

2020년 전망 시리즈  
**메리츠 반도체/디스플레이**

16

2Q



## Overweight

### Top Picks

종목	투자판단	적정주가
삼성전자 (005930)	Buy	63,000원
SK머티리얼즈 (036490)	Buy	220,000원

### 관심 종목

종목	투자판단	적정주가
삼성SDI (006400)	Buy	281,000원
AP시스템 (265520)	Buy	36,000원

2Q



### 반도체/디스플레이

Analyst 김선우  
02. 6454-4862  
sunwoo.kim@meritz.co.kr



# Contents

Part I	IT 전방시장	전방시장의 변화 모색 - 혁신이 펼쳐진다	9
Part II	메모리 반도체	2020 악화의 마무리	23
Part III	메모리 반도체	2020 회복의 궤적	33
Part IV	디스플레이	중첩된 난관, 기술 진보의 중요성	57
	<b>기업분석</b>		
		삼성전자(005930) 한 고비 넘어 두 개의 선물	80
		SK하이닉스(000660) 실적을 선행하는 주가, 본격 회복은 2H20	85
		LG디스플레이(034220) 쉽지 않은 길	90
		삼성SDI(006400) 대형전지 및 폴더블 모멘텀	94
		SK머티리얼즈(036490) 꾸준하고 안정적 성장	99
		AP시스템(265520) 다수의 장기 수주 모멘텀	102
		에스에프에이(056190) 수주는 지속된다	105
		솔브레인(036830) 견조한 실적 및 NAND에서 찾는 기회	108

## 1 전후방 산업 - 혁신이 펼쳐진다

- 반도체/디스플레이 산업 수익성을 결정하는 전방산업의 수요 둔화 진정세를 보이는 중. 역설적으로 스마트폰 수요의 양극화 과정에서 폴더블 기기를 통한 '스마트폰의 PC화' 즉 정보생성의 부가가치가 중장기 성장을 견인할 전망
- 서버 및 모바일 수요는 선행 구매가 관찰. 내년 하반기 본격 회복될 전망
- **2Q 반도체:** DRAM과 NAND 판가는 2Q20까지의 하락을 끝으로 3Q부터 반등할 전망. 하반기 반등폭은 제한되나, 국내 반도체 수출은 올해 11월부터 낙폭 축소
- **2Q 디스플레이:** TV 수요의 구조적회복은 요원한 상황. 하지만 2020년 올림픽 기반 계절적 수요회복이 LCD 패널가의 2Q20 소폭 반등을 견인하리라 예상

## 3 기업분석

- **삼성전자(005930):** 메모리 다운사이클은 2Q20 마무리. 반도체 외 사업부문 회복세 전환. 20년 주주환원 기반 메모리 사이클 반등 가시화까지 최선호
- **SK하이닉스(000660):** 부진한 1H20 실적은 일부 추가 조정 발생시킬 전망. 조정을 비중 확대로 활용. 본격적 실적 개선은 4Q20부터 2021년에 걸쳐 발현
- **삼성SDI(006400):** 4Q19 중대형 전지 실적 개선과 향후 Capa 및 실적 방향성 제공이 주요 모멘텀. 20년 폴더블 개화 관련 Proxy 수혜가 가능한 대형주
- **LG디스플레이(034220):** LCD 패널가 안정화는 1Q20로 예상. 1) Capa 및 가동율 조절 세부사항 발표, 2) POLED와 광저우 OLED 수율 안정화가 중요
- **AP시스템(265520):** 폴더블, QD-OLED, 중국 모바일 OLED 수혜 모멘텀
- **SK머티리얼즈(036490):** 안정적 실적 개선과 신성장 동력 스토리

## 2 2020년 전망 - 2Q말~3Q초 메모리 수급 균형 도달. 1Q20 약세를 활용하자

**메모리 사이클 바닥은 어디?** 시장의 사이클 저점 기대는 올해 내내 지연되어 옴. 당사는 2018년부터 지속 예상한 바와 같이 2Q20을 끝으로 내년 하반기 회복을 전망하는 중. 수요의 선행발생 및 원가 축소를 위한 공급 재증가세를 감안 시 사이클 저점은 1Q20보다는 2Q20에 형성될 가능성이 높음. 2H20 회복 강도는 브라운필드 투자(준비된 클린룸) 고려 시 시장 기대보다는 완만할 전망. 기업 실적은 1Q20 실망스럽겠지만 추가 조정을 비중확대의 기회로 활용. 상반기 삼성전자, 하반기 SK하이닉스 선호

**DRAM** - 우려요인인 막대한 '재고'와 '수요의 가격 비탄력성'은 여전히 해결되지 않은 숙제. 하지만 유례없이 급락한 판가(-66%) 탓에 생산차질 고객의 불안심리가 선행 구매를 발생시키며 우려요인이 소폭 완화되고 있음. 원가 감소를 위한 선두업체의 신규 Capa투자(P1 2층 35k)를 감안 시 판가는 2Q20까지 하락 후 3Q20에 반등 시작할 전망

**NAND** - DRAM보다 더 먼저, 더 많이 빠진 판가에도 불구하고 고객사들의 수요 진작은 크게 발생하지 않고 있음. 하지만 DRAM 대비 재고 정상화에 기반해 판가의 하향 안정세인 'L'자형 업황이 2Q20까지 지속될 전망. DRAM과 마찬가지로 3Q부터 판가회복

**LCD** - 1Q20말~2Q20초부터 판가 반등을 예상하나 구조적 문제점은 여전히 유효. 1) 모바일 디스플레이 대비 TV의 소비자 시청 가동률은 지속 감소. 2) 중국업체의 Capa 증설 후폭풍 역시 진행 중. 중국업체들의 보조금 축소가 발생할 경우 판가 반등 가속화

**OLED** - 중소형 OLED는 최악의 국면을 지났다 판단. 2020년 Rigid OLED 출하 확대와 애플의 OLED 적용모델 확대는 디스플레이 업체들의 실적 개선 요소. 전방산업의 패러다임 변화를 유발할 폴더블 디스플레이의 이익 기여는 20년 하반기부터 가시화. 삼성디스플레이의 A5 Fab 완공은 4Q20으로 예상되며 장비업체들의 수주 모멘텀은 2Q20에 극대화될 전망. LG디스플레이의 경우 수율과 판가의 경쟁력 획득이 절실

대면적 OLED의 경우 White OLED는 MMG 수율 안정화, QD-OLED는 기술 성숙화가 필요. 삼성디스플레이는 L8-1-1 전환투자 이후 기술성숙과 함께 2021년 이후 A5에 QD-OLED Capa 양산을 준비할 전망

항목		변수	Worst	Base	Best
주 가 결 정 요 인	1. DRAM 공급과 평가 영향	<ul style="list-style-type: none"> <li>경쟁적 Capa 증설</li> <li>1ynm의 수율 조기안정화 및 생산능력 비증확대</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>경쟁적 Capa 투자의 부활 (삼성전자 P1, P2 생산시작, 하이닉스 C2F 공격적 활용), 마이크론의 일본·대만 Fab 적극 활용</li> <li>1ynm의 의욕적 비증확대</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>삼성전자 30K 증설 및 SK하이닉스와 마이크론의 전년 수준의 Capa 유지</li> <li>1ynm의 점진적 비증확대</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>글로벌 DRAM Capa의 순증분 없음</li> <li>1ynm의 점진적 비증확대</li> </ul>
	2. 선행구매 수요의 되돌림 여부	<ul style="list-style-type: none"> <li>모바일 선행구매의 재구매 의사 확인</li> <li>서버 수요의 구조적 회복 여부</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>화웨이 등 모바일 DRAM 선행 구매자들이 현 재고활용으로 구매 지연</li> <li>데이터센터 설비투자는 20년 전년대비 15% 이하 성장</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>화웨이 등 모바일 DRAM 선행 구매자들의 본격 재고확충은 2H20 시작</li> <li>데이터센터 설비투자는 20년 전년대비 15~20% 성장</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>화웨이 등 모바일 DRAM 선행 구매자들의 선행구매 지속</li> <li>데이터센터 설비투자는 20년 전년대비 20% 이상 성장</li> </ul>
	3. 스마트폰 성장률	<ul style="list-style-type: none"> <li>5G 보급과 증가 스마트폰 성장의 기저 효과 확인</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>5G 도입 불구 스마트폰 출하 정체</li> <li>애플의 DRAM 탑재량은 지속 4GB로 유지</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>5G 도입으로 스마트폰 수요 회복</li> <li>애플의 일부 스마트폰 DRAM 탑재량 6GB까지 성장</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>5G 기반 스마트폰 출하 견조하게 성장</li> <li>애플의 DRAM 탑재량은 하반기 모델 모두 6GB 탑재</li> </ul>
산업 투자 전략			<ul style="list-style-type: none"> <li>비중축소</li> <li>선두업체의 '이익률' 우선 정책이 경쟁심화로 인해 '점유율' 우선으로 변경될 가능성 상존</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>반도체: 1Q20·2Q20 기업 실적은 시장 기대를 하회할 전망이다. 상반기 주가 약세를 비증확대 기회로 활용</li> <li>반도체 장비·소재 업체들 역시 같은 궤적으로 더 탄력적으로 반응할 전망</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Best case가 현실화될 경우 DRAM 평가는 당사 예상보다 빠르게 반등이 가능할 전망</li> <li>만약 2Q20 이내에 반도체 평가 반등이 가시화될 경우 모든 서플라이체인 주가에 긍정적으로 작용</li> </ul>
Top-Picks			<ul style="list-style-type: none"> <li>삼성전자</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2020년 상반기: 삼성전자, 하반기: SK하이닉스</li> <li>삼성SDI, AP시스템, SK머티리얼즈</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>SK하이닉스, 삼성전자</li> <li>삼성SDI, AP시스템, SK머티리얼즈</li> </ul>



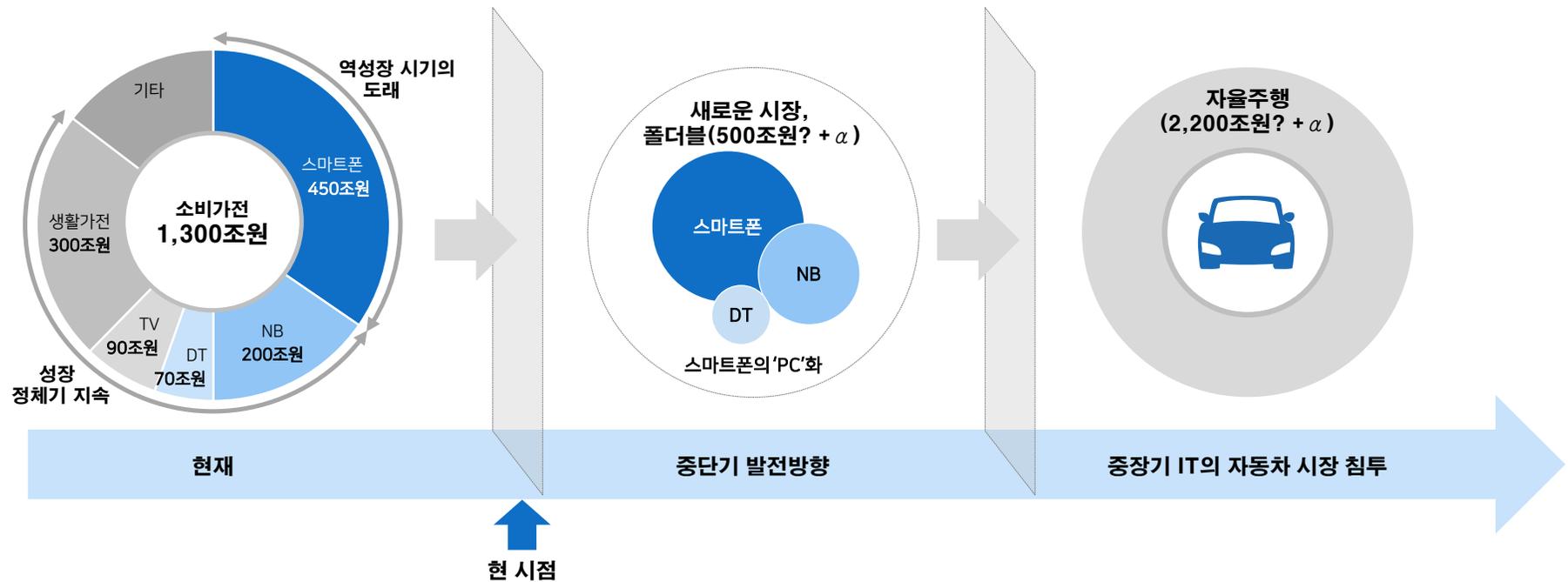
# Part I

IT 전방시장

## 전방시장의 변화 모색 - 혁신이 펼쳐진다

# IT 전방시장 - 미숙한 유망주, 성장의 눈앞에 서다

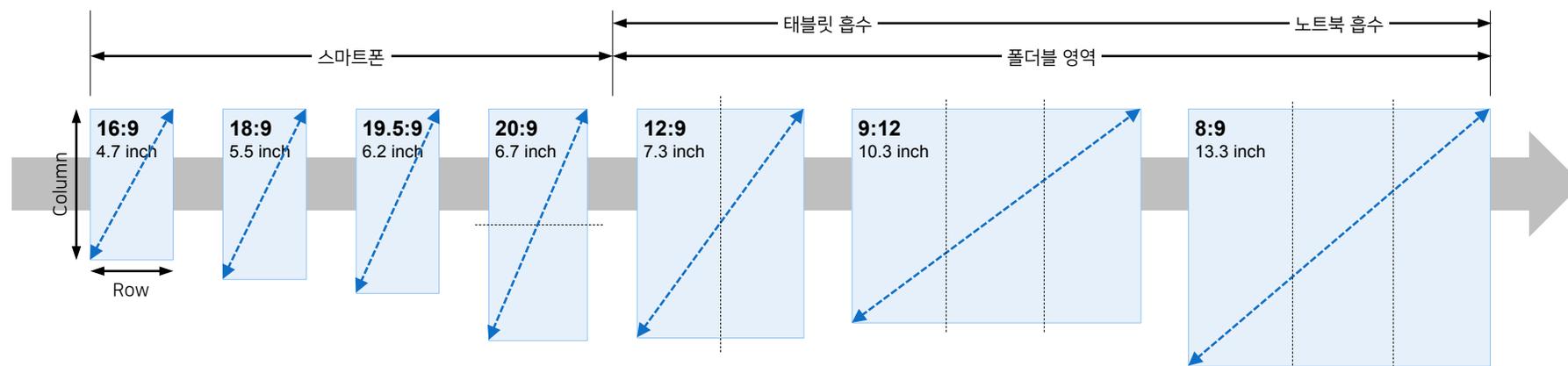
- 장기적 관점에서 IT 전방산업은 성장 가능하지만 중단기 위험요인이 부각되는 중
- 2019년 일부 폴더블 제품 출시 이후, 2020년부터 '스마트폰의 PC화'가 본격화  
-> 이는 세트 사업자의 수익성 향상 및 고부가가치 밸류체인 등장으로 연결
- 장기적으로는 IT 업체들의 자동차 시장 침투 (Connected Car, 자율주행)로 연결
- 연결성 사회 내에서 데이터 트래픽 폭등과 부가가치 향상은 산업의 지형도를 바꿀 전망



## 혁신이 펼쳐진다 - 스마트폰의 재성장기 진입

- 스마트폰의 시장 정체는 전방시장 내 판가 및 수익성의 양극화 트렌드에서 유발
- 역설적으로 선두업체 및 공격적 후발주자들은 최상위 모델로의 변화를 모색
- 하이엔드 스마트폰 (1,000달러 이상)의 유일한 성장 기회는 바로 270조원의 PC 시장을 흡수 및 통합
- 태블릿과 노트북 영역으로 진입은 20년부터 시작돼 25년까지 거대 시장을 창출할 전망

### 폴더블 화면 확대의 장기 로드맵 - PC 수요를 흡수하며 모바일 기기를 정보 생성기기로 업그레이드

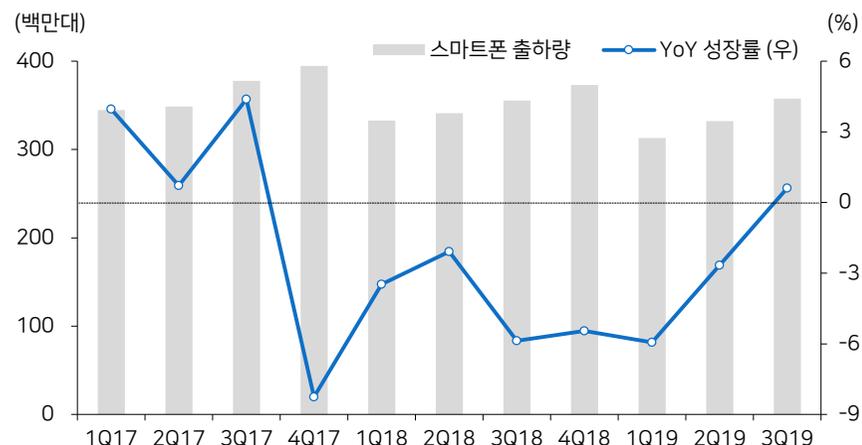


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 스마트폰 - 19년의 부진에서 소폭 회복세로 전환

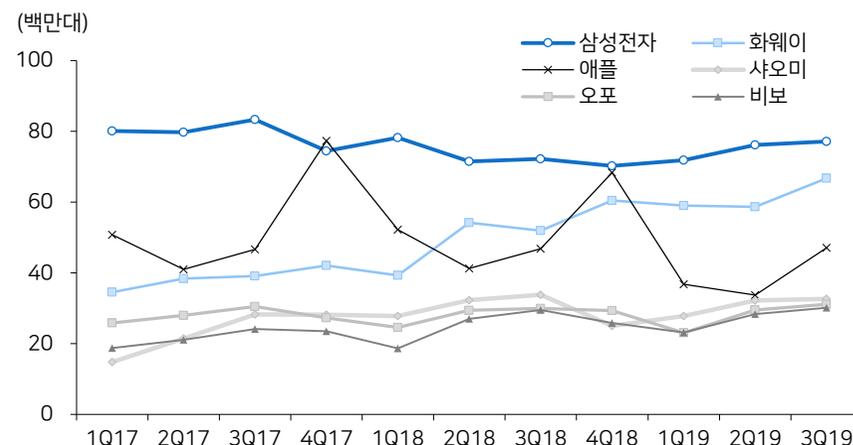
- 3Q19 글로벌 스마트폰 출하량은 3.5억대(+0.6% YoY)로 4Q17이후 약 2년만에 첫 플러스 전환
- 3Q19 글로벌 스마트폰 누적 출하량은 10억대로 전년대비 -2.5% 감소
- 샤오미를 제외한 삼성전자, 화웨이, 애플, 오포, 비보의 3Q19 출하량이 모두 플러스 전환
- 1) 중국 마이너스 성장률이 -3%로 축소됐고, 2) 중국,일본 제외한 아시아 및 중동 아프리카 수요 개선 때문
- 삼성전자는 3Q19 누적 기준 +2%의 출하량 성장 기록 (3Q19는 +7% YoY)
- 화웨이는 3Q19 누적 기준 +27%의 출하량 성장을 이어나감 (3Q19는 +28% YoY)
- 애플은 3Q19 누적기준 -16%의 출하량 마이너스 성장을 기록 (3Q19는 +0.5% YoY)

### 글로벌 스마트폰 출하량 추이



자료: IDC, 메리츠증권증권 리서치센터

### 주요 업체별 스마트폰 출하량 추이

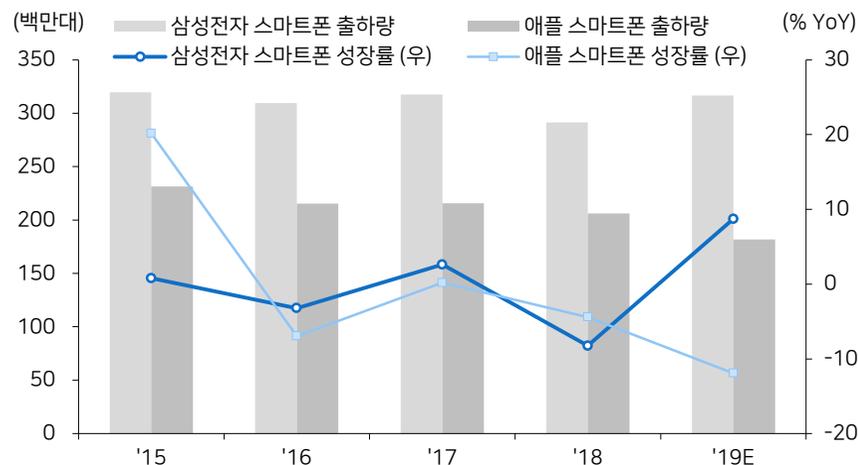


자료: IDC, 메리츠증권증권 리서치센터

# 하이엔드 스마트폰 성장률 정체, 해법은 무엇인가

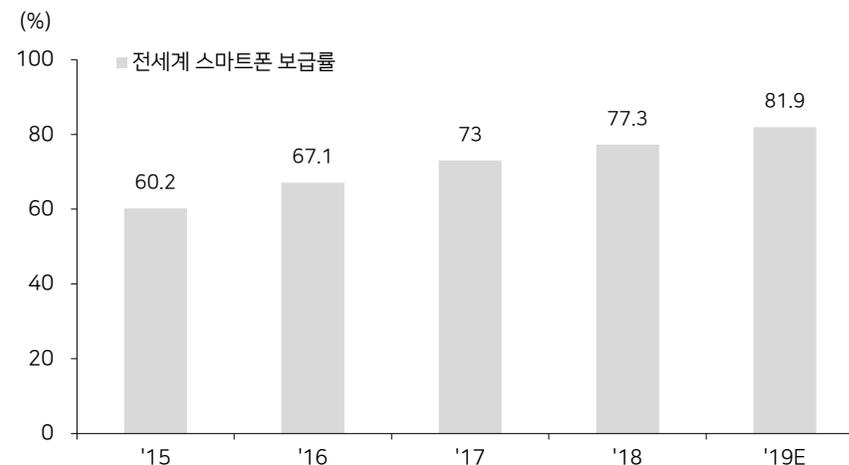
- 하이엔드 스마트폰 시장의 양대축인 삼성전자와 애플의 성장 정체는 기업들로 하여금 변화를 추구하게 되는 동인으로 작용
- 스마트폰 보급률 포화 (임계치 80%) 이후 타 시장을 흡수하지 못할 경우 역성장 쇠퇴
- 폴더블 디스플레이 수직계열화에 기반한 삼성전자의 선제적 변화 이후 애플 추격 예상
- 스마트폰 또한 폴더블 기반 '파괴적 혁신' 없이 시장규모 재성장은 어려움  
ex) CRT TV → LCD TV, 내연기관차 → 전기차

## 선두업체 삼성전자와 애플의 스마트폰 출하량 성장률 정체



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 스마트폰 보급률 포화 단계 진입

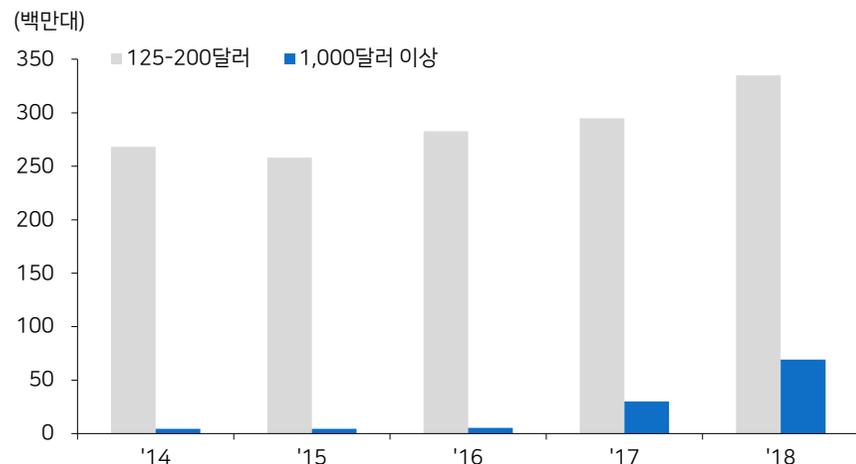


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 수퍼 하이엔드 스마트폰의 성장 정체 국면의 '폴더블' 타개

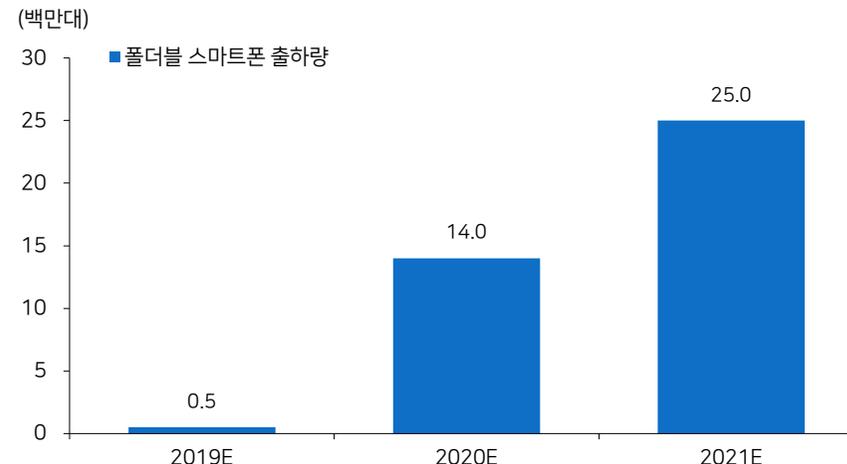
- 스마트폰 수요는 125~200달러 가격대의 저가폰과 1,000달러 이상의 고가폰만 성장하는 양극화 나타남
- 2020년 세트 업체들은 저가폰과 초고가폰 중심의 판매 전략을 펼치리라 예상
- 저가폰은 철저하게 '원가 절감' 중심 → 공급처 다변화와 ODM 확대 전략 추구
- 초고가폰은 '품질 중심' → 카메라, 디스플레이 중심의 프리미엄화 추구
- 폴더블 스마트폰의 판매 확대 또한 초고가폰의 확판 전략의 일환

### 스마트폰 수요 양극화



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 폴더블 스마트폰 출하량

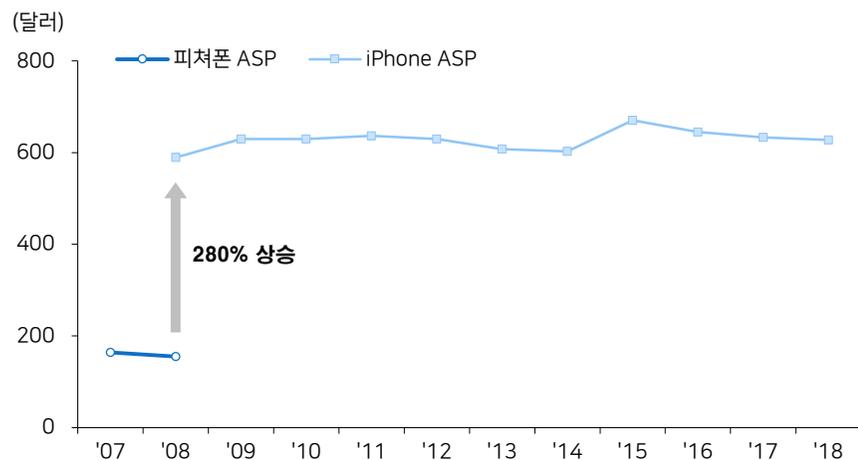


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 그 비싼 폴더블폰, 과연 성공할 수 있을까? (1) - 통합 소비액의 감소

- 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

## 그 비싼 폴더블폰, 과연 성공할 수 있을까? (2) - 부가기능의 흡수 및 통합

- 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?

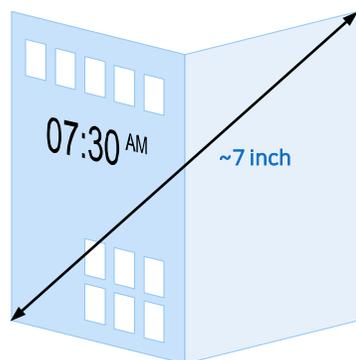


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 폴더블 디바이스, 언제 어떻게 전개될까?

- 삼성전자는 갤럭시폴드를 공개하며 폴더블 시대를 시작
- 연간 출하량은 갤럭시폴드 20-40만대, 내년말에는 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



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 폴더블 갤럭시 화면크기는 스마트폰에서 아이패드 미니에 대응하는 수준

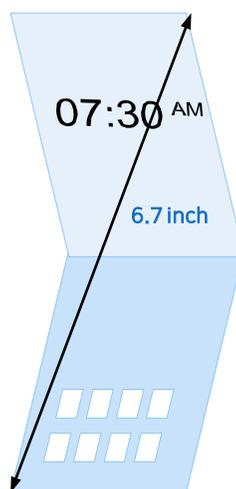


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 폴더블 디바이스 성공의 '절대적' 요구 조건

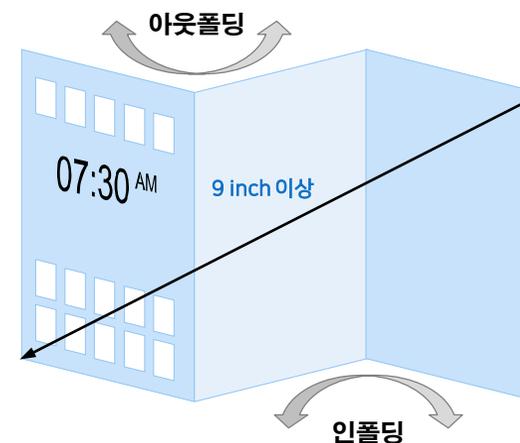
- 9인치 대 확장이 가능한 폴더블 기기는 스마트폰의 판가 상승을 피할 수 있는 절대 요소
- 2020년초 신규 폴더블 기기를 예상: 1) 사용성을 강화한 세로형 폴딩 제품 (인폴딩 7인치 디스플레이),  
2) 내년말 - 폴더블 스마트PC (투폴딩 9인치 이상 스마트PC)
- 두 형태의 기기는 1) 제조 원가, 2) 성능 완결성, 3) 소비자의 판가 저항,  
4) 기존 제품과의 시너지 또는 카니발 효과를 종합적으로 판단한 결과물로 예상

### 2020 메리츠 폴더블 기기 예상도 - 완성도 및 사용성 극대화에 초점



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 2021 메리츠 폴더블 기기 예상도 -사용가치의 혁신적 증대 가능



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 혁신 기기 등장은 필연적, 다만 시간이 필요

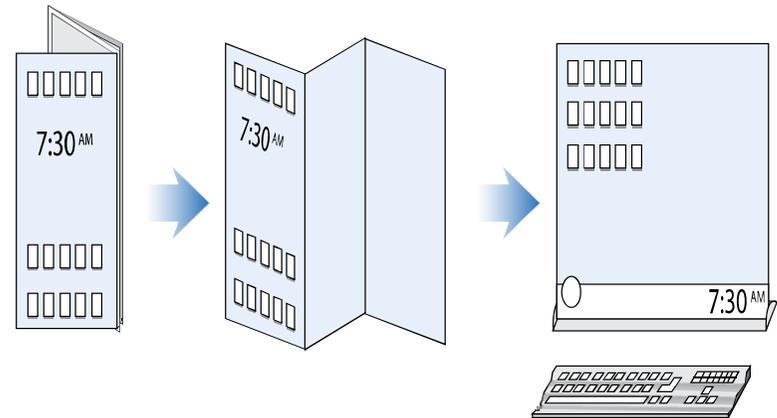
- 스마트폰 판가의 하락속도보다 제조비용 증가속도가 더 빠를 전망. 수익 기여는 2020년 이후 본격화
- 1st Tier 스마트폰 업체의 대응 방식은 둘 중 하나로 귀결될 것
- (1) High-end 수요 자극을 통한 판가 개선/유지에 따른 수익성 유지  
(2) 스마트폰 폼팩터를 탈피하여 새로운 시장 개척
- 당사는 지속적으로 '스마트폰의 PC화'를 주장. 이를 통해 스마트폰은 정보 획득 기기에서 생성 기기로 업그레이드. 제조 업체 입장에서 판가 및 수익성 개선 가능

### 삼성전자 클램셸 타입 스마트폰과 모토라 폴더블 레이저



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 휴대 시 스마트폰, 확장 시 노트북 사이즈 (메리츠증권증권 예상)

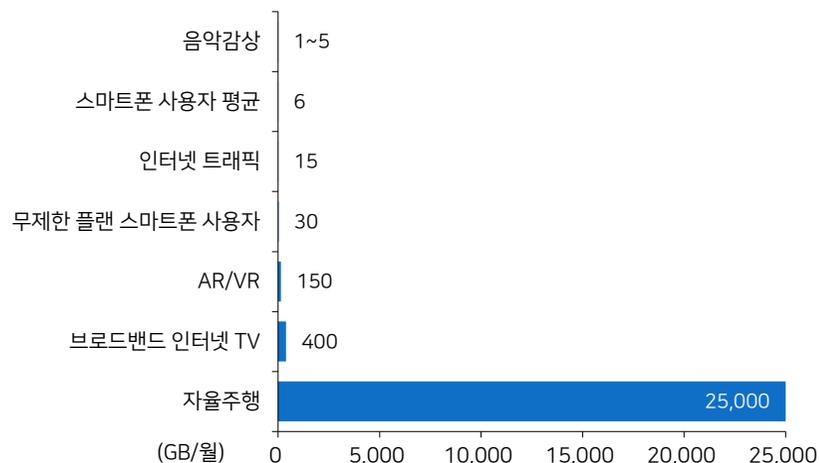


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 소비가전 외 데이터 트래픽의 증가 요인들

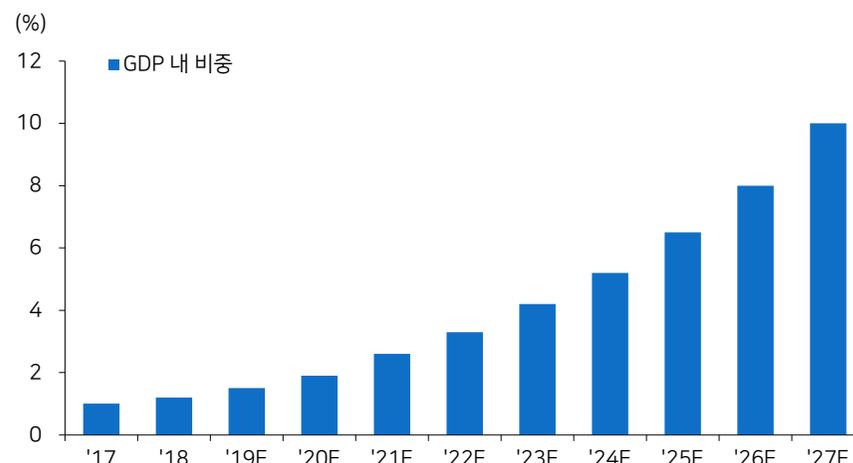
- 소비자들의 주요 기기 확산에 따라 데이터 트래픽의 폭발적 증가는 자연스러운 결과
- 현재 음악감상 및 인터넷에서 매월 발생하는 1-15GB의 트래픽은 향후 1) 정보생성기기의 보급 확대 및 2) 클라우드 서비스와 자율주행에 기반해 급격히 증가될 전망
- 향후 클라우드 관련 부가가치 창출은 경제 성장에도 큰 비중으로 변모될 전망. 미국 인터넷 협회에 따르면 이는 향후 2027년 미국 GDP의 10%까지 차지

### 모바일 디바이스에서 커넥티비티 시대의 데이터 사용량 폭증



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 클라우드 서비스가 창출하는 부가가치는 2027년 미국 GDP에 10%까지 차지

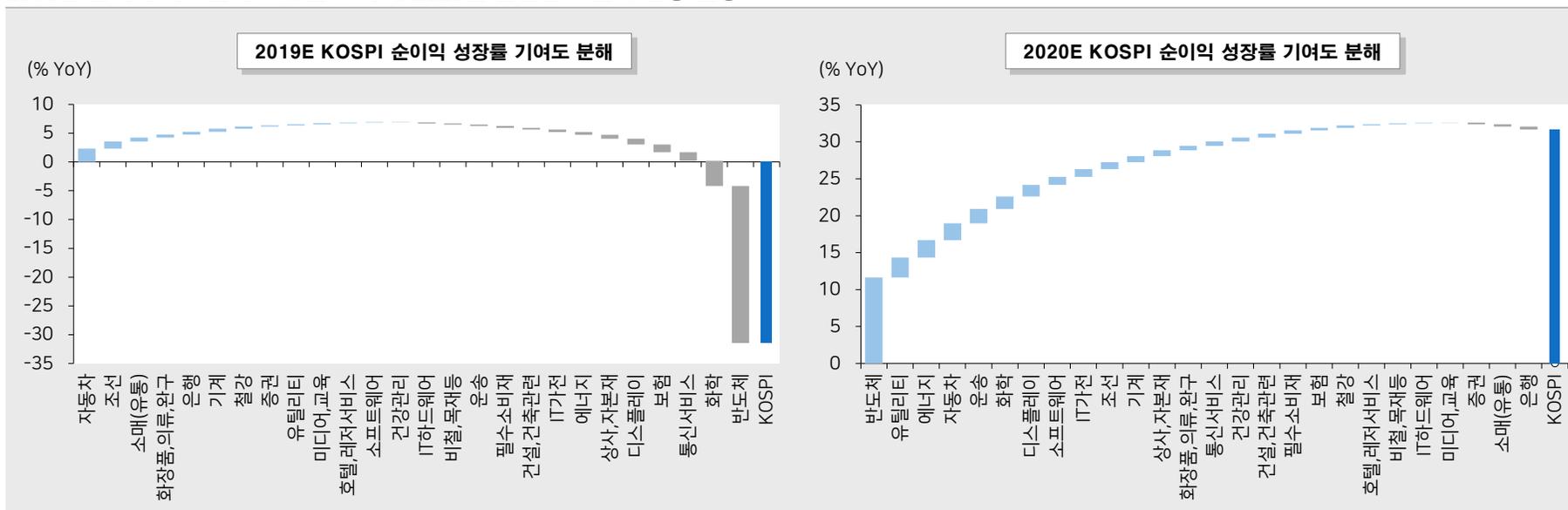


자료: US Internet Association, 메리츠증권증권 리서치센터

## 2020년 한국 시장 내 업종별 전망

- 작년 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
- 시장 내 형성돼있는 2020년 이익 성장률 컨센서스는 부담스러운 수준이지만 절대적 증익에 관해서는 이견 없음
- 1) 매크로 불확실성 촉발 수요 변동과 2) 선두업체의 공급계획 변화가 주요 변수로 작용할 전망

