

2020년 하반기 전망 시리즈

meritz 반도체/디스플레이

11

후행적 경계심



2020년 하반기 전망 시리즈 **11**

반도체/디스플레이  
(Overweight)

# 후행적 경계심



**반도체/디스플레이**

Analyst 김선우

02. 6454-4862

sunwoo.kim@meritz.co.kr

Top Picks	투자판단	적정주가
삼성전자 (005930)	Buy	64,000원
SK하이닉스 (000660)	Buy	110,000원

관심 종목	투자판단	적정주가
LG디스플레이 (034220)	Buy	14,000원
SK머티리얼즈 (036490)	Buy	220,000원



# Contents

---

<b>Part I</b>	<b>Tech</b> 전방시장, 문턱에 걸린 혁신	<b>9</b>
<hr/>		
<b>Part II</b>	메모리 반도체, 전방 시장 둔화의 후행적 반응	<b>23</b>
<hr/>		
<b>Part III</b>	디스플레이, 수요 둔화 충격과 희망의 씨앗	<b>61</b>
<hr/>		
<b>기업분석</b>	삼성전자 (005930) 분기 실적과 가장 동행하는 회사	85
	SK하이닉스 (000660) NAND의 재발견	90
	LG디스플레이 (034220) Silver lining ahead	95
	SK머티리얼즈 (036490) 안정성에 성장성까지	98
	AP시스템 (265520) 폴더블 개화 모멘텀 대기 중	101
	솔브레인 (036830) 안정적인 사업 가치와 곧 찾아올 변화	104
	에스에프에이 (056190) SDC 발주 모멘텀은 연말로 예상	107



# Summary

## 반도체/디스플레이\_ 수요둔화의 뒤늦은 우려,이제는 회복을 반영할 때 **Overweight**

### Part I

#### Special View

#### 전후방 산업 - 문턱에 걸린 혁신

- 반도체/디스플레이 산업 수익성을 결정하는 전방산업은 코로나19 영향 탓 일시적 수요 둔화를 경험. 하반기 모바일 수요는 1) 경기 정상화, 2) 계절성 반영, 3) 신제품 출시 및 마케팅 비용집행에 기반해 회복세로 전환될 전망
- 모바일 폴더블 기기를 통한 ‘스마트폰의 PC화’ 개화 시점은 다소 지연되었으나 중장기 성장성은 유효
- 2H 반도체: 모바일 수요 둔화를 빌미로 서버 고객들의 평가인상 저항 발생 중. 하지만 메모리 선두업체의 생산증가 제한 및 재고소진 추이, 그리고 후발주자의 평가 인상 의지 감안 시 메모리 평가 조정은 ‘4Q20-1Q21의 단기 소폭’ 발생 예상
- 2H 디스플레이: TV 수요의 구조적 회복은 어렵지만 지연된 스포츠이벤트 효과가 서서히 발현 가능. 아울러 국내 LCD 업체들의 1) 생산 중단, 2) 해외Fab 매각이 가시화되는 만큼 8월 내외의 LCD 평가 반등 가능성 대두. 모바일 OLED 설비투자는 A5 건립 대신 L7-2 전환투자를 통한 수요감축 보충 수준에 그칠 전망

### Part II

#### 반도체/디스플레이

#### 전방 시장 둔화의 후행적 반응

- DRAM - 우려요인이었던 선두업체의 막대한 ‘재고’는 2Q19말을 기점으로 정상수준 이하로 하락. 결국 재고 소진 후 업황 회복의 키는 공급 가능 물량을 보유한 2nd tier 업체가 될 전망. 이들 재무구조를 감안 시 평가 인상 유인이 매우 큰 상황. 모바일 수요회복세가 관찰될 시 물량과 평가의 동시개선을 추구할 가능성이 높음. DRAM 평가는 2Q 급등 이후 하반기 정체. 2Q21초부터 반등 재개 예상
- NAND - 2H19 DRAM에 앞서 업황 개선이 먼저 발생. 2Q19말 업계 재고는 DRAM보다도 낮아질 전망. 선두업체 P2 투자는 2H21부터 양산 기여되는 만큼 의외의 산업 공급 억제가 유지 중. 다자 경쟁 구도에 기인해 우려 섞인 시각이 많으나, 1) 기대 이상의 2H 출하량, 2) 128단 양산 시작에 따른 원가 개선 등이 양호한 실적 견인. 특히 SK하이닉스는 장기 손실을 끝내고 3Q20 조기 턴어라운드 가능할 전망
- LCD - 연초 패널가 반등은 코로나19와 함께 조기 종료. 하락세 지속되고 있으나 반등 시점에 가까워지는 중. 이는 1) 계절적 수요 증가, 2) 글라스 투입량의 단계적 감축, 3) SDC의 수저우Fab 매각 가능성에 기반. 평가는 8월 내외부터 반등
- OLED - 중소형 OLED는 모바일 수요 둔화로 인해 SDC 증설 필요성이 급감. 특히 애플의 부품가 인하 의지가 강한만큼, 신규 capa 필요성은 높지 않음. 대신 LCD 섀다운 capa의 소규모 전환 투자는 내년 초 발생 가능. LGD의 경우 E6 POLED 생산에 기반해 8월부터 주요고객사 2nd vendor에 안착 예상. 광저우 Fab 가동 지연은 우려요인

### Part III

#### Top-picks: SK하이닉스, 삼성전자

NAND 경쟁력 회복에 기반한 실적 개선에 주목해 SK하이닉스를 삼성전자보다 선호. 장비·소재 밸류체인 역시 모멘텀 보유



2020년 하반기 전망 시리즈 **11**

반도체/디스플레이

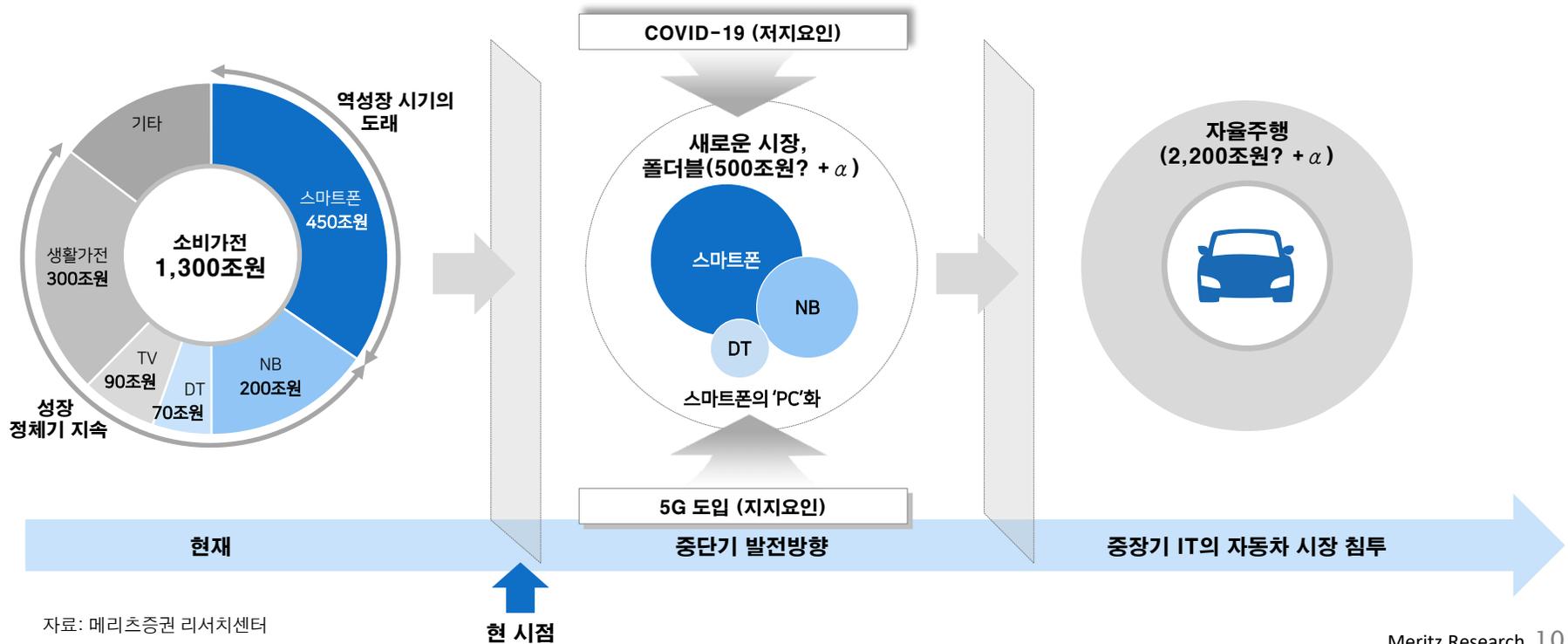
후행적 경계심

Part I

IT 전방시장

문턱에 걸린 혁신

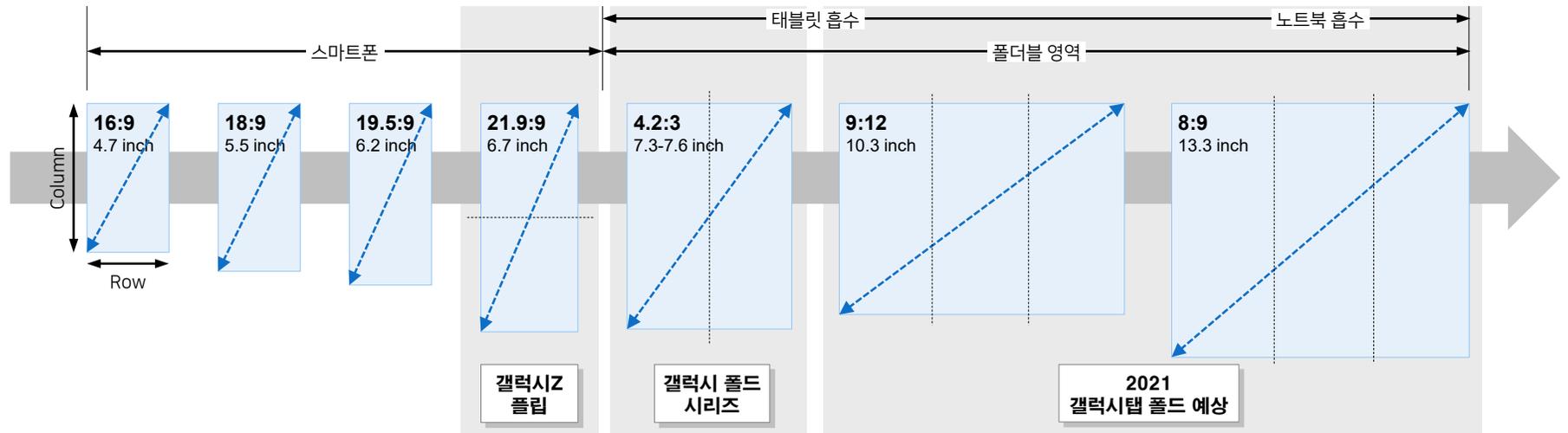
- 장기적 관점에서 폴더블로의 변모 과정 중 맞이한 전방시장 둔화
- 5G 도입 역시 다소 지연되고 있지만 2021년부터 '스마트폰의 PC화' 본격화 예상  
-> 이는 세트 사업자의 수익성 향상 및 고부가가치 밸류체인 확대에 귀결
- 역설적으로 장기 성장 동력인 IT 업체들의 자동차 시장 침투 (Connected Car, 자율주행)가 부각되는 중
- 결국 연결성 사회 내에서 데이터 트래픽 폭등과 부가가치 향상은 산업의 지형도를 바꿀 전망



## 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
- 삼성전자의 갤럭시폴드 시리즈의 독주체제는 견고할 전망. 8월 신제품 이후 연말 차기작 등장 예상

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

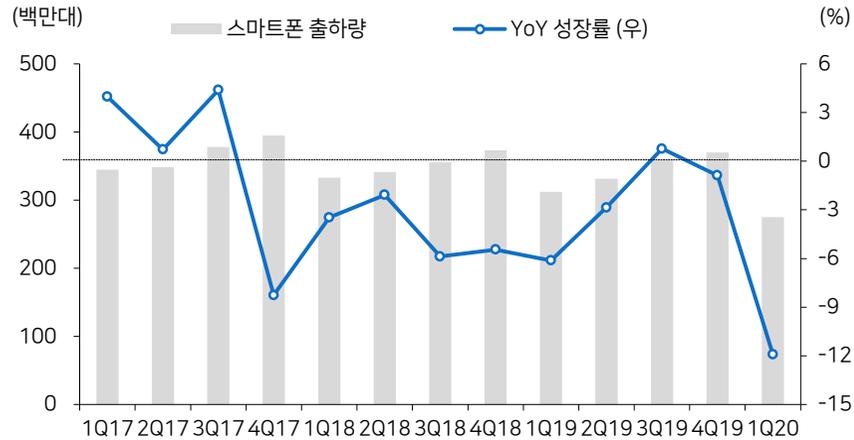


자료: 메리츠증권 리서치센터

# 스마트폰 - 코로나19 영향 탓 부진한 상반기 출하 기록

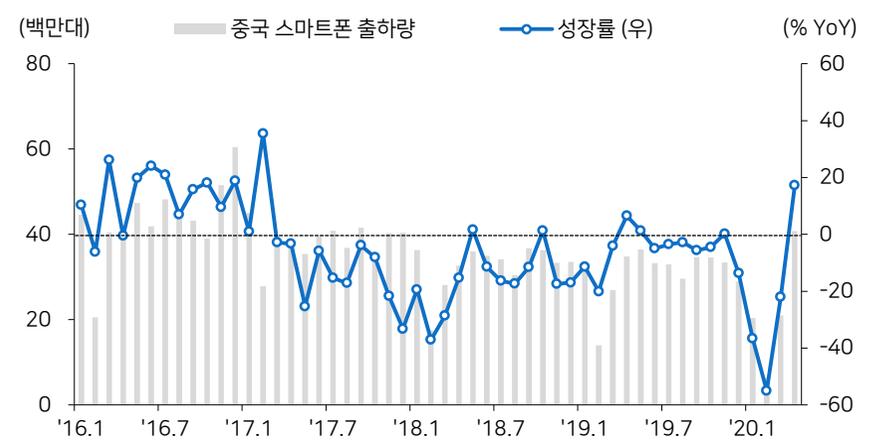
- 1Q, 2Q 글로벌 스마트폰 출하량은 전년대비 역성장 불가피
- 하반기 출하량 회복은 필연적 → 회복 속도가 중요
- 코로나19를 가장 먼저 겪은 중국시장은 이미 스마트폰 수요 회복 중
- 다만 중국 월별 출하량은 셀스루가 아닌 셀인. 전방시장 회복 여부는 시간을 두고 지켜봐야할 필요

글로벌 스마트폰 출하량 추이



자료: IDC, 메리츠증권 리서치센터

월별 중국 스마트폰 출하량 추이

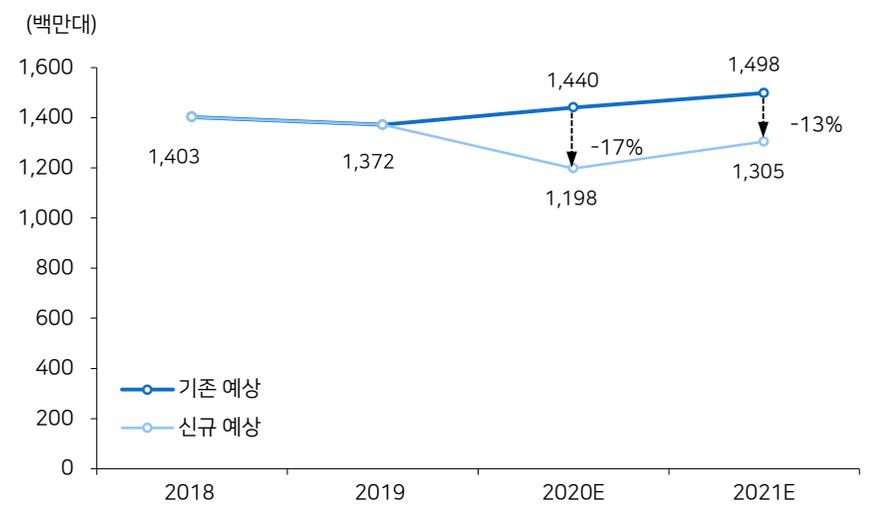


자료:CAICT, 메리츠증권 리서치센터

# 스마트폰 - 내려간 눈높이 불구하고, 하반기 스마트폰은 성장 예상

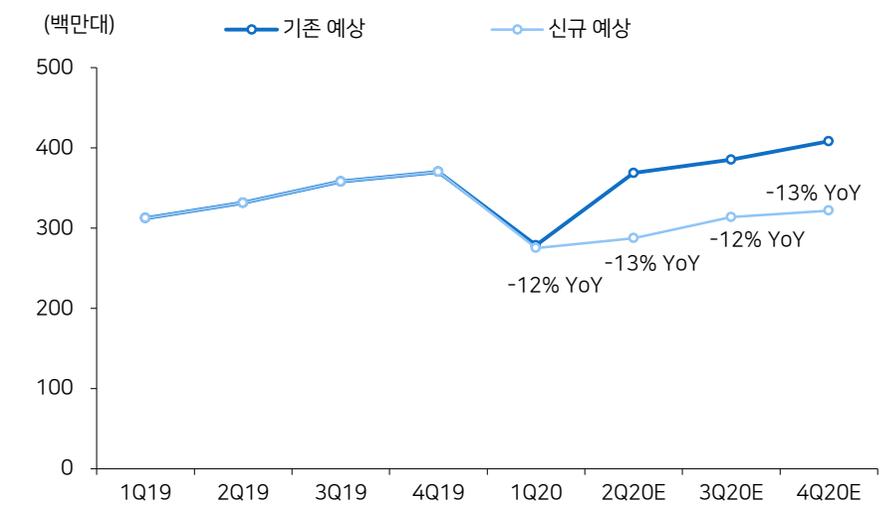
- 2020년 연간 글로벌 스마트폰 출하량은 기존 예상치(14.4억대) 대비 17% 감소한 11.9억대로 예상
- 당초 예상은 하회하겠지만 매분기 QoQ 회복이 이어질 전망
- 글로벌 스마트폰 출하량은 1Q20 2.7억대 이후 2Q20 2.8억대(+4.5% QoQ), 3Q20 3.1억대(+9.1% QoQ), 4Q20 3.2억대(+2.6% QoQ) 예상

