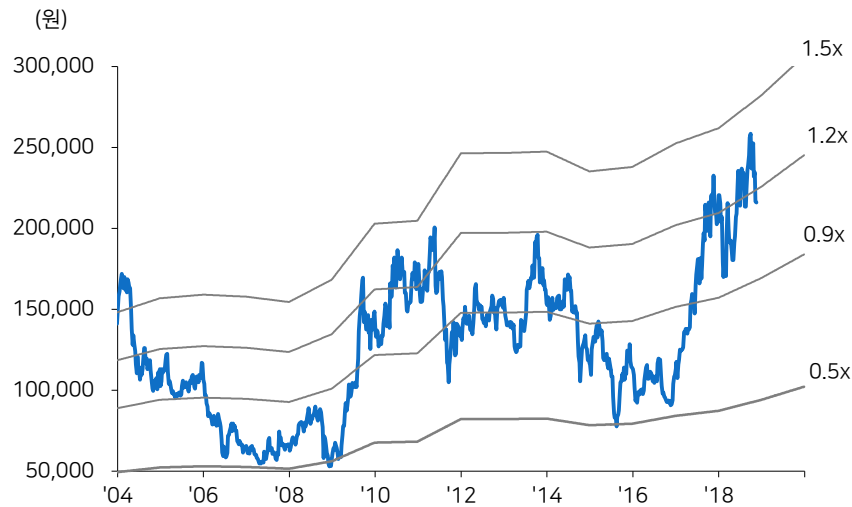
(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	1,305	1,453	1,708	1,854	1,905	2,244	2,520	2,722	2,573	2,758	2,867	2,879	6,321	9,391	11,077
에너지솔루션	823	988	1,168	1,319	1,417	1,727	1,922	2,135	2,043	2,130	2,253	2,263	4,297	7,202	8,690
소형전지	563	667	782	805	882	926	1,166	1,231	1,082	1,134	1,173	1,190	2,817	4,205	4,578
중대형전지(EV+ESS)	260	320	386	514	535	801	756	904	962	996	1,081	1,073	1,480	2,996	4,111
소재 사업부	480	465	538	533	488	514	598	587	530	628	613	617	2,017	2,187	2,387
영업이익	-67	6	60	119	72	152	242	236	162	201	268	264	117	702	896
영업이익률(%)	-5.2%	0.4%	3.5%	6.4%	3.8%	6.8%	9.6%	8.7%	6.3%	7.3%	9.3%	9.2%	1.9%	7.5%	8.1%
에너지솔루션	-118	-38	2	49	33	90	153	156	105	123	184	199	-105	432	610
소형전지	-25	19	63	77	79	90	169	166	107	119	175	164	134	505	565
중대형전지(EV+ESS)	-93	-57	-61	-28	-47	0	-16	-10	-2	4	9	34	-239	-73	45
소재 사업부	51	44	59	69	39	62	89	80	57	79	84	65	223	270	286
지분법이익	169	225	114	187	49	18	137	123	63	49	152	175	695	324	440
세전이익	84	232	175	333	198	141	306	350	210	241	415	442	824	995	1,307
세전이익률(%)	6.5%	15.9%	10.2%	18.0%	10.4%	6.3%	12.2%	12.8%	8.1%	8.7%	14.5%	15.4%	13.0%	10.6%	11.8%
순이익	82	187	135	240	160	105	214	273	163	192	332	354	657	727	1,017
순이익률(%)	6.3%	12.8%	7.9%	12.9%	8.4%	4.7%	8.5%	10.0%	6.4%	7.0%	11.6%	12.3%	10.4%	7.7%	9.2%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성SDI - Trading Buy, 적정주가 276,000원

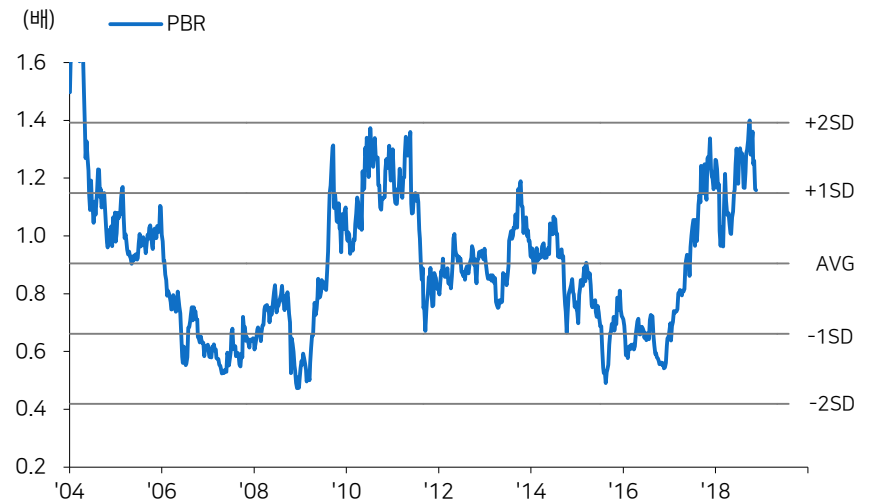
- 동사의 적정주가 276,000원은 당사 추정 18년-19년 평균 BVPS 1.52배에 기반함
- 부품주들에 대한 시장 관심이 저하된 상태에서 동사의 투자자산가치가 하방경직성을 부여
- 전기차 시장의 본격적 성장에 기반해, 1) 동사의 투자 및 수주 계획 공식화, 2) 중대형 배터리의 제도적/지정학적 리스크 제거 등이 주가 캐털리스트로 작용 가능