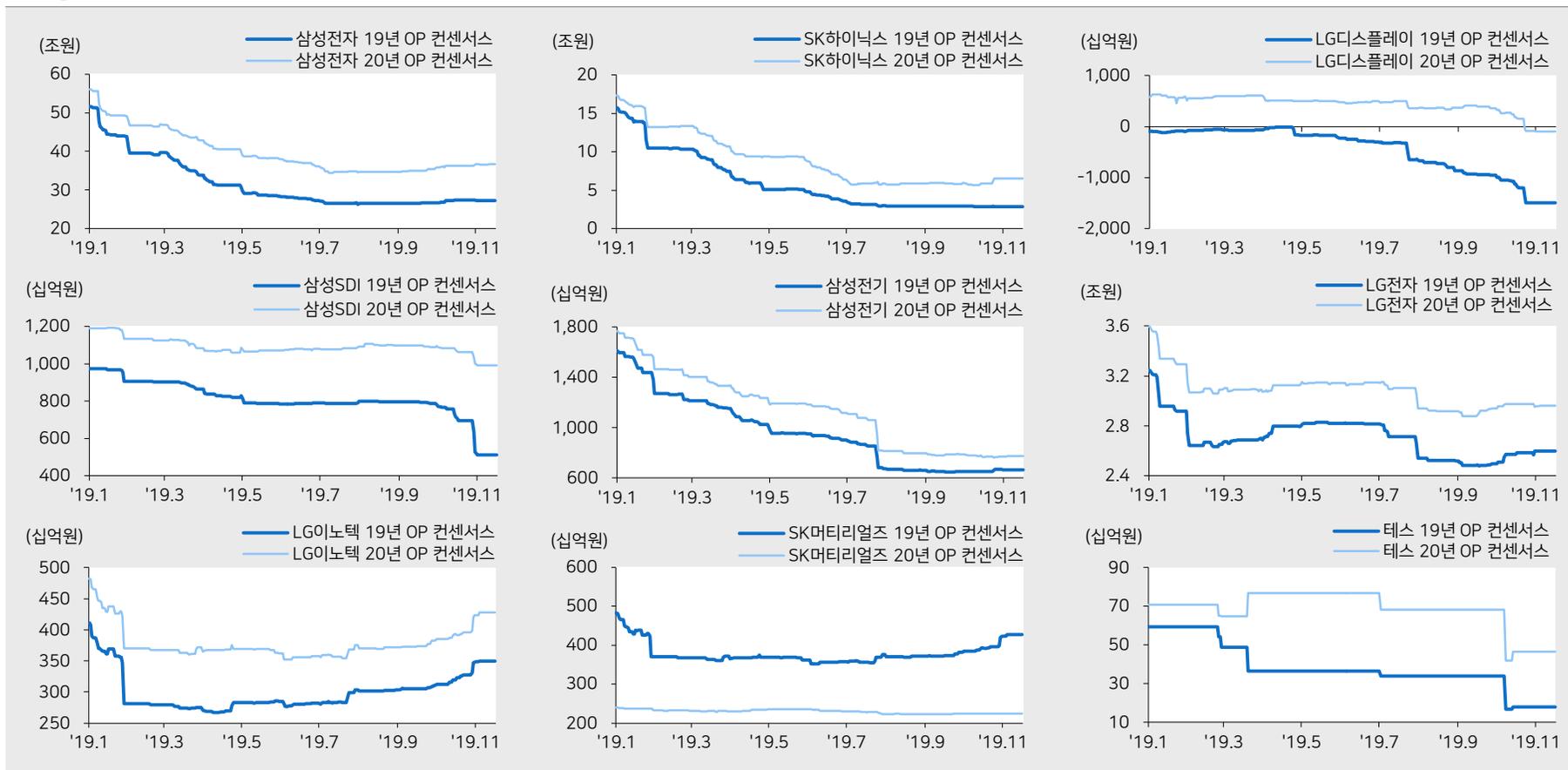
## 2019년 순이익 하락을 주도했던 IT 섹터, 2020년 완만한 수준의 반등 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 국내 Tech 주요 업체 2019E/2020E 실적 전망치 컨센서스 추이

## IT 대형주 컨센서스 추이 차트



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

# Part II

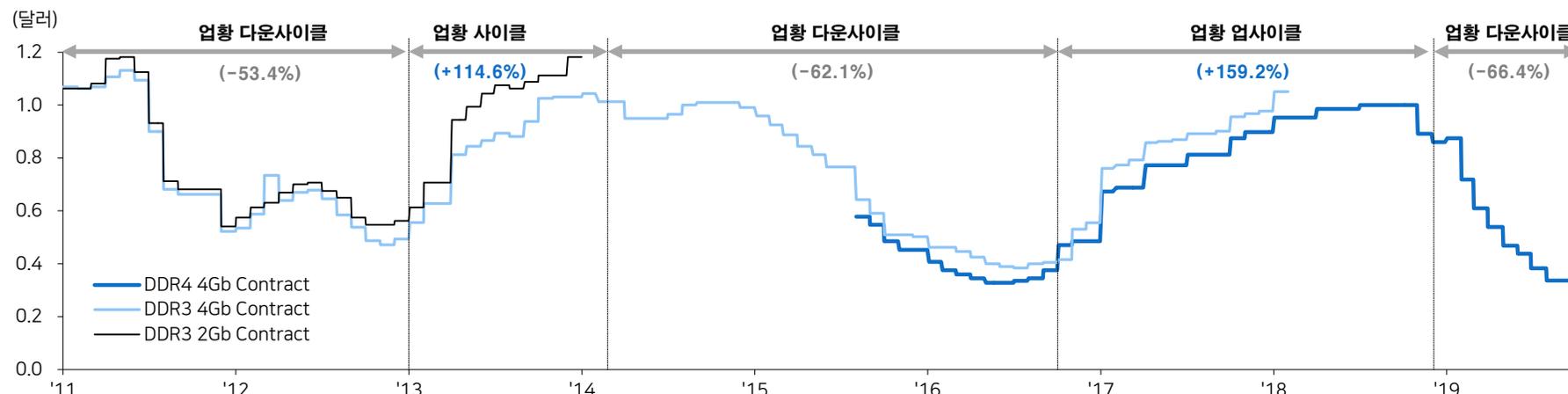
메모리 반도체

## 2020 약화의 마무리

## DRAM - 하락 사이클, 평가 레벨은 저점에 근접

- 2H16부터 DRAM 평가는 2년간 저점에서 250% 가까이 상승
- 원동력은 PC 수요 회복 → 스마트폰 탑재량 증가 → 서버 수요 증가의 연속적 발생
- 가파른 평가 상승에 기반해 공급업체들은 미세공정 및 효율성 증가에 기반한 공급량 증가 모색
- 과거 사이클과는 달리 웨이퍼 캐파 증설을 생략하고 있지만, 선두업체 두 신규라인들 (평택 P1, 평택 P2, Wuxi C2F)이 적시적 공급증가를 야기할 위험요인으로 존재하는 상황
- 수요 측면에서는 최악을 지나 1) 모바일 고객들의 선행구매, 2) 서버 고객들의 재고 확충이 관찰되고 있음

### DRAM 평가는 향후 3-4개분기동안 완만한 하락을 기록한 뒤 반등이 가능할 전망

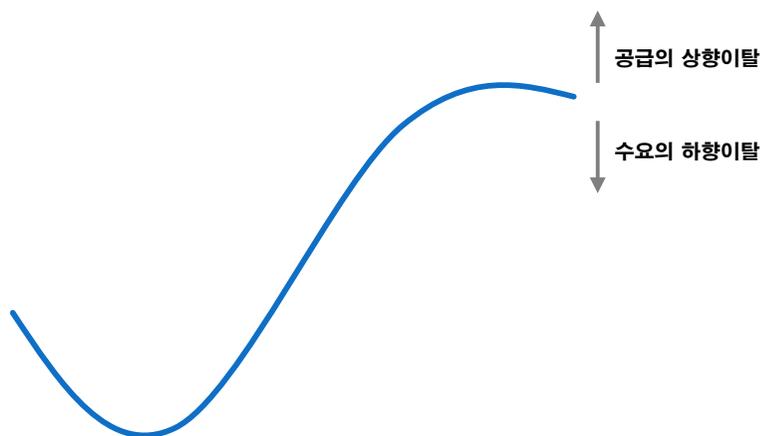


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 급격한 DRAM 업황 둔화의 원인은 무엇이었나? 반등은 어떻게 가능할까

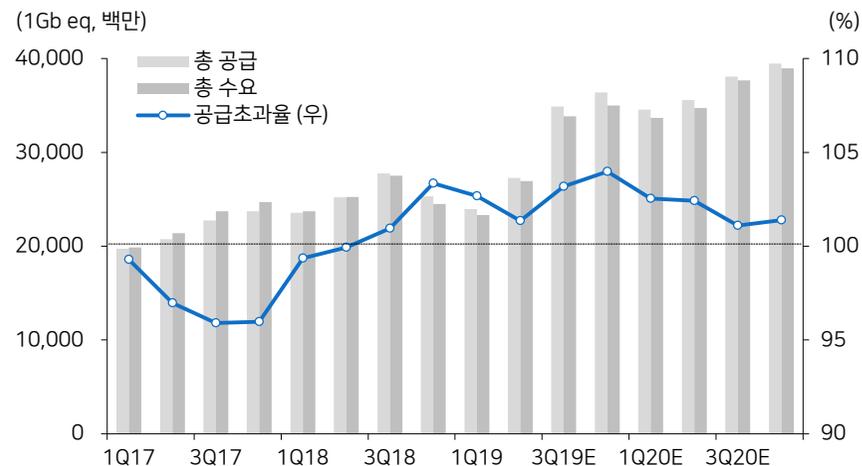
- DRAM 업황 둔화는 크게 1) 공급의 상향이탈 및 2) 수요의 하향이탈에서 발생
- 18-19년 다운 사이클의 특징은 선두업체의 완만한 공급증가의 후행적 영향 (2018년 Capa 증분의 1년 지연 공급 증가)와 동시적 수요 약세였음
- 20년 2분기말~3분기초로 예상되는 업황 개선은 유례없이 급락한 판가에 기반한 '수요의 탄력적 증가'를 바탕으로 전개될 전망
- 업황 개선의 주역이었던 서버 DRAM 및 모바일 DRAM 판가는 고점에서 1/3 수준까지 하락

## DRAM Peak out 조건은 공급/수요의 상향/하향 이탈



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 이번 사이클 DRAM 수급 전환 요인 - 수급 변화보다는 판가의 급락에 기반

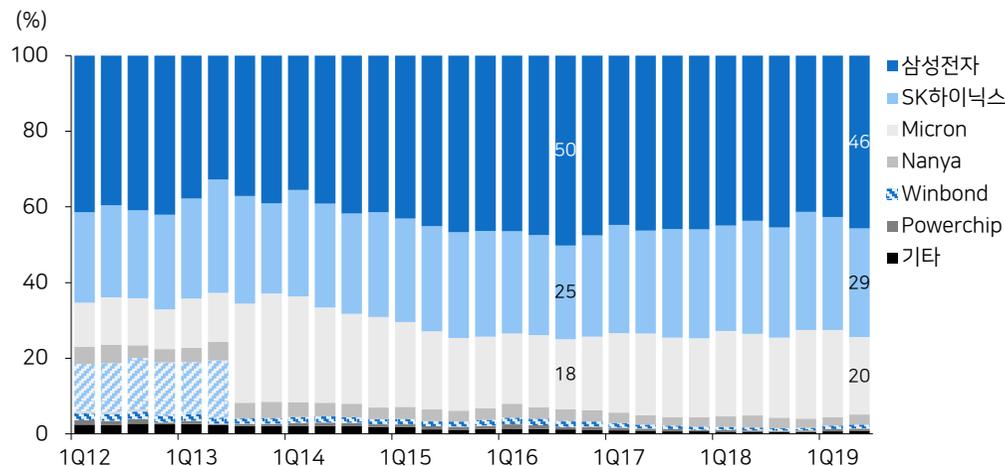


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 슈퍼사이클을 꿈꾸게 했던 과점화 구조, 회복의 기반으로 작용

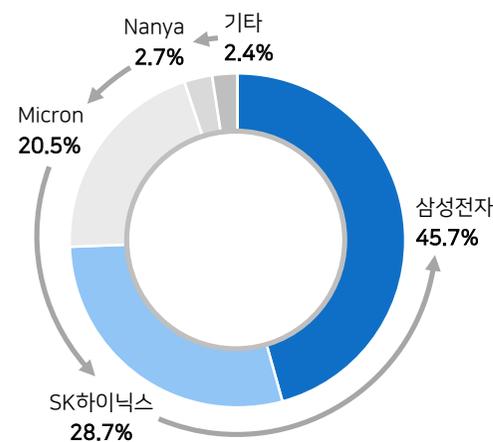
- 요동치는 DRAM 업황은 결국 출하량 성장을 피하는 욕심과 평가 하락 회피 사이의 마찰과정
- 수요의 예측 가능성은 높음, 그러나 공급은 별개의 특성을 지님
- 생산업체 수가 많았던 과거에는, '눈치' 없는 하나의 공급자만 있어도 모두 증설로 돌변해 옴
- 18년부터 전개된 업황 다운사이클의 특징은 후발주자 (마이크론 등)의 공격적 또는 전략적 증설이 배제돼 왔다는 점
- 결국 금번 사이클은 Capa 경쟁에 의한 업황 훼손이 배제된 다운사이클로 전개

DRAM 업체별 시장점유율 변화 - 3개사로 재편된 업황



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

과거 반복돼왔던 과육의 악순환은 18-19년 등장하지 않음

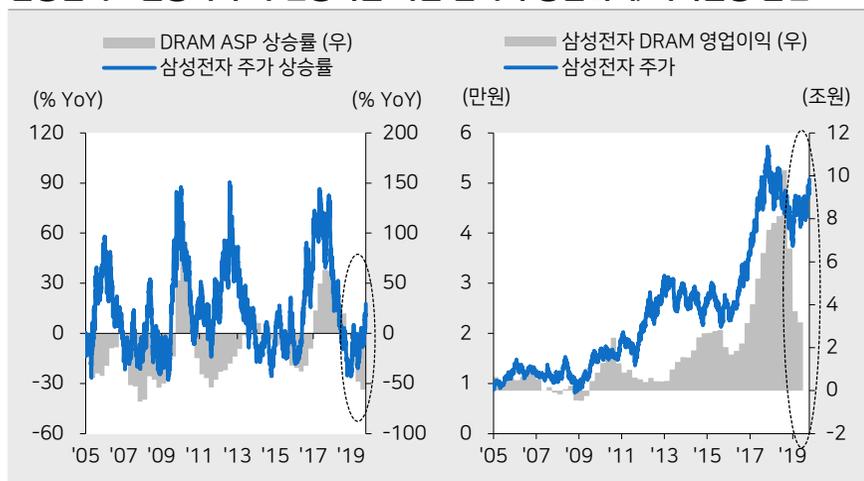


자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

## 전통적 주가 선행지표는 분기 이익과 DRAM 가격. 무엇이 바뀌었나?

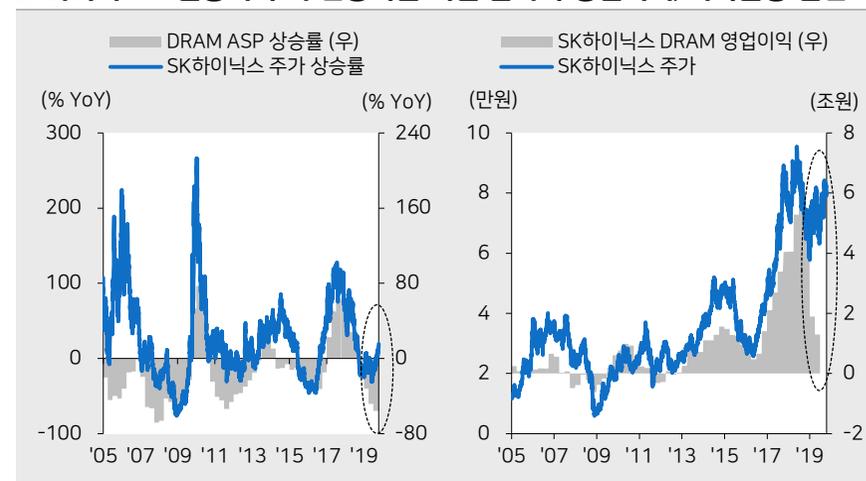
- 15년여의 시계열로 삼성전자와 SK하이닉스, 그리고 그를 후행하는 특성의 락 밸류체인 (장비, 소재)의 경우 크게 두 가지 주가 선행 지표가 존재
- 1) 영업이익 - 양사 공히 분기 영업이익이 주가 방향성을 결정해 옴 (05년~현재 상관관계: 0.86~0.89)
- 2) DRAM 판가 - 양사 공히 분기 DRAM 판가 변화율이 주가 방향성을 결정해 옴 (05년~현재 상관관계: 0.50~0.62)
- 2Q19부터 두 선행지표는 역의 상관관계로 변화됨. 이는 18년 이례적 고점 이익률의 강력한 기억이 회복의 시점이 근접해오며 20년 중 정상화를 기대한 가파른 주가 상승으로 귀결

### 삼성전자 - 전통적 주가 설명력을 지닌 판가와 영업이익, 디커플링 관찰



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### SK하이닉스 - 전통적 주가 설명력을 지닌 판가와 영업이익, 디커플링 관찰

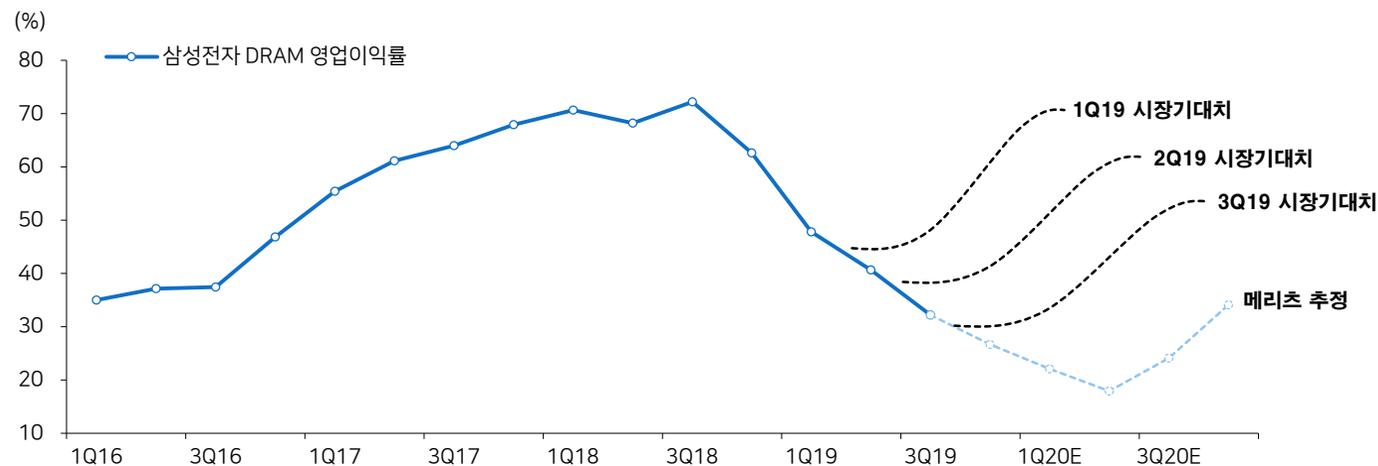


자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

## 왜 그간 보수적 시각을 견지해왔는가? 아울러 향후 업황 전개 궤적은?

- 2019년 초부터 사상 유례없는 평가 급락 (1Q20 평가 25~27% 하락)을 경험한 탓에 시장 기대는 '상고하저' 로 모아졌음
- 이후 재고 적체로 인한 업황회복 지연이 연거푸 발생했으며, 현재 시장 기대치는 1Q20 평가 반등
- 당사는 지속 2Q20 업황 저점으로 예상해왔으며, 앞서 제시한 내용을 바탕으로 2Q20말부터의 평가 반등을 예상하고 있음
- 비록 2H20 회복 속도는 완만하겠으나 업황 개선은 21년에 본격적으로 시작될 전망

### DRAM 영업이익률은 고점을 통과 후 점차 하락할 전망

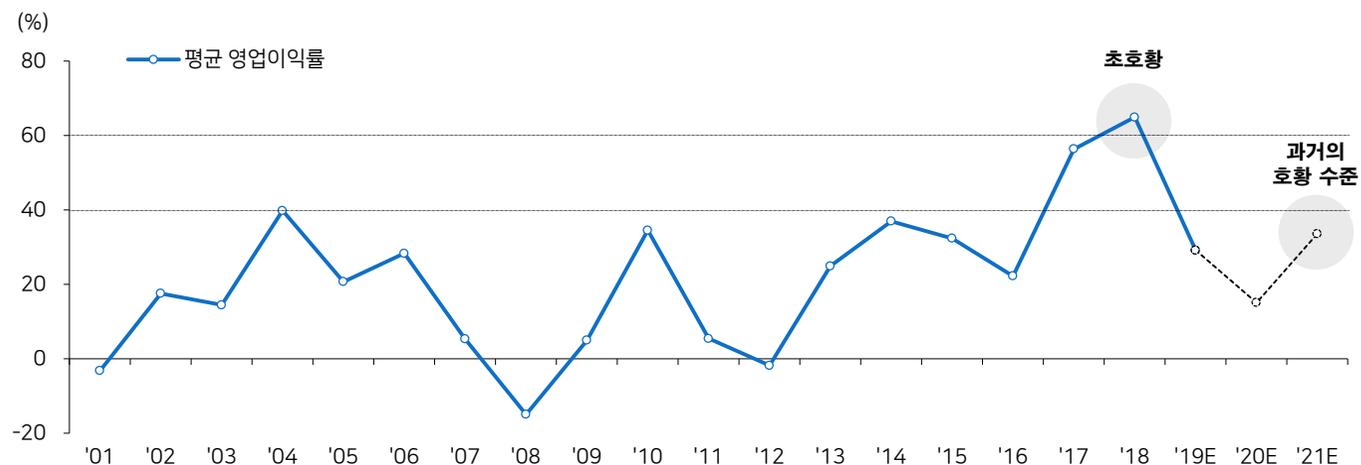


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 17-18년의 초호황은 재발하기 어렵겠으나, 종전 업사이클의 회귀가 가능

- 2Q20까지의 다운사이클은 1) 선두업체의 단기적 공급 급등과 그에따른 재고 축적, 2) 수요의 전략적·계절적 약세에 기반. 하지만 급락한 판가에 대한 선행 수요가 발생하기 시작
- 17-18년의 초호황 (평균 영업이익률 60% 이상)은 발생하기 어렵겠지만, 통상적 수준의 업사이클 (평균 영업이익률 40%까지의 개선)은 향후 1-2년 사이 발생 가능한 상황
- 급격한 이익 변화를 경험한 탓에 향후 이익률 진폭 (저점에서 고점까지)은 확연히 감소하는 추세로 전망될 전망

### DRAM 3개사의 평균 영업이익률은 슈퍼사이클 기대 이후 급락. 향후 초호황 대신 호황 수준의 수익성 시현 예상

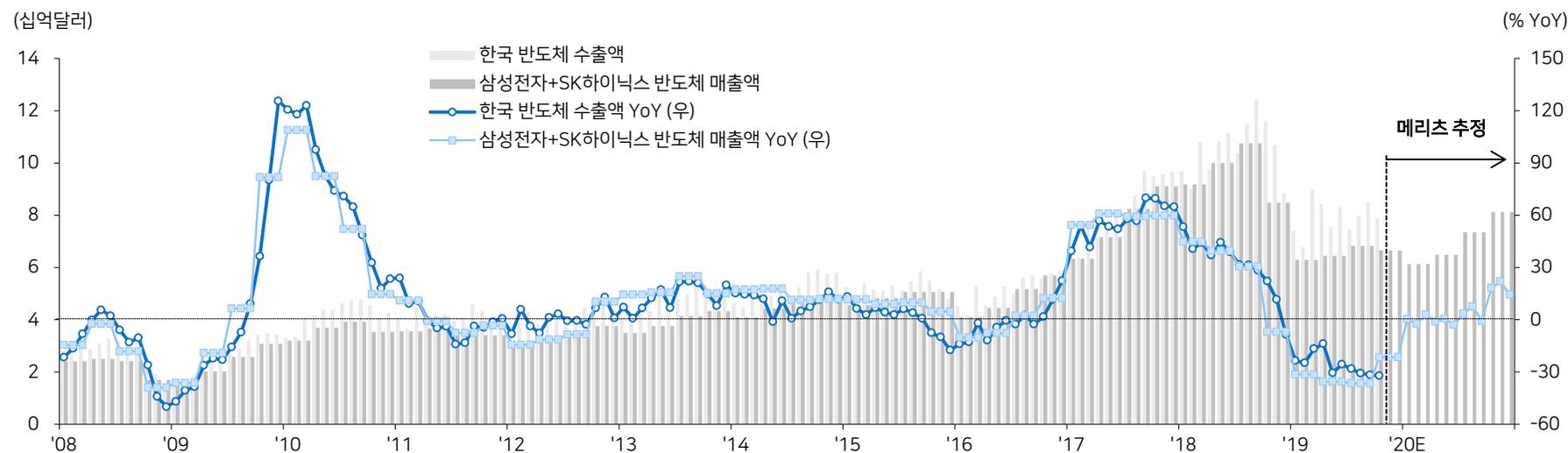


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 반도체 수출 하락률 진정 및 완만한 반등 전망

- 반도체 수출은 3Q19를 고점으로 가파르게 하락해 옴
- 2019년 내 전년 대비 30% 내외의 반도체 수출 감소를 경험했으나 이는 2020년 중반까지 감소폭이 하락한 이후 개선될 수 있음
- 다만 판가 급락에 따른 물량 개선은 2020년 하반기 다소 둔화되며 수출 개선폭은 제한적으로 발생하리라 예상됨

### 반도체 수출 하락률은 2019년 11월 내외로 진정되기 시작할 전망

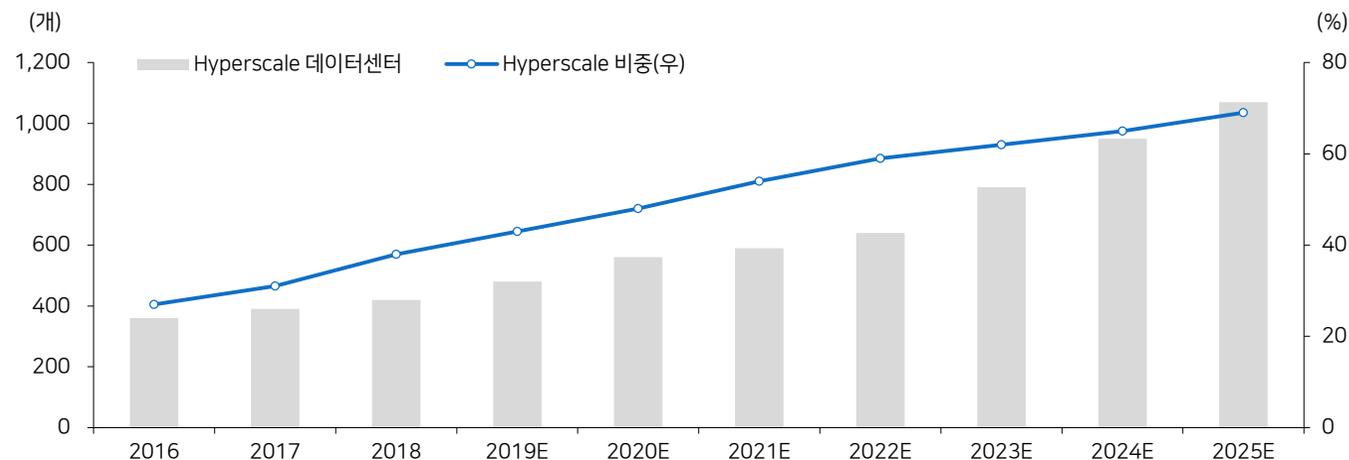


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## DRAM - 장기 수요 증가의 견인차, '서버'의 존재감

- 2017년 DRAM 수요 지형도를 바꿔놓은 주인공은 바로 데이터센터 등 서버 수요
- 산업 구조의 변화 (4차 산업혁명, 5G, 클라우드 서비스 및 게이밍, 자율주행 등)를 감안 시 서버 수요의 장기적 성장은 확실한 상황
- 다만 서버 수요는 가격 민감도와 무관하게 자체적 판단으로 발생하는 특성을 지님  
(vs B2C 모바일 수요의 가격 탄력적 증가)
- 그럼에도 불구하고 판가 급락 (4Q18 32GB \$330에서 현재 \$100-110)은 장기 수요를 대비한 재고 확충 구매 결정으로 연결되는 중

### Hyperscale 위주의 데이터센터 기반 서버 향 메모리 수요의 구조적 성장이 예상됨



참고: 누적 기준  
자료: 메리츠증권증권 리서치센터



# Part III

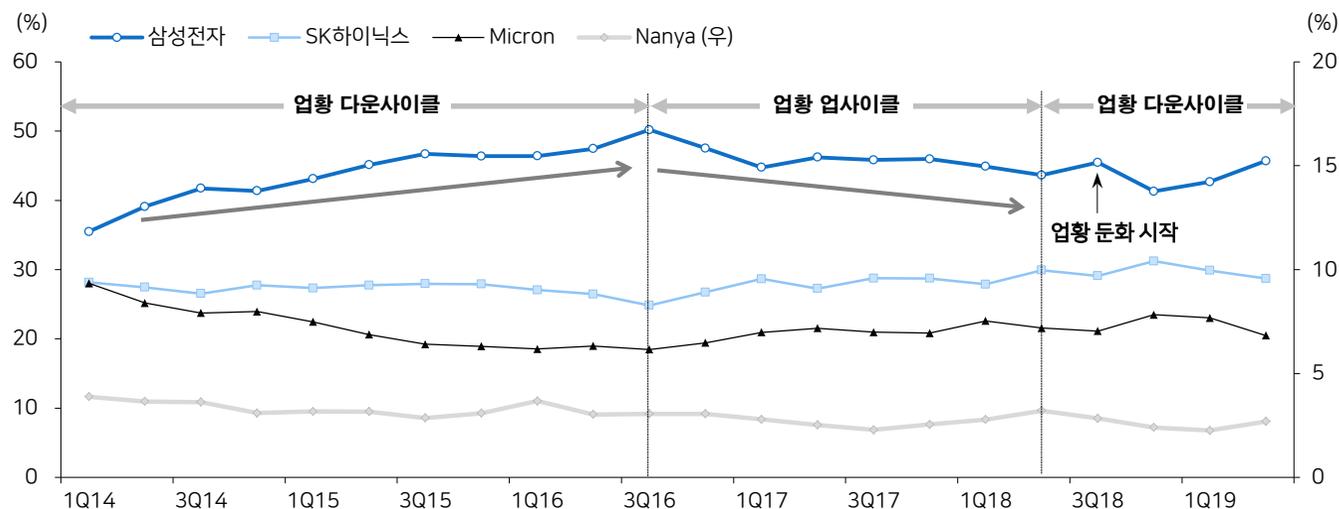
메모리 반도체

## 2020 회복의 궤적

## 선두업체의 공급 증가, 여전히 '현재 진행형'

- 회복의 강도를 예상하는데 우려가 되는 첫번째 요인은 바로 선두업체의 의지
- 시장대비 선두업체의 공급량이 많을 경우 이는 통상적으로 마찰적 평가하락을 유발하며, 그 과정에서 선두업체는 고용량 제품 출하에 집중하며 단위당 평가는 예상보다 빠르게 하락하게 되기 때문
- 현재 삼성전자의 시장성장률을 능가하는 출하 추세는 지속되고 있으며 현재의 Capa 및 재고수준을 감안 시 이는 내년 2Q20까지 업황에 부담으로 존재

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

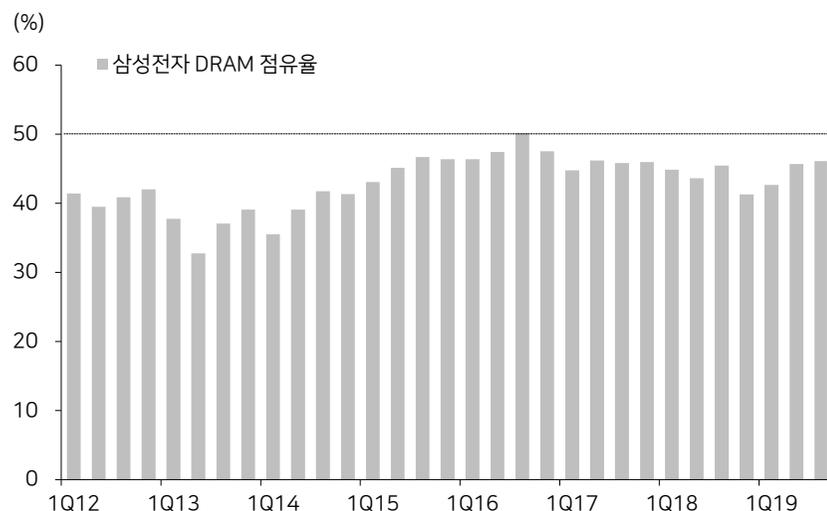


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 의도적이지 않으나 즉각적 평가 상승은 제한할 가능성이 높음

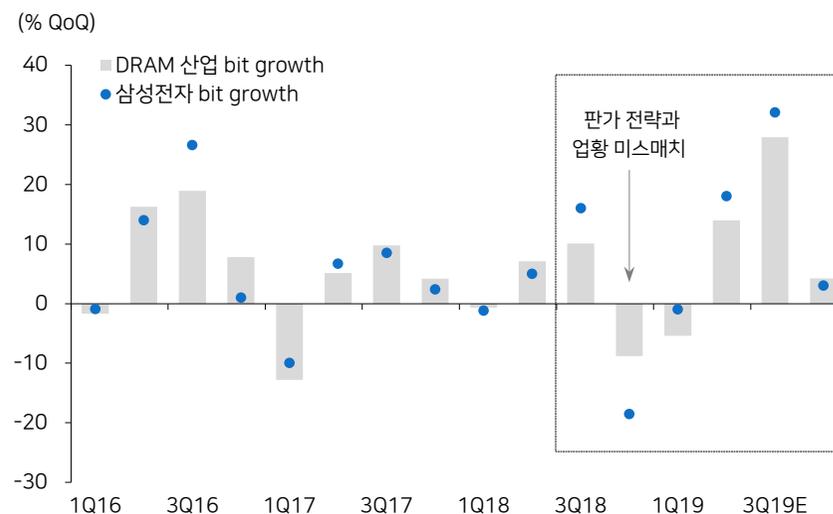
- 삼성전자의 DRAM 내 점유율은 46.1% (3Q19) 수준으로 아직 반독점 이슈를 걱정할 수준은 아님
- 극도로 낮은 평가를 바탕으로 다른 공급업체들 역시 건조한 출하증가를 시험시키기 때문
- 당사의 2H20 DRAM 평가 반등 전망에서 삼성전자의 의욕적 출하 지속은 평가 상승을 제한할 요인으로 작용 가능할 전망