연도별 스마트폰 출하량 전망치 하향조정 궤적



자료: 메리츠증권 리서치센터

분기별 스마트폰 출하량 전망치 하향조정 궤적

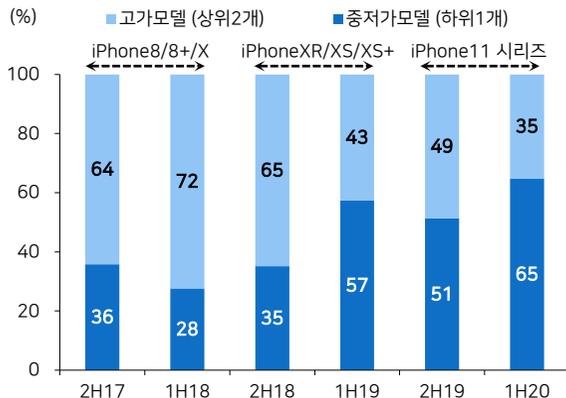


자료: 메리츠증권 리서치센터

# 코로나 영향은 출하량 감소 외에도 하이엔드 시장 정체를 야기

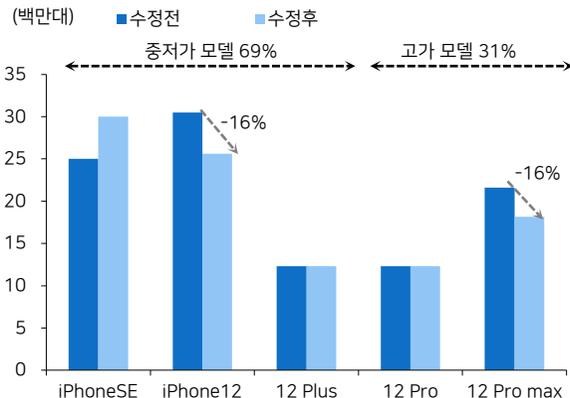
- 하이엔드 스마트폰 시장의 양대축인 삼성전자와 애플의 성장 정체는 기업들로 하여금 변화를 추구하게 되는 동인으로 작용
- 스마트폰 보급률 포화 (임계치 80%) 이후 타 시장을 흡수하지 못할 경우 역성장 가능
- 고가 모델의 가격 인상을 견인하던 애플 역시도 올해 하반기 일부 판가 현실화 실시 가능
- 스마트폰 또한 폴더블 기반 '파괴적 혁신' 없이 시장규모 재성장은 어려움  
ex) CRT TV → LCD TV, 내연기관차 → 전기차

역대 하반기 신모델 가격대별 구성



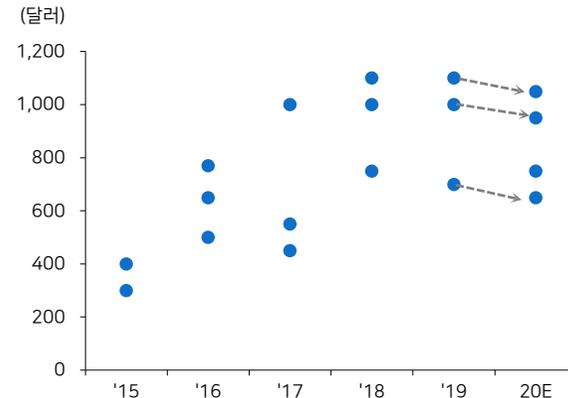
자료: 메리츠증권 리서치센터

2020년 하반기 신모델별 생산량 비중 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터

역대 아이폰 출시 가격

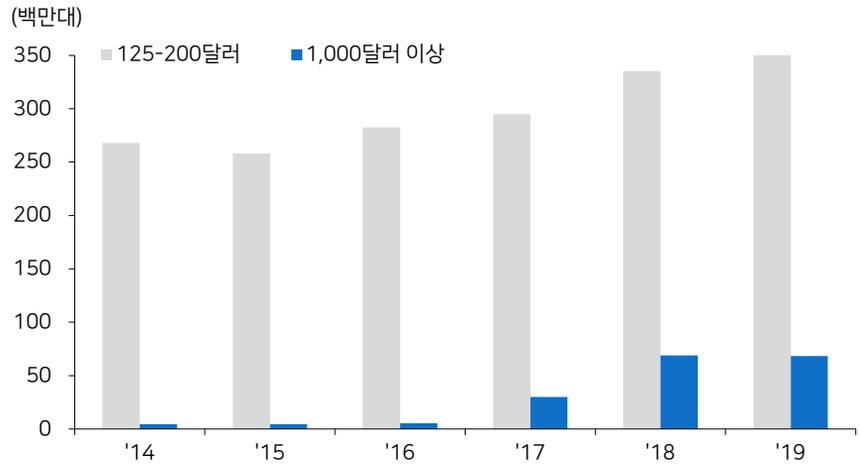


주: 당해 출시된 신모델 중 64GB 모델 기준  
자료: 메리츠증권 리서치센터

# 수퍼 하이엔드 스마트폰의 성장 정체 국면의 타개책, '폴더블'

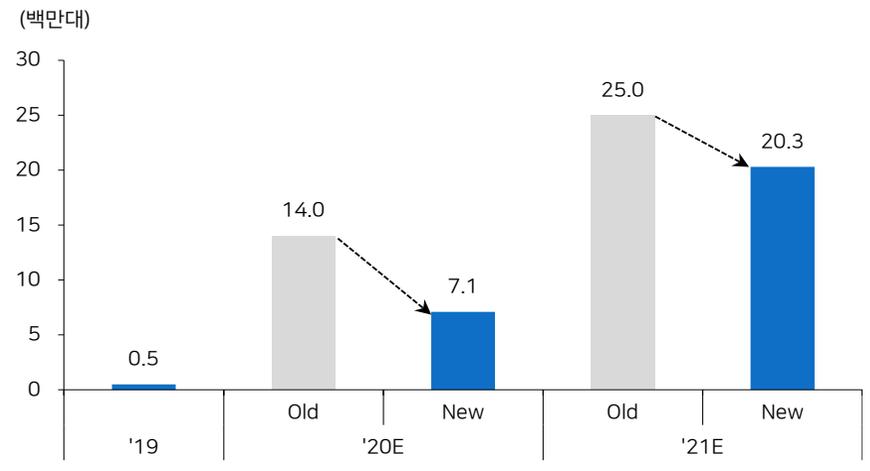
- 스마트폰 수요는 125~200달러 가격대의 저가폰과 1,000달러 이상의 고가폰만 성장하는 양극화 지속
- 저가폰은 철저하게 '원가 절감' 중심 → 공급처 다변화와 ODM 확대 전략 추구
- 초고가폰은 '품질 중심' → 카메라, 디스플레이 중심의 프리미엄화 추구
- 폴더블 스마트폰의 판매 확대 또한 초고가폰의 확판 전략의 일환이나, 코로나19 영향으로 올해 폴더블 기기 출하량은 일부 하향조정 불가피

스마트폰 수요 양극화 구조는 교체주기의 연장에 기반



자료: 산업자료, 메리츠증권 리서치센터

폴더블 스마트폰 출하량 역시 하향 조정 실시



자료: 메리츠증권 리서치센터

- 삼성전자는 갤럭시폴드를 공개하며 폴더블 시대 개막. 올해 출시된 갤럭시Z플립 역시 양호한 반응
- 연간 출하량은 갤럭시Z플립 2백만대, 8월에 출시될 갤럭시폴드2 역시 2백만대 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

## 원초적 질문 - 스마트폰과 PC는 무엇이 다를까?

<div data-bbox="236 772 466 811" data-label="Section-Header"> <p><b>스마트폰 특성</b></p> </div> <div data-bbox="161 853 356 1032" data-label="List-Group"> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 정보 획득적 사용처</li> <li>✓ 웹서핑</li> <li>✓ 영상감상</li> <li>✓ 메신저</li> <li>✓ 개인적 사용</li> </ul> </div> <div data-bbox="389 968 520 1168" data-label="Image"> </div>	<div data-bbox="665 772 895 811" data-label="Section-Header"> <p><b>노트PC 특성</b></p> </div> <div data-bbox="590 853 787 1032" data-label="List-Group"> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 정보 생성적 사용처</li> <li>✓ 문서작업</li> <li>✓ 노트필기</li> <li>✓ 발표자료 공유</li> <li>✓ 업무적 사용</li> </ul> </div> <div data-bbox="737 968 961 1168" data-label="Image"> </div>
--	---

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 갤럭시 폴드의 스크린 사이즈는 아직 아이패드 미니에 대응하는 수준

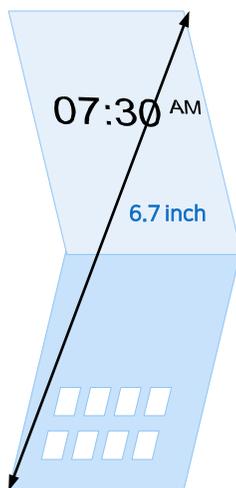


자료: 메리츠증권 리서치센터

## 폴더블 디바이스의 두 가지 분류: 1) 접히는 기기, 2) 펼쳐지는 기기

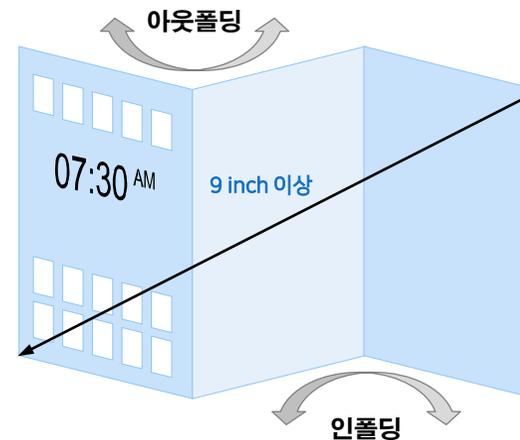
- 9인치 대 확장이 가능한 폴더블 기기는 스마트폰의 평가 상승을 피할 수 있는 절대 요소
- 향후 폴더블 기기의 방향성은 크게 두 가지로 나뉘어짐
- 이는 1) 접히는 스마트폰 (예, 갤럭시Z플립: 편의성이 강조된 정보 획득 기기), 2) 펼쳐지는 스마트폰 (정보생성 사용처로서 대폭 평가 인상 가능)

### (1) 접는 폴더블 기기 - 사용이 편리한 정보 획득적 사용처 (2020)



자료: 메리츠증권 리서치센터

### (2) 펼치는 폴더블 기기 - 정보 생성용 사용처로 잠재 성장이 큰 영역 (2021~)

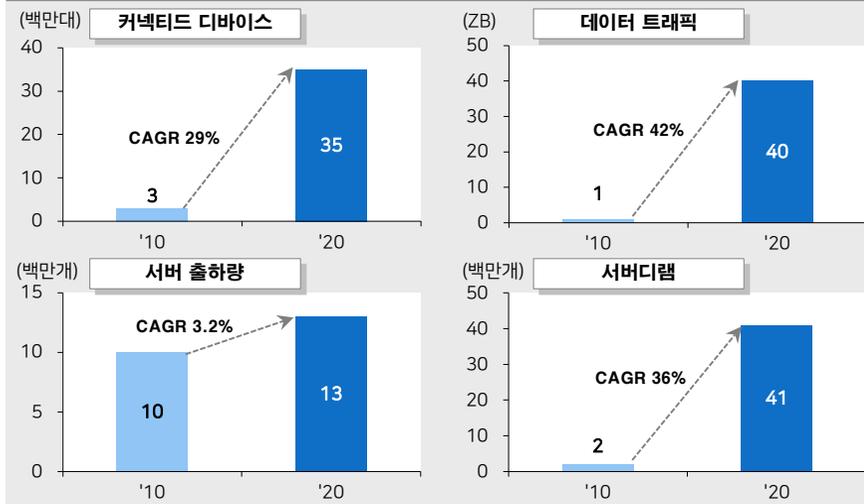


자료: 메리츠증권 리서치센터

# 장기 추세적 수요 성장 (1) 소비가전 외 데이터 트래픽의 증가 요인들

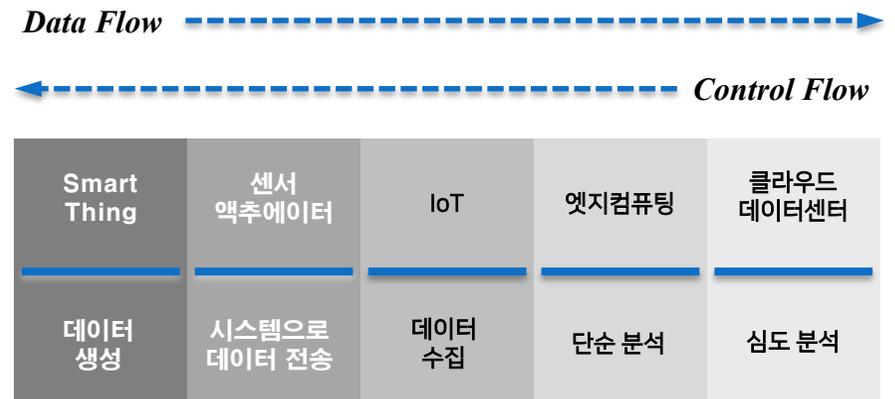
- 소비자들의 주요 기기 확산에 따라 데이터 트래픽의 폭발적 증가는 자연스러운 결과
- 지난 10년간 다양한 기기들로부터 가파른 데이터 사용량 증가를 체감해 옴
- 이러한 추세는 장기적으로 지속될 전망

## 커넥티비티 시대의 데이터 사용량 증가



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 클라우드의 데이터 흐름

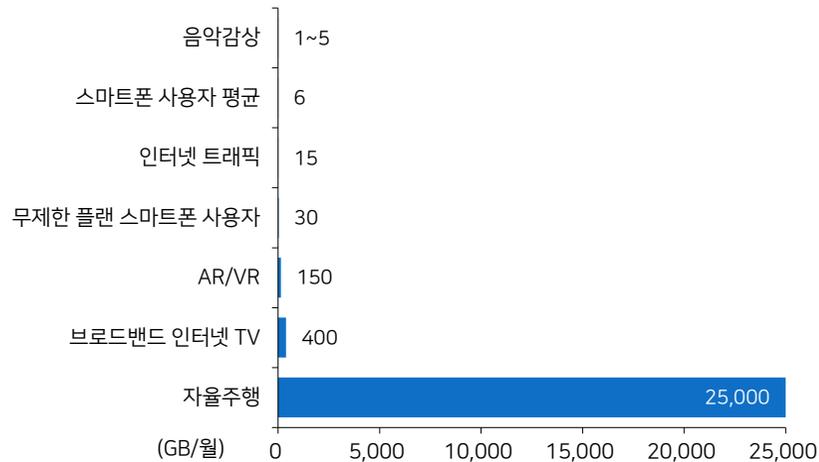


자료: 메리츠증권 리서치센터

## 장기 추세적 수요 성장 (2) 소비가전 외 데이터 트래픽의 증가 요인들

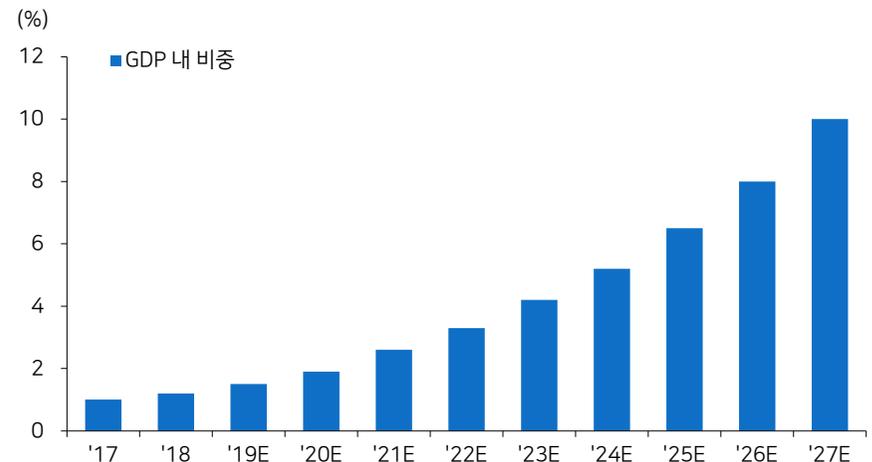
- 자율주행과 클라우드 서비스가 지닌 트래픽 잠재력은 무궁무진할 전망
- 현재 음악감상 및 인터넷에서 매월 발생하는 1-15GB의 트래픽은 향후 1) 정보생성기기의 보급 확대 및 2) 클라우드 서비스와 자율주행에 기반해 급격히 증가될 전망
- 유선 통신 단계에서 무선통신을 지나 5G 저지연 연결이 가능할 경우 데이터 사용량은 기하급수 영역에 진입 가능
- 향후 클라우드 관련 부가가치 창출은 경제 성장에도 큰 비중으로 변모될 전망. 미국 인터넷 협회에 따르면 이는 향후 2027년 미국 GDP의 10%까지 차지

모바일 디바이스에서 커넥티비티 시대의 데이터 사용량 폭증



자료: 메리츠증권 리서치센터

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

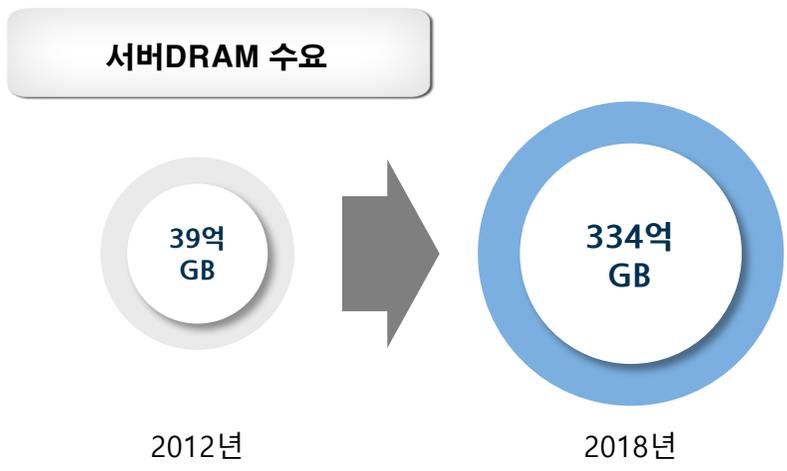


자료: US Internet Association, 메리츠증권 리서치센터

# 장기 추세적 수요 성장 (3) 소비가전 외 데이터 트래픽의 증가 요인들

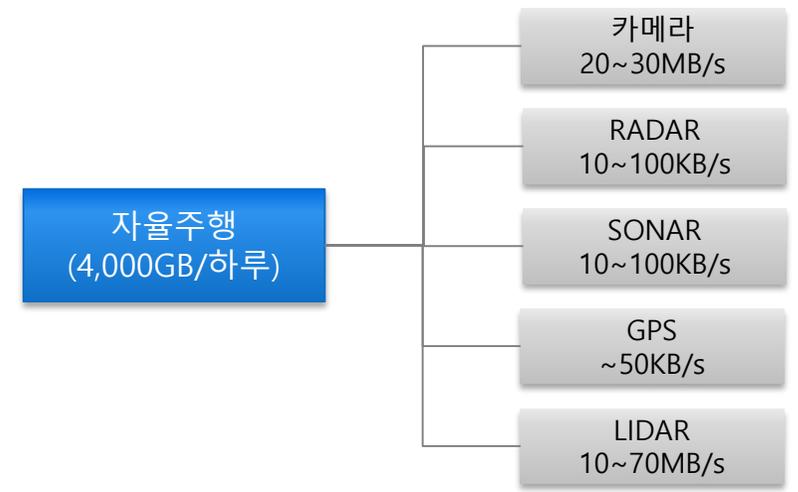
- 이에 기반해 서버 데이터 수요량은 가파르게 성장해 옴
- 영상 관람, 클라우드 서비스, 빅데이터, AI, 머신러닝 등을 위한 수요 만으로도 견조한 수요를 보여왔으나, 향후 자율주행차의 단계적 등장기마다 데이터는 빠르게 소모될 것
- 특히 완전 자율주행차는 하루당 4TB를 소모하는 만큼, 관련 변화는 메모리 업체 입장에서도 긴밀히 연구 분석할 필요