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	9,390.7	11,077.0	11,728.6
매출액증가율(%)	5.0	21.6	48.5	18.0	5.9
매출원가	4,450.2	5,152.5	7,281.7	8,535.9	9,014.1
매출총이익	750.6	1,169.1	2,108.9	2,541.1	2,714.5
판매비와관리비	1,676.9	1,052.2	1,406.3	1,645.2	1,739.2
영업이익	-926.3	116.9	701.6	895.9	975.3
영업이익률(%)	-17.8	1.8	7.5	8.1	8.3
금융손익	-127.4	13.2	-100.3	-28.6	27.5
충속/관계기업관련손익	245.2	695.4	323.6	440.0	581.5
기타영업외손익	117.8	708.6	291.9	411.4	609.0
세전계속사업이익	-820.7	824.1	994.7	1,307.3	1,584.2
법인세비용	57.8	180.9	242.8	265.7	316.8
당기순이익	211.1	643.2	751.9	1,041.7	1,267.4
지배주주지분 순이익	219.4	657.2	727.3	1,017.1	1,242.8
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,958.3	3,605.1	6,150.5	9,281.5	12,385.4
현금및현금성자산	1,011.7	1,209.0	2,662.9	5,600.1	8,559.1
매출채권	780.3	987.7	1,449.6	1,533.6	1,596.3
재고자산	729.1	966.6	1,418.6	1,500.8	1,562.2
비유동자산	10,942.0	12,146.4	13,307.0	14,071.3	14,815.0
유형자산	2,503.8	2,930.3	4,121.3	4,671.3	5,081.3
무형자산	941.7	897.4	821.5	538.4	247.8
투자자산	6,773.1	7,643.8	7,373.7	7,813.7	8,395.1
자산총계	14,900.3	15,751.5	19,457.5	23,352.8	27,200.4
유동부채	2,212.8	2,670.4	5,323.5	8,083.8	10,813.1
매입채무	341.8	461.3	677.0	716.2	745.5
단기차입금	184.0	879.5	1,136.2	1,146.2	1,156.2
유동성장기부채	199.9	311.2	456.7	483.2	503.0
비유동부채	1,723.4	1,629.1	1,893.7	2,096.7	2,098.9
사채	299.3	99.8	100.0	100.0	100.0
장기차입금	267.3	245.5	517.4	717.4	717.4
부채총계	3,936.2	4,299.5	7,217.2	10,180.5	12,912.0
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	303.0	303.0	303.0
이익잉여금	4,994.7	5,600.6	6,650.6	7,582.5	8,698.6
비지배주주지분	242.0	194.7	235.7	235.7	235.7
자본총계	10,964.1	11,452.0	12,240.4	13,172.3	14,288.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-1,309.5	-250.1	1,374.2	2,113.7	2,383.7
당기순이익(손실)	211.1	643.2	751.9	1,041.7	1,267.4
유형자산감가상각비	360.5	369.3	515.0	850.0	990.0
무형자산상각비	94.5	90.6	109.3	128.3	135.8
운전자본의 증감	-1,412.9	-841.3	-241.3	-128.3	-95.9
투자활동 현금흐름	1,854.3	89.3	-85.0	787.2	787.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-832.6	-991.5	-1,710.0	-1,400.0	-1,400.0
투자자산의 감소(증가)	3.8	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-818.7	353.4	582.4	36.3	-211.9
차입금증감	-540.7	513.8	742.2	236.4	29.8
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-276.3	197.3	1,889.3	2,937.2	2,959.0
기초현금	1,288.0	1,011.7	1,209.0	3,098.3	6,035.5
기말현금	1,011.7	1,209.0	3,098.3	6,035.5	8,994.5
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	75,632	91,931	136,563	161,086	170,562
EPS(지배주주)	3,191	9,557	10,576	14,790	18,073
CFPS	-4,018	2,869	27,475	42,714	43,031
EBITDAPS	-6,854	8,388	19,282	27,256	30,555
BPS	155,925	163,708	174,576	188,128	204,359
DPS	1,000	1,000	1,586	2,219	2,711
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.7	1.0	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	68.2	22.8	20.6	14.7	12.0
PCR	N/A	75.8	7.9	5.1	5.1
PSR	2.9	2.4	1.6	1.4	1.3
PBR	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
EBITDA	-471	577	1,326	1,874	2,101
EV/EBITDA	-13.0	20.3	10.0	5.7	3.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.0	5.8	6.3	8.2	9.2
EBITDA이익률	-582.0	1,245.9	76.4	63.6	62.5
부채비율	35.9	37.5	59.0	77.3	90.4
금융비용부담률	0.0	0.1	0.3	-0.1	-0.6
이자보상배율(x)	-26.4	5.1	15.1	14.8	15.6
매출채권회전율(x)	6.1	7.2	7.7	7.4	7.5
재고자산회전율(x)	6.0	6.1	6.1	5.8	5.9

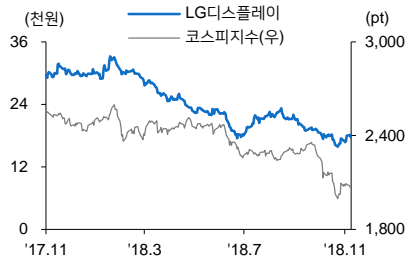
Buy

적정주가 (12개월)	23,000원
현재주가 (11.14)	17,650원
상승여력	30.3%
KOSPI	2,068.05pt
시가총액	63,154억원
발행주식수	35,782만주
유동주식비율	62.08%
외국인비중	23.11%
52주 최고/최저가	33,250원/15,850원
평균거래대금	415.1억원

주요주주(%)	
LG전자 외 4 인	37.92
국민연금	8.18

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.3	-24.2	-39.8
상대주가	1.1	-9.3	-26.4

주가그래프



소폭 흑자전환에 성공한 3Q18 실적, 4Q18에도 완만한 실적 개선 가능하나...

- 4Q18 영업이익은 2,070억원으로 전분기 대비 소폭 개선될 전망이나 이후 감익 추세로 전환될 전망
- LCD 패널가는 1Q19까지 점진 하락할 전망. BOE는 65인치 패널 판가 인하로 점유율 확대를 모색할 전망

... 타인의 손에 쥐어진 회복의 열쇠

- 업황 부진 타개를 위해서는 선두업체들의 동시적 가동율 조절 또는 Capa 감축이 필수적. 동사 역시 TV 패널 Capa의 OLED 전환이 필요해 보이나, LCD 패널의 안정화는 목표이며 전제조건이기에 도출이 어려움
- POLED의 경우 1) 구체적 주문, 2) 수율 안정화, 3) 수익성 구축력이 담보되어야 안정적 실적 개선이 가능

본격적 주가 반등 선결과제는 TV패널가 회복과 POLED

- TV OLED 경쟁력과 POLED 기반 장기 성장성에 기반해 투자 의견 Buy와 적정주가 23,000원 유지
- 중장기적 우려 요인인 1) LCD 패널가 반등세 지속력, 2) POLED 경쟁력 회복, 3) TV OLED 수익성 본격 기여 이전까지는 큰 그림에서 PBR 0.5x-0.6x 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	6.2	0.8	2.4	12.5	94.6
2018E	24,232.0	20.5	-223.0	-623	-112.4	39,378	-28.3	0.4	3.4	-1.6	126.9
2019E	24,861.0	180.2	71.3	199	-132.0	39,569	88.6	0.4	2.9	0.5	143.8
2020E	25,228.5	273.5	134.0	375	88.0	39,946	47.1	0.4	2.8	0.9	159.1

LG디스플레이 - 꺼지지 않는 전방 시장의 성장 둔화 우려

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

LG 디스플레이 실적 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
환율전망 (원)	1,072	1,079	1,122	1,100	1,075	1,075	1,075	1,075	1,130	1,093	1,075
매출액	5,675	5,611	6,103	6,843	6,165	6,108	6,179	6,409	27,790.2	24,232.0	24,861.0
% YoY	-19.7%	-15.3%	-12.5%	-4.0%	8.6%	8.9%	1.3%	-6.3%	4.9%	-12.8%	2.6%
% QoQ	-20.4%	-1.1%	8.8%	12.1%	-9.9%	-0.9%	1.2%	3.7%			
투입면적 ('000 m ²)	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 ²)	10,084	10,385	10,876	11,192	10,860	10,708	10,941	10,911	41,622	42,537	43,419
% YoY	0.1%	1.6%	5.7%	1.4%	7.7%	3.1%	0.6%	-2.5%	1.3%	2.2%	2.1%
% QoQ	-8.7%	3.0%	4.7%	2.9%	-3.0%	-1.4%	2.2%	-0.3%			
평균단가(달러)	522	501	500	556	528	531	525	546	593	520	533
% YoY	-14.1%	-12.8%	-16.5%	-5.6%	1.1%	5.9%	5.0%	-1.7%	6.5%	-12.3%	2.5%
% QoQ	-11.3%	-4.1%	-0.1%	11.1%	-5.0%	0.5%	-1.0%	4.0%			
매출총이익	542	467	889	1,021	740	813	657	964	5,365.6	2,919.1	3,174.2
매출총이익률 (%)	9.6%	8.3%	14.6%	14.9%	12.0%	13.3%	10.6%	15.0%	19.3%	12.0%	12.8%
영업이익	-98	-228	140	207	3	72	-89	194	2,461.6	20.5	180.2
영업이익률 (%)	-1.7%	-4.1%	2.3%	3.0%	0.0%	1.2%	-1.4%	3.0%	8.9%	0.1%	0.7%
경상이익	-96	-340	110	154	-14	57	-105	175	2,332.6	-171.4	111.9
경상이익률 (%)	-1.7%	-6.1%	1.8%	2.3%	-0.2%	0.9%	-1.7%	2.7%	8.4%	-0.7%	0.5%
당기순이익	-49	-301	18	123	-12	44	-82	136	1,802.8	-223.0	71.3
순이익률 (%)	-0.9%	-5.4%	0.3%	1.8%	-0.2%	0.7%	-1.3%	2.1%	7.0%	-0.9%	0.3%
EPS (원)	-166	-831	48	326	-64	133	-232	362	5,038	-623	199