### 삼성전자의 DRAM 시장점유율 이 50%를 상회할 가능성은 제한적이나



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

### 삼성전자의 공급증가율은 시장 성장률을 지속 상회할 전망

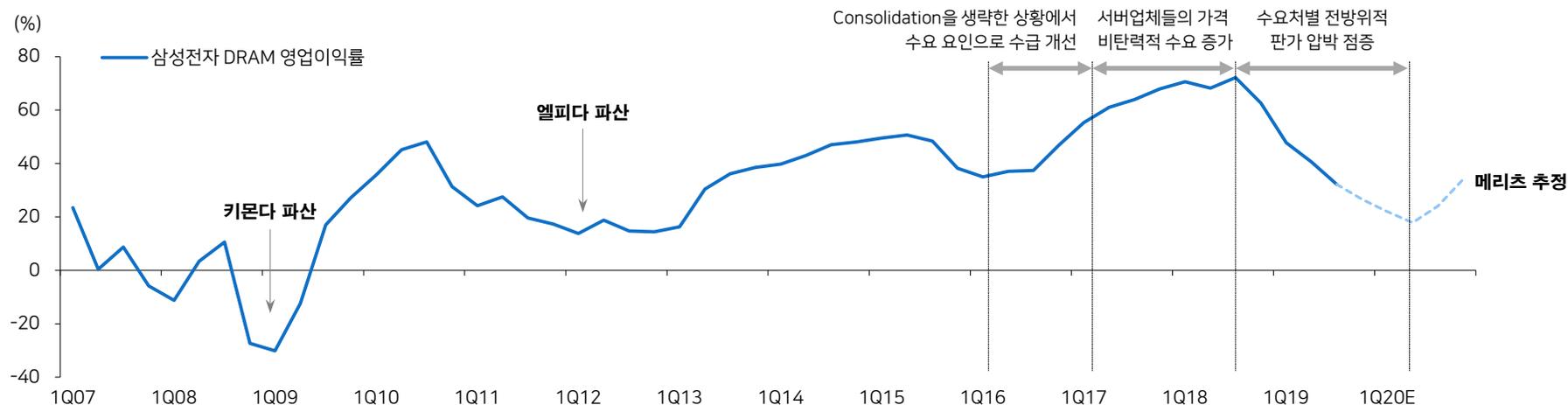


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 금번 DRAM 사이클의 특수성 = 초호황 대신 호황

- 16년 중반부터 시작된 DRAM 초호황은 수요측면의 1) 서버 고객의 강한 존재감 및 2) 가상화폐 채굴 수요를 위한 즉시적 수요에 기반
- 20년 하반기로 예상되는 수익성 회복 궤적은 21년까지 장기화될 전망이나 그 폭은 과거의 업사이클과 유사할 전망
- 장기적으로 DRAM 기준 40-50%의 '상호적' 합의 수준에서의 수익성 시현이 가능

### DRAM 영업이익률은 2Q20말-3Q20초를 바닥으로 개선될 전망

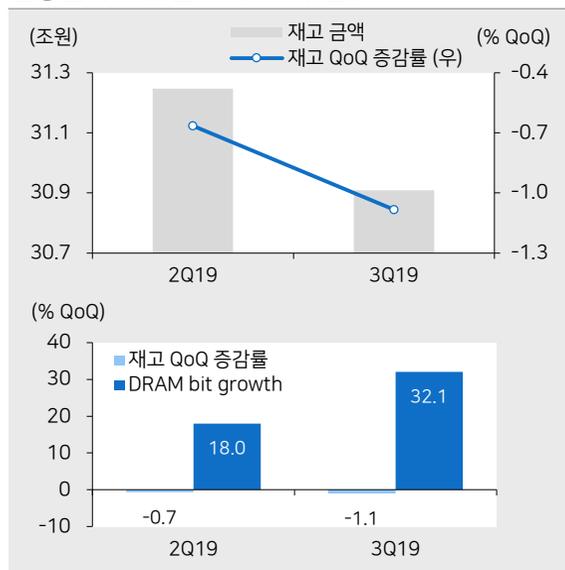


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 재고는 과연 줄었을까? 다소 더딘 속도로 하락 중

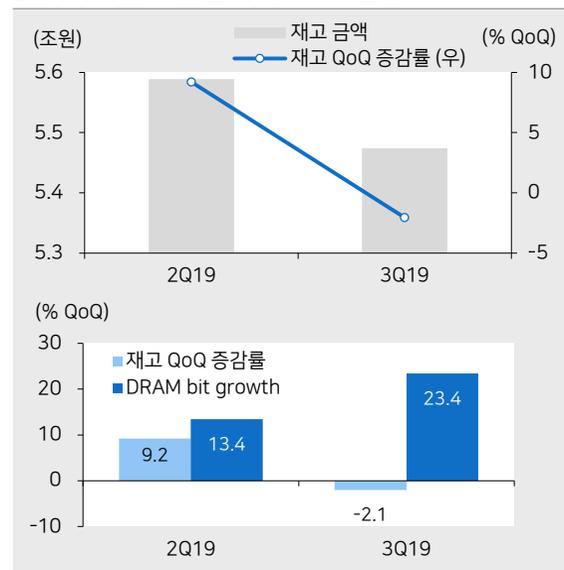
- 공급 업체들의 재고 관련된 코멘트들은 3Q19 실적 발표에서 긍정적으로 표현됨 (예, SK하이닉스는 2Q19 7주 수준의 DRAM 재고가 3Q19 5주 수준으로 하락)
- 다만, '주당 예상출하량'의 함수인 '재고주수'는 임의적 또는 계획적으로 도출될 수 있음
- 실제로 SK하이닉스 및 마이크론의 3분기 재고 금액은 전분기와 유사한 수준을 기록. 동기간 출하량이 20-30%로 매우 견조했음을 감안 시 1) 실제 재고량은 거의 줄지 않았으며, 2) 출하량에 육박하는 생산량 증가가 시현됐음을 추정할 수 있음

### 삼성전자 재고금액 및 출하 변화



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### SK하이닉스 재고금액 및 출하 변화



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 마이크론 재고금액 및 출하 변화

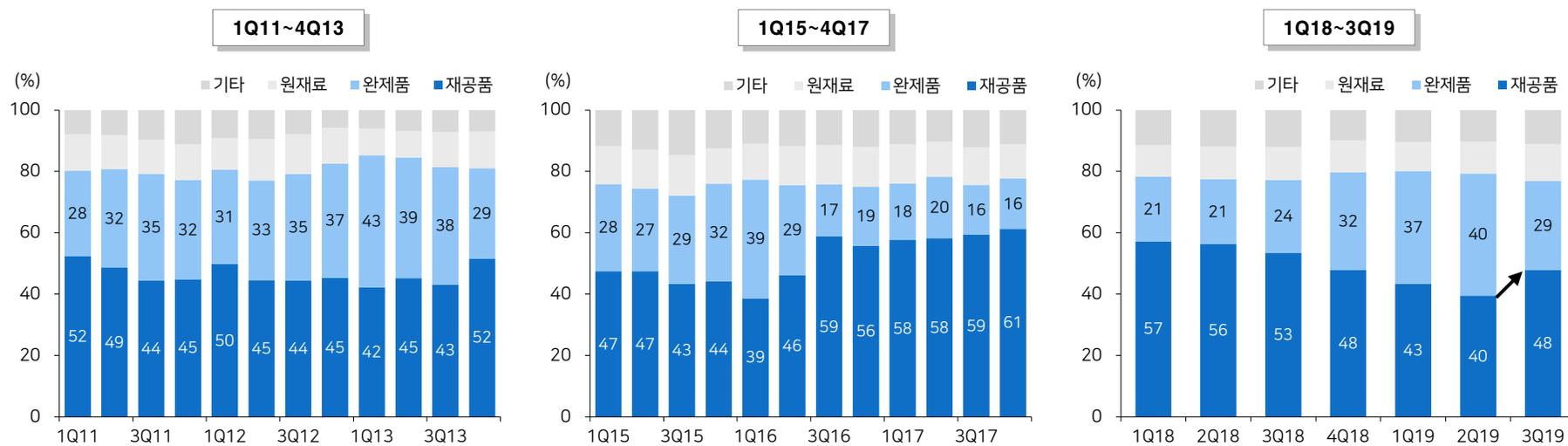


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 감산은 이뤄지고 있을까? 3Q19에도 급격히 증가한 재공품 (1)

- 과거 2011년과 15년 (업황 회복 6-12개월 전) 업체들의 재고 상황을 분석
- 감산 및 가동률 조절에 돌입할 경우 재공품 감소 또는 유지가 일반적
- 판가의 반등을 위해서는 실질적인 재고 감소가 필요하기 때문
- 하지만 이번 사이클에서 업체들의 재공품은 되려 급격하게 증가 중이며 이러한 추세는 1H20까지는 지속될 전망. 관건은 수요 회복을 통한 재공재고의 가파른 소진이 필요

## SK하이닉스 재고 구성 비중

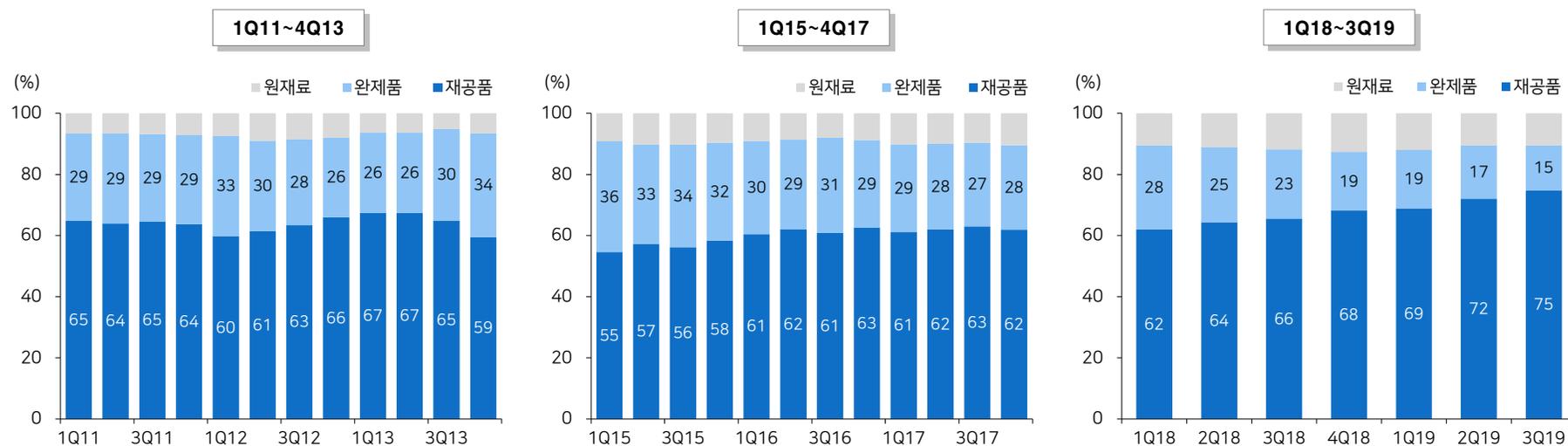


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 감산은 이뤄지고 있을까? 3Q19에도 급격히 증가한 재공품 (2)

- 과거 2011년과 15년 (업황 회복 6-12개월 전) 업체들의 재고 상황을 분석
- 감산 및 가동률 조절에 돌입할 경우 재공품 감소 또는 유지가 일반적
- 판가의 반등을 위해서는 실질적인 재고 감소가 필요하기 때문
- 하지만 이번 사이클에서 업체들의 재공품은 되려 급격하게 증가 중이며 이러한 추세는 1H20까지는 지속될 전망. 관건은 수요 회복을 통한 재공재고의 가파른 소진이 필요

Micron 재고 구성 비중 - 이 역시 SK하이닉스와 마찬가지로 최근까지 재공재고의 가파른 비중확대가 눈에 띈

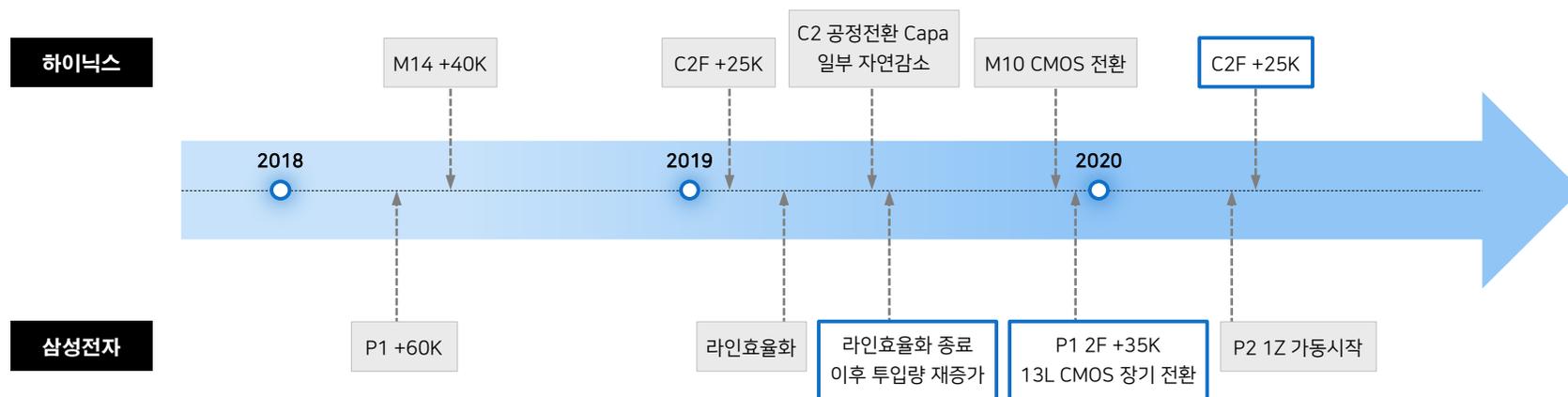


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 브라운필드 Capa의 급증 - 원가 하락을 위한 1H20 Capa 투자 집행

- 2020년 DRAM 수요 회복이 예견되지만 공급 역시 확대되는 방향으로 전개
- 한계에 다다른 DRAM 원가 절감을 위한 '웨이퍼 투입량 극대화' 작업의 일환
- 삼성전자의 경우, 13라인의 CMOS 전환투자가 언급 되었지만 이는 2024년까지의 장기적 계획으로 파악되며, 1) 평택 P1 2층의 35K 가량의 Capa 설치 (19년말 시작, 2Q20 양산) 및 평택 P2 2층의 30K (2Q20 시작, 3Q20 양산)의 일정으로 Capa 확대가 예상됨
- SK하이닉스의 경우, M10라인의 CMOS 전환과 함께, Wuxi C2의 20nm · 25nm의 18nm 공정전환의 소실분을 C2F에서 2020년 중 25K 가량 추가 투자할 전망

DRAM 신규 Capa는 신공정 위주로 추가. 원가 절감을 위해 선두업체의 투자 증분은 불확실성으로 존재

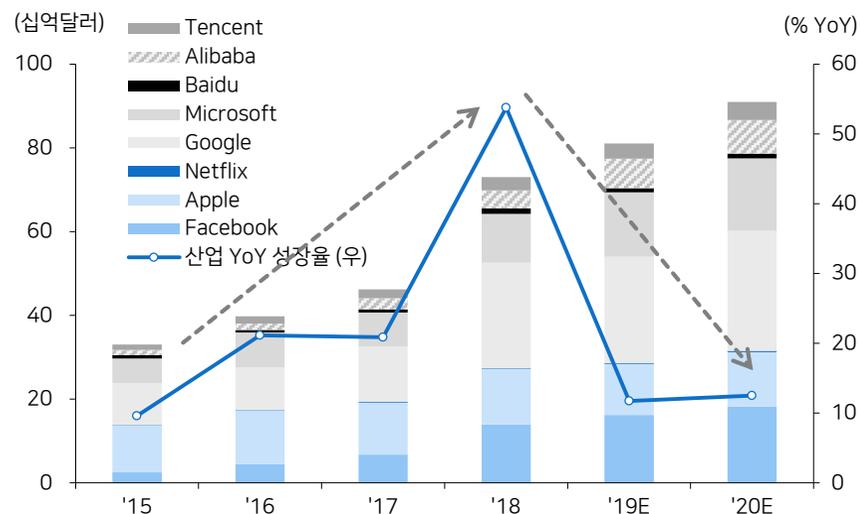


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 서버 향 DRAM 수요, 성장하나 성장률은 둔화

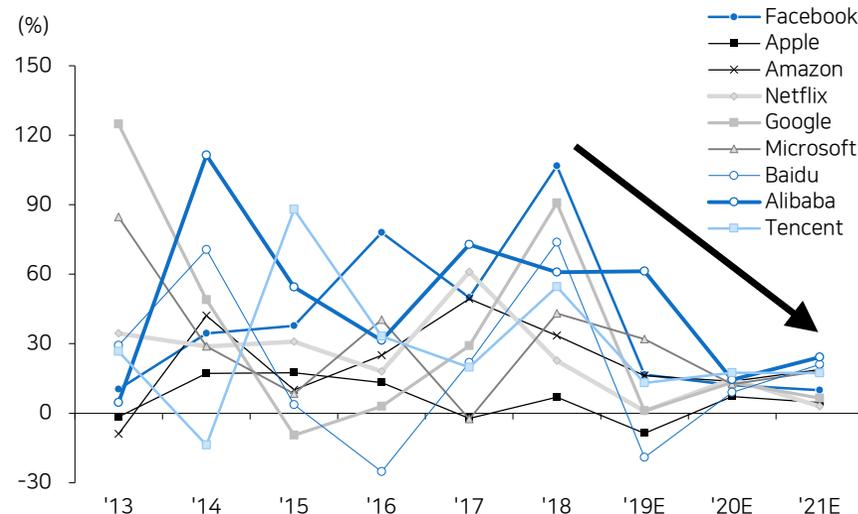
- DRAM 수요 성장의 중심축은 바로 빅데이터, AI, 클라우드 컴퓨팅을 위한 데이터센터 서버 투자
- 미국과 중국의 서버 Capex 성장률은 2018년 급등세 이후 완만해진 추세로 장기간 지속될 전망
- 현재 서버 고객들의 선행 구매가 관찰되고 있으나, 데이터센터 산업 경쟁의 격화로 인한 평가 압박은 지속 존재할 가능성이 높음

주요 데이터센터 건립 업체들의 Capex 투자 성장률은 점차 둔화



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

주요 업체별 Capex 증가율은 차츰 둔화되나 성장세는 지속

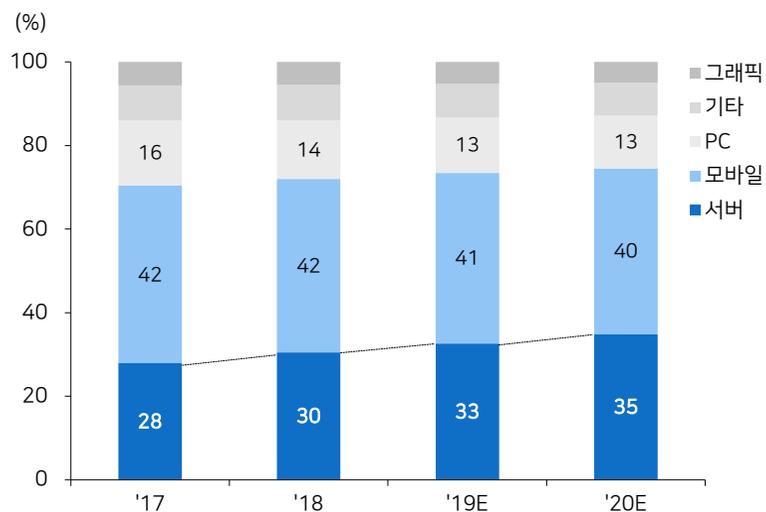


자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## 서버 수요의 가격 비탄력적 특성, 믿을건 모바일 수요

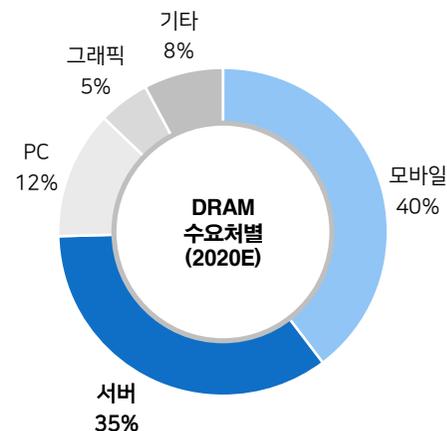
- 서버 수요의 가장 중요한 특징은 바로 '가격 비탄력성'
- 2020년 서버의 DRAM 수요 비중은 35% 가량으로 고객들은 다른 수요처 대비 비탄력성을 보일 가능성이 높음
- 대신 여전히 40%의 높은 점유율을 유지하고 있는 모바일 수요의 판가 탄력적 수요 증가가 2H20 기대됨. 아이폰11S의 탑재량 증가와 5G 슈퍼프리미엄 스마트폰의 확산이 절실한 상황

### DRAM 수요 내 서버 비중은 지속 확대



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

### 판가에 예민한 모바일 수요가 지속

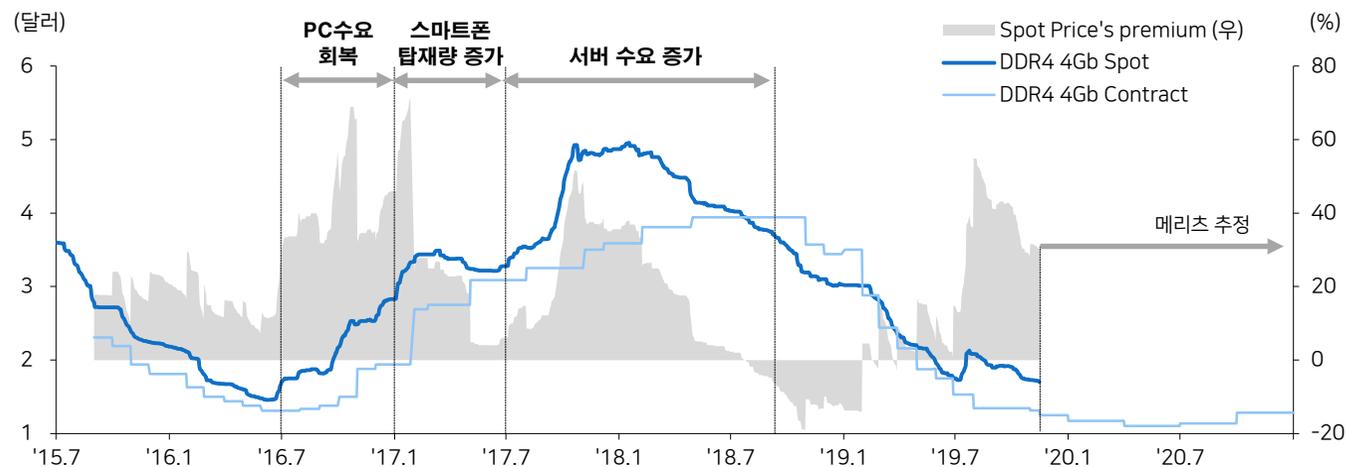


자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## DRAM - 현물가는 2H20부터 소폭 반등. 21년 가파르게 회복 가능

- 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 하락 후 2019년 7월 한일무역 이슈로 반등. 이후 하락세로 전환되며 현재 고정가 대비 높은 프리미엄에 거래 중
- 현물가 흐름은 2020년 상반기까지 하향압력이 불가피하겠지만 3Q20 중 반등시작 후 21년 빠르게 상승할 전망

### 먼저 하락하기 시작한 현물가 이상으로 고정거래가는 지속 하락할 전망

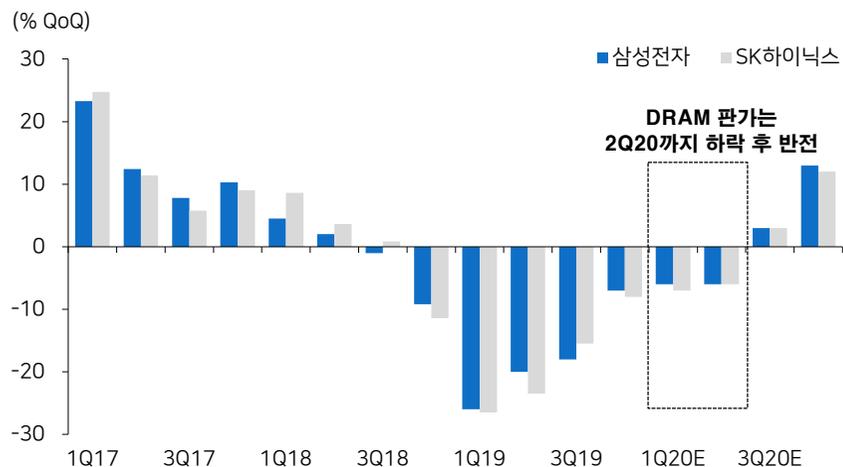


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 평가하락 마무리 단계. 메모리 평가는 1H20 약세 이후 3Q19 중반등

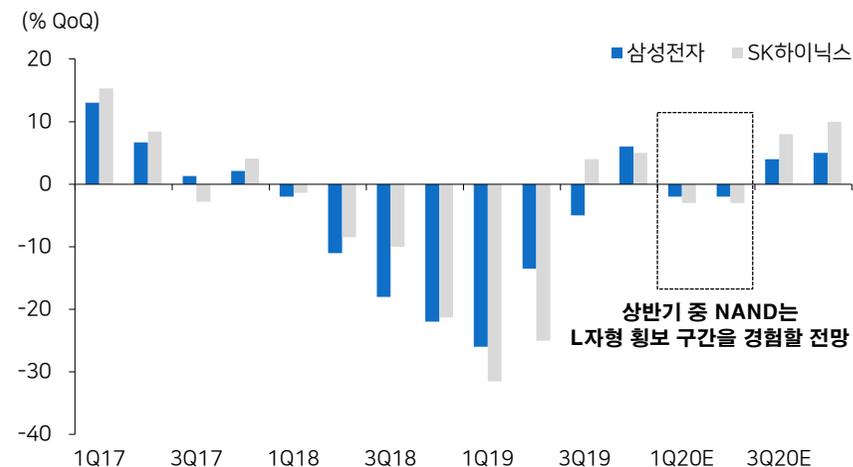
- DRAM 평가는 3Q18부터 2.5년간의 상승세를 마감하고 2019년말까지 지속 하락해 유례없는 실적 둔화 경험. 평가는 2Q19까지 하락해 상반기 실적에 부담으로 작용이 불가피
- 다운사이클은 먼저 경험한 NAND는 L자형 진정세를 4Q19부터 보일 전망. 이는 여전히
  - 1) Toshiba 등 업체들의 마켓쉐어 회복 노력이 진행되는 가운데,
  - 2) 상반기 계절적 약세 탓에 컨수머, 서버, 모바일 수요가 즉각 회복되기 어렵기 때문
- 향후 3Q19부터 DRAM과 NAND의 동시적 평가 반등 전망

### 삼성전자와 SK하이닉스 DRAM ASP 평가는 2Q20까지 하락할 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### NAND의 평가 하락은 4Q18부터 예상보다 가파르게 진행 중

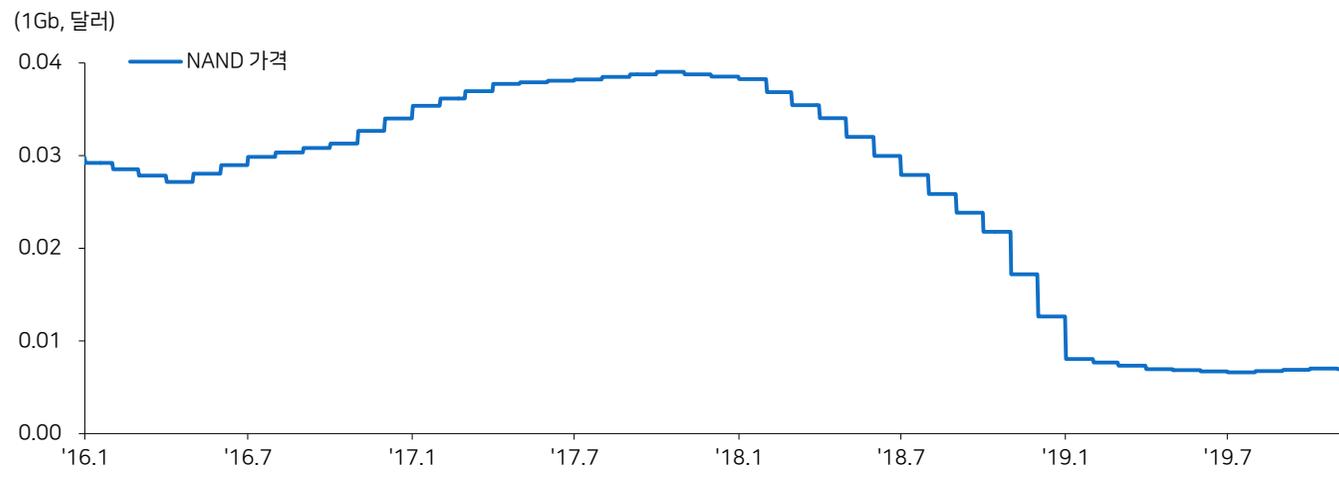


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## NAND에서 배우는 교훈 = L자형 판가 흐름을 경계

- 업황의 우려요인 중 하나는 NAND 산업이 보여주고 있는 L자형 패턴의 전개 방식임
- NAND의 경우 높았던 재고 수준 (10주)이 상당부분 해소되며 6주내외로 줄어들었지만 즉각적인 판가 반등은 시현하지 못하고 있는 상황임. 이는 주로 서버 향 수요가 탄력성을 잃었기 때문
- DRAM 역시 서버의 수요 회복이 생략될 경우, 모바일에 의지하는 L자형 업황 전개로 귀결될 가능성이 있음
- 미주 데이터센터 업체간의 조직적 움직임 (동시적 수요 둔화 및 의도적 더블부킹)이 종종 관찰되고 있는 만큼 공급 업체간의 공급 억제 공감대 형성이 필요한 상황임

### 이미 15년의 다운사이클 이후 L자형 업황을 경험하고 있는 NAND - 수요의 가격 탄력성은 어디간걸까?

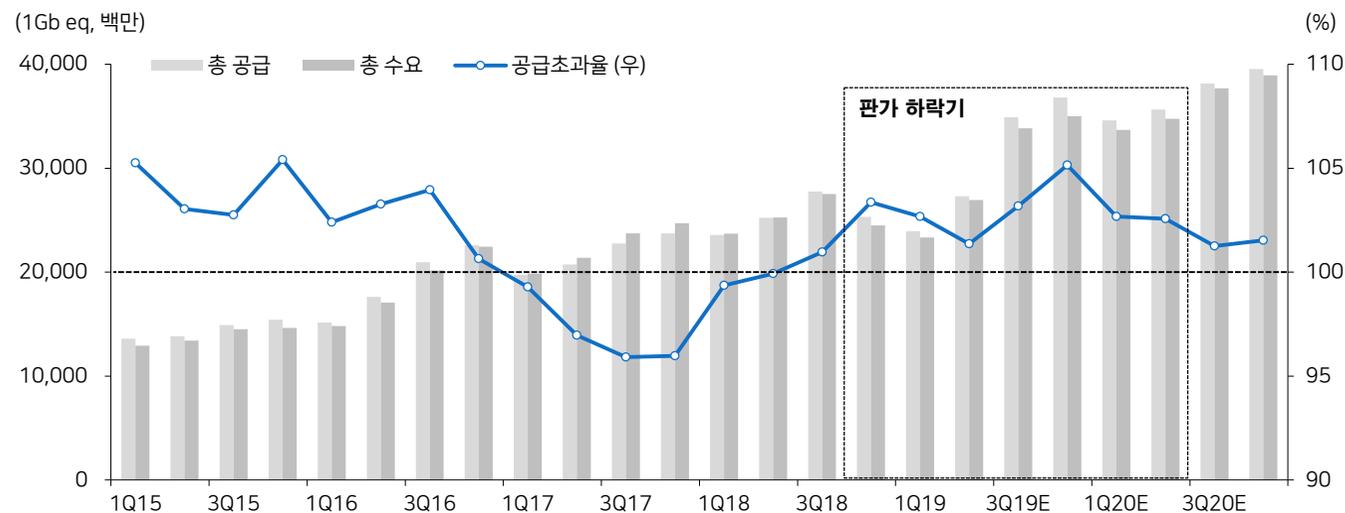


주: 삼성전자 NAND ASP 기준  
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## DRAM - 3Q20부터 균형점 수준의 수급 전개 예상

- 적체된 재고를 감안 시 DRAM 수요가 공급을 능가하는 17-18년 수준의 공급부족을 예상하기 어려움
- 다만 20년 하반기에는 101% 수준의 공급초과율로 변모하며 급락한 DRAM 판가가 21년 가격 반등을 예상하는 수요처의 재고 확충에 기반해 상당부분 반등할 전망
- 당사는 3분기 '한자릿수 초중반~중반%'의 QoQ 판가 반등과 4분기 '10%대 초중반'의 판가 반등이 가능하리라 예상함

### 글로벌 DRAM 수급 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 글로벌 DRAM 수급 전망 (1Q18-4Q20E)

## 글로벌 DRAM 수급전망

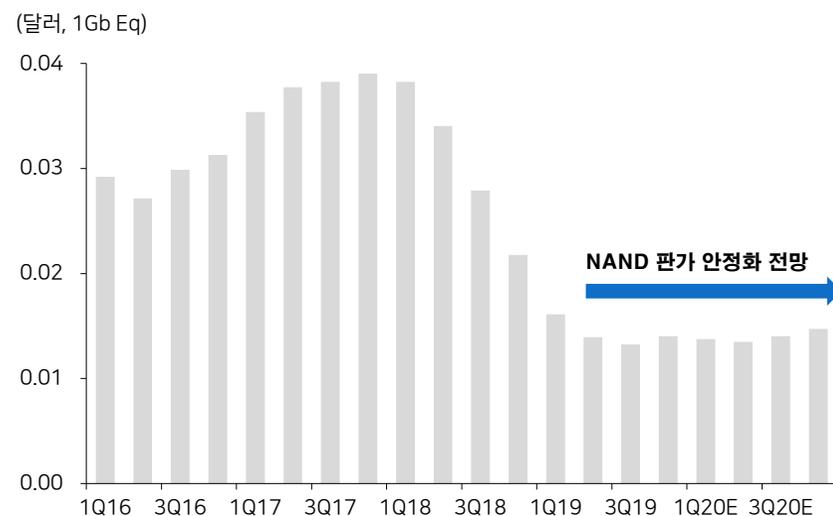
(1Gb Equiv, 백만.)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
글로벌공급	삼성전자	10,240	10,752	12,473	10,159	10,058	11,868	15,678	16,148	15,502	15,502	16,587	17,251	43,625	53,751	64,842
	SK하이닉스	6,711	7,785	8,143	7,948	7,352	8,340	10,295	11,221	10,099	10,705	11,348	11,688	30,587	37,208	43,840
	Micron	5,419	5,365	5,741	5,741	5,150	5,614	7,354	7,721	7,335	7,629	8,239	8,486	22,266	25,839	31,689
	Nanya	693	817	875	897	798	838	922	1,014	963	1,011	1,112	1,224	3,281	3,571	4,310
	Powerchip	158	163	183	210	199	219	226	233	221	254	292	301	714	877	1,069
	Winbond	152	157	161	166	178	183	189	194	194	229	236	243	636	743	902
	기타	187	193	199	205	219	234	251	268	287	307	329	352	783	972	1,274
	<b>총 공급</b>	<b>23,561</b>	<b>25,232</b>	<b>27,774</b>	<b>25,325</b>	<b>23,953</b>	<b>27,296</b>	<b>34,913</b>	<b>36,800</b>	<b>34,602</b>	<b>35,638</b>	<b>38,143</b>	<b>39,544</b>	<b>101,892</b>	<b>122,962</b>	<b>147,927</b>
	QoQ (%)	-1%	7%	10%	-9%	-5%	14%	28%	5%	-6%	3%	7%	4%			
	YoY (%)	19%	22%	22%	7%	2%	8%	26%	45%	44%	31%	9%	7%	17%	21%	20%
글로벌 수요	PC Total	8,180	8,887	9,353	6,767	6,873	9,258	11,197	13,077	12,503	13,633	13,140	14,062	33,187	40,406	53,338
	데스크탑	960	980	1,020	900	842	1,118	1,233	1,265	1,069	1,181	1,328	1,276	3,861	4,457	4,853
	노트북	1,706	1,900	2,071	1,765	1,375	2,093	2,544	2,540	1,936	2,290	2,797	2,650	7,442	8,552	9,672
	기타(서버)	5,514	6,007	6,261	4,102	4,656	6,047	7,421	9,272	9,498	10,162	9,015	10,137	21,885	27,396	38,813
	Non-PC Total	15,532	16,363	18,157	17,735	16,457	17,673	22,639	21,919	21,196	21,115	24,532	24,889	67,787	78,688	91,732
	무선통신	8,449	9,199	10,736	10,623	10,478	11,229	13,680	13,691	13,450	13,293	16,797	17,167	39,007	49,077	60,706
	프로세서	4,045	4,086	4,246	4,086	3,241	3,543	5,230	4,784	4,420	4,464	4,373	4,416	16,463	16,798	17,673
	생활가정	1,856	1,874	1,956	1,874	1,533	1,675	2,473	2,262	2,090	2,111	2,068	2,088	7,560	7,944	8,357
	유선통신	922	931	922	931	941	950	950	960	969	969	979	989	3,707	3,801	3,906
	전장	114	117	122	109	117	119	126	110	118	120	130	113	463	471	481
	산업용	146	155	176	111	148	157	181	112	150	158	186	115	587	598	610
	<b>총 수요</b>	<b>23,712</b>	<b>25,250</b>	<b>27,510</b>	<b>24,502</b>	<b>23,330</b>	<b>26,931</b>	<b>33,837</b>	<b>34,996</b>	<b>33,699</b>	<b>34,748</b>	<b>37,673</b>	<b>38,951</b>	<b>100,974</b>	<b>119,094</b>	<b>145,070</b>
	QoQ (%)	-4%	6%	9%	-11%	-5%	15%	26%	3%	-4%	3%	8%	3%			
	YoY (%)	19%	18%	16%	-1%	-2%	7%	23%	43%	44%	29%	11%	11%	15%	18%	22%
	<b>공급초과율 (%)</b>	<b>99%</b>	<b>100%</b>	<b>101%</b>	<b>103%</b>	<b>103%</b>	<b>101%</b>	<b>103%</b>	<b>105%</b>	<b>103%</b>	<b>103%</b>	<b>101%</b>	<b>102%</b>	<b>101%</b>	<b>103%</b>	<b>102%</b>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## NAND 업황 안정화 - 다수의 공급자에 의한 완만한 회복