응용처 중 가장 견조한 서버 수요 성장성



자료: 메리츠증권 리서치센터

점차 다가오는 연결성 사회 - 자율주행이 지닌 파괴력

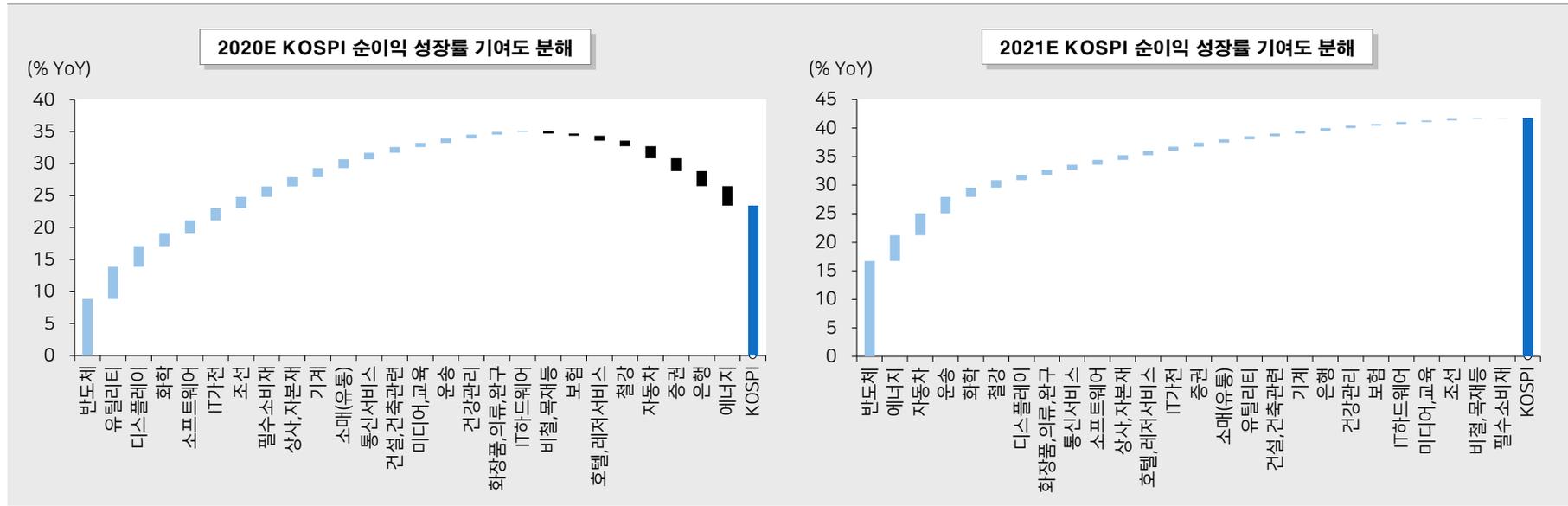


자료: 메리츠증권 리서치센터

# 2020년 하반기 한국 시장내 업종별 이익 전망

- 올해 반도체 및 디스플레이, 전기전자 업종의 전년 대비 이익 증가는 가능하나 그 폭은 당초 계획보다는 낮은 수준을 기록할 전망
- 이는 시클리컬 특징이 큰 반도체와 디스플레이의 경우 평가 인상에 따른 이익증가 시기가 20년 중반에서 21년 중반으로 다소 지연됐기 때문
- 올해 하반기 시장의 이익 눈높이는 올해보다는 내년을 향할 가능성이 높음

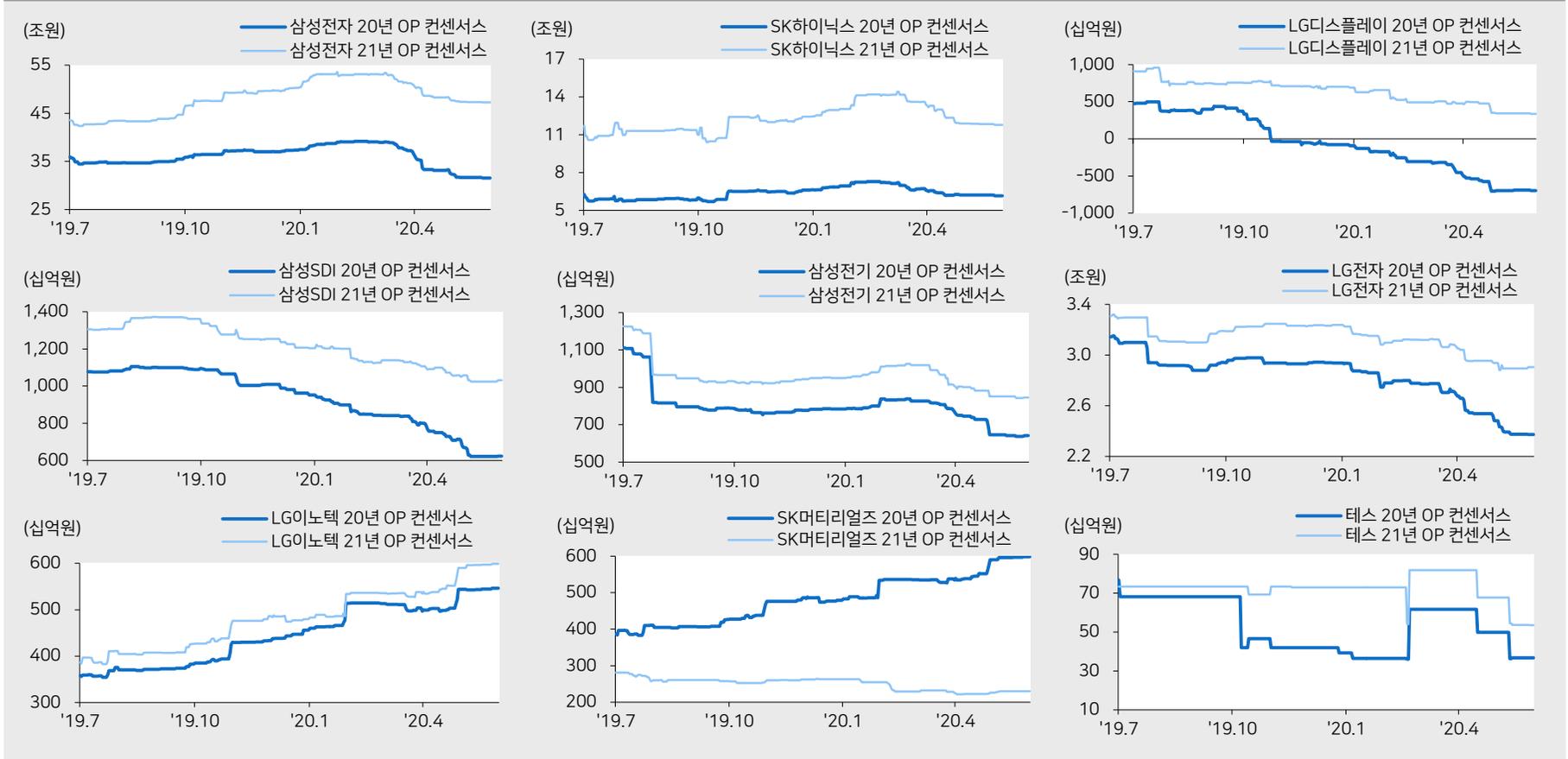
## 2020년 Tech 업종 내 당초 기대보다 완만한 수준의 이익 성장 예상. 하지만 하반기 시장은 2021년을 향할 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

# 국내 Tech 주요 업체 2020E/2021E 실적 전망치 컨센서스 추이

## Tech 대형주 컨센서스 추이 차트



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2020년 하반기 전망 시리즈 **11**

반도체/디스플레이

후행적 경계심

Part II

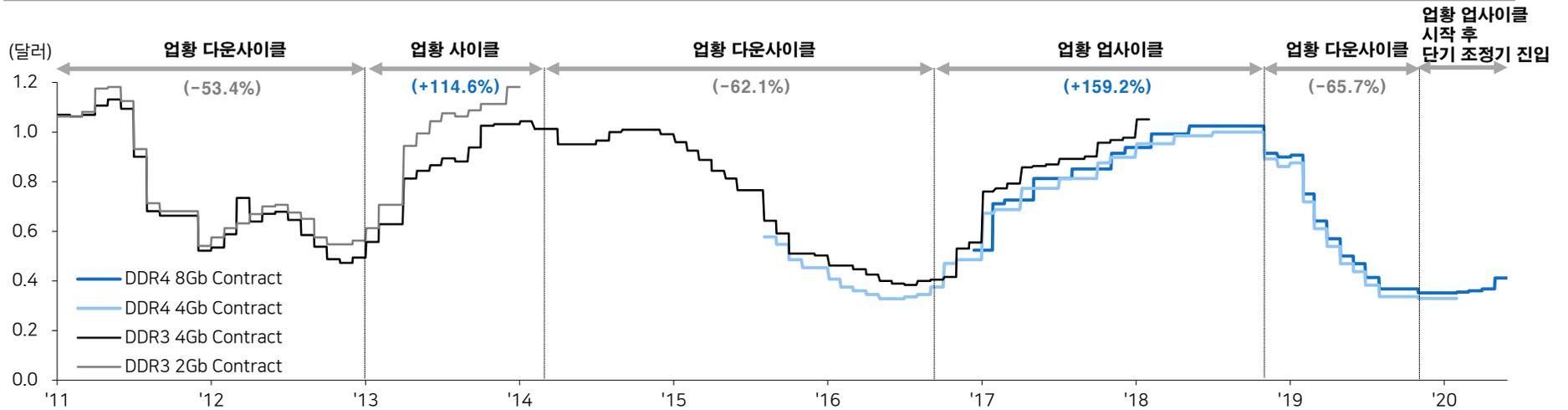
메모리 반도체

전방 시장 둔화의 후행적 반응

# DRAM - 상승 사이클에 마주한 단기 정체기

- 2H16부터 DRAM 판가는 2년간 저점에서 160% 가까이 상승. 이번 업사이클의 경우 그에는 못 미치지만 경험적으로 100% 내외의 판가 상승으로 전개되리라 판단
- 2016년 업사이클의 원동력은 PC 수요 회복 → 스마트폰 탑재량 증가 → 서버 수요 증가의 연속적 발생
- 2019년말 수요 측면에서는 지난 16년 업사이클과 유사한 흐름을 보임. 최악을 지나 1) 모바일 고객들의 선행구매, 2) 서버 고객들의 재고 확충이 관찰되었으나 모바일 수요 둔화를 빌미로 현재 서버 고객들의 가격인상 저항이 발생하고 있는 상황 (32GB 서버 DRAM 모듈가는 현재 140-145달러 수준)

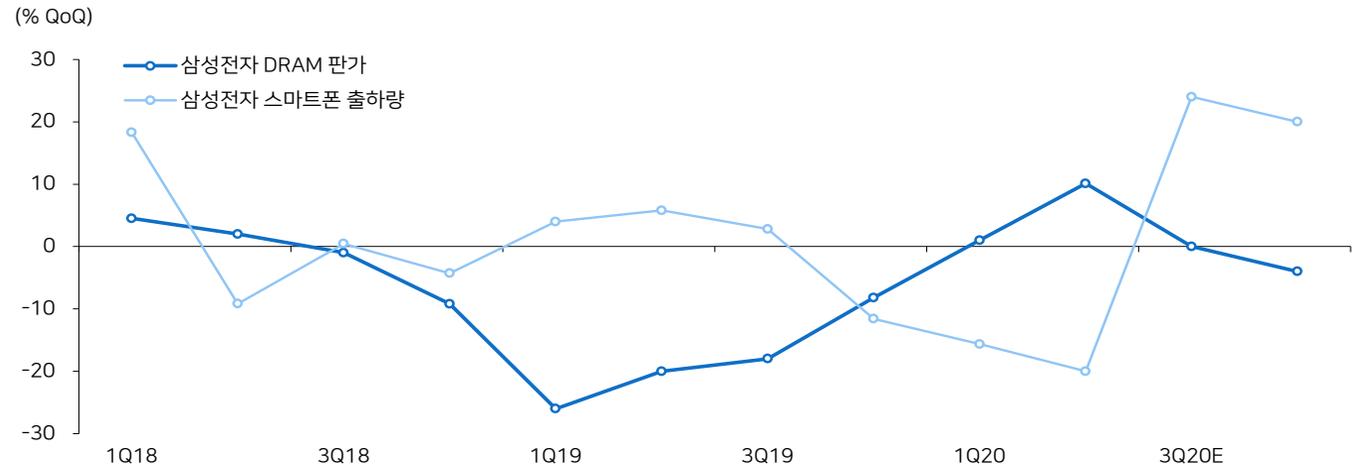
DRAM 판가는 향후 4Q20-1Q21에 걸쳐 '단기 소폭' 조정 뒤 반등이 가능할 전망



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

- 특히 1Q20과 2Q20 삼성전자의 스마트폰 출하 둔화가 발생하며 캡티브 향 수요 비중이 높은 삼성전자 메모리 사업부의 출하 계획에도 변화가 필요한 상황
- 1Q20 당시 메모리 평가는 장기 선도계약까지 나오며 6월말까지의 평가 상승을 이뤄낸 만큼 현재 하반기 메모리 평가와 관련해 3~6개월 후행적인 평가 저항이 뒤따르고 있음
- 하지만 삼성전자 무선사업부의 2H20 경영전략이 마케팅비용 투입으로 변모될 가능성이 높은 만큼, 스마트폰 출하량은 거시경제 불확실성 불구 견조하게 회복 가능할 전망

## 삼성전자 모바일 출하 둔화는 DRAM 평가 변화에 3-6개월 가량 지연 반영 중, 하지만 모바일이 하반기 개선된다면?

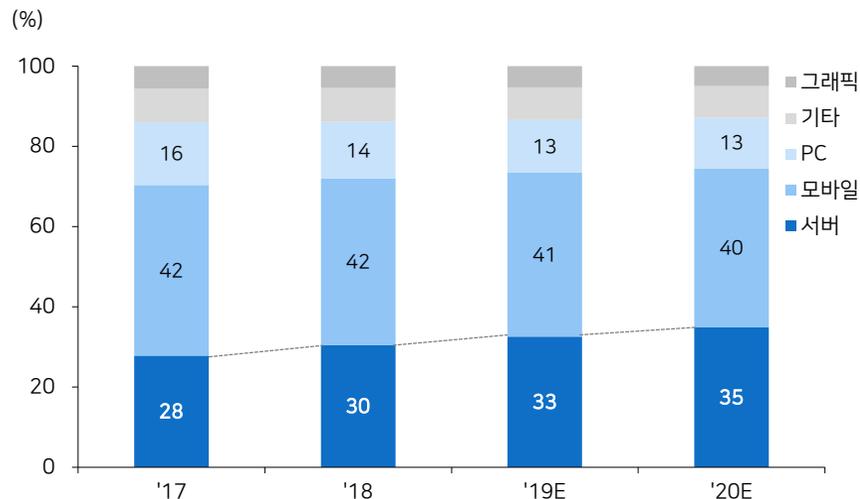


자료: 메리츠증권 리서치센터

# 믿었던 도끼? 서버 고정거래 가격의 인상 저항 발생 중

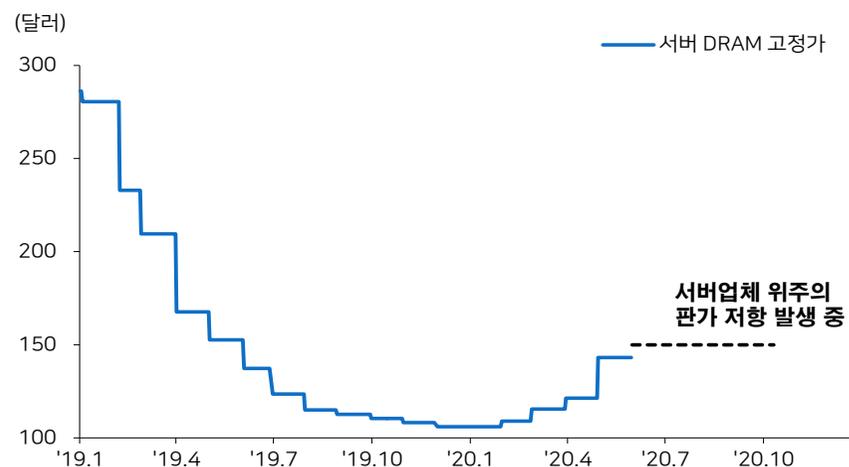
- 업황 개선의 주역이었던 서버 DRAM 및 모바일 DRAM 판가는 고점에서 1/3 수준까지 하락한 뒤 지난해 12월부터 상승 추세로 전환
- 이에 서버 고객들은 1H20 내 1) 재고확충 수요, 2) 실수요 목적의 강력한 주문을 발생시킴
- 그 과정에서 2Q20 서버 DRAM의 경우 20% 내외의 급등세 시현
- 현재 2H20 서버 DRAM 판가 관련 일부 인상 저항이 발생하고 있으나, 공급업체 관점에서 순순히 응할 가능성은 높지 않은 수준. 통상적 관점에서 중단기 조정 수준으로 판가 인하는 그칠 가능성이 높음