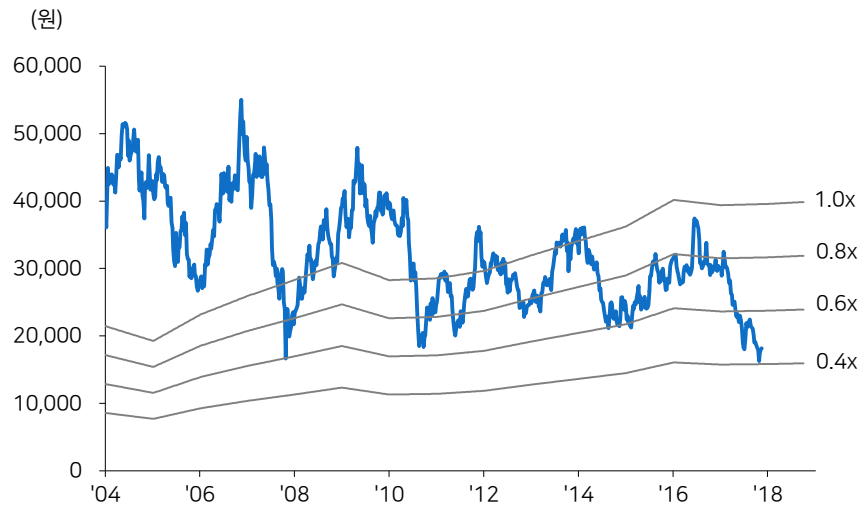
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

LG디스플레이 - Buy, 적정주가 23,000원

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_ 맹점 속 징후

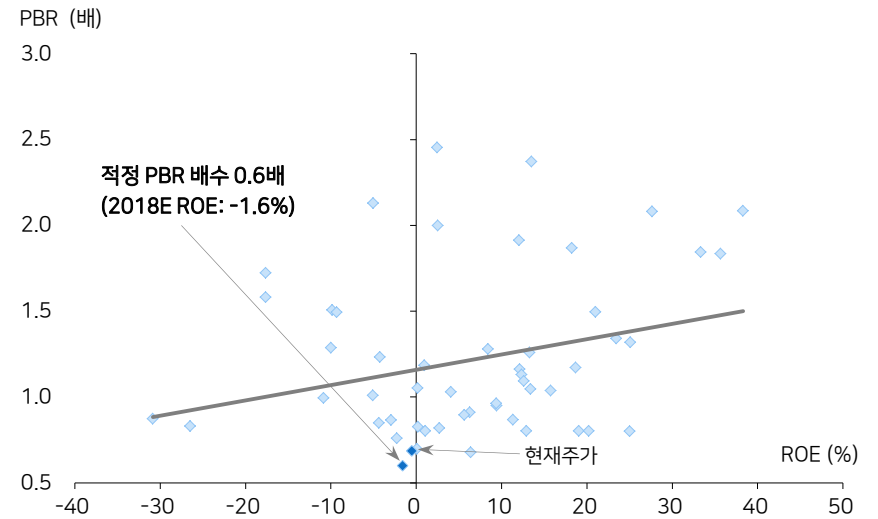
- 동사의 적정주가 23,000원은 당사 추정 18년-19년 평균 BVPS 0.6배에 기반함
- 경쟁사의 신규 10세대 양산라인에 대한 불확실성이 여전히 투자심리에 부정적으로 작용하고 있으며, 중국 업체는 보조금과 무관하게 점유율 확대를 추구할 전망
- 주가의 상승 모멘텀은 1) LCD 패널가 하락세의 안정화, 2) POLED 수율회복 및 추가 고객과의 파트너쉽 공식화, 3) 지속적인 OLED TV의 수익성 개선 시현

PBR 밴드 차트 (12개월 Rolling forward)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

LG디스플레이 과거 PBR/ROE vs 적정주가 23,000원



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

LG디스플레이 (034220)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	26,504.1	27,790.2	24,232.0	24,861.0	25,228.5
매출액증가율(%)	-6.6	4.9	-12.8	2.6	1.5
매출원가	22,754.3	22,424.6	21,312.9	21,686.9	21,915.2
매출총이익	3,749.8	5,365.6	2,919.1	3,174.2	3,313.3
판매비와관리비	2,438.4	2,903.9	2,898.8	2,993.9	3,039.8
영업이익	1,311.4	2,461.6	20.5	180.2	273.5
영업이익률(%)	4.9	8.9	0.1	0.7	1.1
금융손익	123.0	-148.8	-138.4	-75.1	-89.2
충속/관계기업관련손익	8.3	9.6	2.2	6.8	6.8
기타영업외손익	131.3	-139.2	-191.9	-68.3	-82.4
세전계속사업이익	1,316.2	2,332.6	-171.4	111.9	191.1
법인세비용	384.7	395.6	36.5	25.6	42.0
당기순이익	931.5	1,937.0	-208.0	86.3	149.0
지배주주지분 순이익	906.7	1,802.8	-223.0	71.3	134.0

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	10,484.2	10,473.7	8,923.6	8,637.5	8,609.6
현금및현금성자산	1,558.7	2,602.6	1,758.5	1,904.5	1,818.6
매출채권	4,958.0	4,325.2	4,153.5	3,889.8	3,925.1
재고자산	2,287.8	2,350.1	2,256.8	2,113.5	2,132.7
비유동자산	14,400.2	18,686.0	24,375.1	27,299.7	29,937.4
유형자산	12,031.4	16,202.0	21,873.0	24,973.0	27,693.0
무형자산	894.9	912.8	980.7	886.6	785.6
투자자산	180.7	127.6	135.1	141.9	148.7
자산총계	24,884.4	29,159.7	33,298.7	35,937.3	38,547.0
유동부채	7,058.2	8,978.7	10,678.8	11,369.3	12,843.5
매입채무	2,877.3	2,875.1	2,761.0	2,585.7	2,609.2
단기차입금	113.2	0.0	0.0	10.0	20.0
유동성장기부채	554.7	1,452.9	2,395.2	2,243.1	2,263.5
비유동부채	4,363.7	5,199.5	7,945.6	9,825.2	10,826.0
사채	1,511.1	1,506.0	2,718.3	3,668.8	4,668.8
장기차입금	2,599.8	2,644.2	3,582.4	4,517.3	4,517.3
부채총계	11,421.9	14,178.2	18,624.4	21,194.5	23,669.5
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	-88.5	-288.3	-169.8	-169.8	-169.8
이익잉여금	9,004.3	10,621.6	10,219.6	10,288.0	10,422.8
비지배주주지분	506.4	608.0	584.3	584.3	584.3
자본총계	13,462.4	14,981.5	14,674.3	14,742.7	14,877.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	3,640.9	6,764.2	4,789.0	6,397.0	6,874.5
당기순이익(손실)	931.5	1,937.1	-208.0	86.3	149.0
유형자산감가상각비	2,643.4	2,791.9	3,300.0	4,400.0	4,780.0
무형자산상각비	378.1	422.7	426.3	439.8	446.5
운전자본의 증감	-847.2	1,442.4	1,226.8	1,500.0	1,513.6
투자활동 현금흐름	-3,189.2	-6,481.1	-8,484.4	-7,974.8	-7,974.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,735.9	-6,592.4	-8,500.0	-7,500.0	-7,500.0
투자자산의 감소(증가)	607.9	384.5	387.6	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	307.9	862.2	2,782.7	1,723.8	1,014.4
차입금증감	504.0	1,042.8	2,963.3	1,743.4	1,030.4
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	807.0	1,043.9	-844.1	146.0	-85.9
기초현금	751.7	1,558.7	2,602.6	1,758.5	1,904.5
기말현금	1,558.7	2,602.6	1,758.5	1,904.5	1,818.6

Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	74,072	77,666	67,722	69,480	70,507
EPS(지배주주)	2,534	5,038	-623	199	375
CFPS	2,255	2,917	-2,359	408	-240
EBITDAPS	12,109	15,863	10,471	14,030	15,371
BPS	36,209	40,170	39,378	39,569	39,946
DPS	500	500	50	40	75
배당수익률(%)	2.8	2.8	0.3	0.2	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	10.6	6.2	-28.3	88.6	47.1
PCR	11.9	10.7	-7.5	43.3	-73.5
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.8	0.4	0.4	0.4
EBITDA	4,333	5,676	3,747	5,020	5,500
EV/EBITDA	2.7	2.4	3.4	2.9	2.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.0	12.5	-1.6	0.5	0.9
EBITDA이익률	19.4	36.0	-4.7	1.6	2.5
부채비율	84.8	94.6	126.9	143.8	159.1
금융비용부담률	0.3	0.1	0.1	0.3	0.3
이자보상배율(x)	11.6	27.2	0.2	1.5	1.9
매출채권회전율(x)	5.9	6.0	5.7	6.2	6.5
재고자산회전율(x)	9.8	9.7	9.3	9.9	10.3

Buy

적정주가 (12개월)	220,000원
현재주가 (11.14)	165,000원
상승여력	33.3%
KOSDAQ	671.56pt
시가총액	17,404억원
발행주식수	1,055만주
유동주식비율	40.84%
외국인비중	12.30%
52주 최고/최저가	208,700원/137,100원
평균거래대금	80.9억원
주요주주(%)	
SK 외 1인	49.11

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.9	7.1	-19.3
상대주가	-2.9	37.0	-9.1

주가그래프



특수 가스 시장의 구조적 성장과 자회사를 통한 신제품 기여의 본격화

- 상반기 부진했던 NF3는 판가 안정화 구간에 진입하며 동사에 안정적 이익 흐름을 기여할 전망
- 진입장벽이 구축되어있는 특수가스 시장 내 신규 사업 진출하며 견조한 성장 전략 구축

전방시장의 투자 지연 불구 실적은 성장 궤도로 회복

- 메모리 반도체 고점 우려에 고객사들의 신규 Capa 투자는 다소 지연되는 상황이며, 투자자들은 장비, 소재 등 서플라이체인의 실적 성장을 우려하는 상황
- 하지만 안정적 흐름으로 회복한 NF3 판가에 기반해 동사 실적은 견조한 성장이 가능할 전망
- 무수불산 등 원재료가 상승 우려 불구 동사는 원가 측면의 위험요인을 공급사 다변화를 통해 추구하는 중

투자의견 Buy 및 적정주가 220,000원 유지 · 제품 포트폴리오 확대를 통한 장기 성장 스토리

- 안정적인 실적 흐름이 담보된 기존 사업들 외에 다수의 JV를 통한 신사업 진출 효과가 2019년부터 본격화되며 영업이익은 올해 1,808억원에서 내년 2,413억원으로 성장할 전망
- 적정주가 220,000원은 18E-19E 평균 EPS에 15.9배 적용한 수준 (과거 Mid-to-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	16.0	4.1	7.5	25.8	106.6
2017	512.3	147.7	101.9	9,661	-6.3	36,567	17.1	4.5	11.0	26.4	174.0
2018E	680.3	180.8	116.3	11,785	22.0	52,698	14.0	3.1	7.8	24.7	156.7
2019E	823.7	241.3	165.8	16,796	42.5	64,869	9.8	2.5	5.7	26.7	143.0
2020E	916.3	269.4	188.7	19,114.8	13.8	78,480.0	8.6	2.1	4.9	25.0	131.5

SK머티리얼즈 - 분기실적 추정

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

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	142.3	157.5	186.0	194.4	192.7	200.8	212.0	218.2	512.3	680.3	823.7
NF3	69.4	70.6	71.1	77.5	79.5	85.4	94.3	98.1	99.0	100.8	102.3	104.3	288.6	357.2	406.4
SiH4	5.2	5.4	5.5	5.6	5.3	5.7	6.3	6.2	6.0	6.2	6.4	6.4	21.7	23.5	25.1
기타	21.5	23.6	27.2	30.4	30.7	32.9	33.9	35.6	35.9	38.1	41.5	43.6	102.7	133.0	159.0
SK Air Gas	20.4	21.6	21.8	22.7	23.0	26.6	30.1	31.6	30.6	33.1	36.4	36.7	86.4	111.3	136.8
SK Tri Chem	0.0	1.0	2.5	2.0	2.1	5.1	19.5	21.0	18.9	20.4	22.9	24.6	5.5	47.7	86.8
영업이익	33.1	37.8	40.2	36.5	33.8	40.8	51.2	55.0	55.1	60.1	63.5	62.6	147.7	180.8	241.3
영업이익률(%)	28%	30%	31%	26%	24%	26%	28%	28%	29%	30%	30%	29%	29%	27%	29%
NF3	25.1	26.1	26.8	23.4	21.7	24.2	28.9	32.4	32.9	35.7	36.2	35.8	101.3	107.3	140.5
SiH4	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.5	0.8	0.8
기타	4.1	5.4	6.2	6.8	6.5	7.6	7.4	7.8	8.1	8.8	9.5	9.6	22.6	29.3	36.0
순이익	21.8	26.4	28.1	27.8	22.8	26.2	34.5	37.6	40.0	41.7	45.2	43.7	104.1	121.1	170.6
순이익률(%)	19%	21%	21%	20%	16%	17%	19%	19%	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	680.3	823.7	916.3
매출액증가율(%)	36.5	11.0	32.8	21.1	11.2
매출원가	268.7	314.7	425.3	492.5	546.9
매출총이익	192.7	197.6	255.0	331.2	369.3
판매비와관리비	38.7	49.9	74.3	89.9	99.9
영업이익	154.1	147.7	180.8	241.3	269.4
영업이익률(%)	33.4	28.8	26.6	29.3	29.4
금융손익	-3.7	-11.5	-16.7	-14.5	-11.4
충속/관계기업관련손익	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.7	-11.6	-19.9	-14.5	-11.4
세전계속사업이익	140.3	134.5	160.8	226.8	258.0
법인세비용	29.9	30.5	39.7	56.2	64.5
당기순이익	110.4	104.0	121.1	170.6	193.5
지배주주지분 순이익	108.6	101.9	116.3	165.8	188.7

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	217.3	201.8	462.0	606.8	770.6
현금및현금성자산	60.3	18.7	197.1	320.9	460.3
매출채권	72.1	82.7	114.7	128.7	144.8
재고자산	74.3	86.2	119.6	124.2	129.7
비유동자산	685.8	916.2	1,051.0	1,137.3	1,223.8
유형자산	661.5	885.1	1,009.3	1,079.3	1,149.3
무형자산	6.9	6.6	21.1	35.1	48.9
투자자산	0.1	10.8	1.6	1.6	1.6
자산총계	903.1	1,118.0	1,513.0	1,744.2	1,994.4
유동부채	283.6	336.5	410.6	513.2	619.6
매입채무	21.9	26.7	37.0	41.6	46.8
단기차입금	51.3	148.8	99.8	99.8	99.8
유동성장기부채	115.9	30.5	42.3	47.5	53.4
비유동부채	182.4	373.3	512.9	513.1	513.4
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	923.5	1,026.3	1,133.0
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	493.1	621.5	765.1
비지배주주지분	15.8	22.4	33.6	33.6	33.6
자본총계	437.1	408.1	589.4	717.8	861.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	207.9	136.7	306.5	332.2	354.7
당기순이익(손실)	110.5	104.1	121.1	170.6	193.5
유형자산감가상각비	66.7	74.1	91.0	110.0	110.0
무형자산상각비	0.8	1.0	1.6	2.0	2.2
운전자본의 증감	17.0	-45.8	53.9	-1.6	-2.1
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	63.9	-37.1	-44.0
차입금증감	46.9	219.4	101.3	5.2	5.9
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	18.8	-41.6	178.5	123.8	139.4
기초현금	41.4	60.3	18.7	197.2	321.0
기말현금	60.3	18.7	197.2	321.0	460.4