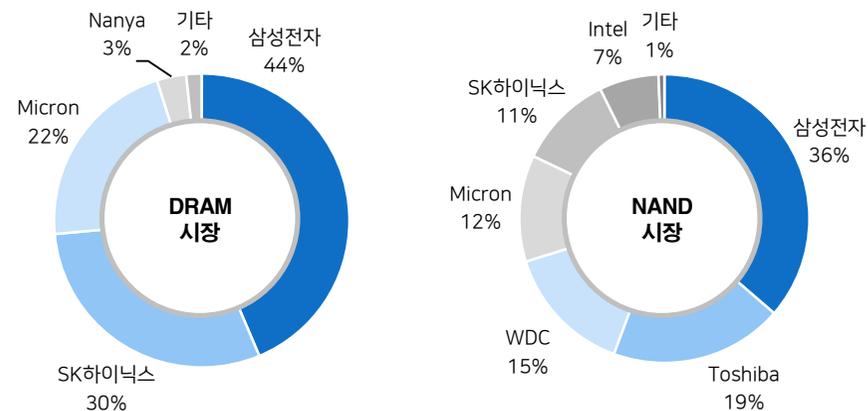
- NAND 판가는 가파른 하락세 이후 완만한 진정세를 시현할 전망
- 가장 큰 원인은 3자 업체로 재편된 DRAM 산업과 달리 NAND에는 6개의 주요 업체가 존재하기 때문
- 아울러 1) 총 Capa 내 3D NAND 비중증가, 2) 64/72/96단 수율 안정화에서 오는 원가하락 여력이 경쟁을 심화시키고 있음. 당사는 NAND 판가 하락세는 2H19에도 지속될 것으로 전망

### NAND 판가 변동 추이 및 전망 - 가파른 하락 이후 안정화



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### DRAM과 다른 NAND 시장의 다자 경쟁 구도

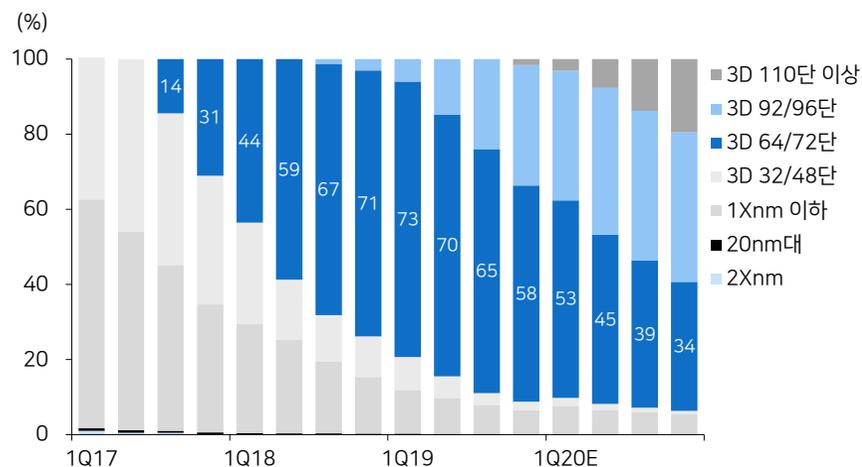


자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

# NAND의 U자형 완만한 회복과 중국 우려

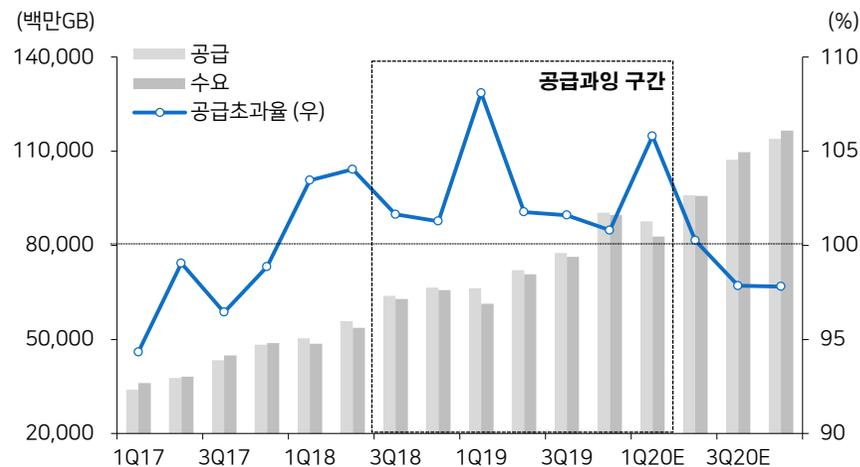
- NAND 업황은 유례없는 혹독한 평가 하락 이후 20년 하반기 평가 반등이 가능
- 기본적으로 NAND의 경우 '수요의 가격 탄력성'이 DRAM 대비 높으나 아직 발현되지 않는 상태
- NAND의 경우 미국의 중국 DRAM 산업 억제 정책이 시작되기 이전부터 중국 내 투자를 시작했으나 아직 실질적 타격은 미치지 못하는 중
- 중국업체의 NAND 시장 진출은 잠재력 위험 요인으로 판단되나, 현 업황의 악화된 수익성을 감안 시 중국 관련 우려는 근시일 내에는 현실화되기 어려울 전망

## 64단 안정화에 기반한 물량증가 & 원가감소가 구매자 우위 시장을 야기



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 글로벌 NAND 수급 전망 - 공급 과잉은 예상보다 심화 중

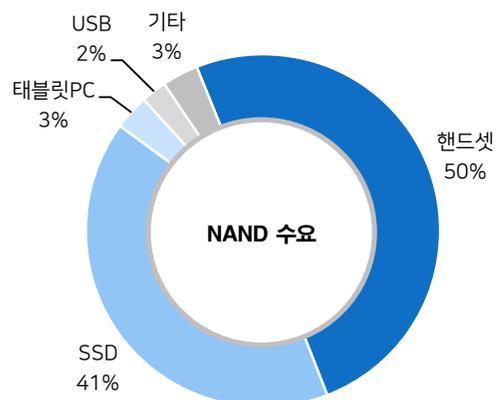


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## NAND - 가격 탄력성이 절실. 5G는 NAND의 구세주인가?

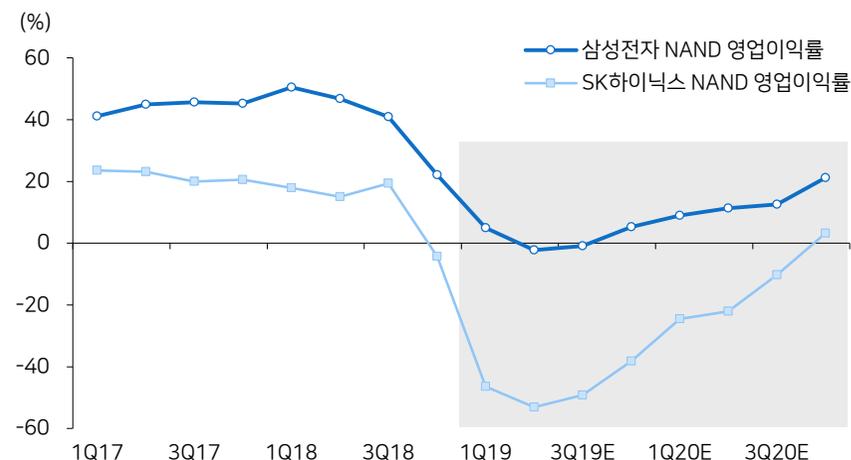
- 수요의 가격탄력성은 NAND 수요의 주요 특징 중 하나임
- 음성 시대에서 화면 시대를 지나 영상으로 전환되어가는 흐름에서, 고화질 영상 및 사진을 저장하려는 소비자들의 니즈가 증대되었기 때문
- 하지만 1) 하이엔드 스마트폰의 저장용량 가격 차별화, 2) 서버 수요의 가격 탄력성 저하가 발생하며 낸드 판가는 가파른 하락세를 지속 경험 중
- 아울러 5G 스마트폰의 확산에도 불구하고 AP와 모뎀의 BOM cost 부담 탓에 클라우드 기반 NAND 탑재량 축소 움직임도 부담스러운 요소

### 모바일 수요가 50%에 육박하는 NAND. 5G가 구세주가 될까?



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

### NAND 업체들의 영업이익률은 2020년 소폭 회복되는 수준에서 그칠 전망

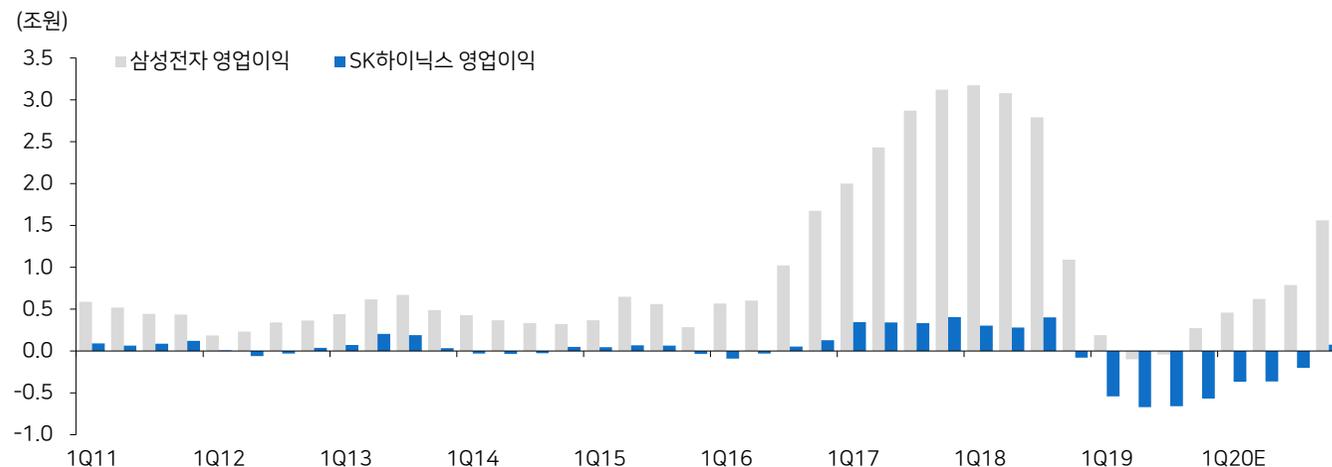


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## NAND-128단 도입 시점이 관건

- 메모리 업체별로 NAND 평가 하락 본격화에서 총 영업이익에 타격을 받는 순은 마이크론, 삼성전자, SK하이닉스 순
- NAND 후발주자의 영업손실은 4Q19~2Q20 내외까지 유지 후 BEP로 회복될 전망
- 현재 삼성전자의 92단과 Kioxia (도시바)의 96단, SK하이닉스의 96단 이후 20년 128단 양산을 위해 개발 가속화되고 있는 상황
- 128단의 공정 안정화는 3Q20부터의 평가 반등과 더불어 업체 실적 개선에 크게 기여할 전망

### 삼성전자, SK하이닉스 분기별 NAND 영업이익 - 20년 중반 128단 본격화는 실적 개선의 필수요소

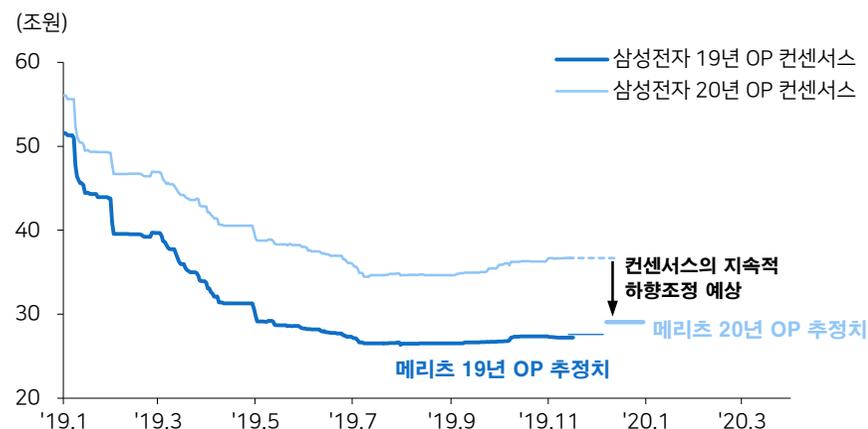


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 20년 상반기에는 삼성전자, 하반기에는 SK하이닉스

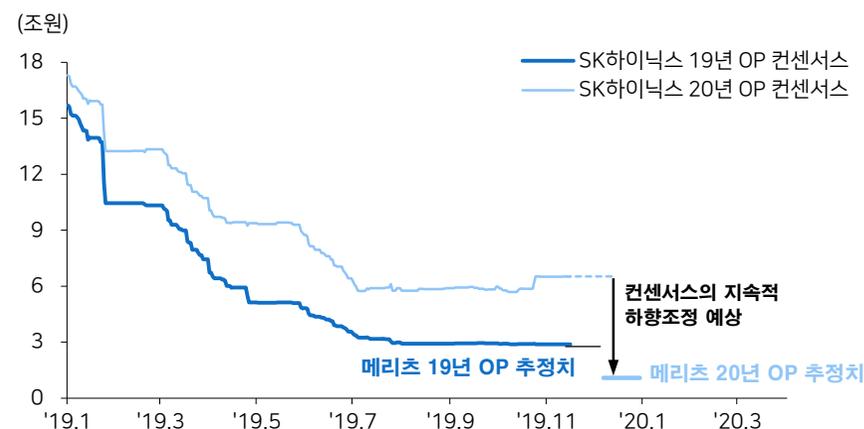
- 시장 대비 3-5개월 정도 지연된 업황 저점을 예상하는 당사의 시각에서 삼성전자와 SK하이닉스의 20년 영업이익 컨센서스는 부담요인
- 삼성전자는 19년 대비 20년의 증익이 가능할 전망 (DP 및 IM의 소폭 개선)
- 하지만 SK하이닉스의 경우 2Q20까지 DRAM 판가가 하락할 경우 올해 대비 증익은 쉽지 않은 상황임
- 1) 전년대비 실적 개선과 2) 주주환원 수익률 (보장수익률 2.7% +  $\alpha$ ), 3) 신규 Fab 증설의 위험요인을 감안시 20년 상반기에는 삼성전자를 선호. 업황이 회복되는 하반기에는 SK하이닉스의 매력도 증가

### 삼성전자 영업이익의 컨센서스는 하향조정 중이나 아직 현실화에 부족



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### SK하이닉스 영업이익의 컨센서스 역시 여전히 긍정 편향적으로 판단



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

## 업황 둔화기, 초호황의 기억이 만들어낸 재평가

- 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
- 이번 다운사이클에서는 2017-18년의 초호황 (영업이익률 60% 이상)의 기억이 밸류에이션의 재평가를 이끌어 냄. 현 상황에서 밸류에이션 매력도는 높지 않으나, 3Q20 실적 개선과 함께 추가 상승이 가능

### SK 하이닉스 - 초호황의 기억이 만들어낸 다운사이클의 Rerating



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### Micron은 경험적 밸류에이션의 평균 수준으로 회귀

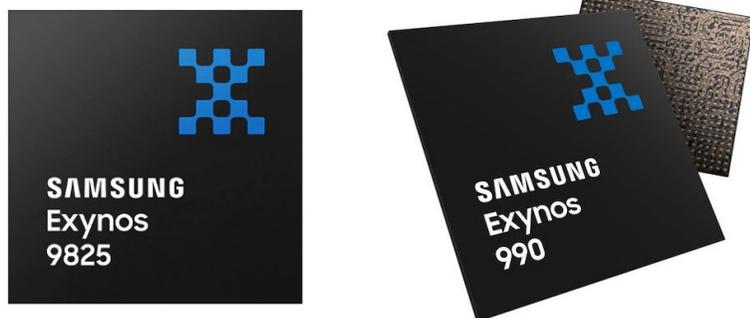


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 2020년 비메모리 매출 확대와 파운드리 성장

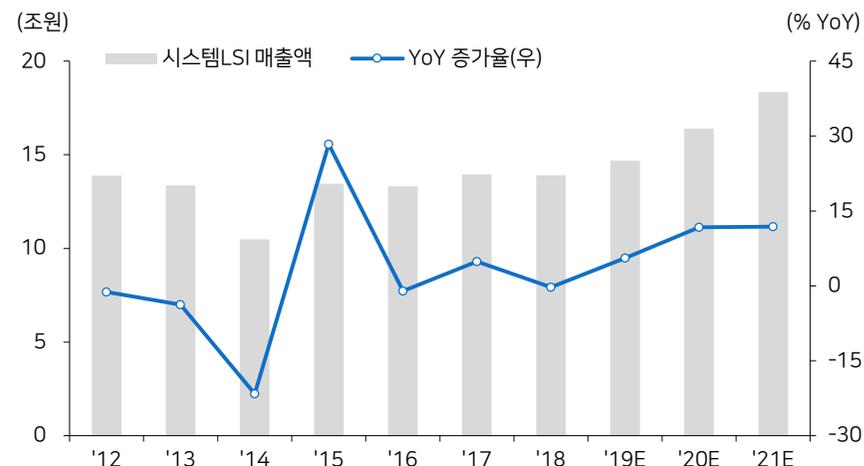
- 극심한 부침을 겪었던 비메모리 매출과 수익성은 점차 안정화되며 20년 본격 개선을 시현할 전망
- 이는 DDI, CMOS, PMIC의 경쟁력 확대와 삼성전자의 8nm 솔루션, 7nm EUV의 성공적 개발에 기반
- 7nm EUV의 경우 현재 2 레이어 EUV 제품에서 연말 7 레이어 제품으로 본격화될 전망이나, 현재 수율 안정화에는 난관을 보이고 있음. 다만 20년 및 21년에는 5nm EUV 업그레이드를 통한 TSMC와의 경쟁력 격차 축소가 가파르게 발생할 전망
- 메모리의 수익성 변동성을 극복하기 위한 SK하이닉스의 파운드리 개발 역시 추세적으로 진행될 전망

### 삼성전자 EUV 적용 7nm 제품은 2020년 중 5nm로 미세화될 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 삼성전자 시스템LSI 사업부는 2020년 견조한 매출 증가를 시현할 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# Supply Chain 투자 기회-전방시장 호황과 증설의 교집합은 20년 중반부터

- 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 주가와의 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
- 2020년 중반 메모리 업황 저점이 가시화되고 신규 Fab 가동 역시 예상되는 만큼, 장비/소재 업종은 1H20부터 최적의 비중확대 시기가 도래할 전망

## 전방 시장과 주가동조화가 큰 장비/소재 업종 역시 보수적 관점에서 접근 후 4Q19 비중 확대가 권고됨



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

# 반도체 소재 Supply chain 전반적 수혜 지속

반도체 Supply Chain 밸류에이션 테이블

[십억달러, 달러]	종가 (현지통화)	시가총액 (백만달러)	주가변화율 (%)					P/E (배)		P/B (배)		EPS 증가율 (%)		ROE (%)		매출액 *		영업이익 *		
			1D	5D	1M	3M	6M	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	
반도체 소재	SK머티리얼즈	173,800	1,575	(2.3)	(0.9)	(7.1)	(3.6)	8.2	12.7	10.9	3.43	2.75	20	16	33.4	30.7	777	887	224	258
	솔브레인	71,500	1,069	(6.7)	(4.0)	(10.6)	1.0	49.7	8.7	8.0	1.44	1.23	41	9	17.9	16.5	1,035	1,147	183	208
	후성	7,490	596	(2.3)	(2.5)	(15.9)	(24.9)	(0.9)	38.2	15.8	3.14	2.62	-46	142	8.0	18.0	260	327	25	58
	한솔케미칼	94,900	921	(1.5)	3.6	6.4	18.9	10.9	12.2	10.4	2.35	1.96	15	17	20.6	20.2	610	676	114	134
	이엔에프테크놀로지	24,500	299	1.0	2.7	3.2	15.0	16.4	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	8,940	83	1.4	2.1	(8.0)	10.9	23.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
OLED	이녹스첨단소재	56,100	445	(0.5)	3.9	(1.6)	12.8	20.0	13.9	11.7	2.78	2.28	14	18	22.4	21.6	349	397	47	57
	덕산네오룩스	22,200	458	(4.1)	2.5	(3.3)	20.3	53.6	32.8	21.3	3.39	2.98	-17	54	10.9	14.6	95	124	17	26
	인터플렉스	17,350	348	2.1	8.4	30.9	89.0	37.7	N/A	88.5	1.70	1.67	적지	흑전	(2.4)	1.9	372	404	-4	5
	비에이치	22,250	621	(0.2)	5.0	4.7	30.9	17.4	8.9	7.1	2.48	1.84	-13	26	34.2	30.4	739	946	85	119
해외	Air Product	240.9	53,088	1.2	3.0	12.1	5.3	14.8	25.5	22.9	4.25	3.86	18	11	17.8	17.8	9,561	10,290	2,537	2,800
	Air Liquide	121.4	63,530	1.6	1.5	3.3	8.4	13.1	24.1	22.0	2.99	2.79	2	12	12.9	13.2	24,439	25,537	4,163	4,516
	Hitachi chemical	3,400.0	6,505	0.0	0.3	(3.4)	2.7	12.8	28.5	23.5	1.64	1.57	-12	19	5.8	7.1	5,993	6,204	297	361
	Kanto denka	1,102.0	582	(0.2)	13.7	21.0	67.7	55.9	14.0	11.1	N/A	N/A	-29	26	10.6	N/A	506	551	60	79
	Linde	209.7	112,651	0.5	3.3	7.1	11.1	11.0	28.8	25.9	2.24	2.49	-68	57	7.7	8.2	28,225	29,293	5,178	5,667

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

# Part IV

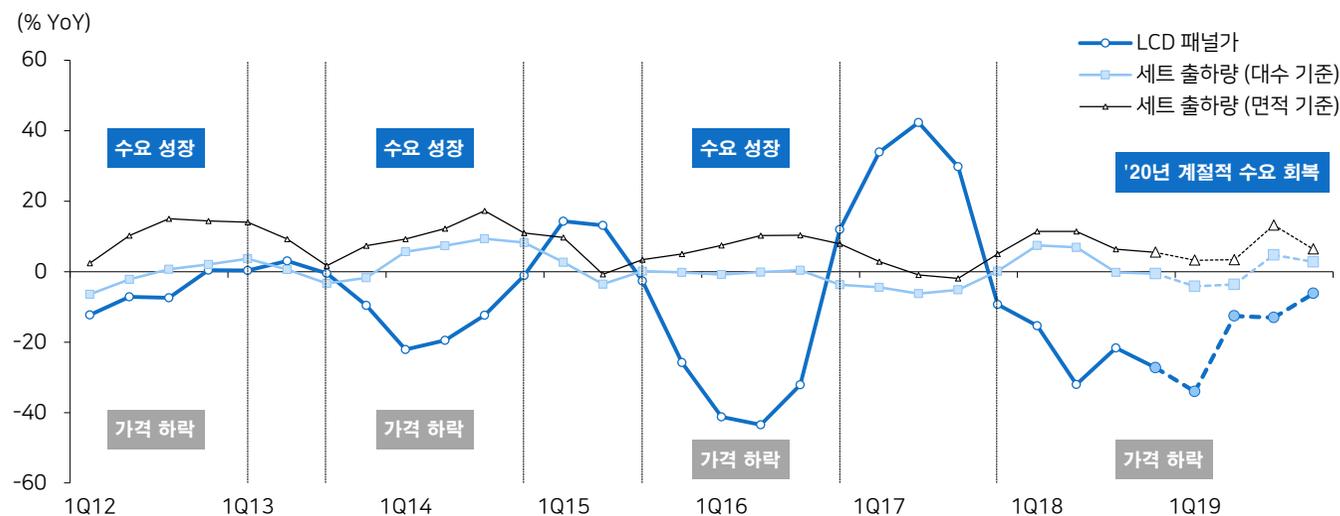
디스플레이

## 중첩된 난관, 기술 진보의 중요성

# LCD 산업 - 사이클의 재현인가 구조적 난관인가

- 장기 LCD 사이클은 가격 하락과 수요 회복의 교차적 움직임으로 설명 가능
- 스포츠 이벤트에 기반한 짝수 해에는 특히 물량 증가가 관찰됨
- 문제는 구조적 증가세로 자리 잡은 10G 이상 급 공급 증가가 부담이라는 측면
- 2020년 스포츠 이벤트와 맞물려 OLED 등 프리미엄 TV 시장은 긍정적 업황이 도출될 가능성이 높음

## 장기 LCD 사이클 한눈에 보기 - 업사이클 재현을 위해서는 19년 이후 구조적 공급 증가의 제한이 관건

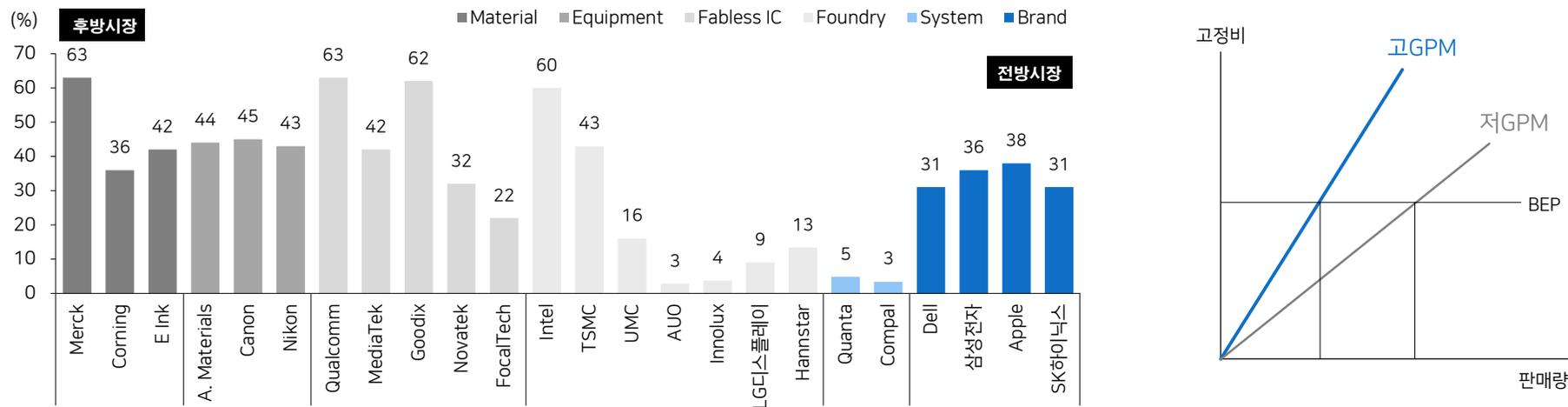


자료: 산업자료, 메리츠증권증권 리서치센터

## 전방에서 후방까지의 GPM 전개도 - 디스플레이 업체들의 수요 회복 절실

- 글로벌 Tech 업체들의 전후방 분석에 따르면 현 양극화된 수요 지형도 내 최전방과 최후방 업체들의 높은 GPM이 눈에 띄
- 높은 GPM의 경우 적은 판매량 만으로도 고정비 회수가 가능하며 판매량 증감 (경기변동)에 상대적으로 안정적 수익 창출이 가능
- LG디스플레이를 비롯한 디스플레이업체들과 PC업체들은 매우 낮은 GPM으로 판매량 회복이 절실한 상황에 처해있음

### Tech 서플라이체인 GPM 전개도 - 최전방과 최후방의 높은 GPM은 경기 회복의 판매량 증가에서 가파른 이익 개선이 가능. 문제는 디스플레이 업체들



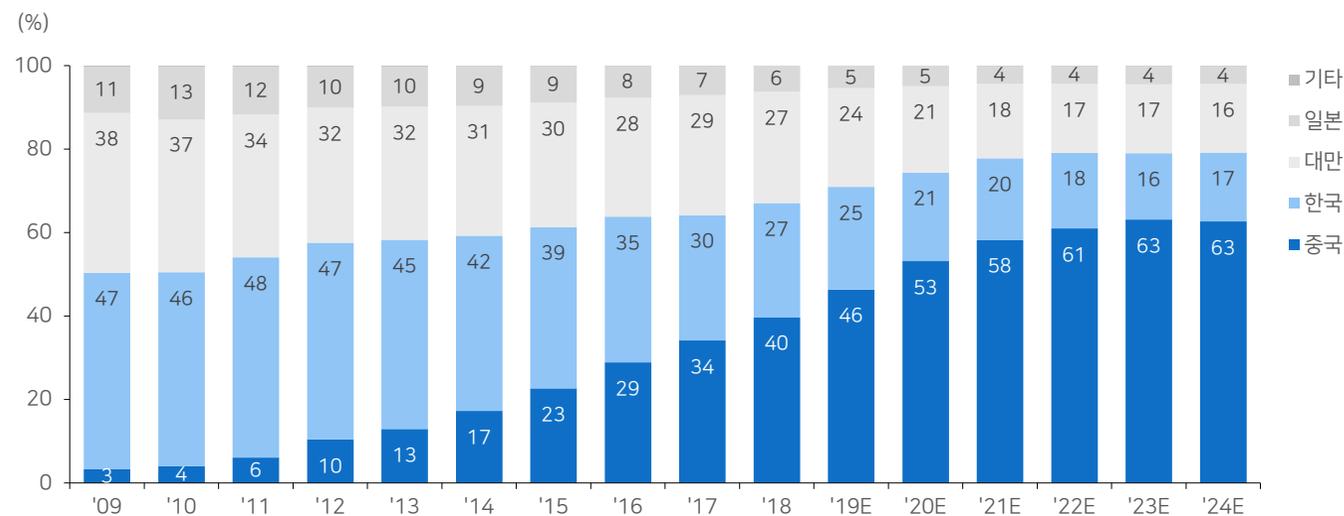
참고: 2Q19 기준

자료: 산업자료, 메리츠증권증권 리서치센터

## 글로벌 디스플레이 시장 내 중국 비중은 지속 증가

- 디스플레이 산업의 구조적 난관은 중국 업체들의 비중이 지속 증가되고 있다는 점
- 특히 2018년 10.5세대 Capa 확장이 시작된 이후 중국 점유율은 급속히 확대
- 이는 1) 보조금 지원과 2) 사업성 검토가 생략된 투자 집행으로 구조적 변화로 이어질 전망

### TFT Capa 지역별 비중 장기 변화 - 중국의 LCD 및 OLED Capa는 2023년까지 지속 증가

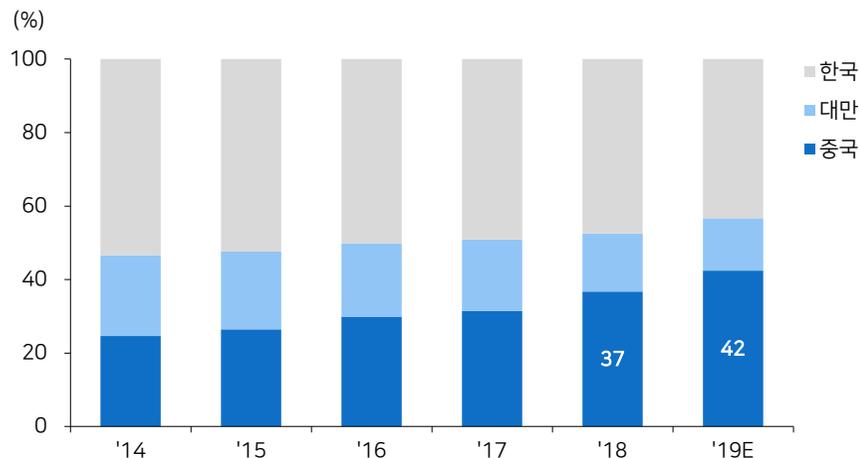


자료: 산업자료, 메리츠증권증권 리서치센터

## 중국 투자 - 10세대 부정적 파급력과 주력 사이즈 잠식 추세

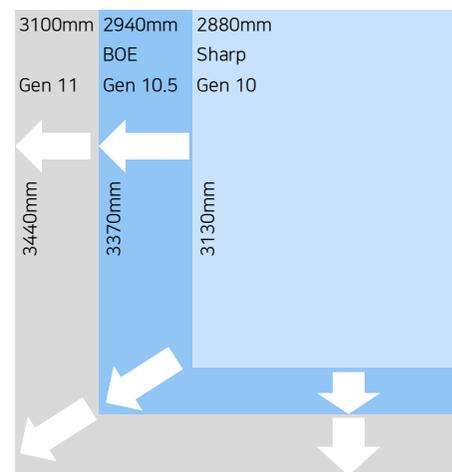
- 중국업체들의 LCD 패널 생산 시작은 중장기적으로 예고된 비극, 그 이유는:
  - 1) 전방 산업인 TV는 여전히 수요 둔화를 지속하고 있으며,
  - 2) '업황 관측 - 생산량 결정 - 자본상태 고려'의 건전한 균형 상태가 아니고,
  - 3) 최적 생산 설비인 8G에서 추가적인 효율성 개선이 어렵기 때문이며 해당 시장에서 중국업체들이 투자를 지속하기 때문
- 선두업체인 한국 업체 입장에서 LCD로는 더 이상 생산 측면의 차별화가 불가능
- 국내 업체들은 White-OLED와 QD-OLED로 전환 후 프리미엄 시장 확대 전략이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

패널: 중국 업체들의 55인치 점유율 증가 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

계속되는 중국의 10세대급 진출

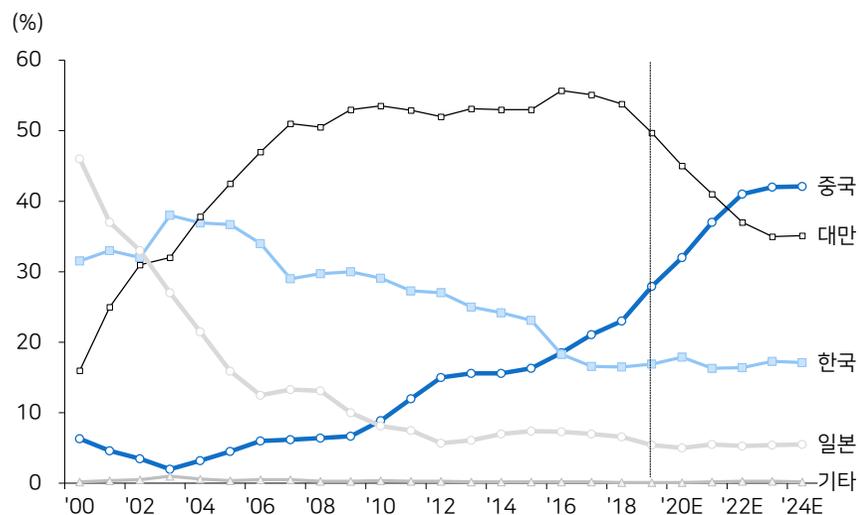


자료: Witsview, 메리츠증권증권 리서치센터

## 중소형과 중대형 모든 사이즈에서 중국 Capa 점유는 가파르게 증가

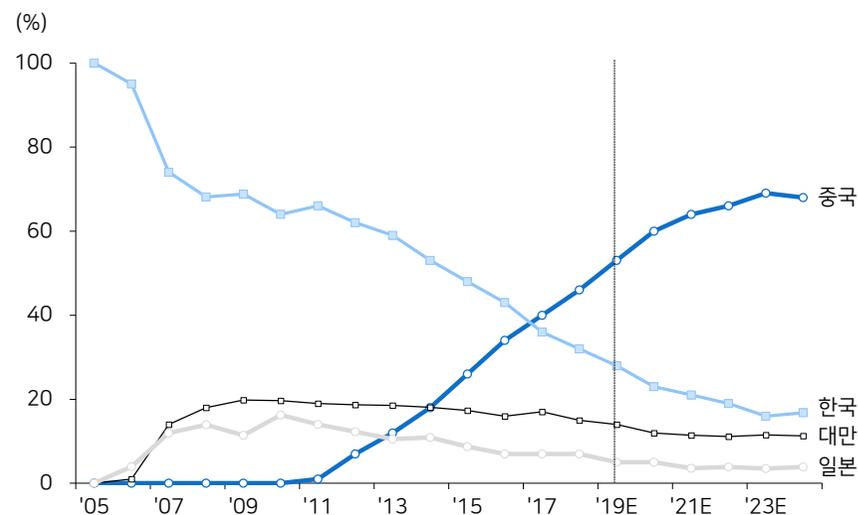
- 중국의 점유율 확대는 모바일 (6세대 이하)와 TV (7세대 이상)을 막론하고 공히 발생 중
- 특히 20-21년의 경우 TV와 모바일 모두 중국 업체들의 설비투자가 구조적으로 진행
- 삼성디스플레이는 4Q20 A5 Fab 완공을 통해 21년 Capa 확대를 모색할 전망
- LG디스플레이의 경우 E6의 단계별 확장이 필요하나, 모바일 OLED 수율 안정화가 급선무