DRAM 수요 내 서버 비중은 지속 확대



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

서버 DRAM 판가는 반등기에서 가격 저항 발생

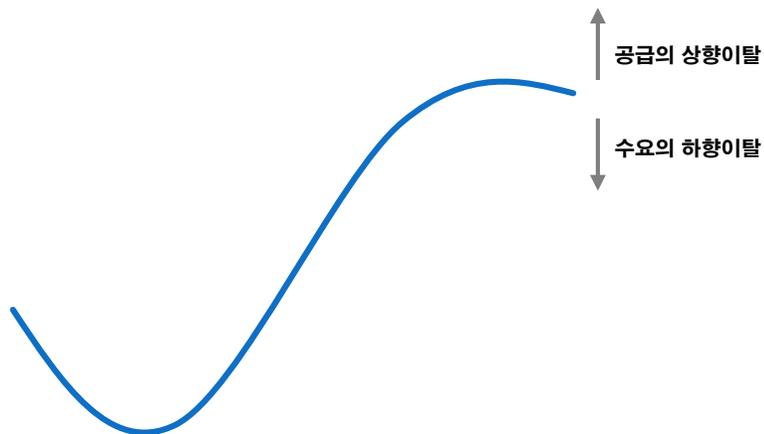


자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

# 모바일 둔화가 DRAM 다운사이클로 귀결될까?

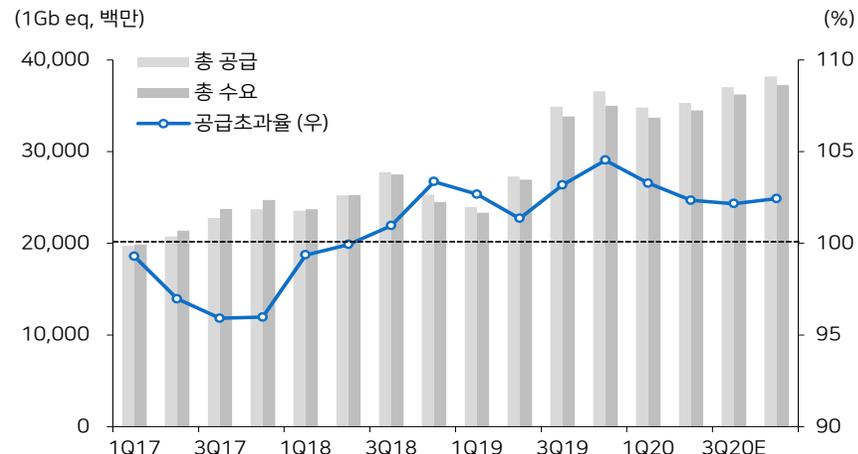
- DRAM 업황 둔화는 크게 1) 공급의 상향이탈 및 2) 수요의 하향이탈에서 발생
- 18-19년 다운 사이클의 특징은 선두업체의 완만한 공급증가의 후행적 영향 (2018년 Capa 증분의 1년 지연 공급 증가)와 동시적 수요 약세였음
- 현재 업황 개선의 초입기에서 곧바로 다운사이클로 전환되기에는 수요 둔화 요인 외에 공급 우려요인은 발견되지 않는 상황
- 업황의 구조적 반전은 1) 선두업체의 수익성을 후순위로한 점유율 싸움, 또는 2) 후발주자의 과욕이 발생해야 가능함. 현재 이 두 가지 조건 모두 충족되지 않는 상황

## DRAM Peak out 조건은 공급/수요의 상향/하향 이탈



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 이번 DRAM 업사이클 정체요인은 코로나19로 인한 모바일 수요 쇼크

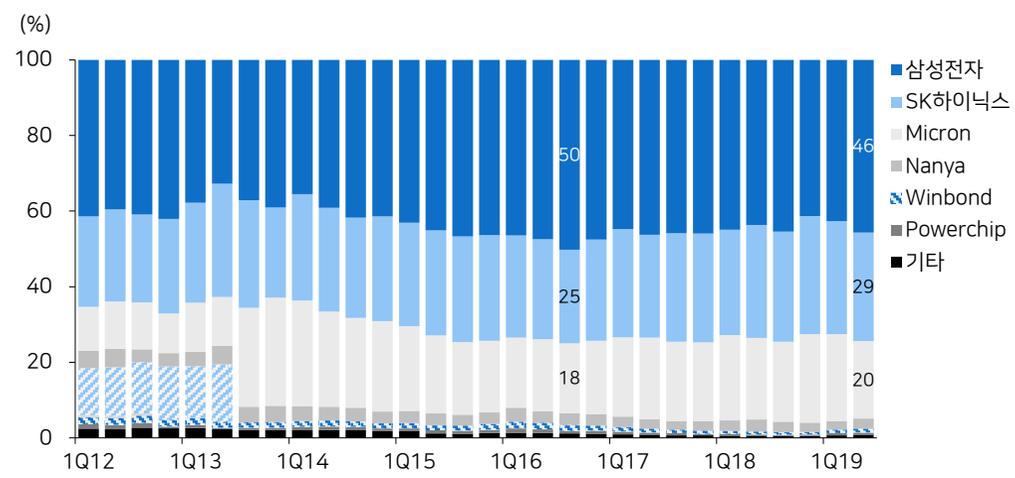


자료: 메리츠증권 리서치센터

# 후발주자의 과욕, 욕심 부리기에는 '재고 캐리' 옵션이 더 매력적

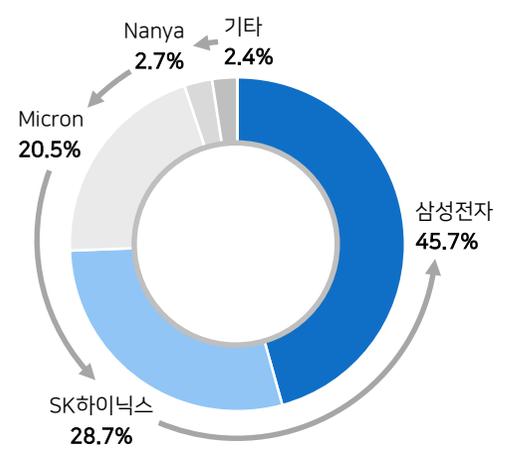
- 생산업체 수가 많았던 과거에는, '눈치' 없는 하나의 공급자만 있어도 모두 증설로 돌변해 옴
- 18년부터 전개된 업황 다운사이클의 특징은 후발주자 (마이크론 등)의 공격적 또는 전략적 증설이 배제돼 왔다는 점
- 결국 금번 사이클은 Capa 경쟁에 의한 업황 훼손이 배제된 다운사이클로 전개될 가능성 높으며, 이로 인해 판가 조정기 역시 짧게 진행될 전망

DRAM 업체별 시장점유율 변화 - 3개사로 재편된 업황



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

과거 반복돼왔던 과욕의 악순환은 18-19년 등장하지 않음

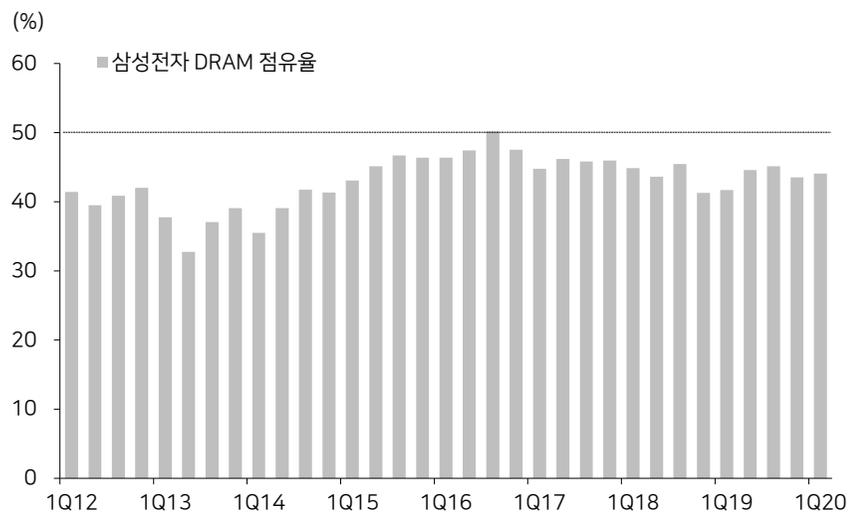


자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

# 평가 하락의 전제조건 중 하나인 선두업체의 응징은 물리적으로 불가능

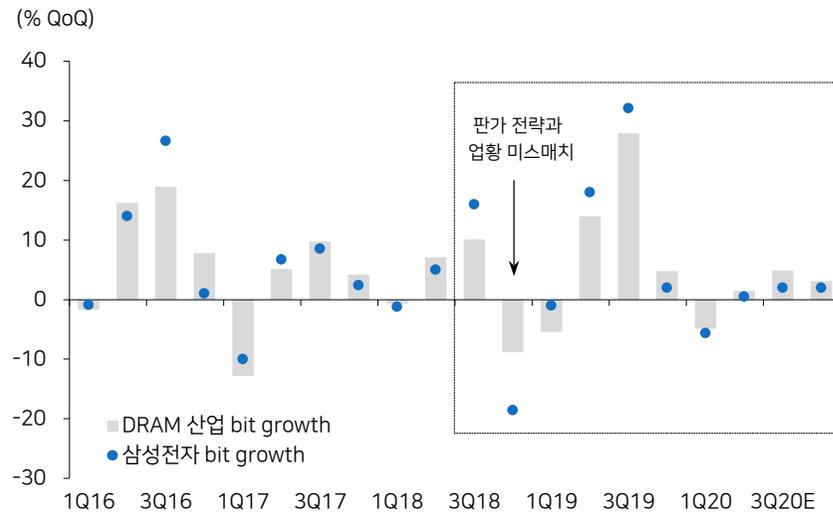
- 삼성전자의 DRAM 점유율은 역사적 고점 수준보다는 낮으나, 향후 점유율을 증가시키기 위해서는 1) 생산 증가 또는 2) 재고 출하 전략을 구사해야함
- 하지만 현 상황에서 삼성의 DRAM capa는 P2 상층부의 30~60k (최대) 외에는 추가되기 힘들
- 오히려 기존 13라인에서 연초 대비 30k 가량의 wafer capa 축소가 발생하며 (CIS 전환 목적), 삼성전자의 생산 BG는 한자릿수대에 머무를 전망

삼성전자의 DRAM 시장점유율 이 50%를 상회할 가능성은 제한적



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

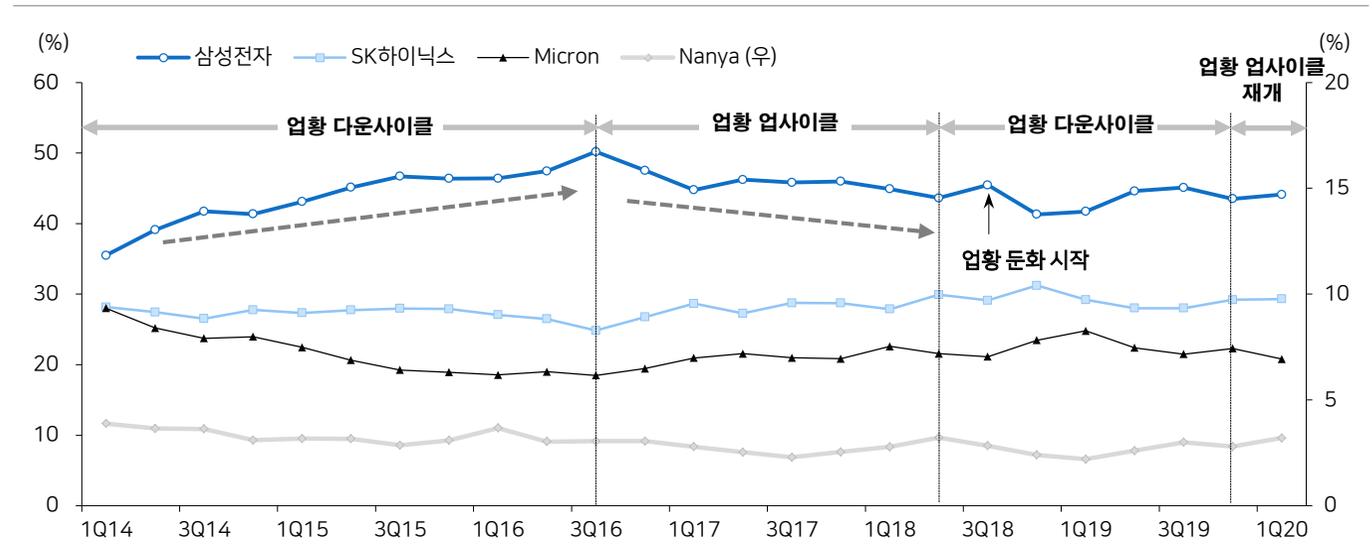
삼성전자의 공급증가율은 시장 성장률을 지속 하회할 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

- 회복의 강도를 예상하는데 우려가 되는 첫번째 요인은 바로 선두업체의 의지
- 시장대비 선두업체의 공급량이 많을 경우 이는 통상적으로 마찰적 판가하락을 유발하며, 그 과정에서 선두업체는 고용량 제품 출하에 집중하며 단위당 판가는 예상보다 빠르게 하락하게 되기 때문
- 현재 삼성전자의 시장성장률을 증가하는 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

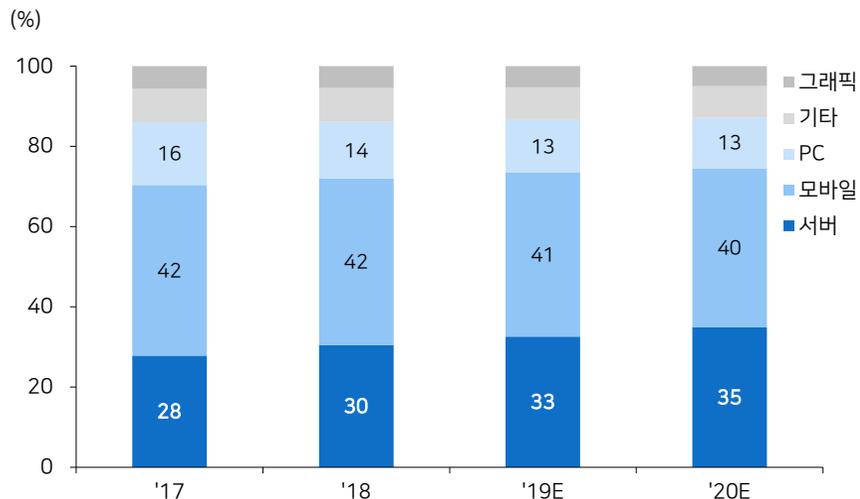


자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

# 서버 수요의 가격 비탄력적 특성, 믿을 건 모바일 수요 회복

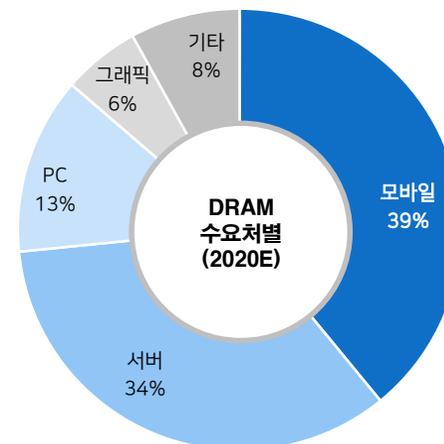
- 서버 수요의 가장 중요한 특징은 바로 '가격 비탄력성'
- 2020년 서버의 DRAM 수요 비중은 35% 가량으로 고객들은 다른 수요처 대비 비탄력성을 보일 가능성이 높음
- 대신 여전히 40%의 높은 점유율을 유지하고 있는 모바일 수요의 판가 탄력적 수요 증가가 2H20 기대됨. 아이폰12의 탑재량 증가와 5G 수퍼프리미엄 스마트폰의 확산이 절실한 상황

DRAM 수요 내 서버 비중은 지속 확대



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

스마트폰 출하 부진 탓 모바일 수요가 지속 약세

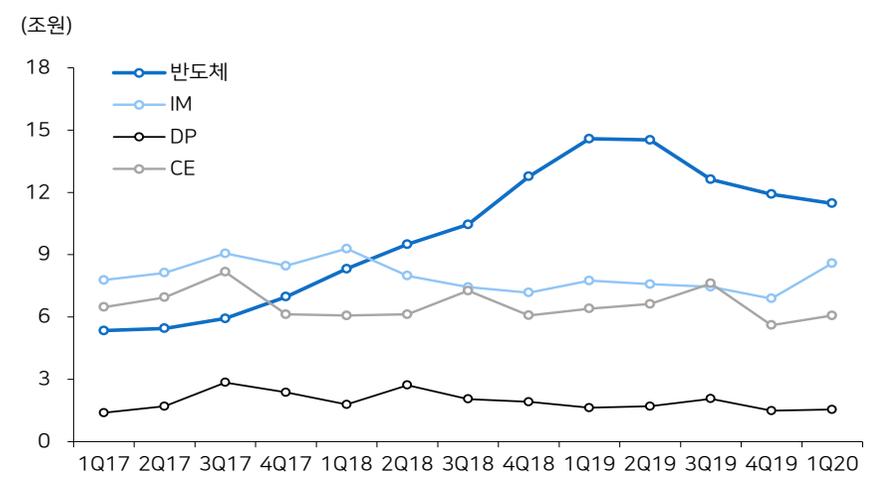


자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

# 선두 업체의 재고는 답을 알고 있다

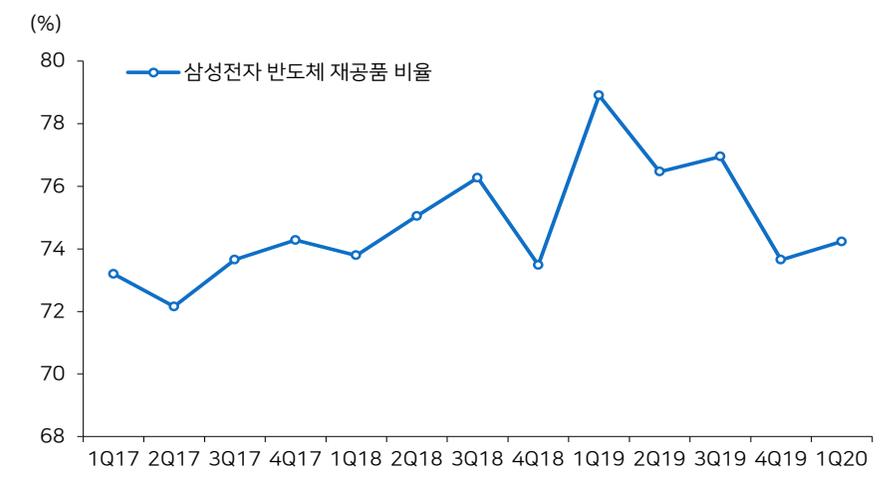
- 삼성전자 반도체 부문 재고는 2Q19를 고점으로 지속 하락하고 있음
- 이는 지난해 높은 재고와 재공품에 부담을 느낀 삼성전자의 재고 경량화 전략으로 풀이 가능
- 하지만 선두업체의 재고가 상당부분 소진되며 공급경쟁의 가능성은 대폭 하락한 상황
- 특히 삼성전자의 재고 내 재공품비율은 4Q19부터 74% 내외로 내려온 상황이며 2Q20-3Q20 내 지속적으로 하락할 전망