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	43,744	48,570	64,494	78,095	86,869
EPS(지배주주)	10,306	9,661	11,785	16,796	19,115
CFPS	1,782	-3,944	16,924	11,741	13,216
EBITDAPS	21,009	21,123	25,921	33,496	36,179
BPS	39,942	36,567	52,698	64,869	78,480
DPS	3,550	3,550	4,000	4,716	5,367
배당수익률(%)	2.2	2.2	2.4	2.9	3.3
Valuation(Multiple)					
PER	16.0	17.1	14.0	9.8	8.6
PCR	92.6	-41.8	9.7	14.1	12.5
PSR	3.8	3.4	2.6	2.1	1.9
PBR	4.1	4.5	3.1	2.5	2.1
EBITDA	222	223	273	353	382
EV/EBITDA	7.5	11.0	7.8	5.7	4.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	25.8	26.4	24.7	26.7	25.0
EBITDA이익률	55.7	45.9	46.9	52.9	51.4
부채비율	106.6	174.0	156.7	143.0	131.5
금융비용부담률	1.8	2.4	2.7	2.0	1.4
이자보상배율(x)	15.4	11.4	9.5	11.6	12.8
매출채권회전율(x)	7.3	6.6	6.9	6.8	6.7
재고자산회전율(x)	4.1	3.9	4.1	4.0	4.3

AP시스템(265520) 정체된 전방 시장 불구 숨겨진 한방

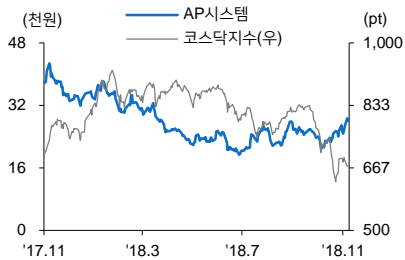
Analyst 김선우 02. 6098-6688
sunwoo.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	38,000원
현재주가 (11.14)	27,950원
상승여력	36.0%
KOSDAQ	671.56pt
시가총액	3,941억원
발행주식수	1,410만주
유동주식비율	75.91%
외국인비중	8.26%
52주 최고/최저가	42,350원/19,350원
평균거래대금	101.1억원
주요주주(%)	
APS홀딩스 외 3 인	23.31

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	29.4	14.1	-34.0
상대주가	40.9	45.9	-25.7

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 38,000원

- 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 2018년말~2019년초로 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	16.7	3.6	19.2	21.3	423.0
2018E	784.5	60.2	42.8	3,078	84.3	9,061	9.1	3.1	3.4	39.7	416.1
2019E	804.4	65.2	54.9	3,952	28.4	13,013	7.1	2.1	-0.7	35.8	432.9
2020E	888.6	82.1	78.2	5,629	42.4	18,641	5.0	1.5	-3.9	35.6	409.0

AP시스템 - 분기실적 추정

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

AP시스템 실적 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	126.4	384.3	245.4	206.4	147.3	185.2	219.5	232.5	154.6	191.0	221.7	237.2	962.4	784.5	804.4
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	197.5	209.3	131.4	160.4	199.5	213.4	1,623.8	684.7	704.8
기타	0.7	117.3	121.5	-62.6	21.6	16.0	11.4	12.4	13.5	20.4	11.6	12.9	219.1	61.4	58.3
영업이익	12.6	29.7	2.1	-18.3	10.6	9.2	19.2	21.2	12.6	11.4	21.7	19.4	26.2	60.2	65.2
영업이익률(%)	10.0%	7.7%	0.9%	-8.9%	7.2%	5.0%	8.8%	9.1%	-40.3%	-9.4%	89.3%	-10.2%	2.7%	7.7%	8.1%
세전이익	12.0	30.5	1.3	-17.4	8.2	4.1	18.5	23.5	15.8	6.2	25.7	25.5	26.3	54.3	73.2
세전이익률(%)	9.5%	7.9%	0.5%	-8.4%	5.5%	2.2%	8.4%	10.1%	10.2%	3.3%	11.6%	10.8%	2.7%	6.9%	9.1%
순이익	9.2	23.2	0.6	-13.8	8.2	3.9	13.0	17.6	11.8	4.7	19.3	19.1	19.1	42.8	54.9
순이익률(%)	7.3%	6.0%	0.2%	-6.7%	5.6%	2.1%	5.9%	7.6%	7.7%	2.4%	8.7%	8.1%	2.0%	5.5%	6.8%

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	784.5	804.4	888.6	
매출액증가율(%)	73.4	-18.5	2.5	10.5	
매출원가	900.3	667.5	682.0	743.5	
매출총이익	62.1	117.0	122.4	145.1	
판매비와관리비	35.9	56.8	57.2	63.0	
영업이익	26.2	60.2	65.2	82.1	
영업이익률(%)	2.7	7.7	8.1	9.2	
금융손익	-2.1	-4.7	8.1	22.2	
총속/관계기업관련손익	0.0	-0.5	0.0	0.0	
기타영업외손익	-2.1	-5.9	8.1	22.2	
세전계속사업이익	26.3	54.3	73.2	104.3	
법인세비용	7.2	11.5	18.3	26.1	
당기순이익	19.1	42.8	54.9	78.2	
지배주주지분 순이익	19.1	42.8	54.9	78.2	

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	324.5	504.0	813.0	1,161.4	
현금및현금성자산	62.7	245.1	548.9	866.0	
매출채권	166.4	187.5	191.2	214.2	
재고자산	52.4	59.1	60.2	67.5	
비유동자산	143.6	146.0	150.9	157.5	
유형자산	109.6	106.1	103.1	101.1	
무형자산	23.9	21.2	17.4	13.1	
투자자산	0.0	7.3	18.8	30.3	
자산총계	468.0	650.0	963.9	1,318.9	
유동부채	342.5	497.2	756.1	1,032.6	
매입채무	124.2	139.9	142.7	159.8	
단기차입금	121.3	151.6	141.6	131.6	
유동성장기부채	5.2	5.9	6.0	6.7	
비유동부채	36.0	26.9	26.9	27.2	
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	
장기차입금	22.3	18.6	18.6	18.6	
부채총계	378.5	524.1	783.0	1,059.8	
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	56.5	111.4	189.6	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	89.5	125.9	180.9	259.1	

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	55.7	155.0	347.0	360.6	
당기순이익(손실)	19.1	42.8	54.9	78.2	
유형자산감가상각비	5.9	12.0	12.0	12.0	
무형자산상각비	2.3	4.0	4.1	4.6	
운전자본의 증감	9.5	-42.3	-2.2	-13.2	
투자활동 현금흐름	-46.7	5.8	-33.4	-34.4	
유형자산의 증가(CAPEX)	-8.1	-9.0	-9.0	-10.0	
투자자산의 감소(증가)	-33.2	20.7	-11.5	-11.5	
재무활동 현금흐름	45.3	21.2	-9.8	-9.2	
차입금증감	45.2	21.1	-9.9	-9.3	
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	
현금의증가(감소)	52.9	182.4	303.8	317.1	
기초현금	9.8	62.7	245.1	548.9	
기말현금	62.7	245.1	548.9	866.0	

Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS		69,243	56,439	57,874	63,932
EPS(지배주주)		1,670	3,078	3,952	5,629
CFPS		3,808	13,122	21,859	22,813
EBITDAPS		2,471	5,483	5,848	7,097
BPS		7,825	9,061	13,013	18,641
DPS		0	0	0	0
배당수익률(%)		0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER		16.7	9.1	7.1	5.0
PCR		7.3	2.1	1.3	1.2
PSR		0.4	0.5	0.5	0.4
PBR		3.6	3.1	2.1	1.5
EBITDA		34.4	76.2	81.3	98.6
EV/EBITDA		19.2	3.4	-0.7	-3.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)		21.3	39.7	35.8	35.6
EBITDA이익률		49.8	77.4	69.8	87.0
부채비율		423.0	416.1	432.9	409.0
금융비용부담률		0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)		9.0	15.0	3.8	2.5
매출채권회전율(x)		5.3	4.4	4.2	4.4
재고자산회전율(x)		21.7	12.0	11.4	11.6

에스에프에이(056190) 불확실한 업황 대비 꾸준한 실적

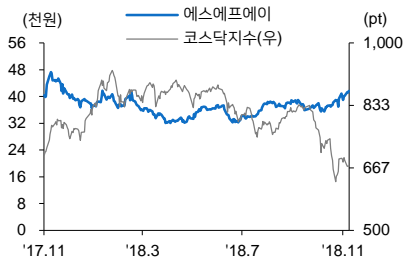
Analyst 김선우 02. 6098-6688
sunwoo.kim@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월)	47,000원
현재주가 (11.14)	41,650원
상승여력	12.8%
KOSDAQ	671.56pt
시가총액	14,956억원
발행주식수	3,591만주
유동주식비율	47.07%
외국인비중	29.04%
52주 최고/최저가	47,300원/32,050원
평균거래대금	51.9억원
주요주주(%)	
디아이홀딩스 외 4 인	36.15
삼성디스플레이	10.15

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.3	17.5	-10.5
상대주가	24.5	50.2	0.8

주가그래프



중국 전공정 장비 수주 모멘텀 유효하나 삼성디스플레이 신규 capa 증설 시기에는 불확실성 존재

- 독점적인 물류장비 공급으로 삼성디스플레이 capa 투자 시 대규모 수주 가능
- 삼성디스플레이의 A4 공장 (구 L7-1) 가동은 아직 요원한 상태이며, A5 건립은 장기화되는 중. 다만 QD-OLED 투자는 2Q19 구체화되며 3Q19 장비 입고될 가능성이 높은 상황임

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
- 오픈증착기 개발을 통해 삼성디스플레이의 QD-OLED 전환 라인 수주가 가능하다는 이는 긍정적 모멘텀
- 자회사 SFA반도체의 실적은 메모리 업황 호조에 기반해 안정적으로 개선 중

투자의견 Trading Buy 및 적정주가 47,000원 · 삼성디스플레이의 가동율 상승이 주가 상승 모멘텀

- 적정주가 47,000원은 2018E-19E 평균 BVPS 1.86배에 기반
- 삼성디스플레이의 A3 가동율 회복이 추가 수주의 Key이자 주가 상승 모멘텀이될 전망

(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	19.1	2.6	5.0	13.8	94.1
2017	1,920.4	236.1	196.9	5,484	151.7	21,646	7.6	1.9	2.9	25.3	83.9
2018E	1,538.1	210.6	149.5	4,164	-24.1	22,834	10.0	1.8	2.2	18.7	95.4
2019E	1,699.6	237.3	172.9	4,814	15.6	27,491	8.7	1.5	1.5	19.1	83.6
2020E	1,881.6	214.4	154.1	4,291	-10.9	30,928	9.7	1.3	1.4	14.7	77.3

에스에프에이 - 분기실적 추정

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

에스에프에이 실적 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	461.5	574.8	458.2	425.9	404.3	372.8	392.7	368.4	445.9	420.4	433.6	399.7	1,920.5	1,538.1	1,699.6
SFA(모회사)	308.0	431.5	316.8	257.4	259.5	235.5	231.7	209.4	290.8	271.1	261.5	227.5	1,313.7	936.1	1,050.8
공정장비	36.0	48.1	42.5	41.8	36.0	45.3	55.3	58.5	36.0	47.6	58.6	61.4	168.4	195.1	203.6
물류장비	272.0	383.4	274.3	215.6	223.5	190.2	176.4	150.9	254.8	223.5	202.9	166.0	1,145.3	741.0	847.2
SFA 반도체 (자회사)	115.8	109.0	107.1	117.6	103.0	104.3	111.3	107.0	113.3	114.7	122.4	117.7	449.5	425.6	468.1
기타	37.7	34.3	34.3	50.9	41.8	33.0	49.7	51.9	41.8	34.7	49.7	54.5	157.2	176.4	180.7
영업이익	44.4	78.1	62.6	50.8	51.4	60.6	56.9	41.6	58.0	65.3	64.6	49.5	236.1	210.6	237.3
영업이익률	9.6%	13.6%	13.7%	11.9%	12.7%	16.3%	14.5%	11.3%	13.0%	15.5%	14.9%	12.4%	12.3%	13.7%	14.0%
SFA (모회사)	35.7	65.3	52.6	38.3	40.6	46.5	43.3	30.6	46.8	50.1	48.6	38.9	191.9	161.0	184.5
SFA반도체 (자회사)	7.5	5.1	4.3	8.6	6.0	5.9	5.4	7.0	6.2	6.9	7.5	6.5	25.6	24.3	27.1
순이익	48.8	53.5	49.8	44.8	37.4	47.0	36.3	28.8	43.2	47.6	47.6	34.4	196.9	149.5	172.9
신규수주 (SFA)	651.0	207.2	291.5	142.5	296.4	114.6	158.8	441.4	321.8	123.5	173.6	771.3	1,292.2	1,011.1	1,390.2
수주잔고 (SFA)	1,066.0	841.7	816.4	701.5	738.4	617.5	544.6	776.5	807.5	659.9	572.1	1,115.9	701.5	776.5	1,115.9

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	1,538.1	1,699.6	1,881.6
매출액증가율(%)	150.9	45.5	-19.9	10.5	10.7
매출원가	1,126.1	1,595.3	1,239.5	1,364.5	1,558.9
매출총이익	193.6	325.1	298.6	335.1	322.8
판매비와관리비	72.8	89.0	88.1	97.8	108.4
영업이익	120.8	236.1	210.6	237.3	214.4
영업이익률(%)	9.2	12.3	13.7	14.0	11.4
금융손익	-19.5	37.0	2.6	2.6	4.8
총속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-19.5	37.0	1.2	2.6	4.8
세전계속사업이익	105.3	265.2	211.8	239.9	219.2
법인세비용	25.7	61.8	49.7	54.5	52.6
당기순이익	79.6	203.3	162.1	185.4	166.6
지배주주지분 순이익	78.2	196.9	149.5	172.9	154.1

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	823.7	1,133.1	1,272.3	1,447.6	1,580.2
현금및현금성자산	276.4	585.9	751.3	892.7	988.4
매출채권	149.2	165.2	142.9	155.0	168.3
재고자산	39.7	28.5	24.7	26.8	29.1
비유동자산	681.5	677.7	747.9	757.6	768.4
유형자산	497.6	503.7	493.6	493.6	493.6
무형자산	124.4	107.6	107.4	112.8	118.9
투자자산	8.4	7.8	96.2	96.2	96.2
자산총계	1,505.3	1,810.8	2,020.2	2,205.2	2,348.6
유동부채	457.2	540.9	732.5	749.6	768.8
매입채무	165.0	113.7	98.3	106.7	115.8
단기차입금	0.0	0.0	33.4	33.4	33.4
유동성장기부채	77.2	36.9	31.9	34.6	37.6
비유동부채	272.5	285.0	253.8	254.5	255.2
사채	21.8	20.3	20.3	20.3	20.3
장기차입금	186.3	192.2	189.3	189.3	189.3
부채총계	729.6	826.0	986.3	1,004.1	1,024.1
자본금	9.0	18.0	18.0	18.0	18.0
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	821.3	988.5	1,111.9
비지배주주지분	206.9	207.6	213.9	213.9	213.9
자본총계	775.6	984.9	1,033.9	1,201.1	1,324.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	164.5	376.6	377.3	204.7	183.7
당기순이익(손실)	79.6	203.3	162.1	185.4	166.6
유형자산감가상각비	73.6	73.8	82.0	90.0	90.0
무형자산상각비	0.0	0.0	-5.8	-6.4	-7.0
운전자본의 증감	-34.8	84.6	171.6	-22.3	-24.4
투자활동 현금흐름	-77.0	-52.9	-236.1	-90.8	-90.8
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
재무활동 현금흐름	-58.2	-6.0	21.8	27.5	2.7
차입금증감	-48.9	-29.4	23.5	2.7	3.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	29.4	309.5	165.4	141.5	95.6
기초현금	247.1	276.4	585.9	751.3	892.7
기말현금	276.4	585.9	751.3	892.7	988.4

Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	73,506	53,480	42,834	47,330	52,400
EPS(지배주주)	2,179	5,484	4,164	4,814	4,291
CFPS	1,635	8,618	4,607	3,939	2,663
EBITDAPS	10,828	8,629	7,988	8,937	8,281
BPS	15,838	21,646	22,834	27,491	30,928
DPS	1,120	1,245	1,041	1,204	1,073
배당수익률(%)	2.7	3.0	2.5	2.9	2.6
Valuation(Multiple)					
PER	19.1	7.6	10.0	8.7	9.7
PCR	N/A	4.8	9.0	10.6	15.6
PSR	0.6	0.8	1.0	0.9	0.8
PBR	2.6	1.9	1.8	1.5	1.3
EBITDA	194.4	309.8	286.8	320.9	297.4
EV/EBITDA	5.0	2.9	2.2	1.5	1.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.8	25.3	18.7	19.1	14.7
EBITDA이익률	59.4	78.1	50.1	56.9	49.8
부채비율	94.1	83.9	95.4	83.6	77.3
금융비용부담률	0.4	0.2	0.1	-0.2	-0.3
이자보상배율(x)	11.0	21.3	19.6	21.1	18.9
매출채권회전율(x)	10.1	12.2	10.0	11.4	11.6
재고자산회전율(x)	32.6	46.8	46.6	53.0	55.8

솔브레인(036830) 다양한 우려 속 안정적 실적 회복

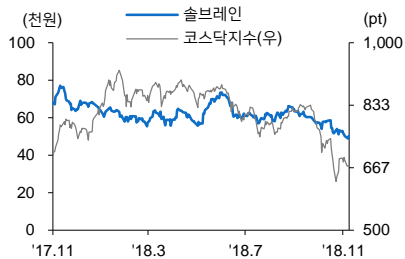
Analyst 김선우 02. 6098-6688
sunwoo.kim@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월)	62,000원
현재주가 (11.14)	50,200원
상승여력	23.5%
KOSDAQ	671.56pt
시가총액	8,734억원
발행주식수	1,740만주
유동주식비율	48.69%
외국인비중	27.46%
52주 최고/최저가	77,200원/48,850원
평균거래대금	35.8억원
주요주주(%)	
정지완 외 7인	43.48

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.0	-11.8	-32.3
상대주가	-5.2	12.8	-23.8

주가그래프



반도체 전방 수요 부진과 투자 지연 우려가 점증된 상황

- 반도체 업황 둔화 가능성과 업체들의 투자 지연 경험을 바탕으로 투자자 소재주 선호도는 높지 않음
- 고선택비 인산 등 동사의 사업 영역에 대한 경쟁사들의 신규 진입 우려로 주가는 크게 하락한 상황이나, 실질적 진입 시점은 2020년임에도 불구하고 동사 주가는 Peer 대비 크게 하락함

반도체 부문의 안정적 실적과 디스플레이 수익성 회복

- NAND 판가 하락 불구, 고객사의 소재 사용량은 계절적으로 회복되며 동사 실적 역시 꾸준히 개선
- 특히 상반기 우려요인이었던 Thin Glass는 중국 Mid-end 급 스마트폰의 OLED 채용량이 증가하며 물량 회복이 가시화되고 있는 중
- 동사의 올해 영업이익은 1,715억원으로 작년 1,060억원에서 크게 개선. 하지만 이는 내년 2019년 1,700억원으로 소폭 감소할 전망

투자의견 Trading Buy 및 적정주가 62,000원

- 본격적 주가 회복을 위해서는 NAND 업황 회복 및 투자사이클의 도래가 필요한 상황
- 적정주가 62,000원은 2018E-19E 평균 EPS에 8.4배 적용한 수준 (과거 완만한 실적 하락기)

(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	11.1	1.5	5.7	13.4	47.8
2017	775.6	105.7	41.2	2,467	-45.3	38,616	20.4	1.3	6.0	6.4	37.9
2018E	967.3	171.5	128.2	7,555	206.3	43,832	6.6	1.1	4.1	18.2	31.2
2019E	1,048.5	170.0	127.8	7,535	-0.3	50,362	6.7	1.0	3.6	15.6	26.6
2020E	1,112.9	178.2	125.6	7,220	-4.2	56,694	7.0	0.9	1.4	13.5	23.4

솔브레인 - 분기실적 추정

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 13
반도체/디스플레이_맹점 속 징후

솔브레인 실적 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	183.7	184.4	202.3	205.2	217.7	238.3	254.9	256.4	248.7	260.4	269.1	270.3	775.6	967.3	1,048.5
반도체	92.9	101.4	119.0	122.1	131.4	138.4	148.8	150.6	147.1	149.4	153.9	155.7	435.4	569.1	606.1
Ethcing	80.0	84.9	101.1	104.4	112.9	119.7	127.8	129.1	125.2	127.7	131.6	132.9	370.5	489.6	517.4
CVD precursor	3.7	7.0	8.4	7.9	7.9	7.7	9.0	9.2	9.2	8.9	9.2	9.4	27.0	33.8	36.7
CMP slurry	9.2	9.5	9.4	9.8	10.6	11.0	11.9	12.2	12.6	12.7	13.1	13.5	37.9	45.8	52.0
디스플레이	74.4	67.7	64.6	64.5	67.3	75.3	79.8	79.0	75.2	81.7	87.0	85.9	271.2	301.4	329.7
Etchant	11.4	12.3	13.0	12.7	12.1	13.1	13.9	14.6	13.1	13.1	14.0	14.7	49.4	53.6	54.9
Organic materials	20.7	19.7	20.1	19.0	18.0	19.5	19.5	19.9	18.8	19.0	19.0	19.3	79.5	76.9	76.1
Thin Glass & Others	42.3	35.7	31.5	32.8	37.2	42.7	46.4	44.6	43.2	49.6	54.0	51.8	142.3	170.9	198.7
이차전지	12.2	14.0	15.1	13.8	16.4	19.7	19.9	19.1	19.5	20.3	21.5	20.7	55.1	75.2	82.0
Electrolyte & Lead	12.2	14.0	15.1	13.8	16.4	19.7	19.9	19.1	19.5	20.3	21.5	20.7	55.1	75.2	82.0
기타	4.1	1.3	3.7	4.8	2.6	4.8	6.4	7.7	6.9	8.9	6.7	8.1	13.9	21.6	30.7
영업이익	26.3	24.6	29.6	25.2	37.9	43.2	46.8	43.6	38.6	41.5	46.3	43.7	105.7	171.5	170.0
순이익	11.5	14.1	12.8	2.8	36.8	23.1	33.0	35.4	26.6	33.5	32.7	35.0	41.2	128.2	127.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