### [6세대 이하] LCD+OLED Capa 점유율 전망



자료: 산업자료, 메리츠증권증권 리서치센터

### [7세대 이상] LCD+OLED Capa 점유율 전망



자료: 산업자료, 메리츠증권증권 리서치센터

## 중국의 신규 Capa - 주력 사이즈를 다재다능 생산. 한국은 OLED 변모가 필수

- 2018년부터 BOE, CSOT, 팍스콘-샤프 등의 10.5세대 LCD 투자가 집행
- 이는 90% 이상의 높은 면취율로 한국의 8세대 생산원가를 월등히 앞서나갈 수 있는 토대
- 20년 중국 정부의 보조금이 일부 감소하더라도 LCD의 이론적 원가는 중국이 앞설 전망
- 결국 원가 경쟁으로 변모될 LCD는 장기적 관점에서 비중 축소가 절실한 상황

### 중국 신규 Capa는 높은 면취 효율성을 갖추고 있음 - 40~75인치 영역의 전방위적 공급 증가 우려

	Gen 8.5 (2200 × 2500)		Gen 8.6 (2250 × 2600)		Gen 8.6+ (2250 × 2610)		Gen 8.6+ (2290 × 2620)		Gen10.5 (2940 × 3370)	
	AUO, BOE, CSOT, LGD, Innolux, SDC 등		Innolux, HKC		CHOT		CEC Panda		BOE, CSOT, SIO, LGD	
Cutting	주요 제품	면취율	주요 제품	면취율	주요 제품	면취율	주요 제품	면취율	주요 제품	면취율
18 cuts	32"	96%	32"	90%	32"	90%	32"	88%	43"	93%
8 cuts	49"	96%	50"	94%	50"	94%	50"	92%	65"	94%
6 cuts	55"	93%	58"	97%	58"	97%	58"	95%	75"	94%
MMG	43" (8) + 21.5" (23.6)" (8)	93% (96%)	45" (8) + 21.5" (8)	94%	45" (8) + 21.5" (23.6)" (8)	93% (97%)	45" (8) + 23.6" (8)	95%		
MMG	60" (3) + 32" (6)	85%			50" (3) + 70" (2)	90%	65" (3) + 58" (2) 70" (2) + 50" (3)	89% 90%		
MMG	65" (3) + 32" (6)	94%			65" (3) + 58" (2)	91%				
10 cuts	43"	96%								
6 cuts (New)			55" <HKC>	84%			55" <CEC Panda>	85%		
MMG (New)	40" (8) + 23.6" (8) <Innolux>	85%								

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 중국 디스플레이 업체들의 불공정 게임. 국내 장비업체에게는 기회

- 보조금을 통한 정부의 투자 지원은 중국에서 지속 진행 중
- 과거 대형 LCD 투자에 관여하던 투자 지원이 이제 모바일 (6세대급)로 전개 중
- 이는 독점적 지위를 유지할 수 있는 국내 디스플레이 장비업체들에게는 기회로 작용할 전망

### 중국 디스플레이 투자의 높은 정부 의존도

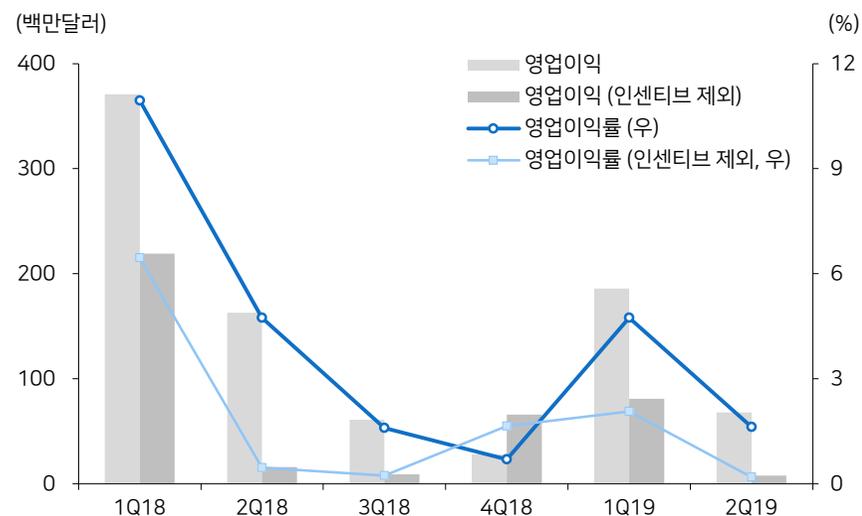
기업	팹	세대	기술	지역	총 투자액 (십억위안)	투자 비중 (%)			
						회사	정부	은행대출 및 자금조달	합작사
BOE	B1	5G	TFT LCD	베이징	3.5	69%	13%	18%	
BOE	B2	4.5G	TFT LCD	청두	4	1%	55%	44%	
BOE	B5	8G	TFT LCD	허페이	28.5	25%	35%	40%	
BOE	B8	8G	TFT LCD	충칭	32.8	27%	33%	40%	
BOE	B9	10.5G	TFT LCD	허페이	40	10%	45%	45%	
BOE	B10	8G	TFT LCD	푸저우	30	10%	50%	40%	
BOE	B11	6G	OLED	멘양	46.5	22%	34%	44%	
BOE	B12	6G	OLED	충칭	46.5	22%	34%	44%	
BOE	B15	6G	OLED	푸저우	46.5	24%	44%	32%	
CSOT	T1 & T2	8G	TFT LCD	선전	60	87%	3%	10%	
CSOT	T3	6G	LTPS	우한	16	43%	40%	17%	
CSOT	T4	6G	OLED	우한	35	50%	50%		
CSOT	T6 & T7	10.5G	TFT LCD	선전	53.8	25%	37%	28%	10%
Visionox	V3	6G	OLED	허페이	44	9%	41%	50%	
Tianma	Xiamen	6G	OLED	시안	48	8%	48%	44%	
HKC	H1	8.6G	TFT LCD	충칭	24	13%	7%	75%	6%
HKC	H2	6G	TFT LCD	추저우	24	40%	33%	23%	4%
HKC	H4	6G	TFT LCD	멘양	24	12%	63%	25%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 중국의 인센티브 지급을 통한 디스플레이 산업 지원

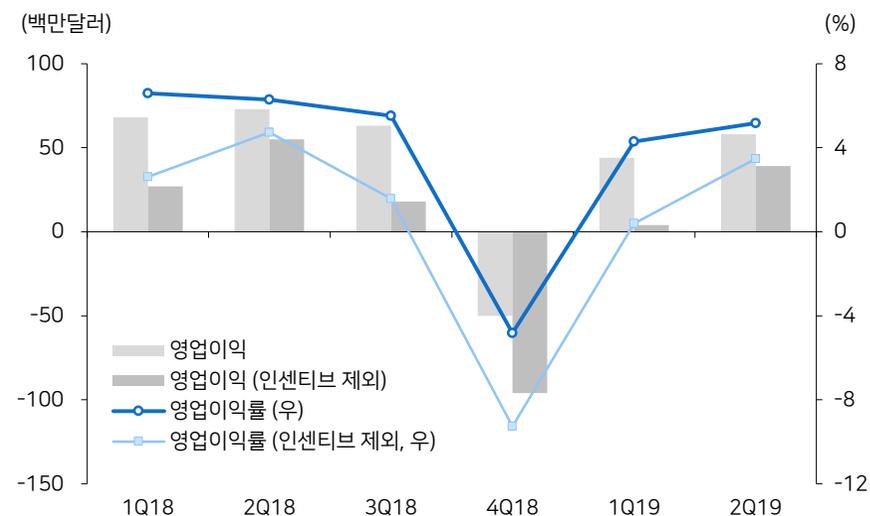
- BOE와 Tianma 등 중국 디스플레이 업체들은 영업 인센티브를 지급받아 실질 실적을 상회하는 수익성을 확보해 옴
- 향후 인센티브는 감소할 수 있겠으나 아직까지는 큰 변화는 보이지 않고 있음

### BOE – 인센티브 지급에 따른 영업이익과 영업이익률 변화 (1Q18-2Q19)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### Tianma – 인센티브 지급에 따른 영업이익과 영업이익률 변화 (1Q18-2Q19)

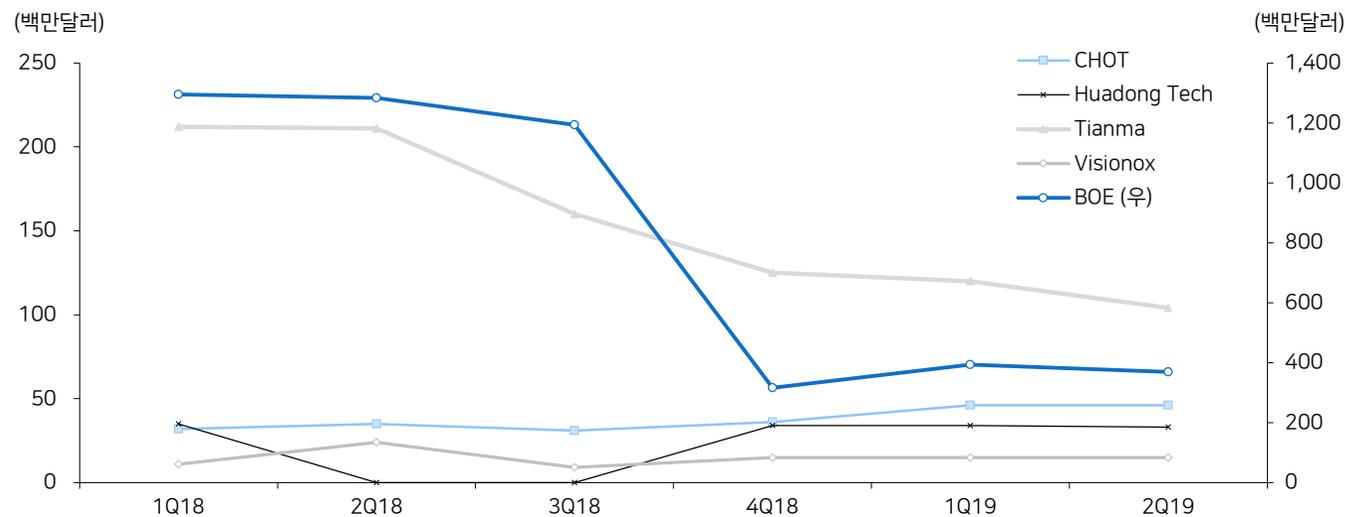


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 중국 보조금의 또다른 형태, 이연수익 (Deferred income)

- 중국 이연수익 (인센티브 지급 대상 중 매출 미인식 분량)을 살펴볼 경우 그 폭은 다소 감소하는 추세가 확인됨
- 2018년 막대한 규모에서 올해 들어 소폭 감소하고 있으며, 중국 경기 개선세 둔화와 함께 향후 추가 축소될 가능성이 높음

중국 디스플레이 업체 내 이연수익은 19년 규모는 감소했으나 여전히 높은 수준



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 중국의 일방적인 투자 집행 결정 과정

- 일반적인 투자 집행을 위해서는 '수요조사'와 '파급력 및 수익성 분석'이 선행됨
- 하지만 중국의 경우 정부참여로 시작해 투자 단행 이후 수요과 시장 분석이 뒤따름
- 결국 수급 변동과 무관한 경쟁력 증진 투자가 이뤄지며 무분별한 대형 디스플레이 투자가 발생했음
- 향후 이는 '중소형' 디스플레이 업종에서도 유사하게 발생할 전망
- 특히 수율 안정화 도달 시 더욱 가속화될 수 있음

### 디스플레이 산업 투자 기획 및 집행 순서도

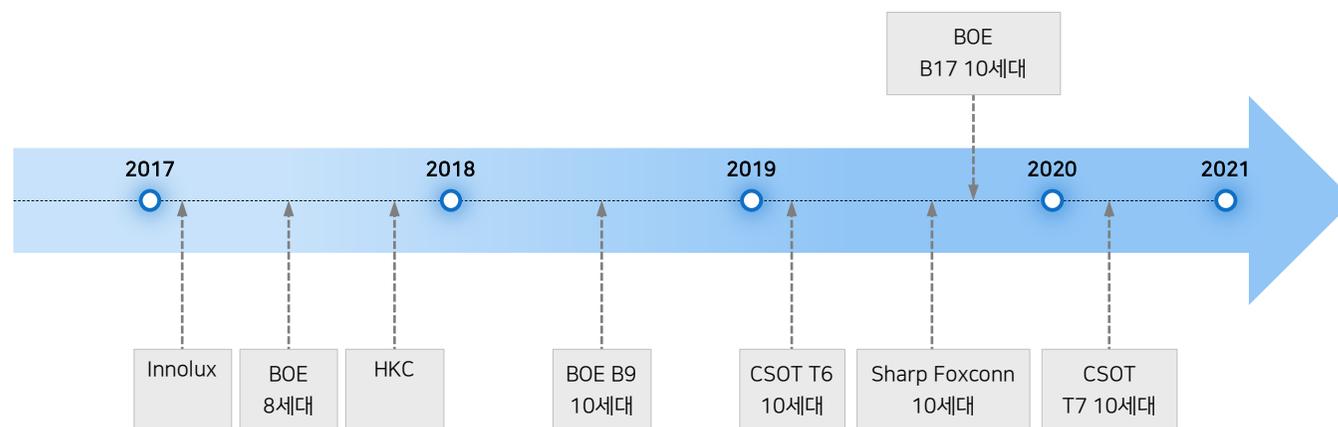


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 구조적 문제점 (1-2) - 중장기 투입 Capa는 지속적 증가

- 2019년 이후 CSOT와 Sharp/Foxconn의 10세대도 순차적으로 양산되며 LCD 패널가에는 하방압력이 지속 작용할 전망
- 현재 32인치와 40인치 위주의 TV 패널 판가 하락은 멈춘 상황이나, 이후 소폭 반등에 그침
- 삼성디스플레이의 8세대 가동 중단과 LG디스플레이의 가동 중단 발표 이후 20년 초부터 50인치 이상의 판가 역시 상승 전환될 전망

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

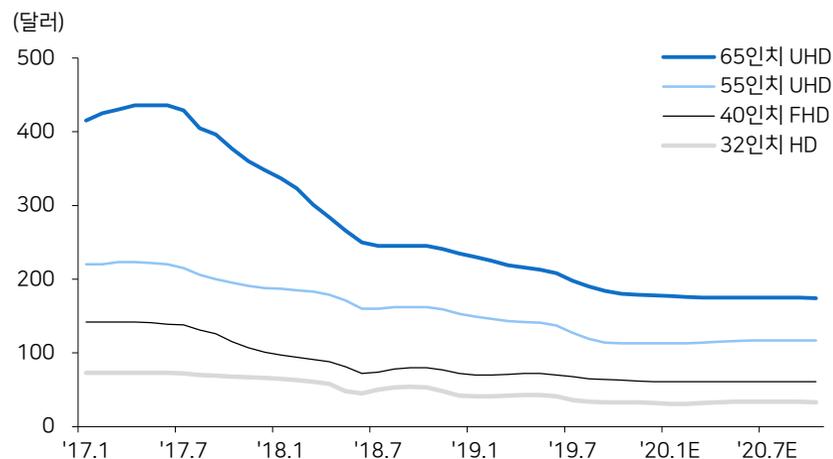


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## LCD 패널 판가는 20년 초반부터 하락세 둔화

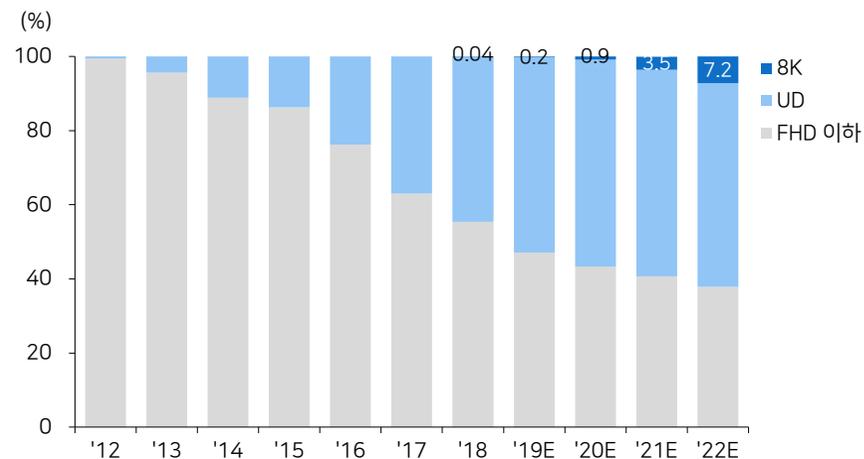
- 공급 측면에서 경제적 타당성이 결여된 투자가 지속됨에 따라 판가 하락은 원가하락 속도를 능가
- 다만 후발주자들의 현금원가를 하회하는 판가가 영원히 유지되긴 어려울 전망
- 20년의 경우 1) 올림픽에 기반한 계절적 수요 회복, 2) 8K 등 수요 자극에 힘입어 1Q20초중반부터 판가의 하향 안정화 및 소폭 개선이 가능

### LCD 판가는 2020년 판가 안정화로 변모될 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### TV 시장 내 UHD 이후 8K 시장은 언제 열릴까?

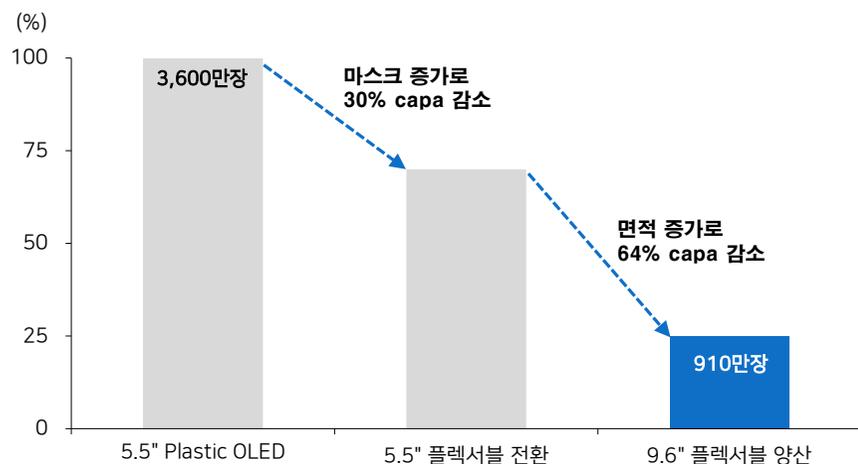


자료: Trendforce, 메리츠증권증권 리서치센터

## 폴더블 OLED와 QD-OLED의 잠재 파괴력 - 폭발적인 Capa 투자 가능

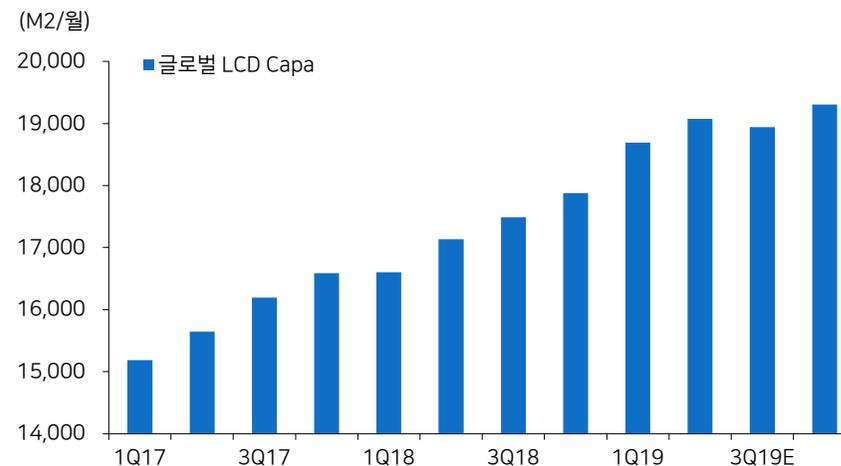
- High-end 스마트폰의 PC화는 비단 전방시장만의 확대는 아님
- 모바일 디스플레이 수요 급증 (Rigid에서 Flexible로 전환 시 기존 Capa가 크게 감축되며 추가 Capa 투자 발생 가능함)
- 하이엔드 TV 시장을 수성하려는 삼성전자의 노력은 QD-OLED 라인 투자를 통해 19년 연말부터 시작될 전망. 초기에는 80K 라인 전환으로 소규모 시작될 가능성이 높음
- 모바일 향 A5 투자는 2021년 양산 능력을 위해 4Q20 Fab 완공 예상

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



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 삼성디스플레이의 QD-OLED 전환 투자는 3Q19 이후 24년까지 지속

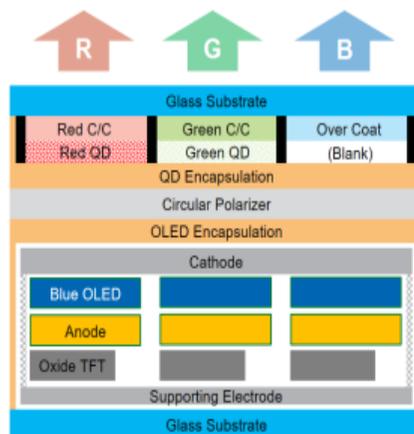
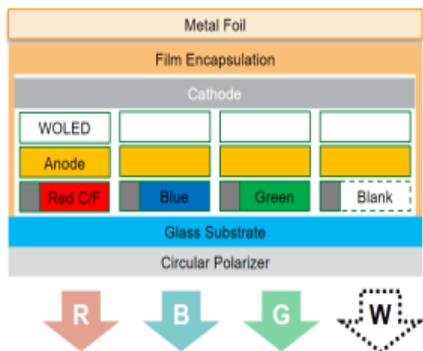


자료: 삼성디스플레이, 메리츠증권증권 리서치센터

## 화이트 OLED와 QD-OLED, 무엇이 다를까?

- LG디스플레이의 White OLED에 이어 삼성디스플레이의 QD-OLED 기술 개발이 활발히 진행 중
- 단계적 투자가 가능할 전망이다, 여전히 기술적 한계는 존재하는 상황
- 우선 L8-1 가동 중단 및 전환 투자에서의 수율 안정화 과정이 확보되어야 A5 신규팹 건립 투자가 가능할 전망이다. 디스플레이의 신규 투자는 장비업체에게 큰 투자기회로 작용 가능
- 현재 8.5G로 개발되는 QD-OLED는 10.5G 적용 여부도 불확실성으로 존재

### 화이트 OLED와 QD-OLED의 기술적 차이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### QD-OLED 투자 집행 이후 기술적 안정화까지는 다소 시간이 필요할 전망

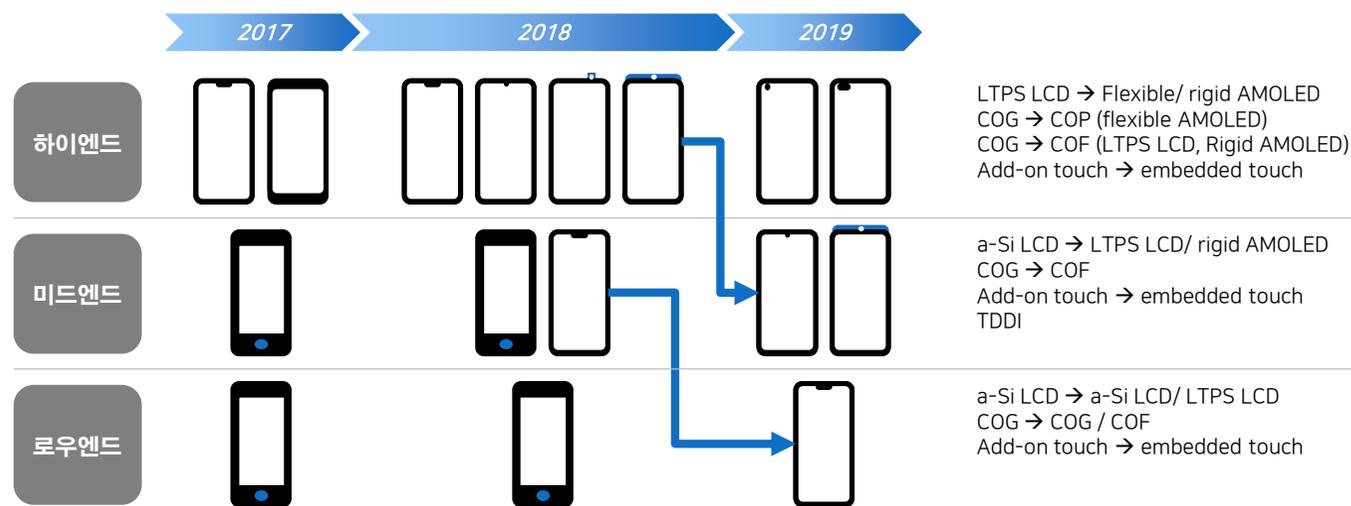
	WOLED	QD-OLED
생산 단계	양산 중	개발 중
픽셀 구조	White Tandem	Blue Tandem
발광 방식	배면발광	전면발광
컬러필터	R-G-B-W 컬러필터	QD R-G-B 컬러
Backplane	Oxide TFT	Oxide TFT
봉지공정	1회 (Metal foil 결합된 봉지필름)	2회 (Thin Film 또는 Glass 봉지)
주요공정	오픈 마스크 OLED / 컬러필터	오픈 마스크 OLED / 잉크젯 QD 컬러필터
기술적 문제	배면발광의 낮은 개구율	Blue OLED 수명 저감
양산시점 및 업체	3Q13 / LG디스플레이	3Q20 (예상) / 삼성디스플레이

자료: 삼성디스플레이, 메리츠증권증권 리서치센터

## 모바일 기술의 진화, 베젤리스를 넘어 언더패널센서(UPS)로...

- 모바일 디스플레이는 현재 업종 내 유일한 수익 창출 어플리케이션으로 남아있음
- 베젤리스를 추구하는 현재의 추세에서 노치 제거와 카메라의 진화가 활발하게 진행 중
- 향후 디스플레이 기술은 언더패널 센터 도입과 함께, 폴 디스플레이 및 직각 디스플레이 (90도 벤딩) 또는 3D 글라스 적용을 통해 스마트폰의 폼팩터를 크게 변화시키는 방향으로 진화될 전망

### 스마트폰 디스플레이 진화 방향



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 모바일 대면적화, 얼마나 베젤을 더 줄일 것인가?

- 삼성디스플레이는 지속 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 S11에 만약 UPS가 탑재될 경우 커다란 반향도 가능할 전망

### 삼성디스플레이의 모바일 디스플레이 기술 진보

FoD (Fingerprint on Display)	UPS (Under Panel Sensor)
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 디스플레이 지문인식</li> <li>- 광학식과 초음파식 중</li> </ul> 신규 플래그십 스마트폰 상위 모델에는 초음파식이 적용될 전망	화면 아래 센서 탑재 기술로 화면 속에 카메라 모듈도 숨길 수 있음
HoD (Haptic on Display)	SoD (Sound on Display)
화면 자체에서 터치 시 진동 발생	디스플레이 일체 형 스피커

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 카메라 홀은 결국 사라지는 수순으로 변모될 전망 (UPS 도입)

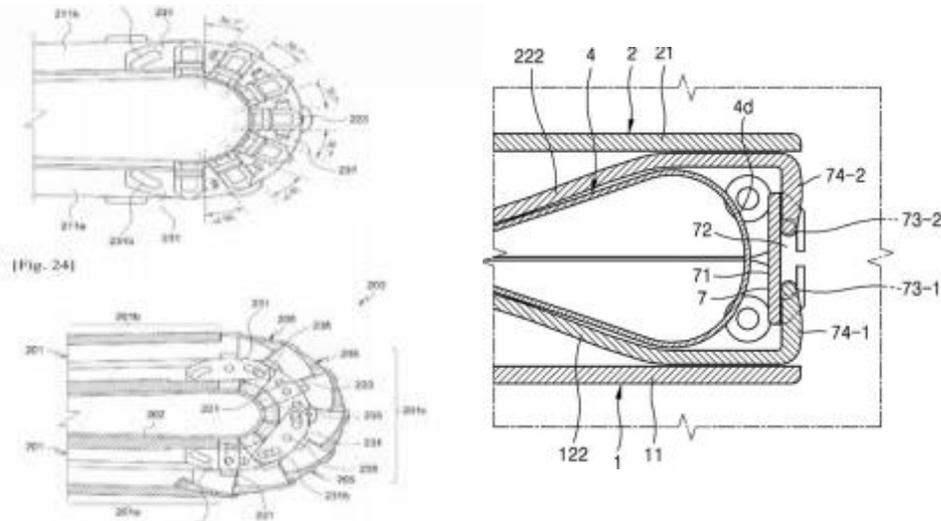


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 폴더블 기기에 남은 난관 - 힌지 발전과 CPI 개선

- 갤럭시폴드의 불량 이슈는 결국 1) 힌지와 주변부 문제 (윤활유 등), 그리고 2) CPI 등 커버 필름 부착 필요성에 기반한다는 판단
- 예상 대비 노이즈는 많았으나, 폴더블 기기는 모바일 제품이 도달해야할 최종점
- 향후 단점을 보완한 신규 제품들이 2020년부터 폴더블 시장을 크게 개화시킬 전망

### 곡률의 한계 극복을 위한 특별 힌지 기술



자료: 메리츠중금증권 리서치센터

### 갤럭시 폴드와 화웨이 메이트X - 폴더블 시대의 아쉬운 서막

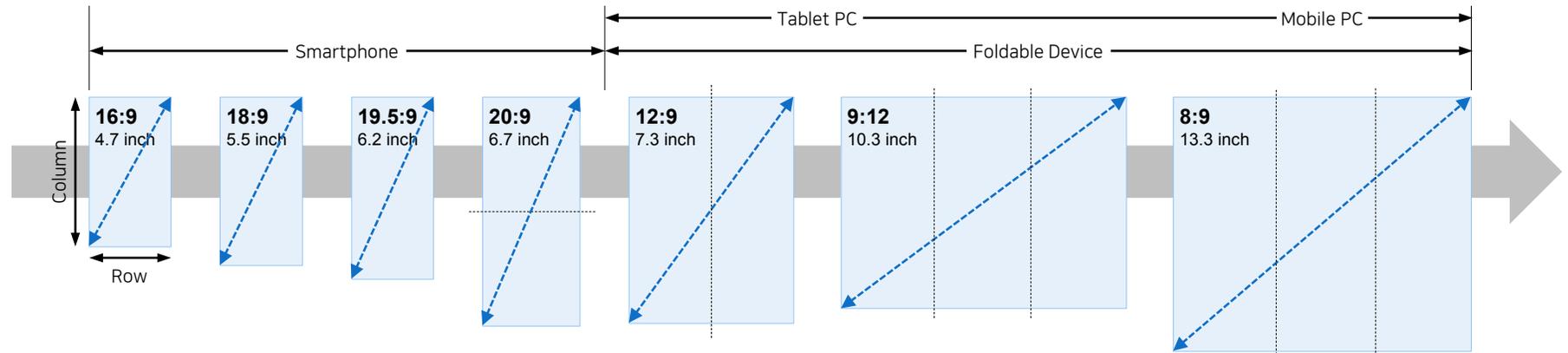


참고: 인피니티 O 예상도  
자료: 메리츠중금증권 리서치센터

## 모바일 디스플레이 - 장기적으로 폴더블 기기의 확산이 필요

- 결국 폴더블 기기는 PC 수요를 흡수해야만 질적 성장이 가능할 전망
- 현재 7인치대에 머무르는 폴더블 디스플레이는 향후 10인치대 초중반까지 확대되며 판가 상승을 주도
- 문제는 사용성을 감안 시 크기보다는 인폴딩과 아웃폴딩의 복합 적용이 필요하다는 측면임
- 결국 10인치 이상급에서는 S폴딩 (인폴딩+아웃폴딩)이 필수적이라는 판단

### 폴더블 화면 확대의 장기 로드맵 - PC 수요를 흡수하며 모바일 기기를 정보 생성기기로 업그레이드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 미리 보는 차기 아이폰 라인업

- 올해 하반기 OLED 아이폰은 폼팩터 측면에서 올해 모델과 큰 변화가 없는 것으로 추정
- 2019 모델의 경우 디스플레이에는 큰 변화 없이, 카메라와 지문인식 등에 변화가 발생할 전망
- 애플의 출하 부진은 신규 폼팩터 (측면 직각 디스플레이 등) 출시 이전까지 의외로 장기화될 수 있음
- 장기적으로 폴더블 아이폰은 21년 내외에서 등장 가능하다는 판단

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

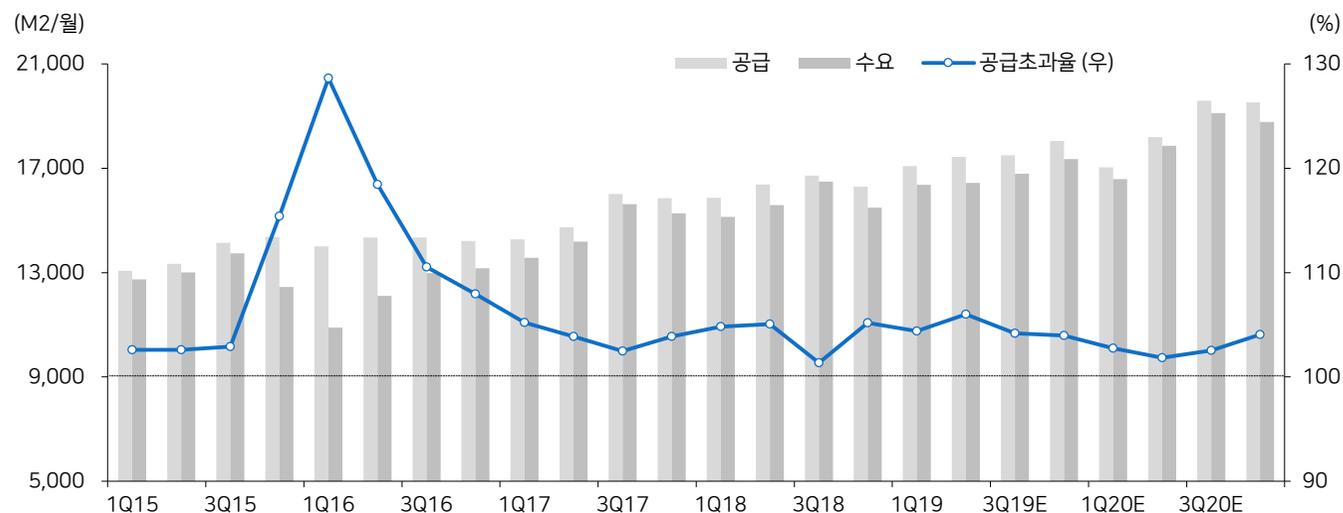
2015	2016		2017	2018	2019E	1H20E	2H20E
<b>iPhone6S</b>	<b>iPhone SE</b>	<b>iPhone 7</b>	<b>iPhone 8</b>	<b>iPhone XR</b>	<b>iPhone 11</b>	<b>iPhone SE 2</b>	<b>iPhone 11s</b>
IPS/FFS	IPS/FFS	IPS/FFS	IPS/FFS	IPS/FFS	Plastic OLED	IPS	Plastic OLED
4.7 inch	4 inch	4.7 inch	4.7 inch	6.1 inch	6.1 inch	4.7 inch	5.4 inch
1334 x 750 (326ppi)	1136 x 640 (326ppi)	1334 x 750 (326ppi)	1334 x 750 (326ppi)	1792 x 818 (325ppi)	1792 x 818 (325ppi)	1334 x 750 (326ppi)	1792 x 818 (325ppi)
<b>iPhone 6S Plus</b>		<b>iPhone 7Plus</b>	<b>iPhone 8 Plus</b>	<b>iPhone XS</b>	<b>iPhone 11 Pro</b>		<b>iPhone 11s Pro</b>
IPS/FFS		IPS/FFS	IPS/FFS	Plastic OLED	Plastic OLED		Plastic OLED
5.5 inch		5.5 inch	5.5 inch	5.8 inch	5.8 inch		6.1 inch
1920 x 1080 (401ppi)		1920 x 1080 (401ppi)	1920 x 1080 (401ppi)	2436 x 1125 (458ppi)	해상도 일부 개선		2436 x 1125 (458ppi)
			<b>iPhone X</b>	<b>iPhone XS Max</b>	<b>iPhone 11 Pro Max</b>		<b>iPhone 11s Pro Max</b>
			Plastic OLED	Plastic OLED	Plastic OLED		Plastic OLED
			5.8 inch	6.4 inch	6.4 inch		6.7 inch
			2436 x 1125 (458ppi)	2K x 1K (~460ppi)	해상도 일부 개선		2688 x 1242 (460ppi)

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# LCD 수급 - 공급과잉은 당분간 지속되나 판가는 하향 안정화 가능

- 당사의 글로벌 LCD 모델에 따르면 공급 과잉은 중국의 신규 양산 라인 가동에 기인해 2H19까지 악화될 전망
- 다만 TV 세트 및 채널 재고는 낮은 수준을 LCD 전환 투자가 발생할 경우 단기 판가 반등이 가능한 시점
- LCD 산업의 중장기 성장을 위해서는 1) 선두권 업체들의 QD-OLED 또는 2) White OLED 전환 및 산업 내 동시다발적인 공급 조절, 3) 혹은 Consolidation이 필수적임