삼성전자 사업부문 별 재고 추이



자료: 삼성전자, 메리츠증권 리서치센터

삼성전자 반도체 부문 - 재공품 비율은 매우 낮은 수준에서 유지



자료: 삼성전자, 메리츠증권 리서치센터

# 결국 업황 결정권자는 2인자에게로... SK하이닉스의 선택은?

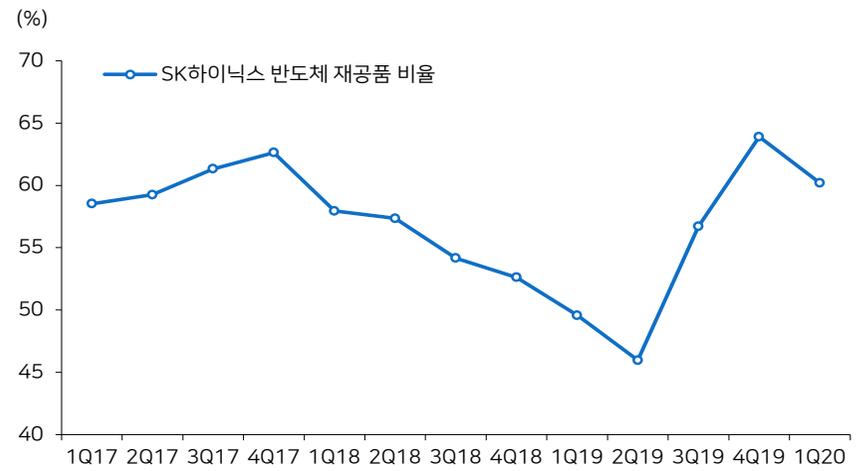
- 삼성전자에 반해 2위업체 SK하이닉스는 전략적 DRAM 사업을 전개하는 중
- 올해 코로나19가 발생하지 않았다면, SK하이닉스의 재고축적 전략은 점유율과 이익의 두 가지 토끼를 모두 잡을 수 있었음
- 특히 SK하이닉스는 Wafer capa 증가보다는 공정미세화를 통한 물량 증가를 시현한 까닭에 이익률 개선폭은 산업 평균을 크게 상회할 수 있음

SK하이닉스 재고 추이 - 출하량 성장을 따라 지속적으로 증가



자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스 재공품 비율 - Peak out 이후 향후 안정화 예상

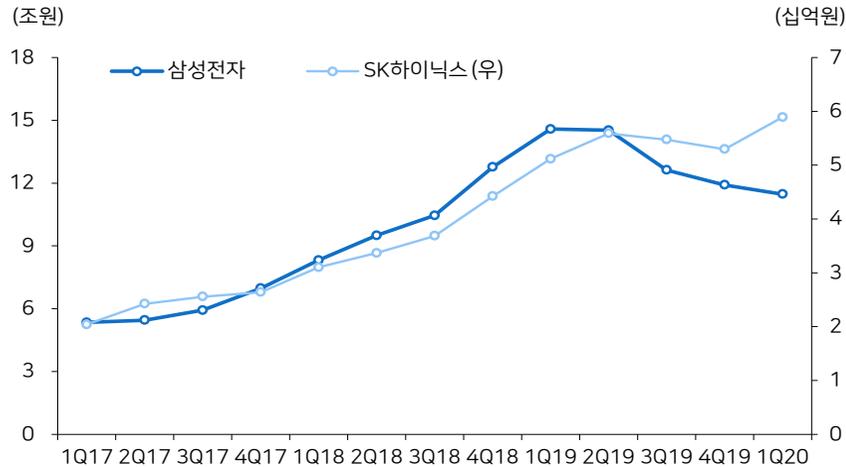


자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

## 결국 업황 결정권자는 2인자에게로... SK하이닉스의 선택은?

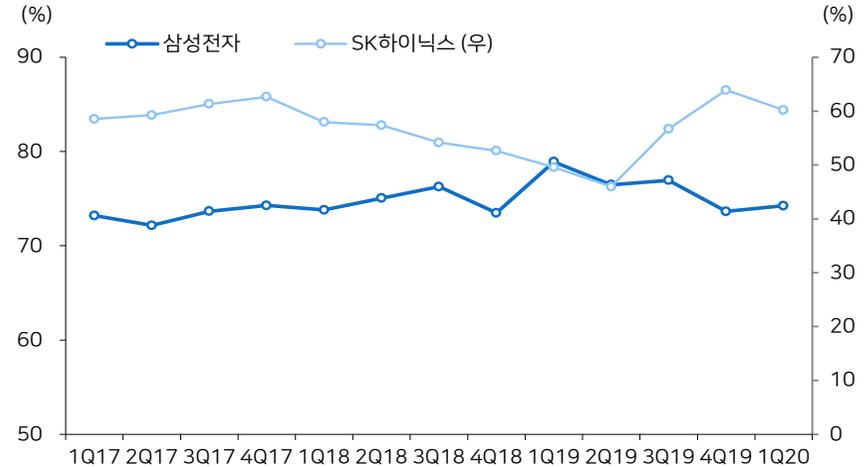
- 2H20 내 서버 고객들의 판가인상 저항에 맞서 SK하이닉스는 대규모 순부채를 감안 시 1) 삼성전자의 재고 경감 시기, 또는 2) 모바일 수요 회복을 기다리며 재고를 순연하는 전략을 구사할 전망
- 모바일 수요 회복은 동시에 서버 고객 향 판가협상력의 근간이 될 수 있기 때문
- 당사가 예상하는 하반기 계절적 모바일 수요 회복이 일부라도 발생한다면 DRAM 업체들은 가격협상력을 쉽사리 포기하지 않을 가능성이 높음

삼성전자와 SK하이닉스의 재고 - 상반된 전략



자료: 삼성전자, SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

삼성전자의 재고품 비율 하락은 향후 완제품 출하 둔화의 의미

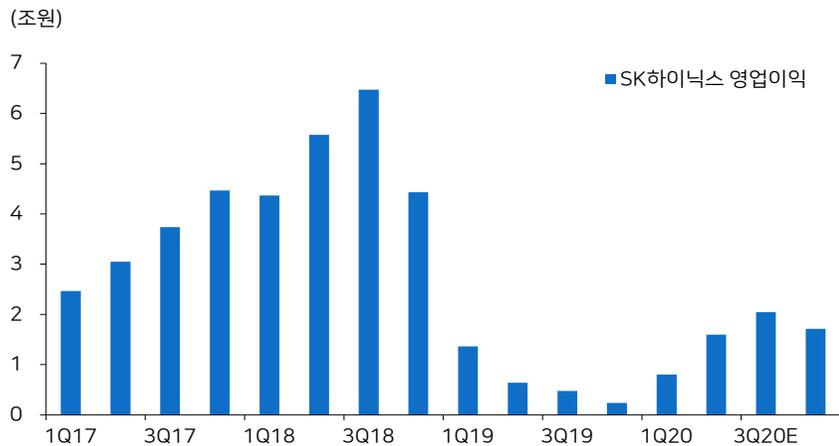


자료: 삼성전자, SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

# SK하이닉스 - 순부채 부담 탓 강경한 평가 전략 도출 가능

- SK하이닉스는 18년 일시적으로 순현금 전환했었지만 결국 2Q19부터 순부채로 재전환
- 당사는 동사가 향후 최소 8~10조원 내외의 설비투자를 집행하리라 전망하며 동사의 FCF 역시 이 수준에 도달해야 재무건전성을 유지할 수 있을 것으로 추정
- 서버 DRAM 고객들의 평가 인하 요구에, 삼성전자와 마이크론은 일부 수락할 수 있지만, 재고가 빠르게 축소되며 그 기간은 길게 유지되기 어려울 전망

## SK하이닉스 시클릭 특유의 실적 변동폭



자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

## SK하이닉스 순부채의 부담은 여전 - 과연 후발주자의 과욕이 나올까?

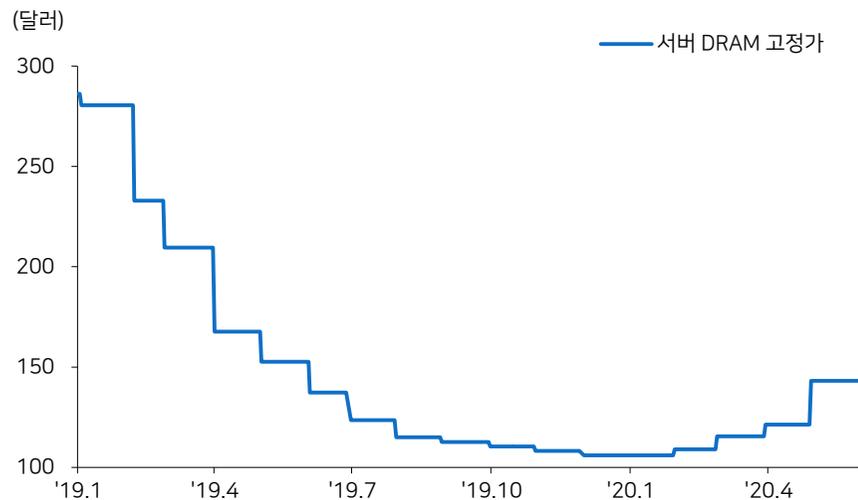


자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

# DRAM - 장기 수요 증가의 견인차, '서버'의 존재감

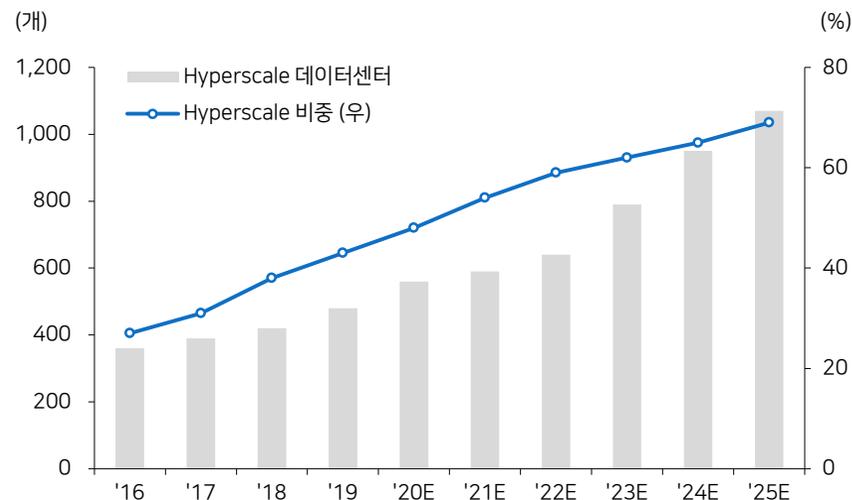
- 다만 서버 수요는 가격 민감도와 무관하게 자체적 판단으로 발생하는 특성을 지님 (vs B2C 모바일 수요의 가격 탄력적 증가)
- 결국 판가 급락 (4Q18 32GB \$330에서 4Q19 \$100-110) 이후 가파른 반등을 시현했지만 현재 \$140-145 수준에서 집단행동을 통한 가격하락 모색 중
- 하지만 산업 구조의 변화 (4차 산업혁명, 5G, 클라우드 서비스 및 자율주행 등)를 감안 시 서버 수요의 장기적 성장은 확실한 만큼, 모바일 수요 개선 기미가 보일 경우 가격인상을 용인할 가능성 높음

## 서버 DRAM 고정가



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

## Hyperscale 위주 데이터센터 기반 서버 향 메모리 수요의 구조적 성장 예상

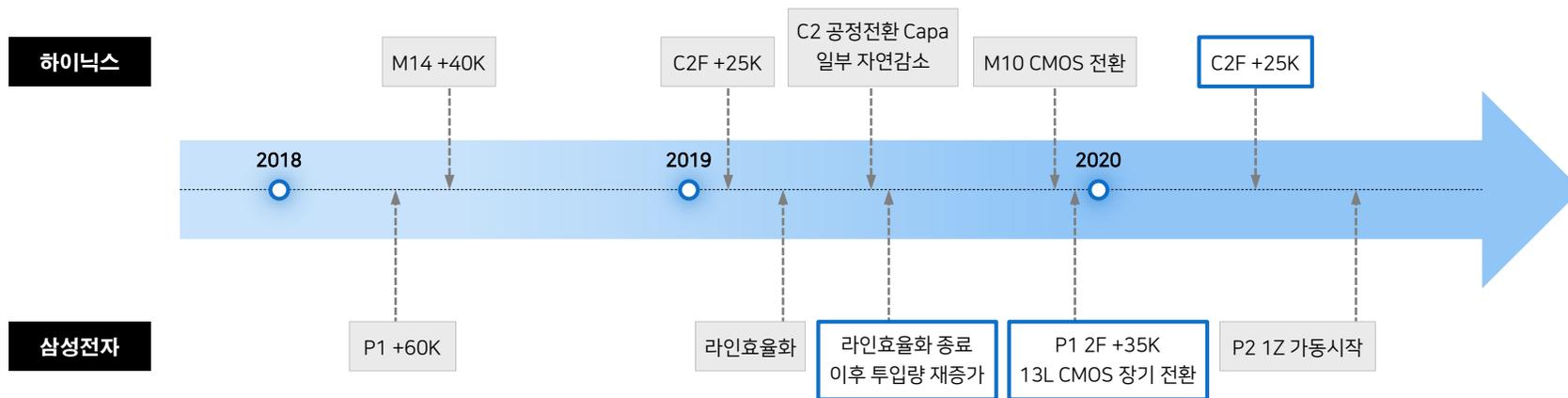


참고: 누적 기준  
자료: 산업자료, 메리츠증권 리서치센터

# 브라운필드 Capa의 증가, 다만 증설 시기 역시 지연되는 중

- 2020년 DRAM 업체들의 설비투자는 당초 계획 대비 지연된 상황으로 전개 중
- 이는 코로나19로 인한 각국의 봉쇄조치 탓이 크며, 수요 둔화 불구하고 자연스러운 투자 지연으로 연결
- 삼성전자의 경우, 13라인의 CMOS 전환투자가 진행되며 현재 100k capa 중 30k 가량이 감소함. 이를 보충하는 1) 평택 P1 2층의 35K 가량의 Capa 설치 (19년말 시작, 올해 중 양산) 및 평택 P2 2층의 30K (3Q20 시작, 1Q21 양산)의 일정으로 Capa 확대가 예상됨. 전체 Capa는 소폭 증가하며 생산 BG는 한자릿수에 머무를 전망
- SK하이닉스의 경우, M10라인의 CMOS 전환과 함께, Wuxi C2의 20nm · 25nm의 18nm 공정전환의 소실분을 C2F에서 2020년 중 25K 가량 추가 투자할 전망. 삼성전자에 비해 더 높은 생산 BG 시현 가능

DRAM 신규 Capa는 신공정 위주로 추가. 하지만 당초 계획보다 지연되어 양산 물량 증가는 2H21부터 시작

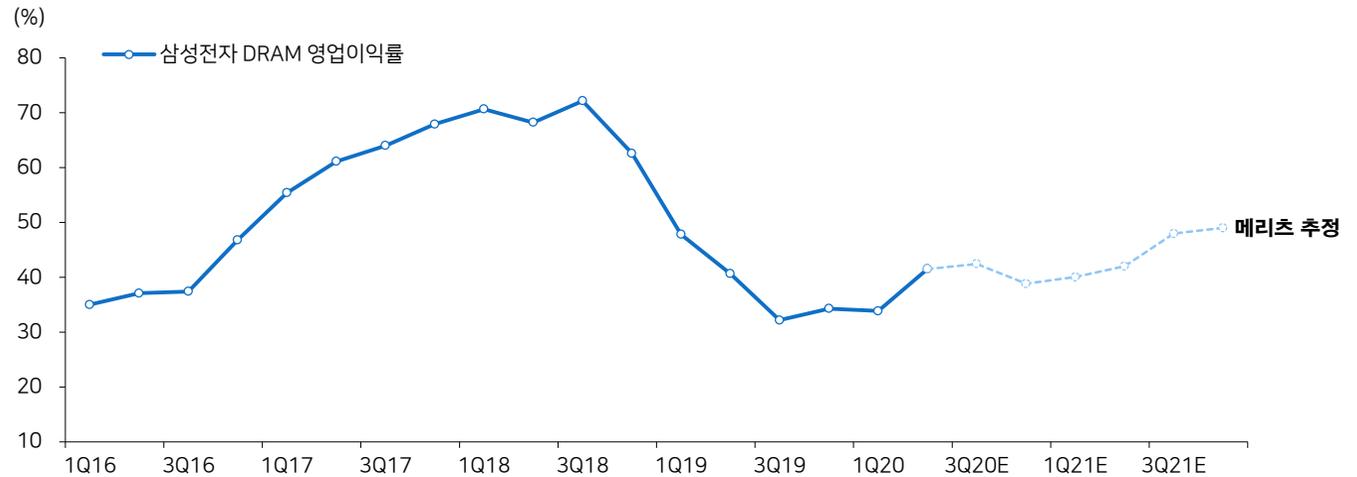


자료: 메리츠증권 리서치센터

# 향후 업황 전개 궤적은? 단기 정체 후 1Q21말부터 견조한 업황 개선

- 2019년 초부터 사상 유례없는 평가 급락 (1Q20 평가 25~27% 하락)을 경험한 이후 작년에는 2020년 지속적인 DRAM 업황 개선을 기대했음
- 하지만 코로나19 영향이 업황에 지연된 영향을 미치며 4Q20~1Q21의 중단기 가격조정의 빌미로 작용할 전망
- 하지만 제한된 공급 탓에 업황 개선은 1Q21말부터 본격적으로 재시작될 전망