솔브레인 (036830)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	722.5	775.6	967.3	1,048.5	1,112.9
매출액증가율(%)	15.1	7.3	24.7	8.4	6.1
매출원가	549.5	604.4	723.2	800.4	851.9
매출총이익	173.0	171.2	244.1	248.1	261.0
판매비와관리비	67.9	65.5	72.6	78.1	82.8
영업이익	105.1	105.7	171.5	170.0	178.2
영업이익률(%)	14.5	13.6	17.7	16.2	16.0
금융손익	-1.0	-18.4	11.9	12.8	13.6
총속/관계기업관련손익	-3.7	-6.7	-5.0	-8.0	-20.0
기타영업외손익	-4.7	-25.1	6.3	4.8	-6.4
세전계속사업이익	99.8	66.8	177.8	174.9	171.9
법인세비용	25.3	23.7	46.3	43.7	43.0
당기순이익	74.5	43.1	131.5	131.1	128.9
지배주주지분 순이익	74.8	41.2	128.2	127.8	125.6

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	292.2	377.5	486.0	611.8	747.3
현금및현금성자산	138.0	210.3	266.7	382.7	506.4
매출채권	72.8	74.2	92.7	97.8	103.8
재고자산	42.4	47.7	59.6	62.8	66.7
비유동자산	537.2	518.5	523.2	506.2	477.8
유형자산	327.8	309.2	296.5	284.5	272.5
무형자산	13.3	9.3	8.2	7.2	6.0
투자자산	137.6	141.4	145.3	137.3	117.3
자산총계	829.4	896.0	1,009.2	1,117.9	1,225.1
유동부채	242.6	232.8	226.7	211.8	198.8
매입채무	37.9	39.4	49.2	51.9	55.1
단기차입금	150.1	128.8	118.2	118.2	118.2
유동성장기부채	0.8	0.2	0.2	0.3	0.3
비유동부채	25.9	13.3	13.1	23.2	33.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	16.8	5.8	5.5	15.5	25.5
부채총계	268.4	246.1	239.8	234.9	232.0
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	1.3	1.3	1.3
이익잉여금	482.6	514.0	632.4	746.0	856.2
비지배주주지분	2.6	4.9	6.8	6.8	6.8
자본총계	561.0	649.9	769.4	883.0	993.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	141.9	112.7	182.6	168.1	177.0
당기순이익(손실)	74.5	43.1	131.5	131.1	128.9
유형자산감가상각비	47.7	49.4	55.0	55.0	55.0
무형자산상각비	1.4	1.5	1.7	1.8	2.0
운전자본의 증감	18.6	-12.6	19.5	-5.4	-6.5
투자활동 현금흐름	-76.9	-47.5	-108.6	-44.6	-44.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-53.9	-33.7	-45.0	-43.0	-43.0
투자자산의 감소(증가)	25.8	-9.8	-44.4	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-15.4	17.7	-24.6	-7.5	-8.7
차입금증감	-7.4	-28.0	-12.7	10.0	10.0
자본의증가	0.0	55.6	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	51.9	72.3	56.4	116.0	123.7
기초현금	86.1	138.0	210.3	266.7	382.7
기말현금	138.0	210.3	266.7	382.7	506.4

Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	43,621	46,436	55,598	60,264	63,967
EPS(지배주주)	4,510	2,467	7,555	7,535	7,220
CFPS	3,133	4,329	3,244	6,665	7,110
EBITDAPS	9,310	9,376	13,117	13,039	13,519
BPS	33,713	38,616	43,832	50,362	56,694
DPS	610	700	1,032	1,102	1,083
배당수익률(%)	1.2	1.4	2.1	2.2	2.2
Valuation(Multiple)					
PER	11.1	20.4	6.6	6.7	7.0
PCR	16.0	11.6	15.5	7.5	7.1
PSR	1.2	1.1	0.9	0.8	0.8
PBR	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9
EBITDA	154	157	228	227	235
EV/EBITDA	5.7	6.0	4.1	3.6	1.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.4	6.4	18.2	15.6	13.5
EBITDA이익률	50.3	26.5	66.6	56.2	54.4
부채비율	47.8	37.9	31.2	26.6	23.4
금융비용부담률	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	29.2	10.6	-27.5	-26.7	-26.3
매출채권회전율(x)	10.8	10.6	11.6	11.0	11.0
재고자산회전율(x)	14.8	13.4	13.5	13.1	13.1

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 15일 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0%

2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성전자(005930) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이	
					평균	최고(최저)		
2016.11.25	산업분석	Buy	2,070,000	김선우	-22.2	-19.0		
2016.11.29	기업브리프	Buy	2,070,000	김선우	-16.2	-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		
2018.05.04	삼성전자 50:1 액면분할 후 재상장							
2018.06.01	산업분석	Buy	66,000	김선우	-25.8	-19.7		
2018.07.23	산업브리프	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	-23.2	-17.9		
2018.11.01	기업브리프	Buy	56,000	김선우	-21.4	-19.3		
2018.11.15	산업분석	Buy	56,000	김선우	-	-		

SK하이닉스(000660) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-26.0	-22.5	
2018.07.23	산업브리프	Hold	89,000	김선우	-7.6	-6.1	
2018.07.27	기업브리프	Hold	89,000	김선우	-13.6	-3.0	
2018.10.26	기업브리프	Trading Buy	78,000	김선우	-9.8	-4.5	
2018.11.15	산업분석	Trading Buy	78,000	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	-16.9	-3.3	
2018.07.31	기업브리프	Trading Buy	271,000	김선우	-12.9	-3.7	
2018.11.07	산업분석	Trading Buy	276,000	김선우	-19.8	-16.8	
2018.11.15	산업분석	Trading Buy	276,000	김선우	-	-	

LG디스플레이(034220) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.25	산업분석	Buy	38,000	김선우	-21.9	-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	-24.5	-13.9	
2018.10.25	기업브리프	Buy	23,000	김선우	-26.1	-21.1	
2018.11.15	산업분석	Buy	23,000	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	김선우	-22.1	-13.0	
2017.12.04	산업분석	Buy	240,000	김선우	-26.9	-13.0	
2018.06.01	산업분석	Buy	240,000	김선우	-26.6	-13.0	
2018.11.15	산업분석	Buy	220,000	김선우	-	-	

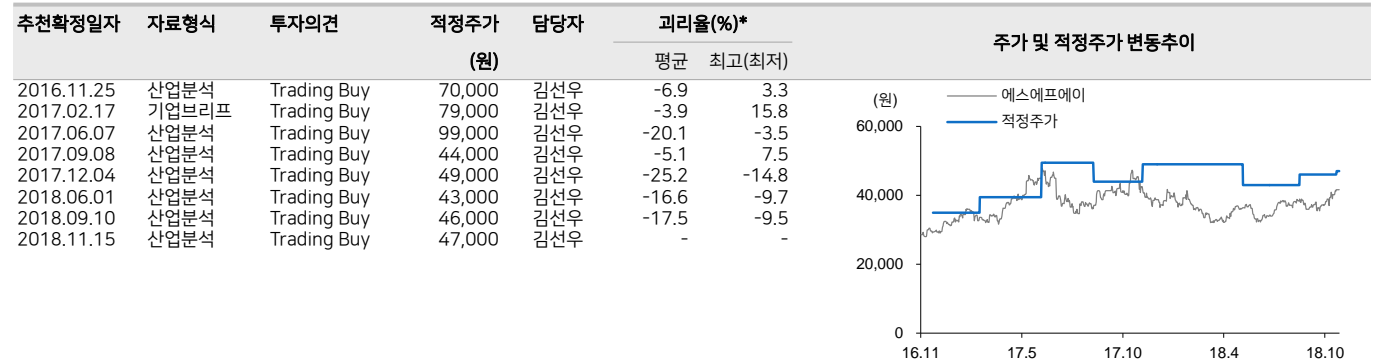
AP시스템(265520) 투자등급변경 내용

* 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	-44.5	-33.6	
2018.09.10	산업분석	Buy	42,000	김선우	-43.2	-31.7	
2018.11.15	산업분석	Buy	38,000	김선우	-	-	

에스에프에이(056190) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



솔브레인(036830) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