## 글로벌 LCD 수급 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 글로벌 LCD 모델 (1Q19-4Q20E)

## 글로벌 LCD 수급 모델

(1,000m <sup>2</sup> /mo)				1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	
공급	Korea	Samsung Display	8G	490	490	410	410	410	410	350	290	1,960	1,800	1,460	
			7G	170	170	170	170	170	170	170	170	170	680	680	680
		LG Display	8G	552	552	555	555	492	432	372	372	2,147	2,214	1,668	
			7G	210	210	210	210	150	150	150	150	840	840	600	
	Japan	Sharp	10G	72	72	72	72	100	120	120	120	288	288	460	
			8G	70	70	70	70	70	70	70	70	280	280	280	
		Panasonic	8G	15	15	15	15	15	15	15	15	60	60	60	
	Taiwan	AUO	8G	125	125	125	125	125	125	125	125	500	500	500	
			7G	175	175	175	175	175	175	175	175	700	700	700	
		Innolux	8G	100	100	100	100	100	100	100	100	400	400	400	
			7G	140	140	140	140	140	140	140	140	560	560	560	
	China	BOE	10.5G	100	110	120	120	120	180	200	200	0	450	700	
			8G	515	535	545	560	515	535	545	560	2,155	2,155	2,155	
		CSOT	10.5G	15	35	45	70	90	120	150	180	0	165	540	
			8G	290	290	290	290	290	290	290	290	1,160	1,160	1,160	
		CHOT	8G	70	80	90	100	100	100	120	120	145	340	440	
		CEC Panda	8.6G	140	140	150	160	160	160	200	220	400	590	740	
		Other	10G						30	60	90				
			8G	185	185	185	185	185	185	185	185	590	740	740	
			7G	90	90	90	90	90	90	90	90	360	360	360	
	Total	생산면적 (m <sup>2</sup> )			17,085	17,432	17,499	18,044	17,037	18,194	19,595	19,531	65,240	70,059	74,357
		수율 가정			85%	85%	85%	86%	83%	84%	88%	86%	85%	85%	85%
		Demand Total			16,366	16,443	16,796	17,355	16,582	17,864	19,113	18,770	62,698	66,960	72,329
Notebook/Tablet PC			1,051	1,047	1,037	1,016	917	956	1,005	979	4,374	4,151	3,857		
Monitor + LCD PC			1,538	1,590	1,694	1,708	1,479	1,573	1,659	1,602	6,088	6,530	6,313		
TV			13,371	13,374	13,599	14,154	13,780	14,904	15,983	15,711	50,454	54,498	60,378		
Public Display			317	337	362	374	317	337	362	374	1,390	1,390	1,390		
Others			89	94	104	104	89	94	104	104	391	391	391		
공급초과율 (%)				104%	106%	104%	104%	103%	102%	103%	104%	104%	105%	103%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# 기업분석

## Top Picks

종목	투자판단	적정주가
삼성전자 (005930)	Buy	63,000원
SK머티리얼즈 (036490)	Buy	220,000원

## 관심 종목

종목	투자판단	적정주가
삼성SDI (006400)	Buy	281,000원
AP시스템 (265520)	Buy	36,000원

# 삼성전자(005930) 한 고비 넘어 두개의 선물

Analyst 김선우 02.6454-4862  
sunwoo.kim@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	63,000원		
현재주가 (11. 18)	53,500원		
상승여력	17.8%		
KOSPI	2,160.69pt		
시가총액	3,193,834억원		
발행주식수	596,978만주		
유동주식비율	74.58%		
외국인비중	57.57%		
52주 최고/최저가	53,700원/37,450원		
평균거래대금	4,840.9억원		
<b>주요주주(%)</b>			
이건희 외 14 인	21.22		
국민연금공단	10.49		
BlackRock Fund Advisors 외 15 인	5.03		
<b>주가상승률(%)</b>			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.2	29.9	21.6
상대주가	2.3	23.6	17.7
<b>주가그래프</b>			



### 메모리 판가의 전방위적 하락 국면은 여전히 지속 중이나 그 폭은 차츰 둔화

- DRAM 판가는 2Q20까지 6~7% QoQ 하락을 지속할 전망. 여전히 높은 재고에도 불구하고 Bit당 원가 축소를 위해 1) 라인효율화 이후 웨이퍼 투입량을 확대시키며, 2) 내년 시장 성장에 발 맞추고자 평택 P1에 DRAM 투자를 연말부터 단행하기 때문. 중기적 관점에서 메모리 수익성 저하는 불가피한 상황
- NAND의 경우 2Q19 최악을 지나며 L자형 안정화 단계에 돌입했다 판단. 아직 수요의 가격탄력성은 본격화되고 있지 않으며 5G 스마트폰에도 BOM cost 축소를 위해 NAND 탑재량 상승이 발현되기 힘들

### 실적 부진은 내년 상반기까지 지속·영업이익은 19년 28조원에서 20년 29조원으로 소폭 성장

- 메모리 이익 저하에도 불구하고, LSI·DP·IM 부문이 각각 소폭의 이익 상승이 가능할 전망
- 분기 실적은 4Q19 7.0조원 이후 1Q20 5.4조원, 2Q20 6.0조원 기록이 예상되나 하반기 재성장할 전망

### 특별 배당에는 불확실성 있으나, 2020년 총주주환원 수익률은 '2.7% + α'. Buy 투자 의견 63,000원 적정주가

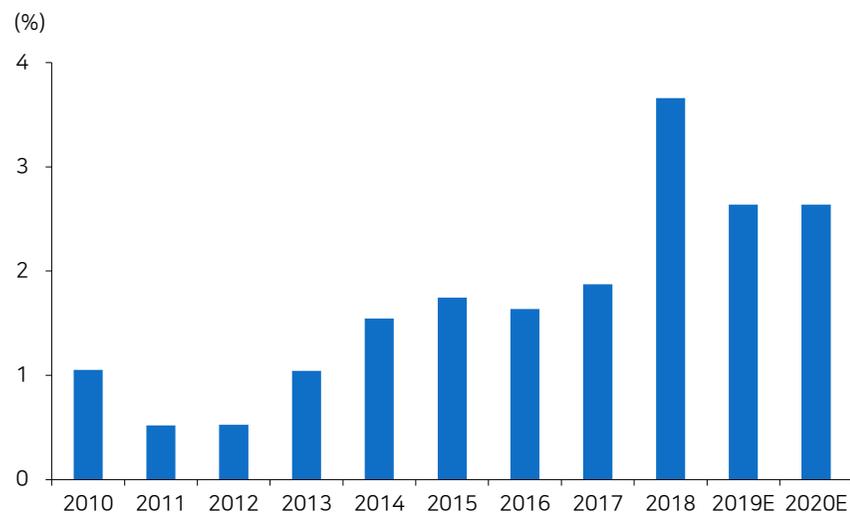
- 배당수익률 등 방어적 가치의 증대는 과거와 차별화된 투자포인트. '+ α'는 배당 외 연말 자사주매입 가능
- 건조한 방어주 매력에 기반해 투자의견 Buy 및 적정주가 63,000원 제시. 수요 회복 불구 메모리 공급 확대에 의한 업황의 마지막 실적 둔화 불확실성 감안 시 SK하이닉스 대비 선호 (2020E P/B 1.68배)

(조원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	239.6	53.6	41.3	6,198	97.5	25,235	6.3	1.6	3.7	20.0	40.7
2018	243.8	58.9	43.9	6,871	10.9	30,906	7.8	1.7	3.0	18.3	37.0
2019E	232.3	27.6	21.7	3,202	-53.4	35,551	16.7	1.5	3.2	8.8	35.1
2020E	242.0	29.0	23.8	3,497	9.2	37,713	15.3	1.4	2.9	9.0	35.9
2021E	276.5	47.7	38.7	5,699	63.0	42,102	9.4	1.3	3.2	13.5	36.1

## 삼성전자 - 견조한 방어적 매력 보유. 실적은 1H20 저점 형성

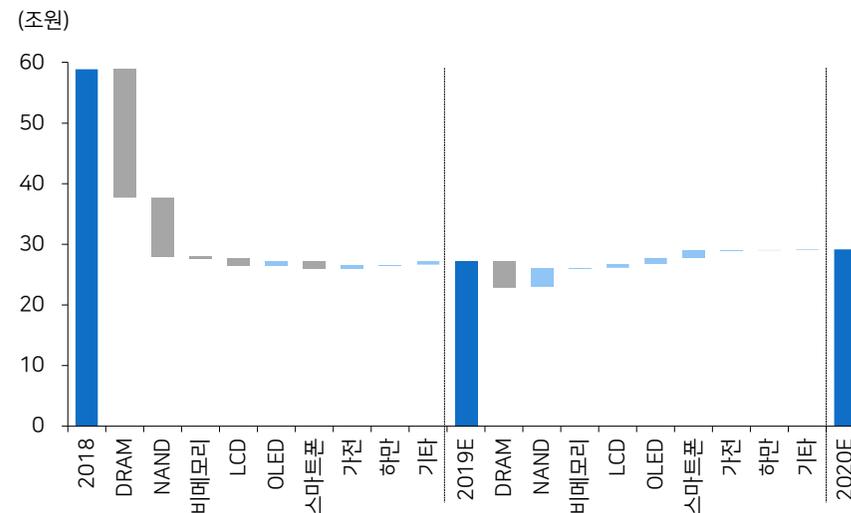
- 18년 영업이익 59조원에서 19년 28조원으로 실적은 크게 둔화. 메모리 판가 하락이 장기화되며 20년에도 29조원 수준으로 회복은 소폭에 그칠 전망 (vs 컨센서스 20년 38조원)
- 2020년 상반기 실적은 시장 기대 대비 하회하겠으나, 4Q19 실적에는 다양한 일회성 이익이 포함되며 실적 기대치는 시장 눈높이에 부합할 전망
- 제한적 LCD 판가 반등 불구 SDC 분기 영업이익은 Rigid OLED 출하 증가와 애플향 신제품 생산에 힘입어 2Q20부터 지속 성장할 전망
- 반도체 사이클은 20년 하반기부터 가파르게 회복해 연간 영업이익은 21년부터 호황 사이클에 진입 가능

삼성전자 배당수익률 (분기배당 총계, 2020년 말 추가 특별주주환원 예상)



참고: 2019년 11월 18일 종가 기준  
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자의 2020년 영업이익은 DRAM을 제외하고 고르게 발생



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 삼성전자 - 분기 실적은 1Q20까지 점진적 둔화 후 반등 예상

## 삼성전자 실적추정

(조원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	52.4	56.1	62.0	61.8	54.7	57.9	62.0	67.6	243.8	232.3	242.0	276.5
반도체	14.5	16.1	17.6	16.8	15.2	16.2	18.5	20.0	86.3	64.9	69.9	97.9
DRAM	7.7	7.8	8.4	7.9	7.0	6.6	7.2	8.5	47.8	31.8	29.3	40.6
NAND	3.8	4.5	4.9	5.2	5.1	5.5	6.3	7.4	24.6	18.4	24.2	38.9
비메모리	3.0	3.8	4.3	3.6	3.1	4.2	5.0	4.1	13.9	14.7	16.4	18.3
디스플레이	6.1	7.6	9.3	9.4	7.7	8.0	10.1	10.2	32.5	32.4	36.1	41.3
LCD	1.5	1.6	1.2	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2	8.0	5.5	4.6	3.6
OLED	4.6	6.0	8.0	8.2	6.5	6.9	8.9	9.1	24.5	26.9	31.4	37.7
무선통신	27.2	25.9	29.3	26.8	25.9	26.7	26.6	28.6	100.7	109.1	107.8	110.5
핸드셋	25.9	24.3	28.1	25.5	24.6	25.4	25.3	27.1	96.5	103.8	102.4	104.3
피쳐폰	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.1	0.9	0.7	0.6
스마트폰	24.2	22.8	26.5	23.8	23.1	23.8	23.5	25.2	88.9	97.3	95.6	96.5
테블릿	1.5	1.3	1.4	1.5	1.3	1.4	1.6	1.7	6.5	5.6	6.0	7.2
가전	10.0	11.1	10.9	13.6	10.2	11.3	11.5	13.8	42.1	45.7	46.8	48.3
하만	2.2	2.5	2.6	2.8	2.4	2.8	2.9	3.1	8.8	10.2	11.3	12.5
기타	-7.6	-7.0	-7.7	-7.6	-6.7	-7.1	-7.6	-8.3	-26.6	-29.9	-29.8	-34.1
영업이익	6.2	6.6	7.8	7.0	5.4	6.0	8.0	9.7	58.9	27.6	29.0	47.7
영업이익률 (%)	11.9%	11.8%	12.5%	11.3%	9.9%	10.3%	12.9%	14.3%	24.2%	11.9%	12.0%	17.3%
반도체	4.1	3.4	3.0	2.7	2.3	2.2	2.9	4.8	44.6	13.3	12.1	31.9
DRAM	3.7	3.2	2.7	2.1	1.5	1.2	1.7	2.9	32.8	11.7	7.4	16.7
NAND	0.2	-0.1	0.0	0.3	0.5	0.6	0.8	1.6	10.1	0.3	3.4	13.7
비메모리	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	1.6	1.3	1.3	1.5
디스플레이	-0.6	0.8	1.2	0.9	0.3	0.8	1.5	1.3	2.6	2.2	3.8	4.8
LCD	-0.2	-0.2	-0.3	-0.5	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-1.1	-0.5	0.0
OLED	-0.3	0.9	1.5	1.3	0.5	0.9	1.6	1.4	2.6	3.4	4.3	4.7
무선통신	2.3	1.6	2.9	2.5	2.3	2.2	2.9	2.8	10.1	9.2	10.0	8.6
핸드셋	2.1	1.2	2.8	2.4	2.2	2.1	2.8	2.7	10.0	8.5	9.8	8.3
피쳐폰	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
스마트폰	2.0	1.2	2.8	2.3	2.1	2.0	2.7	2.6	9.8	8.3	9.4	7.9
테블릿	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
가전	0.5	0.7	0.5	0.8	0.6	0.7	0.6	0.8	2.0	2.6	2.7	2.0
하만	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.4	0.4
기타	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.6	-0.1	0.0	0.0
지배주주 순이익	5.0	5.2	6.3	5.6	4.6	5.1	6.5	7.9	43.9	21.7	23.8	38.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 삼성전자 - 메모리 전망 주요 가정

## 삼성전자 - 메모리 출하량 및 판가 전망 가정치

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	10,058	11,868	15,678	16,148	15,502	15,502	16,587	17,251	43,625	53,751	64,842	76,399
	% QoQ	-1%	18%	32%	3%	-4%	0%	7%	4%				
	% YoY	-2%	10%	12%	59%	54%	31%	12%	7%	13%	23%	21%	18%
	NAND	208,696	275,479	308,537	317,793	324,149	353,322	388,654	435,293	751,486	1,110,505	1,501,417	2,041,754
	% QoQ	4%	32%	12%	3%	2%	9%	10%	12%				
	% YoY	36%	53%	41%	58%	55%	28%	26%	37%	36%	48%	35%	36%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.68	0.55	0.45	0.42	0.39	0.37	0.38	0.43	1.00	0.51	0.39	0.46
	% QoQ	-26%	-20%	-18%	-7%	-6%	-6%	3%	13%				
	% YoY	-32%	-47%	-56%	-55%	-43%	-33%	-15%	3%	18%	-49%	-23%	18%
	NAND	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.03	0.01	0.01	0.02
	% QoQ	-26%	-14%	-5%	6%	-2%	-2%	4%	5%				
	% YoY	-58%	-59%	-53%	-36%	-15%	-3%	6%	5%	-21%	-52%	-1%	18%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 삼성전자 (005930)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>239,575.4</b>	<b>243,771.4</b>	<b>232,291.4</b>	<b>242,039.8</b>	<b>276,507.7</b>
매출액증가율(%)	18.7	1.8	-4.7	4.2	14.2
매출원가	129,290.7	132,394.4	148,493.9	154,838.4	162,436.8
매출총이익	110,284.7	111,377.0	83,797.5	87,201.5	114,070.9
판매비와관리비	56,639.7	52,490.3	56,223.8	58,151.8	66,363.6
<b>영업이익</b>	<b>53,645.0</b>	<b>58,886.7</b>	<b>27,575.8</b>	<b>29,049.6</b>	<b>47,707.4</b>
영업이익률(%)	22.4	24.2	11.9	12.0	17.3
금융손익	758.5	1,390.4	1,973.8	2,933.2	4,140.5
충속/관계기업관련손익	201.4	539.9	271.2	258.0	258.0
기타영업외손익	959.9	1,930.3	2,708.8	3,191.2	4,398.4
세전계속사업이익	56,196.0	61,160.0	30,282.6	32,240.8	52,105.8
법인세비용	14,009.2	16,815.1	8,166.4	8,122.1	13,026.5
<b>당기순이익</b>	<b>42,186.8</b>	<b>44,344.9</b>	<b>22,116.2</b>	<b>24,118.8</b>	<b>39,079.4</b>
지배주주지분 순이익	41,344.6	43,890.9	21,748.6	23,751.2	38,711.8

Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>146,982.5</b>	<b>174,697.4</b>	<b>181,394.0</b>	<b>196,980.8</b>	<b>229,673.2</b>
현금및현금성자산	30,545.1	30,340.5	38,902.2	46,836.1	65,757.2
매출채권	27,696.0	33,867.7	35,302.3	38,605.6	44,549.9
재고자산	24,983.4	28,984.7	30,212.5	33,039.5	38,126.7
비유동자산	154,769.6	164,659.8	176,433.0	182,563.4	190,633.0
유형자산	111,665.7	115,416.7	120,520.2	123,520.2	126,520.2
무형자산	14,760.5	14,891.6	15,496.3	15,331.5	14,997.7
투자자산	14,554.5	7,313.2	12,232.9	12,890.8	13,548.8
<b>자산총계</b>	<b>301,752.1</b>	<b>339,357.2</b>	<b>357,826.9</b>	<b>379,544.1</b>	<b>420,306.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>67,175.1</b>	<b>69,081.5</b>	<b>67,234.1</b>	<b>74,283.3</b>	<b>85,377.6</b>
매입채무	9,083.9	8,479.9	8,839.1	9,666.2	11,154.6
단기차입금	15,767.6	13,586.7	11,824.2	10,824.2	9,824.2
유동성장기부채	278.6	33.4	34.8	38.1	43.9
비유동부채	20,085.6	22,522.6	25,753.8	25,903.0	26,091.4
사채	953.4	962.0	969.3	969.3	969.3
장기차입금	1,756.9	35.0	1,908.7	2,008.7	2,108.7
<b>부채총계</b>	<b>87,260.7</b>	<b>91,604.1</b>	<b>92,987.9</b>	<b>100,186.3</b>	<b>111,469.0</b>
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	-7,677.0	-7,991.2	-3,535.9	-3,535.9	-3,535.9
이익잉여금	215,811.2	242,699.0	255,153.0	269,671.8	299,151.1
비지배주주지분	7,278.0	7,684.2	7,854.4	7,854.4	7,854.4
<b>자본총계</b>	<b>214,491.4</b>	<b>247,753.2</b>	<b>264,839.1</b>	<b>279,357.8</b>	<b>308,837.2</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>62,162.0</b>	<b>67,031.9</b>	<b>56,197.3</b>	<b>58,867.2</b>	<b>70,851.7</b>
당기순이익(손실)	42,186.8	44,344.9	22,116.2	24,118.8	39,079.4
유형자산감가상각비	20,593.6	25,167.1	27,900.0	29,000.0	30,000.0
무형자산상각비	1,523.8	1,314.9	1,136.4	1,183.7	1,352.8
운전자본의 증감	-10,620.6	-9,924.4	-3,893.4	-5,781.0	-10,403.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-49,385.2</b>	<b>-52,240.5</b>	<b>-35,142.4</b>	<b>-39,569.5</b>	<b>-40,569.5</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-42,792.2	-29,556.4	-29,000.0	-32,000.0	-33,000.0
투자자산의 감소(증가)	728.1	-7,473.9	-10,312.9	-400.0	-400.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-12,560.9</b>	<b>-15,090.2</b>	<b>-13,250.3</b>	<b>-11,363.8</b>	<b>-11,361.2</b>
차입금증감	2,588.2	-4,029.5	-2,768.9	-896.7	-894.1
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>-1,566.3</b>	<b>-204.6</b>	<b>8,561.7</b>	<b>7,933.9</b>	<b>18,921.1</b>
기초현금	32,111.4	30,545.1	30,340.5	38,902.2	46,836.1
기말현금	30,545.1	30,340.5	38,902.2	46,836.1	65,757.2

Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	31,414	33,458	34,197	35,633	40,707
EPS(지배주주)	6,198	6,871	3,202	3,497	5,699
CFPS	-205	-28	1,260	1,168	2,786
EBITDAPS	9,934	11,717	8,334	8,720	7,023
BPS	25,235	30,906	35,551	37,713	42,102
DPS	955	1,416	1,416	1,416	1,416
배당수익률(%)	1.9	3.7	2.6	2.6	2.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	6.3	7.8	16.7	15.3	9.4
PCR	-190.6	-1904.9	42.4	45.8	19.2
PSR	1.2	1.6	1.6	1.5	1.3
PBR	1.6	1.7	1.5	1.4	1.3
EBITDA	75,762.4	85,368.7	56,612.2	59,233.3	47,707.4
EV/EBITDA	3.7	3.0	3.2	2.9	3.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	20.0	18.3	8.8	9.0	13.5
EBITDA이익률	65.8	54.5	30.6	41.0	72.4
부채비율	40.7	37.0	35.1	35.9	36.1
금융비용부담률	-0.4	-0.7	-0.8	-1.3	-1.5
이자보상배율(x)	81.9	87.3	34.9	35.8	62.0
매출채권회전율(x)	9.2	7.9	6.7	6.5	6.7
재고자산회전율(x)	6.0	4.9	5.0	4.9	4.6

# SK하이닉스(000660) 실적을 선행하는 주가, 본격 회복은 2H20

Analyst 김선우 02. 6454-4862  
sunwoo.kim@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	100,000원		
현재주가 (11.18)	85,500원		
상승여력	17.0%		
KOSPI	2,160.69pt		
시가총액	622,442억원		
발행주식수	72,800만주		
유동주식비율	73.62%		
외국인비중	51.10%		
52주 최고/최저가	85,500원/57,700원		
평균거래대금	2,044.2억원		
<b>주요주주(%)</b>			
SK텔레콤 외 2인	20.07		
국민연금	9.10		
BlackRock Fund Advisors 외 13인	5.08		
<b>주가상승률(%)</b>			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.5	19.4	22.0
상대주가	5.4	13.6	18.1
<b>주가그래프</b>			



### 메모리 판가의 전방위적 하락 국면은 여전히 지속 중이나 그 폭은 차츰 둔화

- DRAM 판가는 2Q20까지 6~7% QoQ 하락을 지속할 전망. 여전히 높은 재고와 선두업체의 Capa 확충 탓
- NAND의 경우 2Q19 최악을 지나며 L자형 안정화 단계에 돌입했다 판단. 아직 수요의 가격탄력성은 본격화되고 있지 않으며 5G 스마트폰에도 BOM cost 축소를 위해 NAND 탑재량 상승이 발현되기 힘들

### DRAM 판가는 2Q20까지 하락. 내년 상반기 실적은 시장 기대치 하회하나, 하반기 회복 예상

- DRAM 수익성의 훼손이 2Q20까지 지속되며 동사의 내년 상반기 실적은 시장 성장률을 하회할 가능성이 높음. 하지만 DRAM 판가 반등 시점까지 6-8개월 남아있다는 측면에서 주가는 상반기 조정 이후 하반기 가파른 탄력을 보일 전망. 향후 1) 반도체 수출 하락률 둔화 및 2) 수요회복 시그널은 주가 캐털리스트

### 투자의견 Buy, 적정주가 100,000원으로 상향조정. 상반기 실적 둔화에 따른 주가 조정을 비중확대로 활용

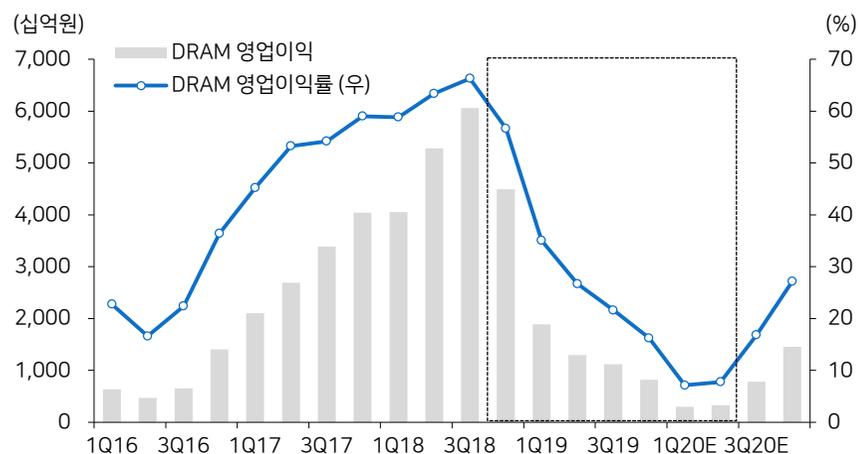
- 시장의 20년 실적 추정치가 충분히 하향조정될 1H20이 최적의 비중확대시기로 판단. 중기적 관점에서 메모리 턴어라운드 발생할 전망이다, 선두업체의 공급증가 리스크 감안 시 상대적으로 삼성전자 선호. SK하이닉스는 DRAM 판가 반등과 함께 견조한 상승 시현할 전망
- 적정주가를 100,000원 (2020E P/B 1.55x, 업황회복기 평균)으로 변경하며 투자의견 역시 Buy로 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	30,109.4	13,721.3	10,641.5	14,617	260.3	46,449	5.8	1.8	2.3	31.5	34.3
2018	40,445.1	20,843.8	15,540.1	21,346	46.0	64,348	4.0	1.3	2.2	33.2	35.9
2019E	26,820.6	2,944.2	2,584.0	3,549	-83.4	66,821	24.1	1.3	5.2	5.4	30.8
2020E	27,423.9	2,523.6	2,033.0	2,793	-21.3	68,615	30.6	1.2	4.9	4.1	41.7
2021E	40,049.8	13,532.7	10,358.8	14,229	409.5	82,059	6.0	1.0	2.2	18.9	42.9

## SK하이닉스 - DRAM 판가 하락은 2Q20을 끝으로 3Q20부터 반등

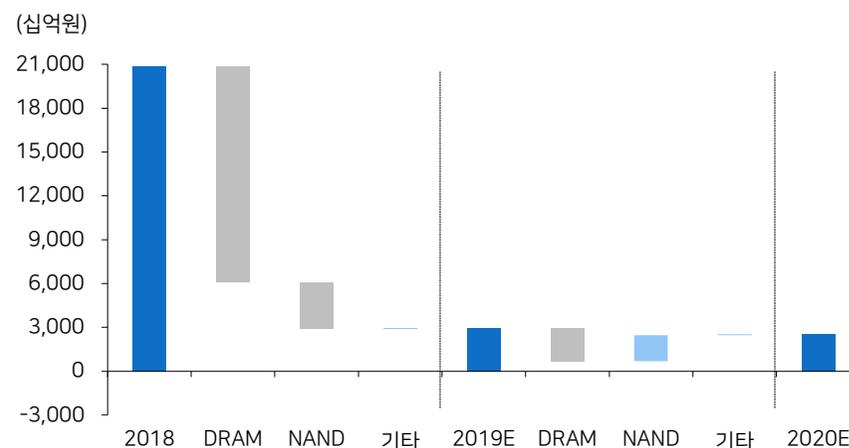
- DRAM 업황 둔화는 4Q18부터 시작되어 가속화되는 중. 고점 대비 66% 가량 하락한 DRAM 판가를 기반으로 모바일과 서버로부터의 선행구매 (Pull-in demand)가 관찰되는 중
- 여전히 구매자 우위시장이며, 선두업체의 일부 Capa 투자가 연말부터 단행될 예정인 만큼 DRAM 판가가 즉시 반등할 가능성은 제한적. 2Q20까지 한자릿수 중반 수준의 판가하락이 지속될 전망
- SK하이닉스는 2020년 전년대비 소폭 감익이 불가피하겠으나 내년 하반기부터 21년까지 분기별 실적은 가파르게 개선될 전망

### SK하이닉스 - 분기별 DRAM 영업이익 및 영업이익률



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### SK하이닉스 사업부분별 영업이익 브릿지 차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## SK하이닉스 - 분기별 영업이익은 2Q20까지 감소한 이후 반등

## SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>6,773.0</b>	<b>6,452.0</b>	<b>6,839.2</b>	<b>6,756.4</b>	<b>6,053.0</b>	<b>6,261.1</b>	<b>6,980.0</b>	<b>8,129.8</b>	<b>40,445.1</b>	<b>26,820.6</b>	<b>27,423.9</b>	<b>40,049.8</b>
DRAM	5,394.1	4,848.4	5,175.7	5,048.0	4,225.2	4,254.8	4,645.4	5,358.9	32,295.0	20,466.2	18,484.2	25,650.2
NAND	1,162.2	1,263.8	1,338.5	1,489.9	1,549.5	1,715.9	2,020.0	2,444.2	7,418.3	5,254.4	7,729.7	13,068.6
<b>영업이익</b>	<b>1,365.6</b>	<b>637.6</b>	<b>473.3</b>	<b>467.7</b>	<b>42.6</b>	<b>83.7</b>	<b>714.3</b>	<b>1,682.9</b>	<b>20,843.8</b>	<b>2,944.2</b>	<b>2,523.6</b>	<b>13,532.7</b>
DRAM	1,891.2	1,295.3	1,118.7	820.2	301.8	331.3	781.4	1,456.3	19,887.0	5,125.4	2,870.9	9,460.0
NAND	-539.7	-670.6	-658.4	-363.4	-287.0	-276.7	-98.6	193.9	907.5	-2,232.1	-468.3	3,939.7
기타	14.1	12.9	13.0	10.9	27.8	29.0	31.5	32.7	49.3	50.9	121.0	133.1
세전이익	1,479.5	676.0	520.1	501.0	-17.1	16.3	626.7	1,634.2	21,341.0	3,176.6	2,260.1	13,282.0
당기순이익	1,102.1	537.0	495.1	450.9	-15.4	14.6	564.0	1,470.8	15,540.1	2,584.0	2,033.0	10,358.8
<b>영업이익률(%)</b>	<b>20%</b>	<b>10%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>10%</b>	<b>21%</b>	<b>52%</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>	<b>34%</b>
DRAM	35%	27%	22%	16%	7%	8%	17%	27%	62%	25%	16%	37%
NAND	-46%	-53%	-49%	-24%	-19%	-16%	-5%	8%	12%	-42%	-6%	30%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## SK하이닉스 - 메모리 전망 주요 가정

## SK하이닉스 - 메모리 출하량 및 평가 전망 가정치

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	7,352	8,340	10,295	11,324	10,192	10,804	11,452	11,795	30,587	37,311	44,243	51,830
	% QoQ	-8%	13%	23%	10%	-10%	6%	6%	3%				
	% YoY	10%	7%	26%	42%	39%	30%	11%	4%	21%	22%	19%	17%
	NAND	52,288	73,203	72,837	80,121	83,326	94,158	102,632	112,895	183,625	278,449	393,011	534,507
	% QoQ	-6%	40%	-1%	10%	4%	13%	9%	10%				
	% YoY	47%	73%	45%	45%	59%	29%	41%	41%	37%	52%	41%	36%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.65	0.50	0.42	0.39	0.36	0.34	0.35	0.40	0.96	0.47	0.36	0.43
	% QoQ	-27%	-24%	-16%	-8%	-7%	-5%	3%	12%				
	% YoY	-32%	-50%	-58%	-56%	-45%	-31%	-16%	2%	21%	-51%	-23%	18%
	NAND	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.04	0.02	0.02	0.02
	% QoQ	-32%	-25%	4%	5%	0%	-2%	8%	10%				
	% YoY	-56%	-64%	-58%	-44%	-18%	7%	11%	16%	-16%	-56%	5%	24%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## SK하이닉스 (000660)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>30,109.4</b>	<b>40,445.1</b>	<b>26,820.6</b>	<b>27,423.9</b>	<b>40,049.8</b>
매출액증가율(%)	75.1	34.3	-33.7	2.2	46.0
매출원가	12,701.8	15,180.9	18,474.5	19,392.4	18,484.6
매출총이익	17,407.6	25,264.2	8,346.1	8,031.5	21,565.2
판매비와관리비	3,686.3	4,420.5	5,401.0	5,508.0	8,032.5
<b>영업이익</b>	<b>13,721.3</b>	<b>20,843.8</b>	<b>2,944.2</b>	<b>2,523.6</b>	<b>13,532.7</b>
영업이익률(%)	45.6	51.5	11.0	9.2	33.8
금융손익	-253.1	549.9	112.6	-285.8	-273.2
총속/관계기업관련손익	12.4	13.0	21.2	22.4	22.4
기타영업외손익	-240.7	562.9	231.4	-263.4	-250.8
세전계속사업이익	13,439.6	21,341.0	3,176.6	2,260.1	13,282.0
법인세비용	2,797.3	5,801.0	591.5	226.0	2,922.0
<b>당기순이익</b>	<b>10,642.3</b>	<b>15,540.0</b>	<b>2,585.1</b>	<b>2,034.1</b>	<b>10,359.9</b>
지배주주지분 순이익	10,641.5	15,540.1	2,584.0	2,033.0	10,358.8
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>17,310.4</b>	<b>19,894.1</b>	<b>17,389.9</b>	<b>22,846.3</b>	<b>33,305.8</b>
현금및현금성자산	2,950.0	2,349.3	3,105.0	5,742.3	8,699.4
매출채권	5,552.8	6,320.0	4,296.6	5,170.0	7,370.4
재고자산	2,640.4	4,422.7	5,306.8	6,385.5	9,103.2
비유동자산	28,108.0	43,764.2	46,268.9	47,933.5	52,087.8
유형자산	24,062.6	34,952.6	38,998.7	39,198.7	40,698.7
무형자산	2,247.3	2,678.8	2,767.3	2,736.1	2,427.1
투자자산	403.1	562.2	715.7	741.7	767.7
<b>자산총계</b>	<b>45,418.4</b>	<b>63,658.3</b>	<b>63,658.8</b>	<b>70,779.8</b>	<b>85,393.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>8,116.1</b>	<b>13,031.9</b>	<b>6,209.7</b>	<b>10,513.9</b>	<b>17,313.1</b>
매입채무	758.6	1,096.4	745.4	896.9	1,278.6
단기차입금	192.7	585.8	1,072.0	1,072.0	1,072.0
유동성장기부채	581.1	1,028.5	699.2	841.4	699.4
비유동부채	3,481.4	3,774.2	8,792.3	10,303.4	8,331.2
사채	1,317.2	1,506.1	2,761.6	4,761.6	3,761.6
장기차입금	2,080.3	2,161.6	5,036.7	4,536.7	3,536.7
<b>부채총계</b>	<b>11,597.5</b>	<b>16,806.0</b>	<b>15,002.0</b>	<b>20,817.3</b>	<b>25,644.2</b>
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	-502.3	-482.8	-230.1	-230.1	-230.1
이익잉여금	27,287.3	42,033.6	43,580.6	44,886.4	54,673.3
비지배주주지분	5.6	6.6	10.6	10.6	10.6
<b>자본총계</b>	<b>33,820.9</b>	<b>46,852.3</b>	<b>48,656.8</b>	<b>49,962.6</b>	<b>59,749.5</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>14,690.6</b>	<b>22,227.2</b>	<b>7,652.4</b>	<b>11,510.3</b>	<b>17,858.9</b>
당기순이익(손실)	10,642.2	15,540.0	2,585.1	2,034.1	10,359.9
유형자산감가상각비	4,618.9	5,904.2	7,850.0	8,800.0	9,500.0
무형자산상각비	407.4	524.1	617.3	607.2	885.0
운전자본의 증감	-3,190.1	-1,996.9	-6,041.6	-2,057.1	-5,182.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-11,919.2</b>	<b>-21,428.7</b>	<b>-9,979.4</b>	<b>-9,786.8</b>	<b>-12,186.8</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-9,128.3	-16,036.1	-13,200.0	-9,000.0	-11,000.0
투자자산의 감소(증가)	-114.7	-233.8	-117.8	-3.6	-3.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-351.9</b>	<b>-1,395.3</b>	<b>3,064.0</b>	<b>913.8</b>	<b>-2,715.0</b>
차입금증감	71.7	1,047.2	4,223.4	1,642.1	-2,141.9
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>2,336.2</b>	<b>-600.7</b>	<b>755.7</b>	<b>2,637.3</b>	<b>2,957.2</b>
기초현금	613.8	2,950.0	2,349.3	3,105.0	5,742.3
기말현금	2,950.0	2,349.3	3,105.0	5,742.3	8,699.4
Key Financial Data					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	41,359	55,556	36,841	37,670	55,013
EPS(지배주주)	14,617	21,346	3,549	2,793	14,229
CFPS	3,209	-825	1,038	3,623	4,062
EBITDAPS	25,752	37,462	15,675	16,388	32,854
BPS	46,449	64,348	66,821	68,615	82,059
DPS	1,000	1,500	1,065	838	4,269
배당수익률(%)	1.2	1.8	1.2	1.0	5.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	5.8	4.0	24.1	30.6	6.0
PCR	26.6	-103.6	82.4	23.6	21.0
PSR	2.1	1.5	2.3	2.3	1.6
PBR	1.8	1.3	1.3	1.2	1.0
EBITDA	18,747.6	27,272.1	11,411.5	11,930.8	23,917.8
EV/EBITDA	2.3	2.2	5.2	4.9	2.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	31.5	33.2	5.4	4.1	18.9
EBITDA이익률	80.4	67.5	13.4	17.4	57.8
부채비율	34.3	35.9	30.8	41.7	42.9
금융비용부담률	0.2	0.1	1.0	1.4	1.1
이자보상배율(x)	110.7	220.3	10.5	6.4	33.1
매출채권회전율(x)	6.8	6.8	5.1	5.8	6.4
재고자산회전율(x)	5.4	4.3	3.8	3.3	2.4