## DRAM 영업이익률은 1Q21부터 재상승 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

# 반도체 수출 하락률 진정 및 완만한 반등 전망

- 반도체 수출은 3Q19를 고점으로 가파르게 하락해 온 뒤 1Q20 재상승했으나 현재 글로벌 수요 감소 영향을 반영하는 중
- 월별 차이는 있겠지만, 당사는 2021년말까지 메모리 물량과 판가 모두 점진 상승하리라 전망하며 수출 역시 지속적 회복을 예상함

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

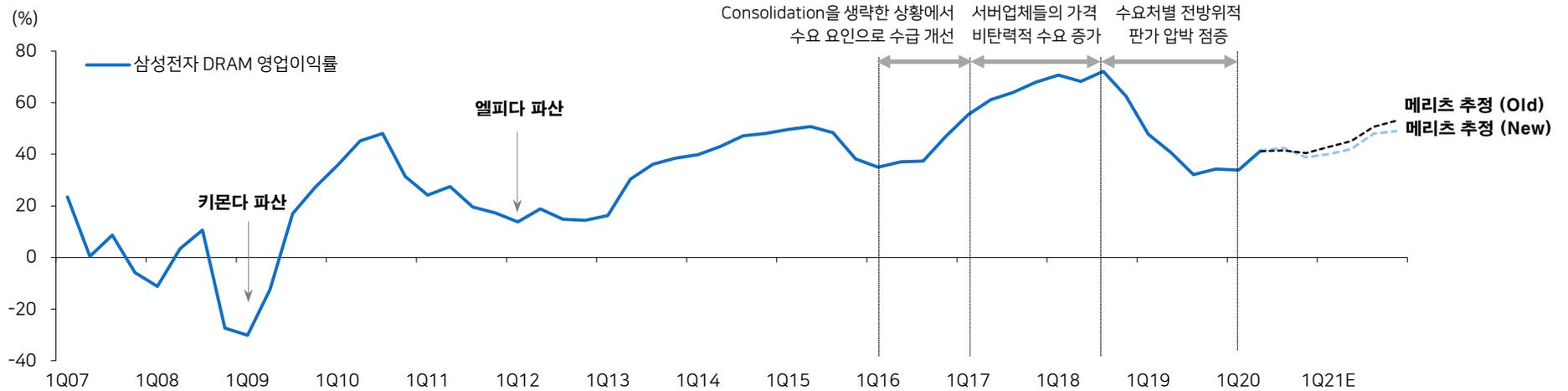


자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

# 금번 DRAM 사이클의 특수성 = 상호 합의 속의 호황으로 전개 가능

- 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 시험이 가능

## DRAM 영업이익률은 2020말-3Q20초를 바닥으로 개선될 전망

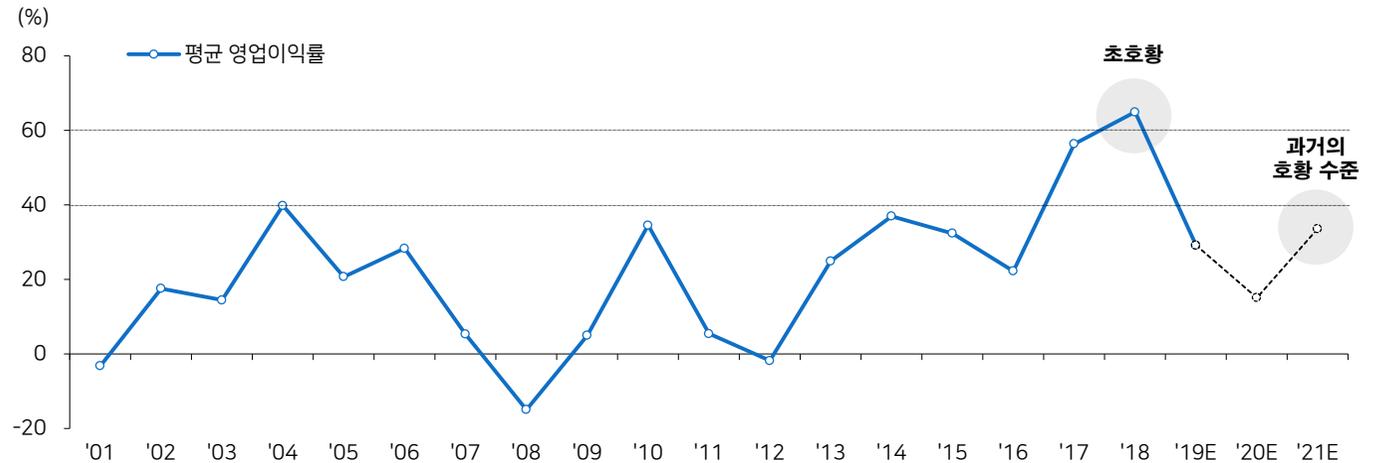


자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

# 장기 DRAM 산업 전망: 초호황 대신 21-22년 호황 수준에 도달

- 4Q19까지의 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

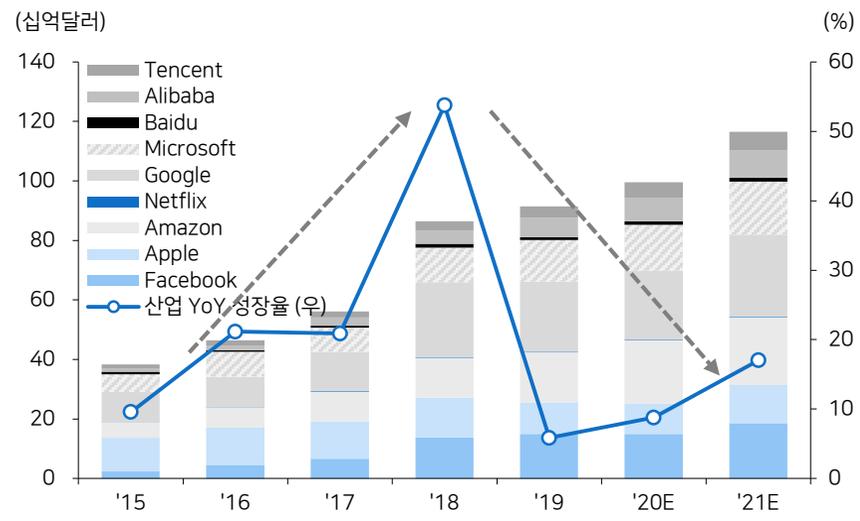


자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

# 서버 향 DRAM 수요, 성장하나 성장률은 둔화

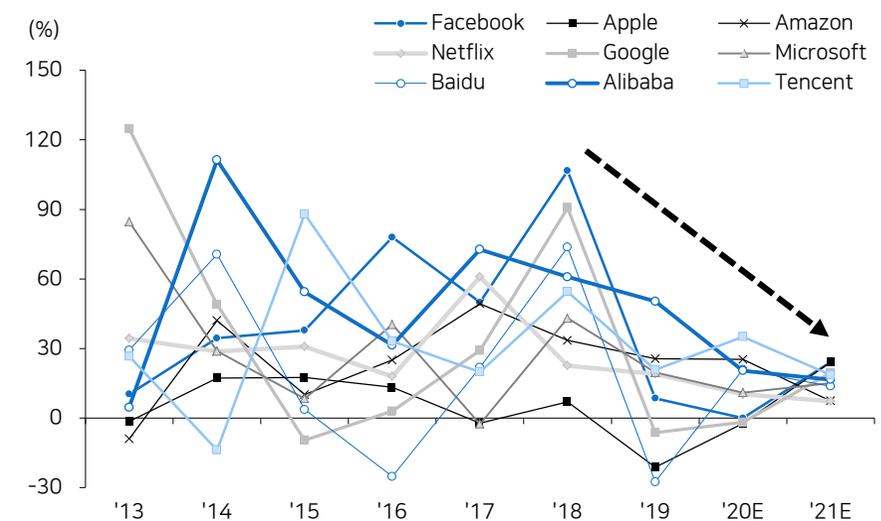
- DRAM 수요 성장의 중심축은 바로 빅데이터, AI, 클라우드 컴퓨팅을 위한 데이터센터 서버 투자
- 미국과 중국의 서버 Capex 성장률은 2018년 급등세 이후 완만해진 추세로 장기간 지속될 전망
- 현재 서버 고객들의 선행 구매가 강하게 발생한 후, 가격 저항을 위한 협상 장기화 추세
- 하지만 1) 모바일 수요 회복 또는 2) 서버업체간 경쟁 부각 시 서버 투자는 다시 가파른 성장 추세로 전환 가능

주요 데이터센터 건립 업체들의 Capex 투자 성장률은 21년 재반등



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주요 업체별 Capex 증가율은 차츰 둔화되나 성장세는 지속

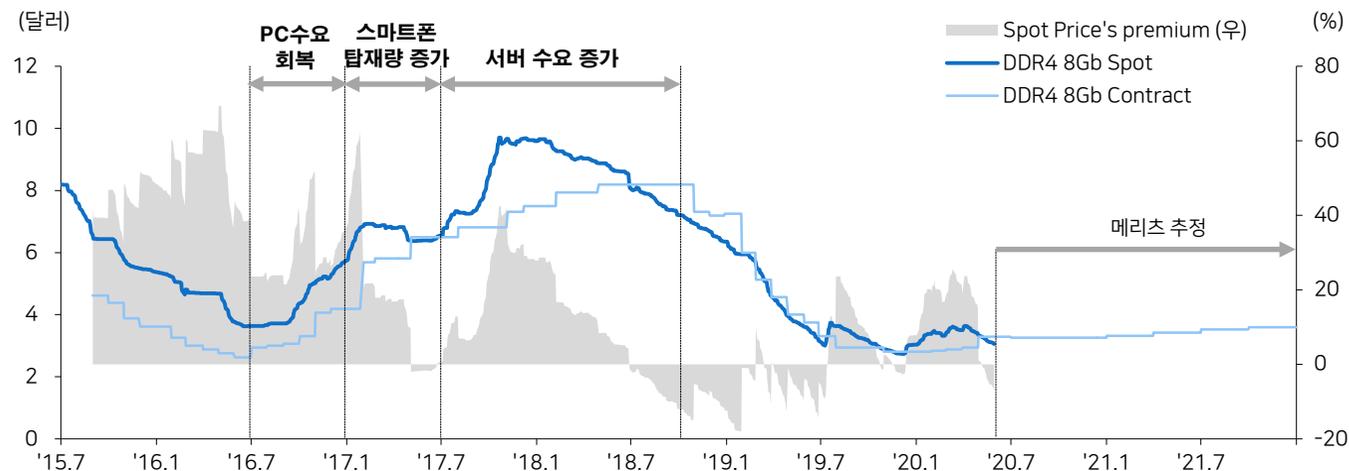


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## DRAM - 현물가약세 전환. 반등에 대한 의구심이 극대화된 상황

- 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 코로나19 이슈와 함께 대만 등 DRAM 모듈업체들이 재고를 처분하며 3월부터 빠르게 하락한 상황. 현재 현물가는 고정가 대비 일부 할인 거래되고 있음
- 모바일 수요의 개선세가 확인될 때까지 위험 회피적 경향의 현물 매도가 이어질 수 있으나 계절성과 함께 탄성적 회복 역시 가능한 수준으로 판단

### 2020년 DRAM 현물가는 수요 둔화 우려 속 고정가 대비 할인거래로 변화

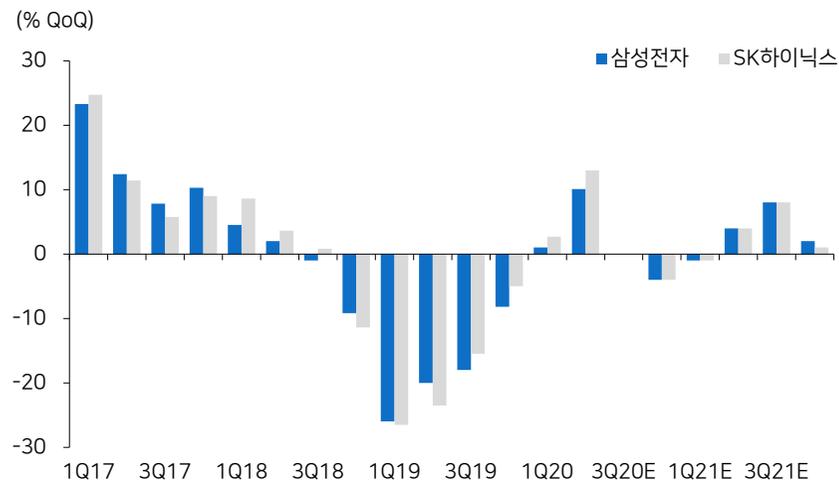


자료: 메리츠증권 리서치센터

# 메모리 판가 조정 가능하나 이는 1) 소폭의 2) 중단기 정체기로 예상

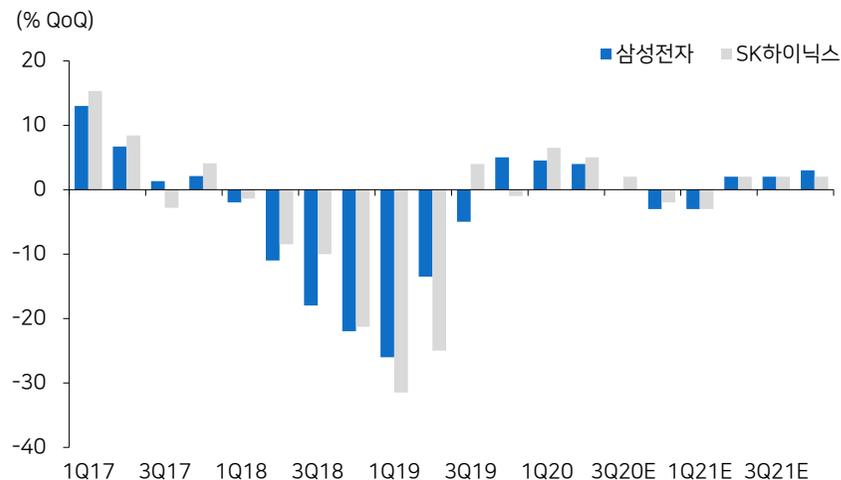
- DRAM 판가는 3Q20-1Q21의 소폭 중단기 정체기를 겪을 전망. 이 과정을 지난 18-19년의 다운사이클과 혼돈할 필요는 없음
- 다운사이클은 먼저 경험한 NAND는 오히려 하반기 판가 안정세를 보일 전망. 이는 여전히
  - 1) Kioxia 등 업체들의 상장 목적 탓 공세적 판가 경쟁 가능성이 낮으며
  - 2) 하반기 게이밍콘솔 (PS5와 Xbox 시리즈X) 등 신규 응용처의 수요기여가 시작되기 때문
- 향후 2Q21부터 DRAM과 NAND의 동시적 판가 개선 전망

삼성전자와 SK하이닉스 DRAM ASP 판가는 2Q20까지 하락할 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

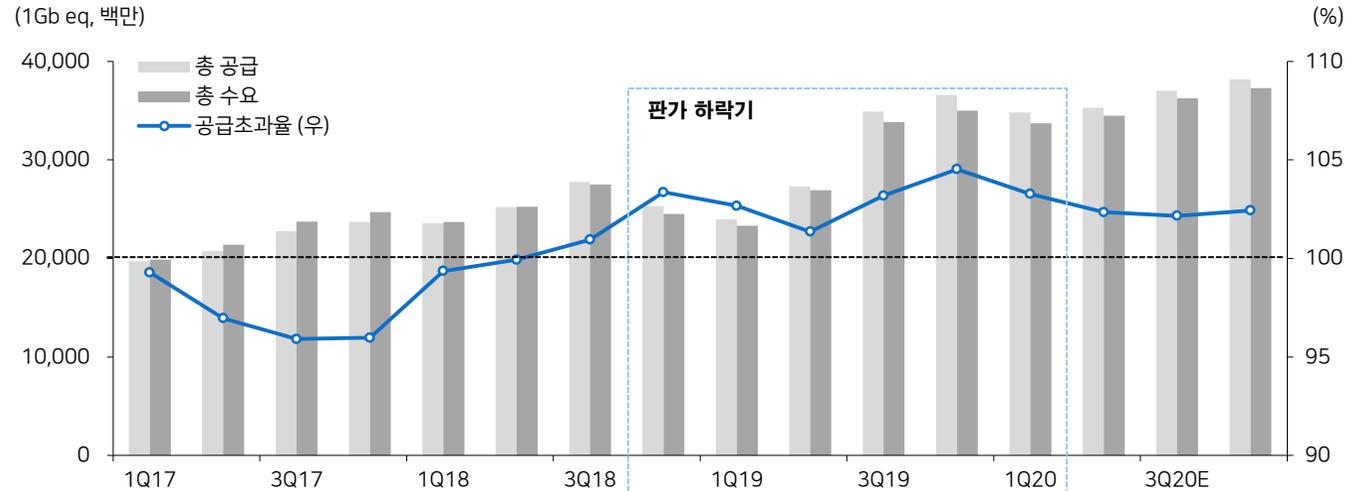
NAND의 판가 하락은 4Q18부터 예상보다 가파르게 진행 중



자료: 메리츠증권 리서치센터

- 소진되고 있는 재고추이를 감안 시 DRAM 수급이 18-19년과 같은 훼손 흐름을 보이기는 어려움
- 물론 하반기 모바일 수요 개선이라는 불확실성이 존재하지만, 역으로 계절성에 더해 소비심리회복은 가파른 업황 개선을 견인할 수 있음
- 당사는 4Q20과 1Q21 '한자릿수 초중반%'의 QoQ 평가 조정이 발생한 뒤 2Q21부터 평가 상승이 재개되리라 예상함

## 글로벌 DRAM 수급 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

# 글로벌 DRAM 수급 전망 (1Q18-4Q20E)

2020년 하반기 전망 시리즈

11

반도체/디스플레이

## 글로벌 DRAM 수급전망

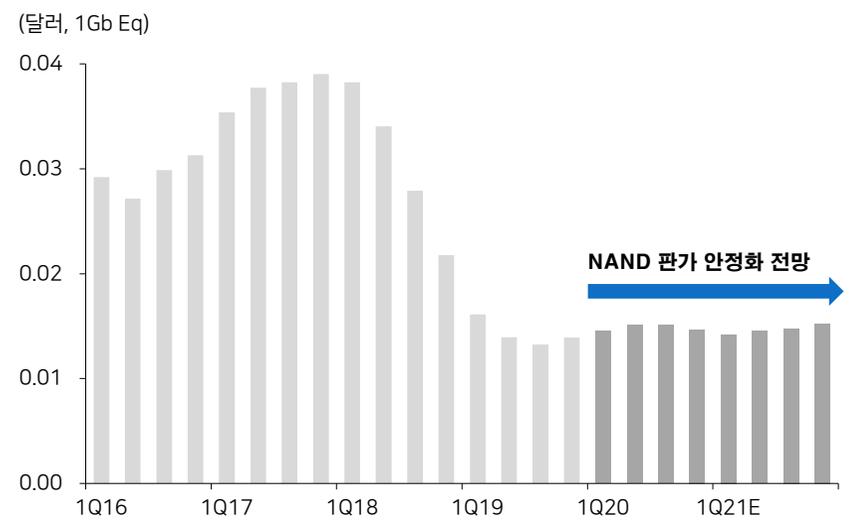
(1Gb Equiv, 백만.)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
글로벌공급	삼성전자	10,240	10,752	12,473	10,159	10,058	11,868	15,678	15,991	15,088	15,163	15,466	15,776	43,625	53,594	61,493
	SK하이닉스	6,711	7,785	8,143	7,948	7,352	8,340	10,295	11,160	10,713	10,713	11,356	11,810	30,587	37,146	44,593
	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>36,581</b>	<b>34,802</b>	<b>35,307</b>	<b>37,031</b>	<b>38,192</b>	<b>101,892</b>	<b>122,743</b>	<b>145,331</b>
	QoQ (%)	-1%	7%	10%	-9%	-5%	14%	28%	5%	-5%	1%	5%	3%			
	YoY (%)	19%	22%	22%	7%	2%	8%	26%	44%	45%	29%	6%	4%	17%	20%	18%
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	20,865	23,108	23,221	67,787	78,688	88,389
	무선통신	8,449	9,199	10,736	10,623	10,478	11,229	13,680	13,691	13,450	13,043	15,535	15,670	39,007	49,077	57,697
	프로세서	4,045	4,086	4,246	4,086	3,241	3,543	5,230	4,784	4,420	4,464	4,286	4,329	16,463	16,798	17,498
	생활가정	1,856	1,874	1,956	1,874	1,533	1,675	2,473	2,262	2,090	2,111	2,027	2,047	7,560	7,944	8,274
	유선통신	922	931	922	931	941	950	950	960	969	969	950	951	3,707	3,801	3,839
	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	181	112	587	598	601
	<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>34,498</b>	<b>36,248</b>	<b>37,283</b>	<b>100,974</b>	<b>119,094</b>	<b>141,727</b>
	QoQ (%)	-4%	6%	9%	-11%	-5%	15%	26%	3%	-4%	2%	5%	3%			
	YoY (%)	19%	18%	16%	-1%	-2%	7%	23%	43%	44%	28%	7%	7%	15%	18%	19%
	<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>102%</b>	<b>102%</b>	<b>102%</b>	<b>102%</b>	<b>101%</b>	<b>103%</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

# NAND 업황 안정화 - 다수의 공급자와 다수의 수요자

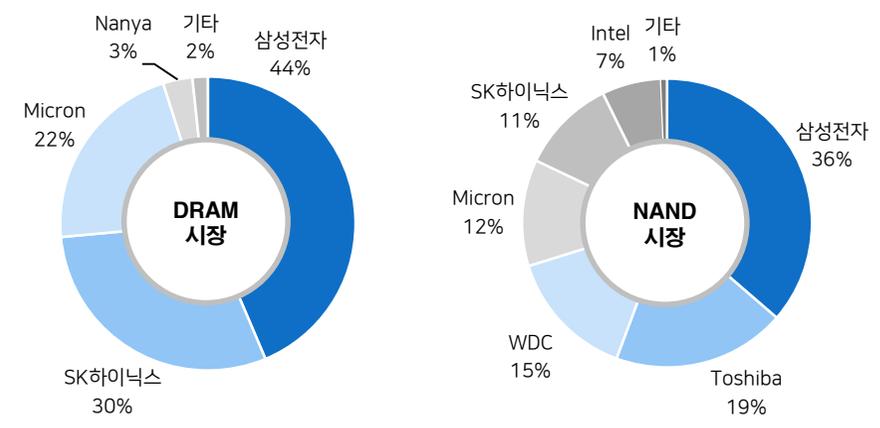
- NAND 판가는 가파른 하락세 이후 완만한 진정세를 유지할 전망
- NAND에는 6개의 주요 업체가 존재하지만, Kioxia의 상장이슈와 WDC, Intel, SK하이닉스의 실적 개선 의지를 감안 시 급격한 업황 훼손 가능성은 제한적
- 특히 선두업체인 삼성전자는 구조적으로 공급증가 억제가 발생 (생산 BG 28%)한 상황이며 이는 내년까지 지속될 전망

## NAND 평가 변동 추이 및 전망 - 가파른 하락 이후 안정화



자료: 메리츠증권 리서치센터

## DRAM과 다른 NAND 시장의 다자 경쟁 구도

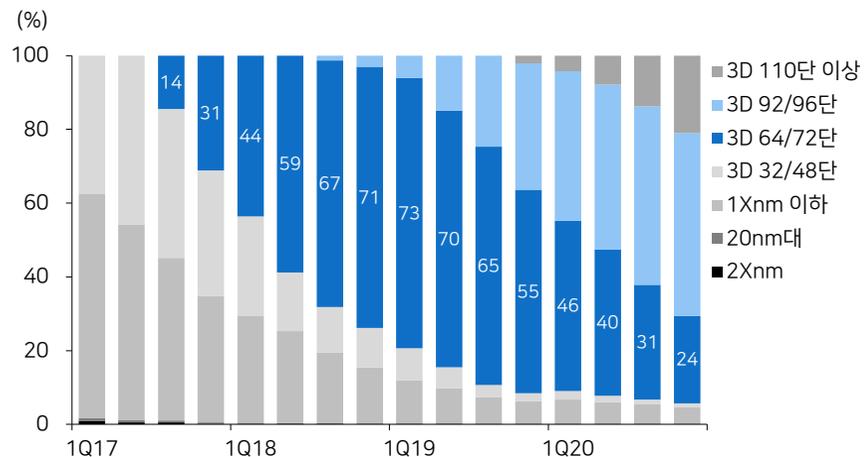


자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

# NAND의 U자형 완만한 회복. 과도한 중국 우려는 경계할 필요

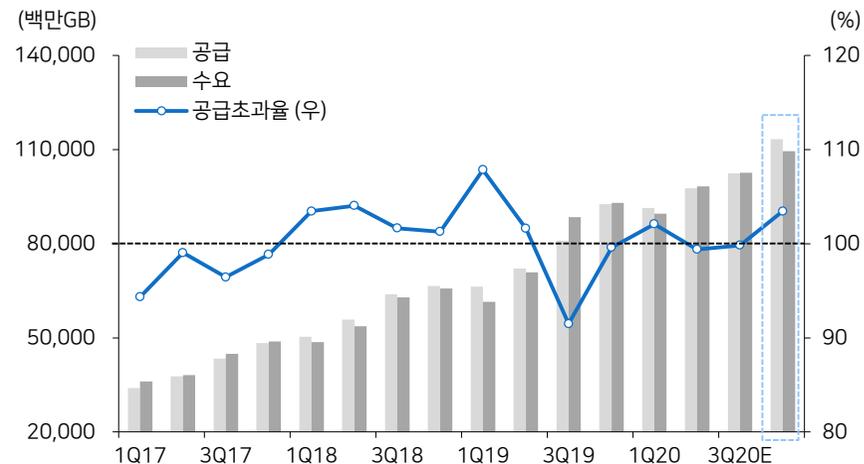
- 기본적으로 NAND의 경우 '수요의 가격 탄력성'이 DRAM 대비 높으나 아직 본격 발현되지 않는 상태
- 하지만 추가적인 판가 하락이 발생할 경우, 2H20 글로벌 경기회복과 맞물릴 경우 빠른 업황 개선이 가능
- 중국업체의 NAND 시장 진출은 잠재력 위험 요인으로 판단되나, 현 업황의 악화된 수익성을 감안 시 중국 관련 우려는 근시일 내에는 현실화되기 어려울 전망
- YMTC의 128단 QLC 양산 역시 아직은 계획단계로 실효성을 시간을 두고 관찰할 필요 있음

128단 비중 증가는 공급자 원가 감소에 기여



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 NAND 수급 전망 - 공급 과잉은 우려보다는 양호하게 전개

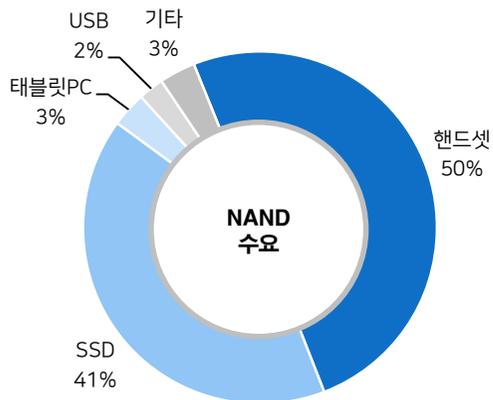


자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

# 의외의 NAND - 모바일 약세 속 SSD의 수요 증가 발생

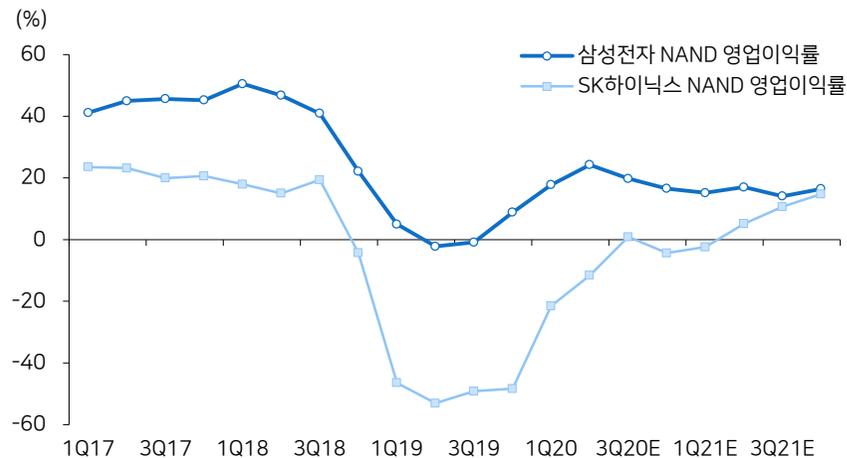
- 수요의 가격탄력성은 NAND 수요의 주요 특징 중 하나임
- 모바일 수요 약세 불구 현재 SSD 수요 강세가 2nd tier 업체들의 강력한 출하 증가를 견인 중
- 이는 재택근무, 화상회의 등 목적의 노트북 수요가 견조하기 때문이며 시장 대비 출하 열위에 있는 삼성전자는 CSSD와 ESSD의 수요 증분까지 차지하지는 못하는 상황
- SK하이닉스는 128단부터의 홀에칭 경쟁력을 기반으로 3Q19 조기 흑자 달성 후 2021년 안정적인 수익을 창출 가능할 전망

모바일 수요가 50%에 육박하는 NAND. 대신 SSD의 강세 전환



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스의 가파른 NAND 수익 개선 예상

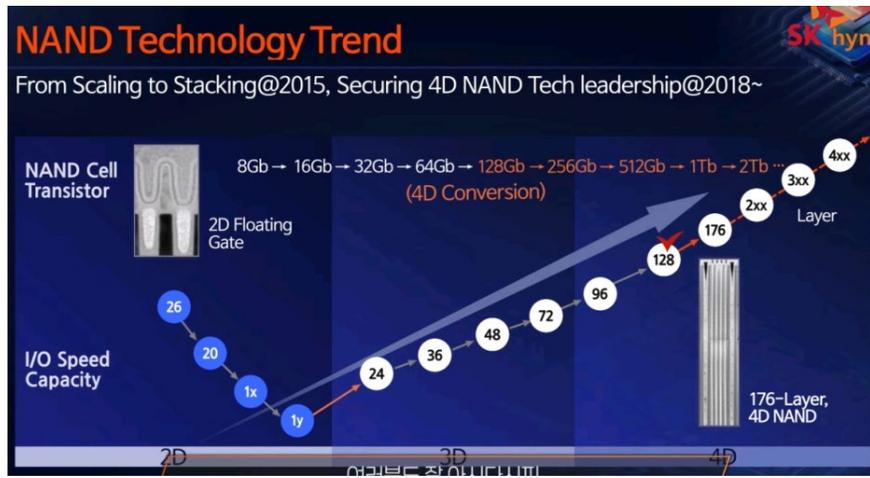


자료: 메리츠증권 리서치센터

# 의외의 NAND - 하이닉스 채널 홀 에칭 수율 및 효율성 증가

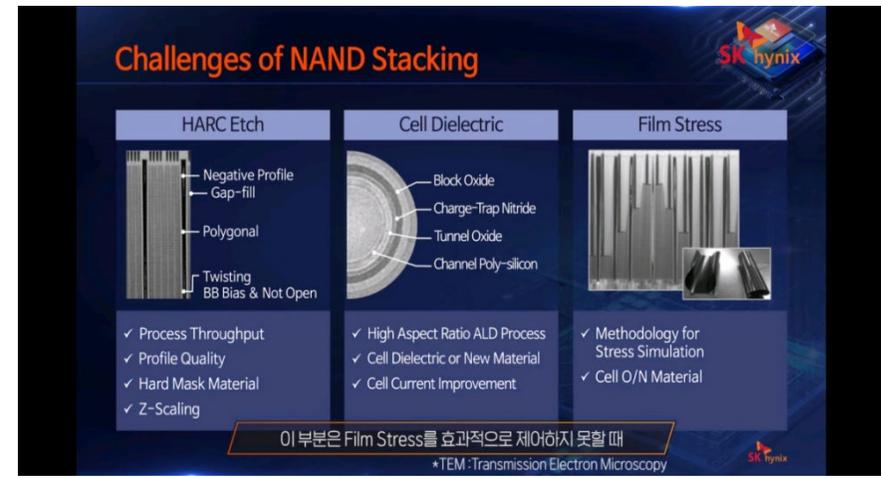
- 2020년 2분기부터 삼성전자와 SK하이닉스의 128단 3D NAND, 도시바/WDC의 112단 생산이 본격화
- SK하이닉스의 128단 비중 확대는 원가 측면에서 기대 이상의 기여가 가능
- 특히 그간 약점으로 작용했던 투스택 구조 중 홀에칭의 한계를 돌파하며 128단 수율의 안정화를 도모 중. 기존 홀 에칭은 40단대 (96단 = 48단 + 48단)에서 효율성 둔화를 겪었으나 싱글스택 에칭 능력이 현재 70단에 근접하며 128단 투스택 구조에서도 안정적인 양산이 가능해지고 있다 판단

## SK하이닉스 - 128단부터 PUC 기반 적층 효율화 달성



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

## SK하이닉스 난관이었던 홀 에칭에서 비약적 성과 보이는 중



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 의외의 NAND - 신규 응용처 게임콘솔의 부상

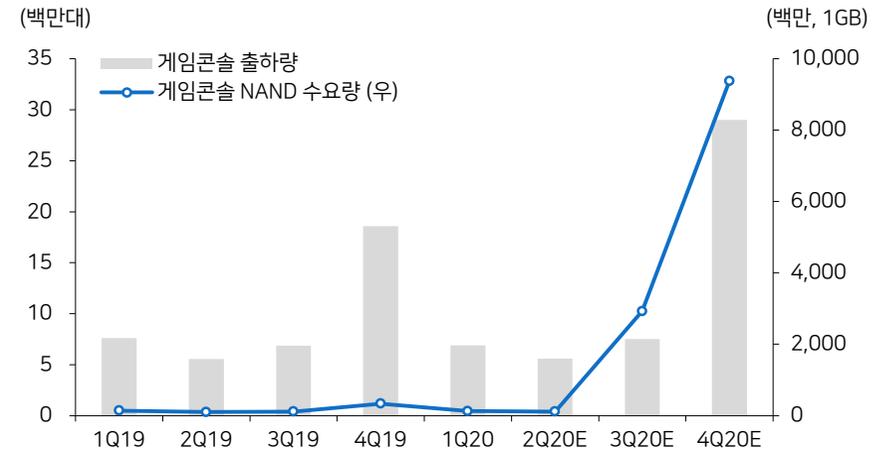
- 올 하반기 신규 응용처로 급부상하는 게임콘솔은 3Q20부터 NAND 수요를 견인할 전망
- 이는 주 저장장치가 HDD에서 SSD로 변화되기 때문이며, 해당 제품들은 800~1,000GB의 고용량 SSD를 탑재. 해당 제품들 역시 선두업체로부터 대규모 공급이 예정된만큼, 2<sup>nd</sup> tier 업체들은 타 응용처 SSD 공급을 통해 강력한 출하 증가를 시현할 수 있음
- 현재 고사양 게임들이 차지하는 용량을 감안 시 내년부터 1TB 이상급 게임콘솔이 등장 가능

### 소니 PS5와 MS Xbox 시리즈 X (예상) - 4Q20에 등장하는 SSD 신규 수요처



자료: 메리츠증권 리서치센터

### 게임 콘솔 분기별 출하량과 NAND 수요량의 폭발적 성장



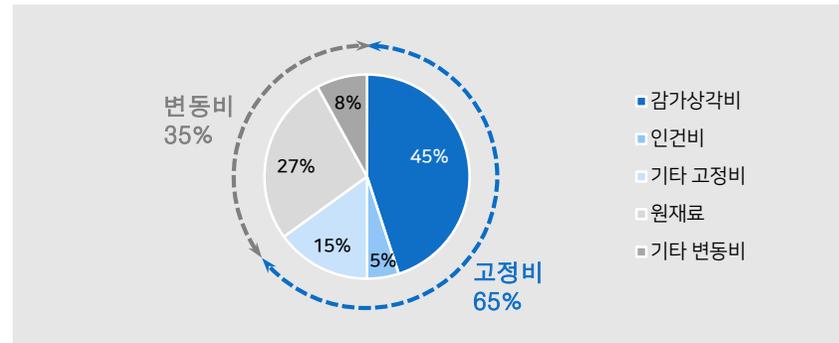
자료: 메리츠증권 리서치센터

# 의외의 NAND - SK하이닉스 원가 절감 (1) 128단 변화 최대 수혜

3D NAND 비용 분석 - 96단에서의 원가절감 본격 수혜는 삼성전자, 128단에서는 SK하이닉스로 예상

(12인치)	3D 64단 NAND (256Gb TLC)	3D 96단 NAND (512Gb TLC)	3D 128단 NAND (1024Gb TLC)
<b>웨이퍼</b>			
공정 웨이퍼 비용 (달러)	1,400	1,500	1,800
그로스 Die (Die/웨이퍼)	900	690	520
수율 (%)	82%	80%	75%
<b>Die</b>			
후공정 비용 (달러/개)	0.4	0.5	0.6
공정 비용 (달러/개)	2.3	3.2	5.2
<b>비용 분석</b>			
총 비용 (달러/개)	2.7	3.7	5.8
총 비용 (달러/Gb)	0.011	0.007	0.006
총 비용 (달러/GB)	0.084	0.058	0.045
원가 절감 효과		-31%	-22%