## Buy

적정주가 (12개월)	18,000원
현재주가 (11.18)	14,550원
상승여력	23.7%
KOSPI	2,160.69pt
시가총액	52,062억원
발행주식수	35,782만주
유동주식비율	59.33%
외국인비중	21.60%
52주 최고/최저가	22,100원/12,500원
평균거래대금	238.1억원
<b>주요주주(%)</b>	
LG전자 외 1인	37.92
국민연금	7.15

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	3.9	-15.4	-18.5
상대주가	-0.9	-19.5	-21.1

### 주가그래프



### 점차 지연되는 LCD 패널 판가 반등과 일회성 비용 요인이 4Q19에 부담으로 작용

- 삼성디스플레이의 L8-1 LCD 라인 QD-OLED 전환이 발생했으나, 동사의 Capa 축소 계획은 세부사항이 공개되지 않은 상태. 고객사 및 채널의 수요 촉진을 위해서는 공식적인 가동율 조절이 발표되어야 함
- 3Q19 영업적자 4,367억원은 4Q19에 7,014억원으로 재차 확대될 전망. LCD 판가의 지속 하락 외에도 POLED의 손실 확대, 구조개선 관련 일회성비용이 반영되며 실적에 부담으로 작용

### 2020년 실적 회복이 예상되나, 여전히 상존하는 다수의 불확실성

- 업황 부진 타개를 위해서는 선두업체들의 동시적 가동율 조절 또는 Capa 감축이 필수적
- 주요 미주 고객 향 POLED의 경우 1) 구체적 주문, 2) 수율 안정화, 3) 수익성 구축력이 담보되어야 안정적 실적 개선이 가능. 다만 최근 수율 관련 노이즈가 발생하는 점은 리스크 요인
- 아울러 WOLED 판가 유지, 광저우 생산라인 수율 안정화 등 내년 실적 개선을 위한 전제조건이 다수 존재

### 본격적 주가 반등 선결과제는 TV패널가 회복과 POLED 수율 안정화

- 장기 TV OLED 경쟁력에 기반해 투자의견 Buy 유지. 적정주가의 경우 18,000원으로 소폭 하향조정
- 부진한 4Q 실적 이후 1) LCD 판가 안정화와, 2) 광저우 TV OLED 수율 개선 및 출하확대가 모멘텀

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2018	24,336.6	92.9	-207.2	-579	-111.5	39,068	-25.1	0.4	3.9	-1.5	122.9
2019E	23,408.1	-1,638.7	-1,722.5	-4,814	731.3	34,740	-3.0	0.4	4.6	-13.0	160.5
2020E	23,937.8	397.3	49.8	139	-102.9	34,927	104.5	0.4	1.7	0.4	161.8
2021E	25,985.0	1,078.9	604.6	1,690	1,113.9	36,664	8.6	0.4	1.1	4.7	155.5

# LG디스플레이 - 2020년 다소 회복되는 실적 추이 예상

## LG 디스플레이 실적 전망

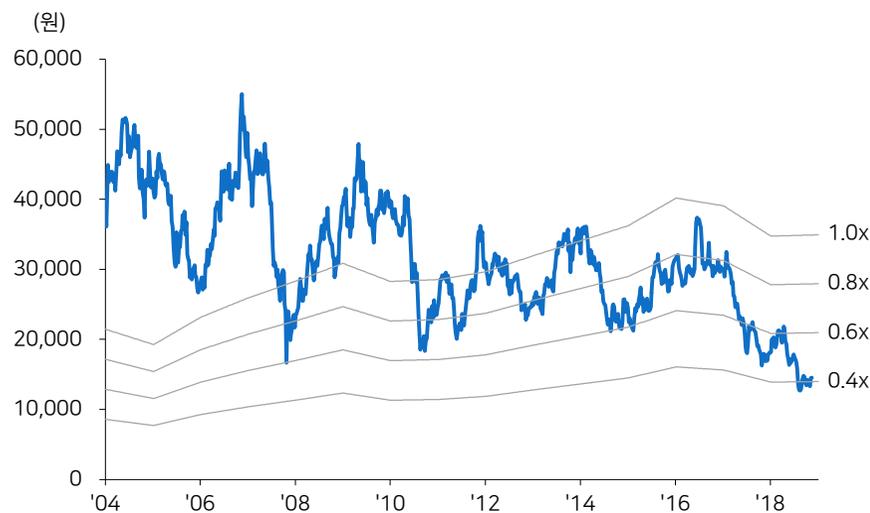
(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
환율전망 (원)	1,125.7	1,165.9	1,193.2	1,150.0	1,150.0	1,150.0	1,150.0	1,150.0	1,099.9	1,151.4	1,150.0	1,150.0
<b>매출액</b>	<b>5,878.7</b>	<b>5,353.0</b>	<b>5,822.0</b>	<b>6,354.4</b>	<b>5,887.9</b>	<b>5,771.3</b>	<b>6,059.2</b>	<b>6,219.6</b>	<b>24,336.4</b>	<b>23,408.1</b>	<b>23,937.8</b>	<b>25,985.0</b>
% YoY	3.6%	-4.6%	-4.6%	-8.5%	0.2%	7.8%	4.1%	-2.1%	-12.4%	-3.8%	2.3%	8.6%
% QoQ	-15.4%	-8.9%	8.8%	9.1%	-7.3%	-2.0%	5.0%	2.6%				
투입면적 ('000 m <sup>2</sup> )	13,990.0	13,990.0	14,039.5	14,039.5	13,990.0	13,990.0	14,039.5	14,039.5	54,645.6	56,059.1	56,059.1	56,059.1
출하면적 ('000 m <sup>2</sup> )	9,869.9	9,997.1	9,520.4	9,541.2	9,306.0	9,031.4	9,388.1	9,541.2	42,359.4	38,928.6	37,266.7	40,900.5
% YoY	-2.1%	-3.7%	-12.5%	-13.4%	-5.7%	-9.7%	-1.4%	0.0%	1.8%	-8.1%	-4.3%	9.8%
% QoQ	-10.4%	1.3%	-4.8%	0.2%	-2.5%	-3.0%	3.9%	1.6%				
평균단가(달러)	529.1	459.3	512.5	579.1	550.2	555.7	561.2	566.8	520.8	520.0	558.5	552.4
% YoY	1.3%	-8.3%	2.4%	3.5%	4.0%	21.0%	9.5%	-2.1%	-12.2%	-0.1%	7.4%	-1.1%
% QoQ	-5.4%	-13.2%	11.6%	13.0%	-5.0%	1.0%	1.0%	1.0%				
매출총이익	632.8	481.7	352.8	180.8	702.1	965.4	986.2	1,122.9	3,085.3	1,648.1	3,776.6	4,744.0
매출총이익률 (%)	10.8%	9.0%	6.1%	2.8%	11.9%	16.7%	16.3%	18.1%	12.7%	7.0%	15.8%	18.3%
<b>영업이익</b>	<b>-132.0</b>	<b>-368.7</b>	<b>-436.7</b>	<b>-701.4</b>	<b>-127.2</b>	<b>137.1</b>	<b>139.7</b>	<b>247.6</b>	<b>92.9</b>	<b>-1,638.7</b>	<b>397.3</b>	<b>1,078.9</b>
영업이익률 (%)	-2.2%	-6.9%	-7.5%	-11.0%	-2.2%	2.4%	2.3%	4.0%	0.4%	-7.0%	1.7%	4.2%
경상이익	-128.7	-442.4	-600.5	-833.6	-184.8	66.5	55.7	148.2	-91.4	-2,005.2	85.6	796.9
경상이익률 (%)	-2.2%	-8.3%	-10.3%	-13.1%	-3.1%	1.2%	0.9%	2.4%	-0.4%	-8.6%	0.4%	3.1%
<b>당기순이익</b>	<b>-62.6</b>	<b>-550.2</b>	<b>-442.5</b>	<b>-650.2</b>	<b>-144.1</b>	<b>51.9</b>	<b>43.4</b>	<b>115.6</b>	<b>-207.2</b>	<b>-1,722.5</b>	<b>49.8</b>	<b>604.6</b>
순이익률 (%)	-1.1%	-10.3%	-7.6%	-10.2%	-2.4%	0.9%	0.7%	1.9%	-0.7%	-7.3%	0.3%	2.4%
EPS (원)	-170	-1,533	-1,276	-1,835	-398	150	82	305	-579	-4,814	139	1,690

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# LG디스플레이 - Buy, 적정주가 18,000원

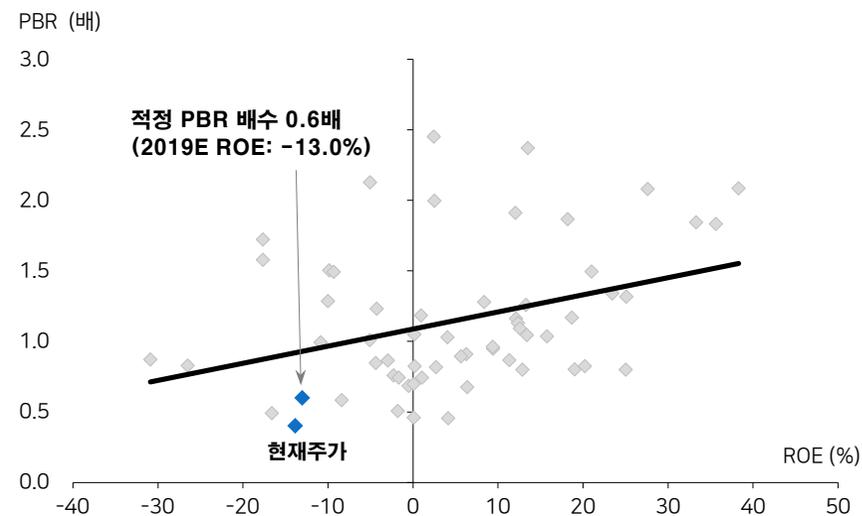
- 동사의 적정주가 18,000원은 당사 추정 20년 BVPS 0.52배에 기반 (vs 종전 0.6배)
- 지속적인 중국 신규 10세대 양산라인에 대한 불확실성이 여전히 투자심리에 부정적으로 작용하고 있으며, 경쟁사들은 보조금과 무관하게 당분간 점유율 확대를 추구할 전망
- 주가의 상승 모멘텀은 1) 1Q20 후반부터 LCD 패널가 반등 여부, 2) POLED 수출회복 및 추가 고객과의 파트너십 공식화, 3) 광저우 TV OLED 라인의 MMG 수출 안정화

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	27,790.2	24,336.6	23,408.1	23,937.8	25,985.0
매출액증가율(%)	4.9	-12.4	-3.8	2.3	8.6
매출원가	22,424.6	21,251.3	21,760.1	20,161.2	21,241.0
매출총이익	5,365.6	3,085.3	1,648.1	3,776.6	4,744.0
판매비와관리비	2,903.9	2,992.4	3,286.8	3,379.3	3,665.1
영업이익	2,461.6	92.9	-1,638.7	397.3	1,078.9
영업이익률(%)	8.9	0.4	-7.0	1.7	4.2
금융손익	-148.8	-112.2	-247.6	-118.4	-91.7
중속/관계기업관련손익	9.6	0.7	11.3	9.6	9.6
기타영업외손익	-139.2	-111.5	-366.3	-311.7	-282.0
세전계속사업이익	2,332.6	-91.4	-2,005.2	85.6	796.9
법인세비용	395.6	88.1	-299.6	18.8	175.3
당기순이익	1,937.0	-179.5	-1,705.6	66.8	621.6
지배주주지분 순이익	1,802.8	-207.2	-1,722.5	49.8	604.6
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	10,473.7	8,800.1	7,670.4	8,144.6	8,869.8
현금및현금성자산	2,602.6	2,365.0	1,743.4	2,340.1	2,638.6
매출채권	4,325.2	2,829.1	2,587.5	2,532.6	2,723.8
재고자산	2,350.1	2,691.2	2,461.3	2,409.1	2,591.1
비유동자산	18,686.0	24,375.6	27,845.3	27,723.1	27,734.3
유형자산	16,202.0	21,600.1	25,240.8	25,040.8	24,840.8
무형자산	912.8	987.6	959.3	1,075.6	1,179.6
투자자산	127.6	114.0	114.3	108.3	102.3
자산총계	29,159.7	33,175.7	35,515.7	35,867.8	36,604.1
유동부채	8,978.7	9,954.5	10,390.2	11,676.3	13,788.0
매입채무	2,875.1	3,087.5	2,823.8	2,763.9	2,972.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	10.0	20.0
유동성장기부채	1,452.9	1,553.9	1,421.2	1,391.0	1,496.1
비유동부채	5,199.5	8,335.0	11,489.6	10,488.7	8,491.8
사채	1,506.0	1,772.6	2,021.1	1,021.1	1,021.1
장기차입금	2,644.2	5,232.3	8,507.4	8,507.4	6,507.4
부채총계	14,178.2	18,289.5	21,879.8	22,165.1	22,279.8
자본금	1,789.1	1,789.1	1,789.1	1,789.1	1,789.1
자본잉여금	2,251.1	2,251.1	2,251.1	2,251.1	2,251.1
기타포괄이익누계액	-288.3	-301.1	-139.3	-139.3	-139.3
이익잉여금	10,621.6	10,240.0	8,529.6	8,596.4	9,218.0
비지배주주지분	608.0	907.1	1,205.4	1,205.4	1,205.4
자본총계	14,981.5	14,886.2	13,635.9	13,702.7	14,324.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	6,764.2	4,484.1	2,942.6	4,945.3	5,512.0
당기순이익(손실)	1,937.1	-179.4	-1,705.5	66.8	621.6
유형자산감가상각비	2,791.9	3,123.7	3,600.0	4,300.0	4,300.0
무형자산상각비	422.7	430.9	203.9	197.3	209.6
운전자본의 증감	1,442.4	1,058.3	662.6	-6.7	23.2
투자활동 현금흐름	-6,481.1	-7,675.3	-7,192.5	-3,660.0	-3,660.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-6,592.4	-7,942.2	-7,500.0	-4,100.0	-4,100.0
투자자산의 감소(증가)	384.5	634.6	19.3	15.6	15.6
재무활동 현금흐름	862.2	2,952.9	3,566.4	-688.6	-1,553.4
차입금증감	1,042.8	2,851.4	3,234.9	-1,020.1	-1,884.9
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1,043.9	-237.5	-621.7	596.7	298.5
기초현금	1,558.7	2,602.6	2,365.0	1,743.3	2,340.0
기말현금	2,602.6	2,365.0	1,743.3	2,340.0	2,638.5
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	77,666	68,014	65,419	66,900	72,621
EPS(지배주주)	5,038	-579	-4,814	139	1,690
CFPS	2,917	-664	-1,737	1,668	834
EBITDAPS	15,863	10,194	6,051	13,679	15,618
BPS	40,170	39,068	34,740	34,927	36,664
DPS	500	0	0	28	338
배당수익률(%)	3.4	0.0	0.0	0.2	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	6.2	-25.1	-3.0	104.5	8.6
PCR	10.7	-21.9	-8.4	8.7	17.4
PSR	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.8	0.4	0.4	0.4	0.4
EBITDA	5,676	3,648	2,165	4,895	5,588
EV/EBITDA	2.4	3.9	4.6	1.7	1.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.5	-1.5	-13.0	0.4	4.7
EBITDA이익률	36.0	-4.4	-59.3	1.4	11.5
부채비율	94.6	122.9	160.5	161.8	155.5
금융비용부담률	0.1	0.0	0.3	0.5	0.4
이자보상배율(x)	27.2	1.2	-13.0	2.8	8.5
매출채권회전율(x)	6.0	6.8	8.6	9.4	9.9
재고자산회전율(x)	9.7	8.4	8.4	8.3	8.5

# 삼성SDI(006400) 대형전지 및 폴더블 모멘텀

Analyst 김선우 02. 6454-4862  
sunwoo.kim@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	281,000원
현재주가 (11.18)	240,500원
상승여력	16.8%
KOSPI	2,160.69pt
시가총액	165,379억원
발행주식수	6,876만주
유동주식비율	73.59%
외국인비중	43.79%
52주 최고/최저가	255,500원/201,000원
평균거래대금	515.0억원
<b>주요주주(%)</b>	
삼성전자 외 8 인	20.57
국민연금	10.69

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	7.4	11.9	9.3
상대주가	2.4	6.4	5.9

### 주가그래프



## 다양한 불확실성이 발생 중 · ESS 총당금 설정에 의한 부진한 4Q19 예상

- 상반기 견조한 실적 불구 연속된 ESS 화재에 대한 선제적 대응으로 4Q19에는 자동소화시설에 대한 총당금이 발생할 전망. 4Q19 영업이익은 479억원으로 전분기 1,660억원에서 대폭 감소
- 다만 시장의 관심은 2020년 실적 추이와 4Q19 중 대형전지의 턴어라운드 여부에 집중

## 투자자산가치 및 폴더블과 전기차의 증장기 모멘텀이 주요 Catalyst

- 삼성디스플레이 폴더블 패널 양산은 2020년 본격화 · 동사의 지분법 이익은 2020년 다소 개선될 전망
- 무엇보다 중대형 전지의 턴어라운드 발생 이후, 동사가 1) 수주 목표, 수주잔고와 증설 계획의 구체화, 2) 원가 분석에 기반한 이익 전환 시점 공식화할 경우 동사의 Re-rating이 가능할 전망

## 내년 실적 개선이 명확한 상황 · 투자의견 Buy 및 적정주가 281,000원

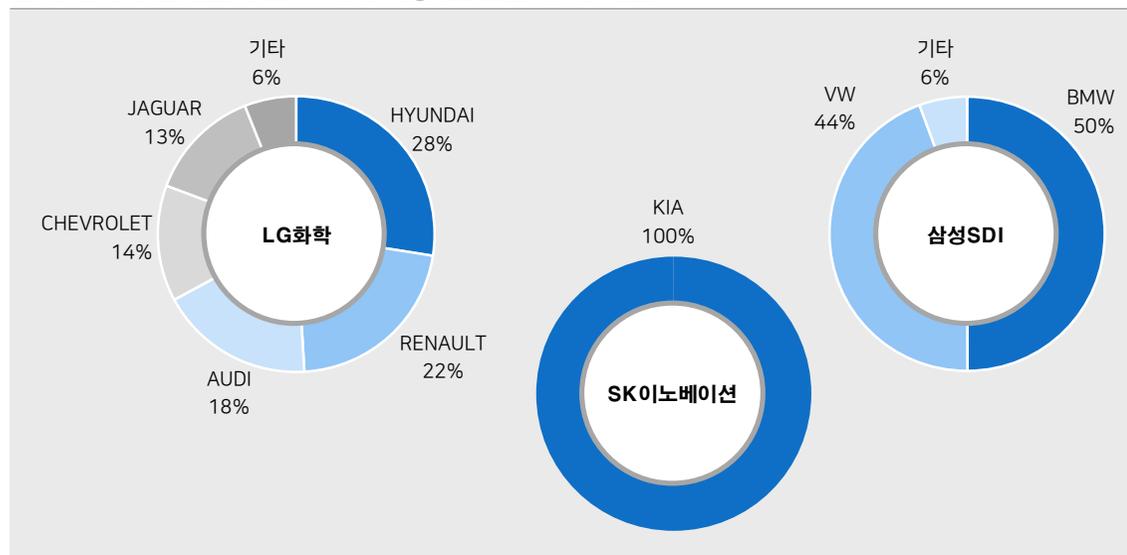
- 2020년 영업이익은 9,343억원으로 2019년 4,900억원에서 대폭 개선될 전망. 중대형 전지 턴어라운드 도달 이후 21년에도 영업이익은 1.3조원으로 증가 예상
- 삼성디스플레이 지분법 이익 개선에 힘입어 순이익의 가파른 개선세 역시 투자 포인트. 적정주가 281,000원 유지하며 기존 Trading Buy 투자의견을 Buy로 상향조정 실시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	6,346.6	116.9	657.2	9,558	199.6	163,708	25.2	1.5	20.1	5.8	37.5
2018	9,158.3	715.0	701.2	10,197	6.7	173,549	23.6	1.4	12.5	5.9	58.3
2019E	10,198.9	490.0	506.7	7,368	-27.7	182,033	32.6	1.3	12.4	4.1	63.6
2020E	12,612.6	934.3	726.9	10,571	43.5	192,177	22.8	1.3	9.2	5.6	68.4
2021E	14,350.6	1,296.7	1,042.4	15,159	43.4	206,527	15.9	1.2	7.5	7.6	72.9

## 삼성SDI - 대형전지 매출 개선 본격화 예상

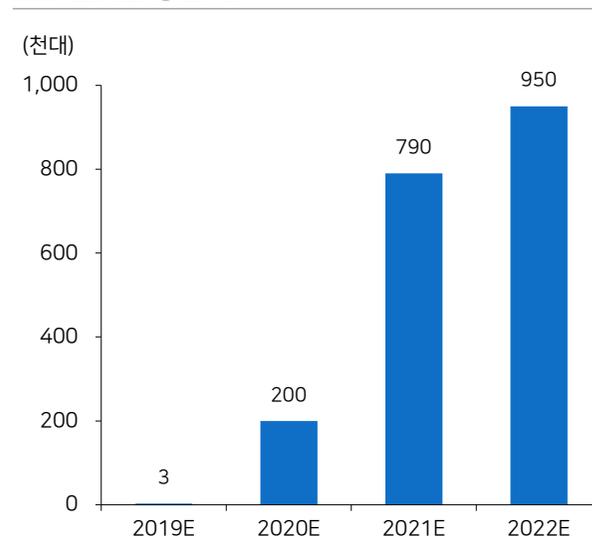
- 국내 배터리 업체들의 주요 고객인 유럽 OEM업체의 본격적인 전기차 판매는 2020년 시작
- 대표적으로 VW의 MEB 프로젝트가 19년말 생산 시작 > 20년 중순 판매 시작
- VW ID3 판매실적이 생산 목표 대수에 부합만 해도 2차전지センチ먼트 개선 예상
- 2020년 출시 예정인 주요 신모델은 BMW iX3(SUV), VW ID.3(Hatchback), ID.4(SUV), Jaguar e-XJ(Sedan), Audi Q4 e-tron(SUV), e-tron(sportsback version), Tesla model Y(SUV), Byton M-Byte(SUV), 현대차 E-GM

한국 배터리 업체들 주요 고객사 비중 (2019년 누적 기준)



자료: SNE리서치, 메리츠증권증권 리서치센터

MEB 플랫폼 생산 계획



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 삼성SDI - 분기실적 추정

## 삼성SDI 실적 전망

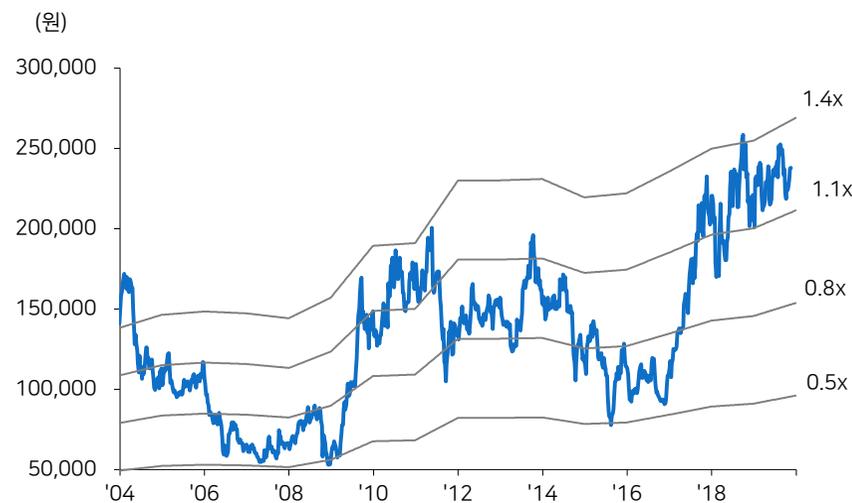
(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>2,304.1</b>	<b>2,404.5</b>	<b>2,567.9</b>	<b>2,922.3</b>	<b>2,985.8</b>	<b>3,060.8</b>	<b>3,215.4</b>	<b>3,350.6</b>	<b>9,158.3</b>	<b>10,198.9</b>	<b>12,612.6</b>	<b>14,350.6</b>
에너지솔루션	1,730.1	1,819.7	1,951.7	2,312.1	2,387.8	2,434.1	2,570.8	2,699.3	6,948.1	7,813.6	10,092.0	11,704.4
소형전지	1,124.6	1,163.7	1,066.5	1,092.2	1,200.4	1,206.5	1,232.9	1,238.2	4,136.9	4,447.1	4,878.0	4,929.1
중대형전지(EV+ESS)	605.4	656.1	885.2	1,219.8	1,187.4	1,227.6	1,337.9	1,461.1	2,811.3	3,366.5	5,214.0	6,775.4
소재 사업부	572.1	581.2	614.3	610.3	598.0	626.7	644.6	651.2	2,197.4	2,377.8	2,520.6	2,646.2
<b>영업이익</b>	<b>118.8</b>	<b>157.3</b>	<b>166.0</b>	<b>47.9</b>	<b>164.8</b>	<b>208.8</b>	<b>268.8</b>	<b>291.9</b>	<b>715.0</b>	<b>490.0</b>	<b>934.3</b>	<b>1,296.7</b>
영업이익률(%)	5.2%	6.5%	6.5%	1.6%	5.5%	6.8%	8.4%	8.7%	7.8%	4.8%	7.4%	9.0%
에너지솔루션	48.3	80.8	82.0	-47.7	92.4	127.7	176.2	196.2	435.7	163.5	592.5	861.3
소형전지	136.1	150.8	124.0	122.3	116.4	132.7	149.2	136.2	508.4	533.3	534.5	544.3
중대형전지(EV+ESS)	-87.8	-70.0	-42.0	-10.0	-24.0	-5.0	27.0	60.0	-72.7	-209.8	58.0	317.0
소재 사업부	70.5	76.5	84.0	95.5	72.4	81.1	92.6	95.7	278.3	326.6	341.8	435.3
지분법이익	-68.7	97.5	155.0	139.3	65.4	73.0	157.0	159.5	342.2	293.7	454.8	516.9
<b>세전이익</b>	<b>70.5</b>	<b>217.0</b>	<b>300.4</b>	<b>135.2</b>	<b>113.4</b>	<b>168.6</b>	<b>324.0</b>	<b>403.6</b>	<b>1,036.2</b>	<b>723.1</b>	<b>1,009.6</b>	<b>1,430.2</b>
세전이익률(%)	3.1%	9.0%	11.7%	4.6%	3.8%	5.5%	10.1%	12.0%	11.3%	7.1%	8.0%	10.0%
<b>순이익</b>	<b>57.9</b>	<b>160.2</b>	<b>217.4</b>	<b>101.4</b>	<b>85.0</b>	<b>126.5</b>	<b>243.0</b>	<b>302.7</b>	<b>701.2</b>	<b>506.7</b>	<b>726.9</b>	<b>1,042.4</b>
순이익률(%)	2.5%	6.7%	8.5%	3.5%	2.8%	4.1%	7.6%	9.0%	7.7%	5.0%	5.8%	7.3%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 삼성SDI - Buy, 적정주가 281,000원

- 동사의 적정주가 281,000원은 당사 추정 20E BVPS 1.47배에 기반함
- 부품주들에 대한 시장 관심이 저하된 상태에서 현 주가 수준에서는 삼성디스플레이 지분 등 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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>6,346.6</b>	<b>9,158.3</b>	<b>10,198.9</b>	<b>12,612.6</b>	<b>14,350.6</b>
매출액증가율(%)	22.0	44.3	11.4	23.7	13.8
매출원가	5,180.8	7,118.2	8,079.3	9,696.4	10,805.3
매출총이익	1,165.9	2,040.1	2,119.6	2,916.2	3,545.3
판매비와관리비	1,049.0	1,325.1	1,629.7	1,981.8	2,248.7
<b>영업이익</b>	<b>116.9</b>	<b>715.0</b>	<b>490.0</b>	<b>934.3</b>	<b>1,296.7</b>
영업이익률(%)	1.8	7.8	4.8	7.4	9.0
금융손익	13.2	-64.0	-182.8	-379.6	-383.3
종속/관계기업관련손익	695.4	342.2	293.7	454.8	516.9
기타영업외손익	708.6	278.2	233.2	75.3	133.6
세전계속사업이익	824.1	1,036.2	723.1	1,009.6	1,430.2
법인세비용	180.9	291.2	186.2	252.4	357.6
<b>당기순이익</b>	<b>643.2</b>	<b>745.1</b>	<b>537.0</b>	<b>757.2</b>	<b>1,072.7</b>
지배주주지분 순이익	657.2	701.2	506.7	726.9	1,042.4

Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>3,584.6</b>	<b>5,519.3</b>	<b>5,337.1</b>	<b>5,663.7</b>	<b>6,417.3</b>
현금및현금성자산	1,209.0	1,516.6	683.6	344.8	405.6
매출채권	999.8	1,496.4	1,764.2	2,022.8	2,291.9
재고자산	966.6	1,745.7	2,058.1	2,359.7	2,673.7
비유동자산	12,157.1	13,830.4	15,648.0	17,115.3	18,680.6
유형자산	2,930.3	4,608.3	5,752.5	6,722.5	7,732.5
무형자산	897.5	866.3	800.4	531.6	246.1
투자자산	7,643.9	6,554.6	6,971.6	7,426.4	7,943.3
<b>자산총계</b>	<b>15,741.7</b>	<b>19,349.7</b>	<b>20,985.1</b>	<b>22,779.0</b>	<b>25,097.8</b>
유동부채	2,664.1	4,012.8	4,472.7	5,151.1	5,864.6
매입채무	461.3	638.6	752.9	863.2	978.1
단기차입금	768.1	1,489.7	1,308.2	1,318.2	1,328.2
유동성장기부채	311.2	249.7	294.3	337.5	382.4
비유동부채	1,625.6	3,111.7	3,683.1	4,101.0	4,719.6
사채	100.0	690.0	690.0	690.0	690.0
장기차입금	245.5	826.0	1,297.2	1,697.2	2,297.2
<b>부채총계</b>	<b>4,289.7</b>	<b>7,124.5</b>	<b>8,155.8</b>	<b>9,252.1</b>	<b>10,584.2</b>
자본금	356.7	356.7	356.7	356.7	356.7
자본잉여금	5,042.7	5,037.9	5,037.9	5,037.9	5,037.9
기타포괄이익누계액	602.4	272.0	411.4	411.4	411.4
이익잉여금	5,600.6	6,612.5	7,056.4	7,754.0	8,740.8
비지배주주지분	194.7	291.2	312.0	312.0	312.0
<b>자본총계</b>	<b>11,452.0</b>	<b>12,225.2</b>	<b>12,829.4</b>	<b>13,526.9</b>	<b>14,513.7</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>-250.1</b>	<b>260.6</b>	<b>824.8</b>	<b>1,261.8</b>	<b>1,685.9</b>
당기순이익(손실)	643.2	745.1	537.0	757.2	1,072.7
유형자산감가상각비	369.3	491.2	890.0	1,030.0	1,190.0
무형자산상각비	90.6	91.1	98.5	122.0	138.8
운전자본의 증감	-841.3	-979.2	-533.6	-434.9	-452.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>89.3</b>	<b>-1,704.7</b>	<b>-1,951.5</b>	<b>-2,003.2</b>	<b>-2,203.2</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-991.5	-2,146.1	-2,000.0	-2,000.0	-2,200.0
투자자산의 감소(증가)	0.0	-20.0	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>353.4</b>	<b>1,756.1</b>	<b>262.1</b>	<b>402.6</b>	<b>578.1</b>
차입금증감	513.8	1,818.7	326.6	453.1	453.1
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>197.3</b>	<b>307.6</b>	<b>-833.0</b>	<b>-338.8</b>	<b>60.8</b>
기초현금	1,011.7	1,209.0	1,516.6	683.6	344.8
기말현금	1,209.0	1,516.6	683.6	344.8	405.6

Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	92,295	133,183	148,316	183,417	208,692
EPS(지배주주)	9,558	10,197	7,368	10,571	15,159
CFPS	2,869	4,473	-12,114	-4,927	-4,927
EBITDAPS	8,388	18,865	21,502	30,340	38,180
BPS	163,708	173,549	182,033	192,177	206,527
DPS	1,000	1,000	737	1,057	1,516
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.3	0.4	0.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	25.2	23.6	32.6	22.8	15.9
PCR	83.8	53.8	-19.9	-48.8	-48.8
PSR	2.6	1.8	1.6	1.3	1.2
PBR	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
EBITDA	577	1,297	1,479	2,086	2,625
EV/EBITDA	20.1	12.5	12.4	9.2	7.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	5.8	5.9	4.1	5.6	7.6
EBITDA이익률	1,246.7	74.8	36.5	40.8	44.2
부채비율	37.5	58.3	63.6	68.4	72.9
금융비용부담률	0.1	0.4	0.7	0.7	0.7
이자보상배율(x)	5.1	13.8	5.6	9.9	11.8
매출채권회전율(x)	7.1	7.3	6.3	6.7	6.7
재고자산회전율(x)	6.1	5.2	4.2	4.4	4.3

## Buy

적정주가 (12개월)	220,000원
현재주가 (11.18)	173,800원
상승여력	26.6%
KOSDAQ	669.34pt
시가총액	18,332억원
발행주식수	1,055만주
유동주식비율	40.84%
외국인비중	13.76%
52주 최고/최저가	188,000원/135,600원
평균거래대금	63.7억원
<b>주요주주(%)</b>	
SK 외 1 인	49.11
국민연금공단	6.09

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-7.1	8.2	5.2
상대주가	-10.2	15.5	8.5

### 주가그래프



### 소재 국산화 모멘텀 외에도 안정적인 실적 개선이 지속 예상

- 메모리 반도체 다운사이클은 가속화된 이후, 메모리 업체들의 웨이퍼 투입량 및 출하량이 개선세에 돌입
- NF3 등 소재 판가 안정화를 예상하며 동사 실적은 향후에도 견조한 성장이 가능할 전망
- 특히 메모리의 1H20 업황 저점 이후 다수의 신규 메모리 Fab들 (평택2, 시안2, 우시 C2F)이 가동되며 소재 업종의 견조한 성장세가 재확인될 전망

### 신사업 수익 기여를 통한 추가 성장 기회

- 동사의 특수가스와 신사업들은 외형성장과 견조한 수익성을 유지하는 중
- 특히 내년에는 기존 신사업들 외에 불화수소 등 신규 아이템이 추가되며 성장동력으로 작용

### 투자의견 Buy 및 적정주가 220,000원 · 메모리 전방시장 저점이 가시화되는 1H20 내 비중 확대

- 안정적인 실적 흐름을 보이는 기존 사업들 외에 신사업 진출 효과가 발생 중. 2020년 영업이익은 2,525억원으로 예상 (vs 2018년 1,829억원, 2019년 2,232억원)
- 적정주가 220,000원은 20E EPS에 15.0배 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 (%)
2017	512.3	147.7	101.9	9,660	-6.2	36,567	18.0	4.8	11.0	26.4	173.9
2018	687.3	182.9	112.7	10,682	10.6	35,669	16.3	4.9	9.4	29.9	246.7
2019E	776.2	223.2	138.4	14,588	36.6	46,699	11.9	3.7	7.5	31.9	218.1
2020E	858.9	252.5	153.1	16,139	10.6	59,075	10.8	2.9	6.4	27.5	188.8
2021E	969.1	284.2	179.2	18,889	17.0	73,547	9.2	2.4	5.4	25.6	166.9

## SK머티리얼즈 - 분기실적 추정

## SK머티리얼즈 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>184.3</b>	<b>183.0</b>	<b>202.0</b>	<b>207.0</b>	<b>200.7</b>	<b>209.8</b>	<b>221.2</b>	<b>227.2</b>	<b>687.3</b>	<b>776.2</b>	<b>858.9</b>	<b>969.1</b>
NF3	84.1	83.8	93.9	94.3	88.6	91.4	93.2	94.1	354.6	356.1	367.4	387.8
SiH4	6.2	6.6	6.9	6.8	6.5	6.7	6.9	6.9	23.8	26.5	27.2	28.3
기타	32.7	33.0	37.0	38.5	38.9	41.2	44.9	47.1	133.0	141.2	172.1	210.9
SK Air Gas	35.4	35.7	36.1	36.5	36.9	38.4	40.3	40.7	115.8	143.7	156.3	173.0
SK Tri Chem	23.6	20.8	24.9	27.4	26.1	28.1	31.6	34.0	52.1	96.7	119.8	148.4
<b>영업이익</b>	<b>54.5</b>	<b>55.1</b>	<b>56.1</b>	<b>57.5</b>	<b>58.1</b>	<b>62.7</b>	<b>66.3</b>	<b>65.3</b>	<b>182.9</b>	<b>223.2</b>	<b>252.5</b>	<b>284.2</b>
영업이익률(%)	30%	30%	28%	28%	29%	30%	30%	29%	27%	29%	29%	29%
NF3	29.2	30.8	29.2	30.7	31.0	33.3	33.9	33.2	106.4	119.9	131.4	139.7
SiH4	0.1	0.2	0.2	0.3	0.1	0.2	0.3	0.3	0.9	0.7	0.8	0.9
기타	7.4	7.6	8.5	8.5	8.7	9.5	10.3	10.4	29.3	31.9	38.9	47.7
<b>순이익</b>	<b>35.6</b>	<b>39.5</b>	<b>39.6</b>	<b>37.6</b>	<b>39.1</b>	<b>41.5</b>	<b>42.3</b>	<b>44.1</b>	<b>123.4</b>	<b>152.3</b>	<b>167.1</b>	<b>193.1</b>
순이익률(%)	19%	22%	20%	18%	20%	20%	19%	19%	18%	20%	19%	20%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## SK머티리얼즈 (036490)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	512.3	687.3	776.2	858.9	969.1
매출액증가율(%)	11.0	34.2	13.0	10.6	12.8
매출원가	314.7	430.4	471.3	516.0	583.0
매출총이익	197.6	256.9	304.9	342.8	386.1
판매비와관리비	49.9	74.0	81.7	90.3	101.9
영업이익	147.7	182.9	223.2	252.5	284.2
영업이익률(%)	28.8	26.6	28.8	29.4	29.3
금융손익	-11.5	-20.9	-30.6	-29.7	-26.6
종속/관계기업관련손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-11.6	-20.9	-27.3	-29.7	-26.6
세전계속사업이익	134.5	159.6	195.9	222.7	257.5
법인세비용	30.5	36.2	43.6	55.7	64.4
당기순이익	104.1	123.4	152.3	167.1	193.1
지배주주지분 순이익	101.9	112.7	138.4	153.1	179.2
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	201.8	263.8	437.6	545.9	678.9
현금및현금성자산	18.7	16.1	187.3	281.8	389.2
매출채권	82.7	123.4	126.7	139.2	158.4
재고자산	86.2	111.8	104.8	105.1	109.6
비유동자산	916.3	1,134.7	1,237.3	1,351.8	1,482.1
유형자산	885.1	1,106.1	1,206.6	1,321.6	1,451.6
무형자산	6.6	10.0	10.6	8.4	5.8
투자자산	10.7	0.0	0.9	0.9	0.9
자산총계	1,118.0	1,398.4	1,674.8	1,897.8	2,161.1
유동부채	336.6	501.3	470.7	562.9	673.1
매입채무	26.7	17.9	18.4	20.2	23.0
단기차입금	148.9	275.0	193.4	193.4	193.4
유동성장기부채	30.5	93.7	200.0	219.6	249.9
비유동부채	373.3	493.8	677.6	677.8	678.3
사채	199.4	289.3	488.8	488.8	488.8
장기차입금	152.6	188.6	175.7	175.7	175.7
부채총계	709.9	995.1	1,148.3	1,240.7	1,351.4
자본금	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	34.2	19.2	19.2	19.2	19.2
기타포괄이익누계액	-3.7	20.1	25.2	25.2	25.2
이익잉여금	446.1	521.5	632.5	763.0	915.7
비지배주주지분	22.4	27.1	34.0	34.0	34.0
자본총계	408.1	403.3	526.5	657.1	809.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	136.7	176.0	358.5	361.6	407.9
당기순이익(손실)	104.1	123.4	152.3	167.1	193.1
유형자산감가상각비	74.2	92.6	115.0	135.0	160.0
무형자산상각비	1.0	1.9	2.2	2.4	2.8
운전자본의 증감	-45.8	-56.0	27.0	-7.5	-15.6
투자활동 현금흐름	-268.5	-330.5	-212.7	-250.2	-290.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-260.7	-329.8	-210.0	-250.0	-290.0
투자자산의 감소(증가)	-11.0	-1.6	-1.5	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	91.6	151.7	24.9	-16.9	-10.2
차입금증감	219.4	313.0	59.7	19.6	19.6
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-41.6	-2.6	171.1	94.5	107.4
기초현금	60.3	18.7	16.1	187.2	281.7
기말현금	18.7	16.1	187.2	281.7	389.1
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	48,569	65,157	73,594	81,428	91,874
EPS(지배주주)	9,660	10,682	14,588	16,139	18,889
CFPS	-3,944	-246	16,223	8,957	8,957
EBITDAPS	21,124	26,296	32,276	36,969	36,969
BPS	36,567	35,669	46,699	59,075	73,547
DPS	3,550	3,750	3,937	4,355	4,355
배당수익률(%)	2.0	2.2	2.3	2.5	2.5
Valuation(Multiple)					
PER	18.0	16.3	11.9	10.8	9.2
PCR	-44.1	-707.8	10.7	19.4	19.4
PSR	3.6	2.7	2.4	2.1	1.9
PBR	4.8	4.9	3.7	2.9	2.4
EBITDA	223	277	340	390	390
EV/EBITDA	11.0	9.4	7.5	6.4	5.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.4	29.9	31.9	27.5	25.6
EBITDA이익률	45.9	45.1	44.8	41.9	46.0
부채비율	173.9	246.7	218.1	188.8	166.9
금융비용부담률	2.4	3.0	3.9	3.5	3.1
이자보상배율(x)	11.4	8.6	6.8	6.9	7.8
매출채권회전율(x)	6.6	6.7	6.2	6.5	6.5
재고자산회전율(x)	3.9	4.3	4.4	4.9	5.4

# AP시스템(265520) 다수의 장기 수주 모멘텀

Analyst 김선우 02.6454-4862  
sunwoo.kim@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	36,000원
현재주가 (11.18)	32,000원
상승여력	12.5%
KOSDAQ	669.34pt
시가총액	4,634억원
발행주식수	1,448만주
유동주식비율	76.54%
외국인비중	12.92%
52주 최고/최저가	32,250원/20,400원
평균거래대금	102.4억원
주요주주(%)	
APS홀딩스 외 3 인	22.70

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.5	38.8	16.4
상대주가	11.6	48.1	20.0

### 주가그래프



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

- 갤럭시 폴드 출시 이후 삼성전자는 2020년 1분기 내로 클램셸 타입 폴더블 기기를 공개하며 폴더블 영역 확대를 추구할 전망. 이후 갤럭시 폴드2 및 파생모델도 내년 하반기 등장할 전망
- 폴더블폰은 기술적 완성도 갖춘 뒤 2021-2022년 S커브로 진보되며 스마트폰의 PC화를 본격 추구

### 서서히 재개되는 전방시장의 투자 사이클: 2) QD-OLED · 기술 안정화 이후 본격 투자

- 삼성디스플레이의 QD-OLED는 기술 안정화 단계를 진행 중. 본격적 양산은 2020년말로 예상
- 이후 Phase 2와 Phase 3 연속될 전망. 향후 21년 A5 내 상층부를 통한 Capa 확대를 시도할 전망

### 실적은 아쉬우나 모멘텀은 강화된다 · 투자의견 Buy와 적정주가 36,000원

- 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
- 삼성디스플레이 외 중국 OLED 주문에 기반해 2020년 영업이익은 각각 526억원으로 올해 242억원에서 대폭 성장할 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	962.4	26.2	19.1	1,670		7,825	19.2	4.1	19.2	21.3	423.0
2018	714.1	45.7	25.0	1,792	7.3	7,604	17.9	4.2	8.5	23.6	295.6
2019E	418.3	24.2	17.4	1,236	-31.0	8,595	25.9	3.7	9.4	15.3	227.1
2020E	657.7	52.6	44.3	3,140	154.1	11,703	10.2	2.7	5.2	30.9	189.1
2021E	756.8	61.3	51.3	3,636	15.8	15,308	8.8	2.1	3.8	26.9	158.4

## AP시스템 - 분기실적 추정

## AP시스템 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>87.0</b>	<b>144.6</b>	<b>65.6</b>	<b>121.1</b>	<b>105.3</b>	<b>189.4</b>	<b>215.3</b>	<b>147.7</b>	<b>714.1</b>	<b>418.3</b>	<b>657.7</b>	<b>756.8</b>
LCD	1.5	2.7	2.6	2.7	2.4	2.6	2.6	2.7	9.5	9.5	10.4	10.4
반도체	5.2	7.6	7.9	8.2	7.3	7.6	7.9	8.2	28.9	28.9	30.9	30.9
디스플레이	119.0	158.9	59.1	109.0	89.5	159.1	193.7	133.0	621.3	446.0	575.3	660.8
기타	-38.7	-24.6	-4.0	1.3	6.1	20.1	11.0	3.9	54.4	-66.0	41.1	54.7
<b>영업이익</b>	<b>2.9</b>	<b>11.4</b>	<b>3.1</b>	<b>6.8</b>	<b>7.1</b>	<b>13.6</b>	<b>19.2</b>	<b>12.7</b>	<b>45.7</b>	<b>24.2</b>	<b>52.6</b>	<b>61.3</b>
영업이익률(%)	-56.7%	288.7%	-72.4%	115.4%	4.0%	93.4%	40.5%	-33.7%	6.4%	5.8%	8.0%	8.1%
세전이익	0.9	7.6	1.6	11.4	3.8	8.7	22.1	17.7	27.7	21.6	52.2	60.5
세전이익률(%)	1.1%	5.3%	2.5%	9.4%	3.6%	4.6%	10.3%	12.0%	3.9%	5.2%	7.9%	8.0%
<b>순이익</b>	<b>0.2</b>	<b>6.1</b>	<b>1.4</b>	<b>9.7</b>	<b>3.2</b>	<b>7.4</b>	<b>18.7</b>	<b>15.0</b>	<b>25.0</b>	<b>17.4</b>	<b>44.3</b>	<b>51.3</b>
순이익률(%)	0.3%	4.2%	2.1%	8.0%	3.0%	3.9%	8.7%	10.1%	3.5%	4.2%	6.7%	6.8%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## AP시스템 (265520)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	962.4	714.1	418.3	657.7	756.8
매출액증가율(%)	73.4	-25.8	-41.4	57.2	15.1
매출원가	900.3	615.0	358.6	550.1	632.1
매출총이익	62.1	99.1	59.7	107.6	124.6
판매비와관리비	35.9	53.4	35.5	55.1	63.4
영업이익	26.2	45.7	24.2	52.6	61.3
영업이익률(%)	2.7	6.4	5.8	8.0	8.1
금융손익	-2.1	-7.7	-0.9	-0.3	-0.8
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.1	-7.7	-2.6	-0.3	-0.8
세전계속사업이익	26.3	27.7	21.6	52.2	60.5
법인세비용	7.2	2.7	4.2	8.0	9.2
당기순이익	19.1	25.0	17.4	44.3	51.3
지배주주지분 순이익	19.1	25.0	17.4	44.3	51.3

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	324.5	282.3	266.4	342.7	419.8
현금및현금성자산	62.7	33.0	79.9	111.3	149.2
매출채권	166.4	25.2	18.8	22.9	25.7
재고자산	52.4	141.8	105.9	129.2	144.7
비유동자산	143.6	138.3	130.0	134.4	137.9
유형자산	109.6	107.9	107.3	110.3	114.3
무형자산	23.9	15.4	10.9	10.1	8.3
투자자산	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0
자산총계	468.0	420.6	396.3	477.1	557.7
유동부채	342.5	290.8	253.6	290.5	320.3
매입채무	124.2	106.2	79.3	96.8	108.4
단기차입금	121.3	138.7	122.2	112.2	102.2
유동성장기부채	5.2	7.4	5.6	6.8	7.6
비유동부채	36.0	23.5	21.6	21.6	21.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	22.3	14.8	11.1	11.1	11.1
부채총계	378.5	314.3	275.2	312.1	341.9
자본금	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
자본잉여금	62.6	63.0	63.0	63.0	63.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	19.3	38.2	53.1	96.9	147.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	89.5	106.3	121.2	165.0	215.8

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	55.7	-49.7	68.7	45.2	63.1
당기순이익(손실)	19.1	25.0	17.4	44.3	51.3
유형자산감가상각비	5.9	7.0	12.0	12.0	14.0
무형자산상각비	2.3	5.3	8.8	8.8	9.9
운전자본의 증감	9.5	-115.1	28.9	-22.7	-15.1
투자활동 현금흐름	-46.7	10.9	7.1	-2.1	-13.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-8.1	-8.1	-10.0	-15.0	-18.0
투자자산의 감소(증가)	-29.5	25.2	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	45.3	9.2	-28.9	-11.7	-12.1
차입금증감	45.2	12.1	-23.5	-8.8	-8.8
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	52.9	-29.7	46.9	31.4	37.9
기초현금	9.8	62.7	33.0	79.9	111.3
기말현금	62.7	33.0	79.9	111.3	149.2

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	69,243	50,644	29,668	46,645	53,673
EPS(지배주주)	1,670	1,792	1,236	3,140	3,636
CFPS	3,808	-2,105	3,325	2,227	2,227
EBITDAPS	2,471	4,116	3,195	5,200	6,039
BPS	7,825	7,604	8,595	11,703	15,308
DPS	0	150	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	19.2	17.9	25.9	10.2	8.8
PCR	8.4	-15.2	9.6	14.4	14.4
PSR	0.5	0.6	1.1	0.7	0.6
PBR	4.1	4.2	3.7	2.7	2.1
EBITDA	34.4	58.0	45.0	73.3	85.1
EV/EBITDA	19.2	8.5	9.4	5.2	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.3	23.6	15.3	30.9	26.9
EBITDA이익률	49.8	54.2	33.8	74.8	64.7
부채비율	423.0	295.6	227.1	189.1	158.4
금융비용부담률	0.2	0.7	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	9.0	8.1	20.5	51.7	35.4
매출채권회전율(x)	5.3	7.5	19.0	31.5	31.1
재고자산회전율(x)	21.7	6.3	2.9	4.7	4.6

# 에스에프에이(056190) 수주는 지속된다

Analyst 김선우 02. 6454-4862  
sunwoo.kim@meritz.co.kr

## Hold

적정주가 (12개월)	50,000원		
현재주가 (11.18)	43,850원		
상승여력	14.0%		
KOSDAQ	669.34pt		
시가총액	15,746억원		
발행주식수	3,591만주		
유동주식비율	47.01%		
외국인비중	22.40%		
52주 최고/최저가	47,500원/33,500원		
평균거래대금	76.7억원		
<b>주요주주(%)</b>			
디와이홀딩스 외 4인	36.16		
삼성디스플레이	10.15		
국민연금공단	5.17		
<b>주가상승률(%)</b>			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.0	13.0	4.9
상대주가	-1.5	20.6	8.2
<b>주가그래프</b>			



## 2020년 중국과 삼성디스플레이의 투자 모멘텀 증가

- 독점적인 물류장비 공급으로 삼성디스플레이 대형 디스플레이 capa 투자 시 대규모 수주 가능
- 삼성디스플레이의 A5 관련 수주는 2Q19초 무렵으로 예상

## OLED 증착기 모멘텀 현재진행형. 본사 물류 장비 및 자회사 실적의 안정적인 성장 향유 중

- OLED 오픈증착기 개발을 통해 장기적으로는 삼성디스플레이의 대면적 증착기 가능성도 존재
- 19년 수주는 1.1조원으로 예상되며 이에는 일반물류 외에도, 중국 대면적 LCD 클린물류 및 이차전지 등 다변화된 물류장비 포트폴리오가 포함. 20년에는 1.3조원으로 안정적 증가 예상
- 자회사 SFA반도체의 실적은 메모리 업황 호조에 기반해 빠르게 개선 중

## 투자의견 Hold 및 적정주가 50,000원 · 삼성디스플레이의 A5 투자 결정이 주가 상승 모멘텀

- 적정주가 50,000원은 2020E BVPS 1.71배에 기반 (14-16년 평균 멀티플). 2020년 영업이익은 2,629억원으로 2019년 1,882억원 대비 견조한 성장을 기록할 전망
- 당사의 투자의견 정책 변경에 따라 기존 Trading Buy 투자의견에서 상승 여력 감안해 Hold로 변경. 삼성디스플레이 수주 발표까지 양호한 주가 흐름 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,920.4	236.1	196.9	5,484	151.7	21,646	8.0	2.0	2.9	25.3	83.9
2018	1,560.1	234.4	157.9	4,399	-19.8	21,857	10.0	2.0	4.1	20.1	65.6
2019E	1,522.8	188.2	126.3	3,518	-20.0	24,418	12.5	1.8	5.0	15.2	45.3
2020E	1,951.8	262.9	183.0	5,098	44.9	28,971	8.6	1.5	4.0	19.1	29.6
2021E	2,182.6	294.6	206.9	5,763	13.0	33,880	7.6	1.3	3.8	18.3	15.2

## 에스에프에이 - 분기실적 추정

## 에스에프에이 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>319.3</b>	<b>348.8</b>	<b>408.8</b>	<b>445.9</b>	<b>410.6</b>	<b>442.5</b>	<b>554.1</b>	<b>544.6</b>	<b>1,560.1</b>	<b>1,522.8</b>	<b>1,951.8</b>	<b>2,182.6</b>
SFA(모회사)	168.6	173.5	221.9	229.9	224.7	231.8	351.2	292.4	944.4	793.8	1,100.2	1,255.0
공정장비	28.8	47.6	60.8	64.4	37.4	61.8	133.7	77.3	195.1	201.5	310.3	325.2
물류장비	139.8	125.9	161.1	165.5	187.3	170.0	217.5	215.2	749.3	592.3	789.9	929.7
SFA 반도체 (자회사)	117.0	147.9	160.6	181.1	152.2	181.9	176.6	215.5	457.9	606.5	726.1	798.7
기타	33.7	27.5	26.4	34.9	33.7	28.9	26.4	36.7	157.8	122.4	125.5	128.8
<b>영업이익</b>	<b>40.6</b>	<b>48.7</b>	<b>45.7</b>	<b>53.3</b>	<b>52.9</b>	<b>58.2</b>	<b>81.6</b>	<b>70.2</b>	<b>234.4</b>	<b>188.2</b>	<b>262.9</b>	<b>294.6</b>
영업이익률	12.7%	14.0%	11.2%	11.9%	12.9%	13.2%	14.7%	12.9%	15.1%	12.4%	13.5%	13.5%
SFA (모회사)	34.5	29.8	36.9	39.3	41.6	43.8	67.4	55.3	177.2	140.6	208.1	235.2
SFA반도체 (자회사)	5.1	8.4	12.2	10.0	8.4	10.9	12.4	11.9	33.7	35.6	43.5	48.3
<b>순이익</b>	<b>30.3</b>	<b>27.0</b>	<b>33.0</b>	<b>36.1</b>	<b>36.8</b>	<b>38.1</b>	<b>59.6</b>	<b>48.5</b>	<b>157.9</b>	<b>126.3</b>	<b>183.0</b>	<b>206.9</b>
신규수주 (SFA)	148.9	233.0	394.1	314.2	161.7	250.9	430.8	459.1	990.1	1,090.2	1,302.5	1,372.7
수주잔고 (SFA)	683.6	743.2	915.4	999.7	936.7	955.7	1,035.3	1,202.0	703.3	999.7	1,202.0	1,319.7

참고: 2016년 부터 SFA반도체 연결 편입

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 에스에프에이 (056190)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,920.4	1,560.1	1,522.8	1,951.8	2,182.6
매출액증가율(%)	45.5	-18.8	-2.4	28.2	11.8
매출원가	1,595.3	1,232.3	1,236.1	1,563.8	1,748.3
매출총이익	325.1	327.7	286.7	388.0	434.3
판매비와관리비	89.0	93.4	98.5	125.1	139.7
영업이익	236.1	234.4	188.2	262.9	294.6
영업이익률(%)	12.3	15.0	12.4	13.5	13.5
금융손익	37.0	-13.8	-1.2	-6.3	-6.5
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	37.0	-13.8	-3.2	-6.3	-6.5
세전계속사업이익	265.2	224.2	185.0	256.7	288.1
법인세비용	61.8	54.6	46.7	61.6	69.1
당기순이익	203.3	169.7	138.3	195.1	218.9
지배주주지분 순이익	196.9	157.9	126.3	183.0	206.9
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,133.1	958.6	912.8	938.2	961.9
현금및현금성자산	585.9	329.3	145.2	118.7	76.4
매출채권	165.2	167.4	191.3	233.6	254.6
재고자산	28.5	75.6	86.4	105.5	115.0
비유동자산	677.7	702.0	693.7	706.9	703.7
유형자산	503.7	495.5	483.5	483.5	483.5
무형자산	107.6	89.0	75.9	59.4	41.5
투자자산	7.8	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	1,810.8	1,660.5	1,606.5	1,645.1	1,665.6
유동부채	540.9	404.8	250.2	122.9	-34.1
매입채무	113.7	103.8	118.5	144.8	157.7
단기차입금	29.1	42.8	24.6	24.6	24.6
유동성장기부채	7.8	1.5	1.8	2.2	2.4
비유동부채	285.0	252.7	250.6	253.0	254.3
사채	20.3	18.8	18.8	18.8	18.8
장기차입금	192.2	187.2	176.9	176.9	176.9
부채총계	826.0	657.5	500.8	375.9	220.2
자본금	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0
자본잉여금	35.4	35.0	35.2	35.2	35.2
기타포괄이익누계액	-6.1	-4.7	-2.4	-2.4	-2.4
이익잉여금	730.1	823.7	911.9	1,075.3	1,251.6
비지배주주지분	207.6	218.1	228.9	228.9	228.9
자본총계	984.9	1,003.0	1,105.7	1,269.2	1,445.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	376.6	38.2	63.3	181.7	177.1
당기순이익(손실)	203.3	169.7	138.3	195.1	218.9
유형자산감가상각비	59.8	48.1	90.0	90.0	90.0
무형자산상각비	13.9	11.8	13.5	16.4	17.9
운전자본의 증감	84.6	-214.9	-66.1	-17.2	-49.0
투자활동 현금흐름	-52.9	-162.6	-146.5	-90.0	-90.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-82.3	-38.1	-90.0	-90.0	-90.0
투자자산의 감소(증가)	21.4	-23.0	-16.4	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-6.0	-133.9	-160.4	-118.2	-129.4
차입금증감	-29.4	-2.3	-30.7	0.4	0.2
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	309.5	-256.6	-243.1	-26.5	-42.3
기초현금	276.4	585.9	329.3	86.3	59.8
기말현금	585.9	329.3	86.3	59.8	17.5
Key Financial Data					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	53,480	43,445	42,407	54,355	60,781
EPS(지배주주)	5,484	4,399	3,518	5,098	5,763
CFPS	8,618	-7,145	-6,769	-738	-1,178
EBITDAPS	8,629	8,195	8,123	10,286	11,208
BPS	21,646	21,857	24,418	28,971	33,880
DPS	1,245	1,278	880	1,274	1,441
배당수익률(%)	2.8	2.9	2.0	2.9	3.3
Valuation(Multiple)					
PER	8.0	10.0	12.5	8.6	7.6
PCR	5.1	-6.1	-6.5	-59.4	-37.2
PSR	0.8	1.0	1.0	0.8	0.7
PBR	2.0	2.0	1.8	1.5	1.3
EBITDA	309.8	294.3	291.7	369.4	402.5
EV/EBITDA	2.9	4.1	5.0	4.0	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	25.3	20.1	15.2	19.1	18.3
EBITDA이익률	78.1	52.3	43.1	55.4	53.6
부채비율	83.9	65.6	45.3	29.6	15.2
금융비용부담률	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2
이자보상배율(x)	21.3	22.8	20.2	29.9	33.4
매출채권회전율(x)	12.2	9.4	8.5	9.2	8.9
재고자산회전율(x)	46.8	23.7	15.3	16.3	15.9

# 솔브레인(036830) 견조한 실적 및 NAND에서 찾는 기회

Analyst 김선우 02. 6454-4862  
sunwoo.kim@meritz.co.kr

## Hold

적정주가 (12개월)	80,000원
현재주가 (11.18)	71,500원
상승여력	11.9%
KOSDAQ	669.34pt
시가총액	12,440억원
발행주식수	1,740만주
유동주식비율	53.52%
외국인비중	24.82%
52주 최고/최저가	90,200원/44,650원
평균거래대금	254.6억원
주요주주(%)	
정지완 외 7인	43.46

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.6	49.7	39.6
상대주가	-13.6	59.8	44.0

### 주가그래프



## 반도체 전방 수요 부진과 투자 지연 우려가 불구하고 안정적인 실적 창출 중

- 반도체 다운사이클은 2Q20 중 종료될 전망. 밸류체인 업체들의 전방 업체와의 주가 동조화 예상됨
- 과거 우려와 다르게 동사는 지속해서 양호한 분기 실적을 시현하는 중. 특히 삼성디스플레이의 Rigid OLED 생산이 확대되며 동사의 TG 사업 부문이 가파른 실적 개선을 보이는 중

## 반도체 소재 부문의 꾸준한 실적과 디스플레이의 아쉬움

- NAND 판가 반등은 3Q20부터 본격화될 전망이며, 특히 삼성전자의 신규 Fab이 2020년부터 가동되는 만큼 소재 사용량은 안정적으로 증가할 전망
- Thin Glass는 중국 Mid-end급 스마트폰의 OLED 채용량이 증가하며 물량 회복이 가시화되고 있으나 기타 디스플레이 관련 식각액 등 소재 실적은 상대적으로 아쉬운 수준
- 동사의 2020년 실적은 1,921억원으로 2019년 1,825억원 대비 안정적으로 개선될 전망

## 투자의견 Hold 및 적정주가 80,000원 · 단기 급등 이후 숨고르기

- 당사의 투자의견 정책 변경에 따라 기존 Trading Buy 투자의견에서 상승 여력 감안해 Hold로 변경. 소재 국산화 이슈와 함께 급등했던 주가는 단기 숨고르기 이후 회복이 가능할 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	775.6	105.7	41.2	2,467	-45.4	38,616	29.0	1.9	6.0	6.4	37.9
2018	963.4	164.1	99.6	5,722	132.0	41,701	12.5	1.7	4.4	13.7	37.1
2019E	1,032.7	182.5	146.4	8,680	51.7	49,622	8.2	1.4	2.9	18.4	38.0
2020E	1,093.2	192.1	138.9	7,984	-8.0	56,548	9.0	1.3	2.3	15.0	32.8
2021E	1,158.4	199.9	144.4	8,299	3.9	63,851	8.6	1.1	1.7	13.8	30.5

## 솔브레인 - 분기실적 추정

## 솔브레인 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>246.8</b>	<b>256.7</b>	<b>264.0</b>	<b>265.2</b>	<b>263.3</b>	<b>274.2</b>	<b>277.2</b>	<b>278.5</b>	<b>963.4</b>	<b>1,032.7</b>	<b>1,093.2</b>	<b>1,158.4</b>
반도체	147.8	142.4	146.9	151.7	146.5	150.2	154.9	160.0	574.6	588.7	611.6	650.9
Ethcing	128.8	123.5	125.9	130.9	127.0	130.8	133.3	138.7	496.3	509.1	529.8	566.9
CVD precursor	8.1	7.2	8.6	8.3	8.1	7.2	8.6	8.3	32.9	32.2	32.3	32.3
CMP slurry	10.9	11.7	12.4	12.4	11.4	12.2	13.0	13.0	45.4	47.4	49.5	51.7
디스플레이	74.1	87.3	85.7	81.4	85.3	88.8	88.7	84.1	290.5	328.5	347.0	363.5
Etchant	12.4	12.0	11.4	12.0	11.4	11.6	12.4	13.0	53.6	47.8	48.4	53.3
Organic materials	18.0	17.8	16.6	17.5	16.8	17.3	16.1	17.0	76.9	69.8	67.1	68.9
Thin Glass & Others	43.8	57.5	57.7	51.9	57.1	60.0	60.2	54.2	160.0	210.9	231.4	241.3
이차전지	16.2	18.4	23.0	22.1	22.5	23.4	24.8	23.8	73.5	79.6	94.5	102.0
Electrolyte & Lead	16.2	18.4	23.0	22.1	22.5	23.4	24.8	23.8	73.5	79.6	94.5	102.0
기타	8.7	8.6	8.4	10.1	9.1	11.7	8.8	10.6	24.9	35.9	40.2	42.0
<b>영업이익</b>	<b>43.1</b>	<b>45.8</b>	<b>50.2</b>	<b>43.4</b>	<b>40.6</b>	<b>50.2</b>	<b>54.1</b>	<b>47.3</b>	<b>164.0</b>	<b>182.5</b>	<b>192.1</b>	<b>199.9</b>
<b>순이익</b>	<b>42.3</b>	<b>39.6</b>	<b>35.6</b>	<b>29.0</b>	<b>31.6</b>	<b>38.4</b>	<b>37.2</b>	<b>31.6</b>	<b>99.6</b>	<b>146.4</b>	<b>138.9</b>	<b>144.4</b>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 솔브레인 (036830)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	775.6	963.4	1,032.7	1,093.2	1,158.4
매출액증가율(%)	7.3	24.2	7.2	5.9	6.0
매출원가	604.4	725.8	768.4	813.7	866.0
매출총이익	171.2	237.6	264.4	279.5	292.4
판매비와관리비	65.5	73.6	81.9	87.4	92.6
영업이익	105.7	164.1	182.5	192.1	199.9
영업이익률(%)	13.6	17.0	17.7	17.6	17.3
금융손익	-18.4	-1.9	-2.5	-2.5	-2.6
중속/관계기업관련손익	-6.7	-19.4	30.2	0.0	0.0
기타영업외손익	-25.1	-21.3	17.8	-2.5	-2.6
세전계속사업이익	66.8	146.6	200.3	189.6	197.3
법인세비용	23.7	43.7	51.0	47.8	50.0
당기순이익	43.1	103.0	149.3	141.8	147.3
지배주주지분 순이익	41.2	99.6	146.4	138.9	144.4

Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	377.5	413.2	526.5	601.9	719.6
현금및현금성자산	210.3	183.9	324.4	390.6	496.6
매출채권	74.2	88.7	93.1	97.8	103.7
재고자산	47.7	62.2	65.4	68.6	72.8
비유동자산	518.5	592.9	678.5	717.0	742.7
유형자산	309.2	355.1	405.6	439.6	459.6
무형자산	9.3	10.8	10.4	10.2	9.9
투자자산	141.4	137.3	168.2	168.2	168.2
자산총계	896.0	1,006.1	1,205.0	1,319.0	1,462.3
유동부채	232.8	253.5	312.4	295.8	302.0
매입채무	39.4	49.6	52.1	54.7	58.0
단기차입금	128.8	121.4	139.6	99.6	79.6
유동성장기부채	0.2	0.7	0.7	0.7	0.8
비유동부채	13.3	18.9	19.7	29.7	39.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	5.8	15.2	15.8	25.8	35.8
부채총계	246.1	272.3	332.0	325.5	341.7
자본금	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
자본잉여금	132.1	132.1	132.1	132.1	132.1
기타포괄이익누계액	2.1	-0.8	1.7	1.7	1.7
이익잉여금	514.0	602.4	737.7	858.2	985.2
비지배주주지분	4.9	8.3	9.7	9.7	9.7
자본총계	649.9	733.8	873.0	993.5	1,120.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	112.7	185.7	248.9	213.8	232.5
당기순이익(손실)	43.1	103.0	149.3	141.8	147.3
유형자산감가상각비	49.4	47.2	48.0	56.0	70.0
무형자산상각비	1.5	1.4	1.5	1.5	1.6
운전자본의 증감	-12.6	-13.3	72.8	-5.5	-6.9
투자활동 현금흐름	-47.5	-202.4	-111.2	-91.4	-91.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-33.7	-78.4	-100.0	-90.0	-90.0
투자자산의 감소(증가)	-9.8	-55.8	-11.7	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	17.7	-12.1	-0.2	-56.2	-35.1
차입금증감	-28.1	4.8	17.4	-30.0	-10.0
자본의증가	55.6	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	72.3	-26.5	140.5	66.2	106.0
기초현금	138.0	210.3	183.9	324.4	390.6
기말현금	210.3	183.9	324.4	390.6	496.6

Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	46,436	55,374	59,358	62,835	66,582
EPS(지배주주)	2,467	5,722	8,680	7,984	8,299
CFPS	4,330	-1,520	8,078	3,806	6,092
EBITDAPS	9,375	12,224	13,332	14,351	15,605
BPS	38,616	41,701	49,622	56,548	63,851
DPS	700	750	1,263	1,198	1,245
배당수익률(%)	1.0	1.0	1.8	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	29.0	12.5	8.2	9.0	8.6
PCR	16.5	-47.0	8.9	18.8	11.7
PSR	1.5	1.3	1.2	1.1	1.1
PBR	1.9	1.7	1.4	1.3	1.1
EBITDA	157	213	232	250	271
EV/EBITDA	6.0	4.4	2.9	2.3	1.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.4	13.7	18.4	15.0	13.8
EBITDA이익률	26.5	53.9	65.9	57.7	55.4
부채비율	37.9	37.1	38.0	32.8	30.5
금융비용부담률	0.2	-0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	25.8	44.1	182.5	192.1	199.9
매출채권회전율(x)	10.5	11.8	11.4	11.5	11.5
재고자산회전율(x)	13.4	13.2	12.0	12.1	12.2

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

### 투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	94.7%
중립	5.3%
매도	0%

2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

### 삼성전자(005930) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.02.01	기업브리프	Buy	66,000	김선우	-25.8	-19.7	
2018.07.23	산업브리프	Buy	59,000	김선우	-23.2	-17.9	
2018.11.01	기업브리프	Buy	56,000	김선우	-26.3	-19.3	
2019.01.14	산업분석	Buy	49,000	김선우	-11.9	-5.3	
2019.02.01	기업브리프	Buy	52,000	김선우	-12.3	-8.7	
2019.05.02	기업브리프	Buy	55,000	김선우	-16.6	-6.7	
2019.11.01	기업브리프	Buy	60,000	김선우	-12.5	-10.5	
2019.11.19	산업분석	Buy	63,000	김선우	-	-	

### SK하이닉스(000660) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.12.04	산업분석	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	-13.6	-3.0	
2018.10.26	기업브리프	Trading Buy	78,000	김선우	-14.8	-4.5	
2019.01.14	산업분석	Trading Buy	74,000	김선우	-2.2	10.5	
2019.07.26	기업브리프	Trading Buy	81,000	김선우	-3.2	4.1	
2019.10.25	기업브리프	Hold	84,000	김선우	-0.8	1.8	
2019.11.19	산업분석	Buy	100,000	김선우	-	-	

### LG디스플레이(034220) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-24.5	-13.9	
2018.10.25	기업브리프	Buy	23,000	김선우	-16.4	-3.9	
2019.04.25	기업브리프	Buy	25,000	김선우	-28.0	-19.0	
2019.05.29	산업분석	Buy	23,000	김선우	-34.0	-20.4	
2019.10.24	기업브리프	Buy	20,000	김선우	-29.6	-26.8	
2019.11.19	산업분석	Buy	18,000	김선우	-	-	

### 삼성SDI(006400) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.12.04	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	-19.5	-10.1	
2019.05.29	산업분석	Trading Buy	268,000	김선우	-12.9	-9.5	
2019.07.31	기업브리프	Trading Buy	281,000	김선우	-16.1	-9.1	
2019.11.19	산업분석	Buy	281,000	김선우	-	-	

### SK머티리얼즈(036490) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.06.07		1년 경과			-25.7	-19.3	
2018.11.15	산업분석	Buy	220,000	김선우	-26.2	-18.9	
2019.05.29	산업분석	Buy	210,000	김선우	-19.1	-10.5	
2019.11.19	산업분석	Buy	220,000	김선우	-	-	

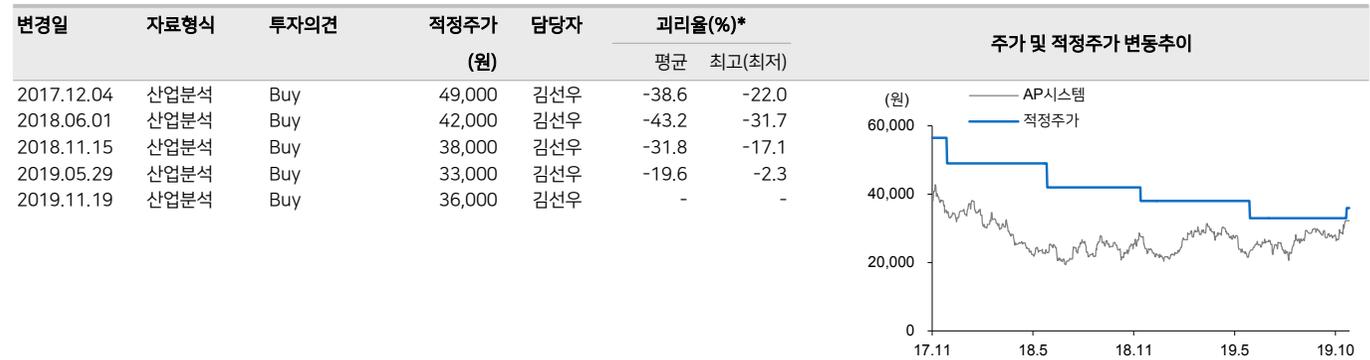
### 에스에프에이(056190) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



### AP시스템(265520) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



### 솔브레인(036830) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