	비용
<b>고정비</b>	<b>65%</b>
감가상각비	45%
인건비	5%
기타 고정비	15%
<b>변동비</b>	<b>35%</b>
원재료	27%
기타 변동비	8%

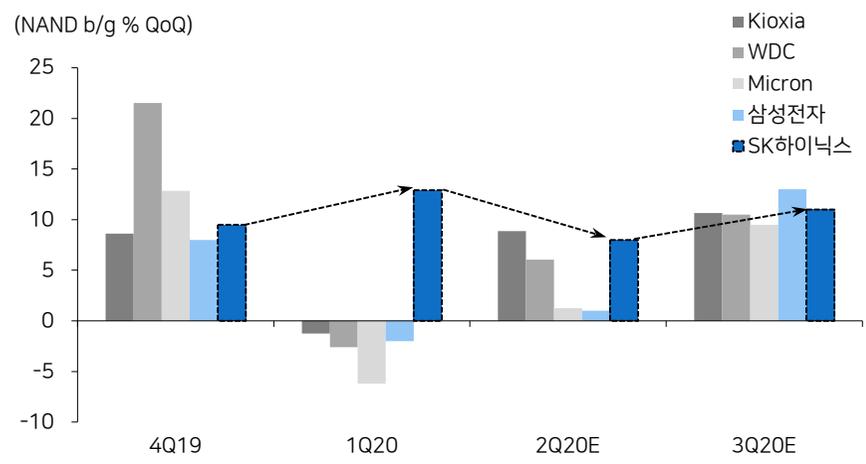


자료: 메리츠증권 리서치센터

# 의외의 NAND - SK하이닉스 원가 절감 (2) 영업레버리지 극대화

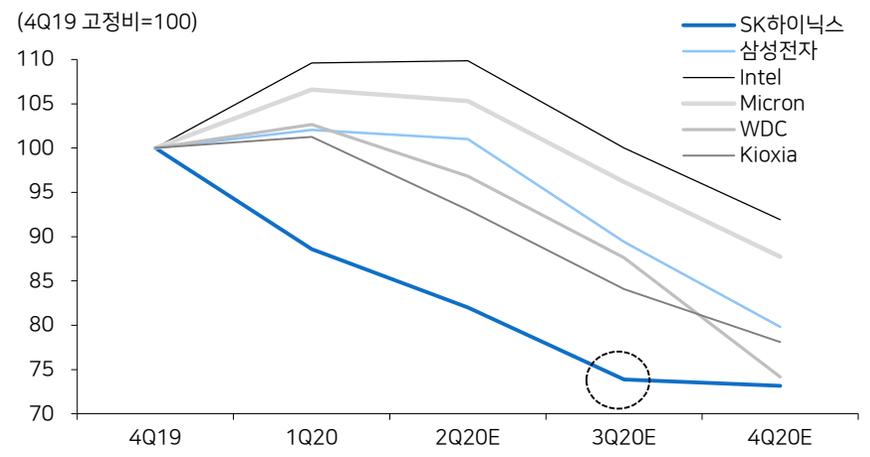
- 다수의 NAND 업체 중 1Q20부터 SSD 출하 증가의 수혜는 SK하이닉스가 최대로 누리고 있음
- 동사는 분기당 10% 내외의 강력한 QoQ 출하 증가를 발생시키며 생산 비용의 2/3가량을 차지하는 고정비 부담을 크게 낮추는 중
- 이러한 추세 속에 당사는 SK하이닉스의 NAND 영업이익이 8개 분기만에 3Q20 흑자 전환에 성공하리라 예상

## 4Q19부터 시작된 SK하이닉스의 강력한 출하 증가율



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

## 물량 증가는 고정비 분배의 영업레버리지를 강력하게 발생

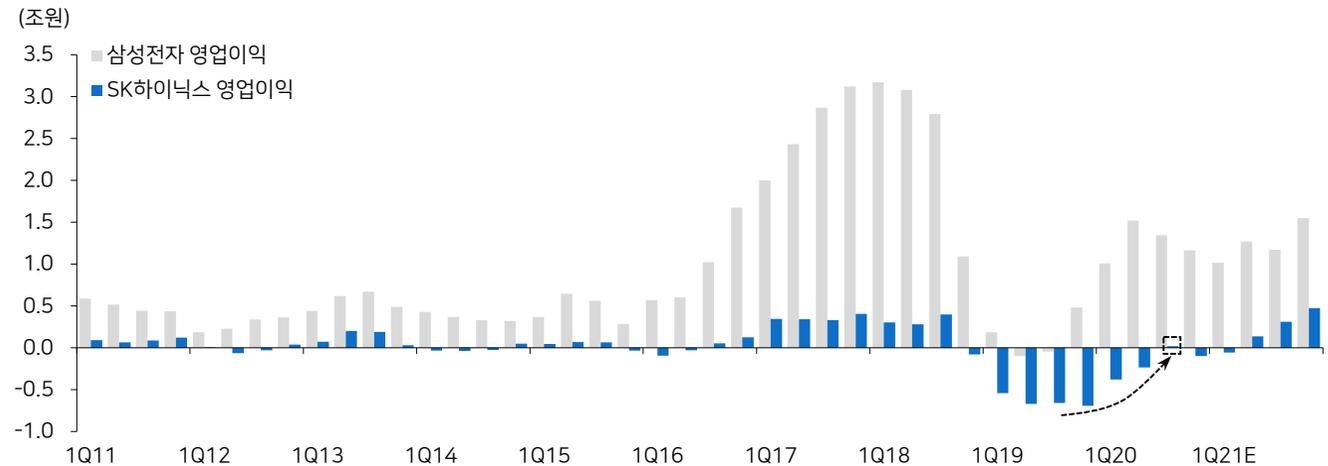


자료: 메리츠증권 리서치센터

# NAND - SK하이닉스의 예상보다 빠른 3Q20 턴어라운드

- 물량 확대 속 SK하이닉스의 NAND 수익성은 가파르게 개선될 전망
- 이는 1) 출하량 급증 기반 영업레버리지, 2) 공정효율화 통한 원가절감, 3) 일부 일회성이익
- 특히 원가 개선 효과 외에도 재고평가손충당금 환입이 2Q20-3Q20에 걸쳐 1,000억원대 가량 환입
- 내년 M15 생산 확대를 통해 NAND 영업이익 절대 규모 역시 크게 성장 가능

## 삼성전자, SK하이닉스 분기별 NAND 영업이익 - 20년 중반 128단 본격화가 실적 개선에 기여



자료: 메리츠증권 리서치센터

# 업황 회복 지연으로 멈춰선 주가. 경쟁사 대비 할인 거래되는 SK하이닉스

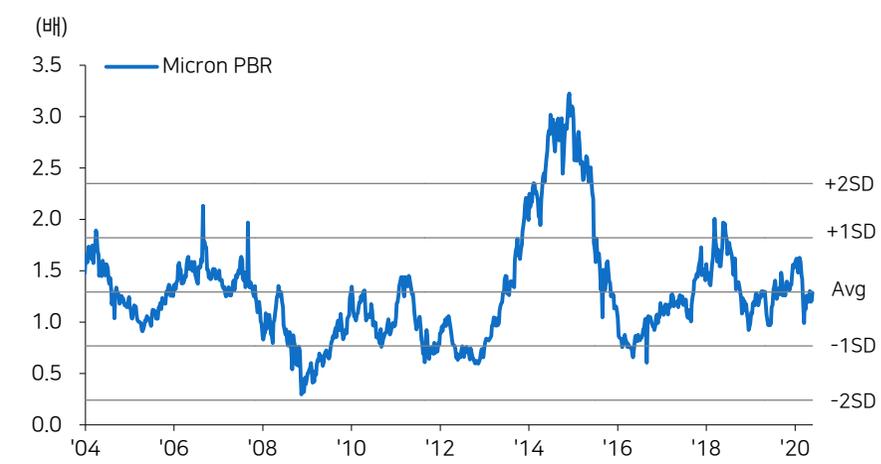
- SK하이닉스는 동등 Peer로 평가되는 마이크론 대비 할인돼 거래 중
- 특히 역사적으로도 15년 평균 이하의 PBR를 부여받으며, 이는 마이크론의 역사 평균 수준 밸류에이션 대비 떨어지는 수준
- 메모리 선도 계약으로 2Q20 실적은 물량과 판가 공히 시장 예상치를 상회할 전망이며, 이는 6월말로 예정된 마이크론 실적설명회가 시장에 인식 전환을 발생시킬 전망

SK 하이닉스 - 평균 이하의 밸류에이션을 부여



자료: 메리츠증권 리서치센터

Micron은 경험적 밸류에이션의 평균 수준 부여



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 2020년 비메모리 매출 확대와 파운드리 성장

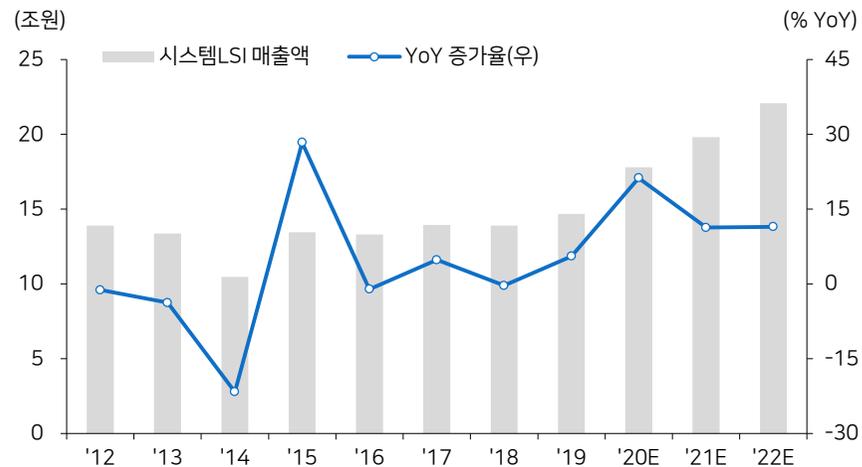
- 극심한 부침을 겪었던 비메모리 매출과 수익성은 점차 안정화되며 20년 본격 개선을 시현할 전망
- 이는 DDI, CMOS, PMIC의 경쟁력 확대와 삼성전자의 8nm 솔루션, 7nm EUV의 성공적 개발에 기반
- 현재 삼성전자 6nm EUV 제품의 고객 반응이 양호하며, 향후 5nm EUV 업그레이드를 통한 TSMC와의 경쟁력 격차 축소가 가파르게 발생할 전망
- 이에 삼성전자는 평택 P2 하층부 동편에 EUV 25-30k 캐파를 더해 21년 부터 선단공정 비메모리 생산에 박차를 가할 전망

### 삼성전자 EUV 적용 제품 확대로 2021년부터 P2 EUV 생산 기여 시작



자료: 메리츠증권 리서치센터

### 삼성전자 시스템LSI 사업부는 2020-21년 견조한 매출 증가를 시현할 전망

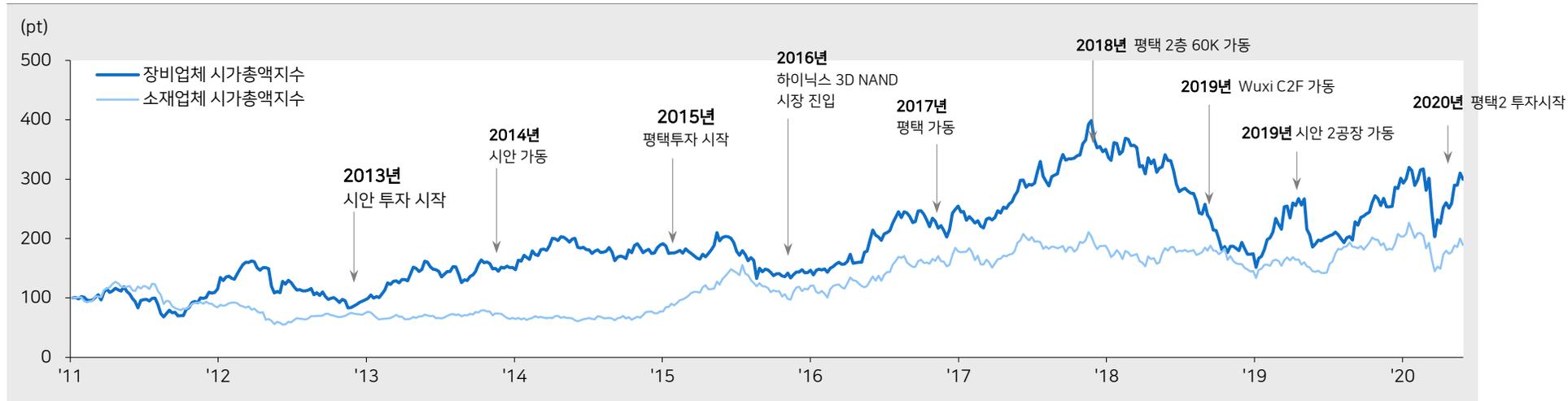


자료: 메리츠증권 리서치센터

# 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 발생했으나 현재는 그런 상황이 아님
- 삼성전자 및 SK하이닉스 투자 불구 21년 메모리 업황은 20년보다 개선될 전망이기에 장비/소재 업종은 지속 양호한 흐름을 보일 수 있음
- 특히 장비업종의 경우 하반기 수주 모멘텀이 발생하며 21년 실적이 크게 개선될 전망

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



주: 장비업체 (유진테크, PSK, 테스, 원익IPS), 소재업체 (SK머티리얼즈, 솔브레인, 디엔에프) 반영  
 자료: 메리츠증권 리서치센터

# 반도체 소재 Supply chain 전반적 수혜 지속

2020년 하반기 전망 시리즈

11

반도체/디스플레이

## 반도체 소재 Supply Chain 밸류에이션 테이블

반도체 소재 (십억달러, 달러)	종가 (현지통화)	시가총액 (백만달러)	주가변화율 (%)					P/E (배)		P/B (배)		EPS 증가율 (%)		ROE (%)		매출액 *		영업이익 *		
			1D	5D	1M	3M	6M	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	
반도체 소재	SK머티리얼즈	166,900	1,434	3.0	-3.0	6.0	12.8	-4.1	11.4	9.9	3.2	2.5	20.6	15.4	27.1	25.7	899	999	233	260
	솔브레인	84,400	1,196	4.6	-2.4	15.6	-2.4	19.9	7.9	7.4	1.5	1.3	57.7	7.4	20.3	18.3	1,045	1,044	197	205
	후성	8,120	612	1.6	-3.9	21.0	13.4	3.7	27.5	22.0	3.44	2.97	-17	382	7.4	14.5	268	328	11	43
	한솔케미칼	102,000	938	4.6	0.5	18.9	9.9	1.0	11.2	9.5	2.12	1.77	11	18	20.4	20.0	626	703	129	155
	이엔에프테크놀로지	29,400	341	6.5	-1.7	10.9	24.1	28.7	7.0	6.3	1.29	1.08	N/A	N/A	20.4	18.7	N/A	531	N/A	82
	디엔에프	13,550	119	5.4	-5.2	28.4	59.0	67.9	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	42,150	326	13.0	15.0	15.0	1.0	-11.8	13.8	10.7	1.89	1.63	-22	32	15.0	16.3	333	370	39	52
	덕산네오룩스	32,350	633	1.6	-1.2	3.4	-2.1	53.0	26.6	21.2	4.11	3.46	43	26	16.7	17.7	130	161	31	40
	인터플렉스	10,500	200	3.4	-1.9	4.5	-13.9	-32.3	59.3	8.1	1.10	0.97	흑전	634	1.9	12.7	329	428	N/A	30
	비에이치	18,300	490	4.9	2.2	8.9	3.1	-12.0	8.2	6.8	1.6	1.2	19.6	21.8	22.8	22.1	769	846	78	95
해외	Air Product	241.7	53,370	0.4	2.6	8.7	10.0	2.3	28.8	24.7	4.41	4.14	6	17	16.4	17.7	8,815	9,483	2,264	2,535
	Air Liquide	121.6	63,920	-0.4	2.1	4.7	-1.1	-1.2	24.1	21.8	3.09	2.74	2	12	12.4	12.9	23,707	25,069	4,153	4,591
	Hitachi chemical	4,625.0	8,945	0.2	0.2	0.4	1.5	17.4	34.4	30.2	2.14	2.03	72	14	6.9	7.4	6,097	6,332	335	384
	Kanto denka	920.0	491	-1.0	3.3	5.7	-0.2	-14.6	9.3	8.1	N/A	N/A	14	15	11.0	N/A	524	557	78	90
	Linde	202.3	106,266	1.1	4.5	12.2	5.9	-1.9	27.0	23.9	2.23	2.18	32	23	8.1	9.3	26,484	28,200	5,195	5,700

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

# 반도체 장비 Supply chain 전반적 수혜 지속

반도체 장비 Supply Chain 밸류에이션 테이블

(십억달러, 달러)	증가 (현지통화)	시가총액 (백만달러)	추가변화율 (%)					P/E (배)		P/B (배)		EPS 증가율 (%)		ROE (%)		매출액 *		영업이익 *		
			1D	5D	1M	3M	6M	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	
반도체 장비	원익IPS	34,400	1,375	5.8	-1.9	23.5	10.4	12.8	13.4	10.2	2.47	2.02	189	31	20.5	21.8	1,050	1,251	156	206
	테스	23,900	385	6.0	1.5	19.5	12.7	14.6	16.4	11.4	1.94	1.70	187	43	12.6	16.0	230	284	37	54
	피에스케이	24,300	292	7.0	-3.4	29.6	5.7	46.4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	원익홀딩스	4,830	304	10.7	2.2	27.6	11.5	19.3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	유진테크	22,650	423	5.6	3.7	28.7	22.1	62.4	33.3	12.0	2.06	1.77	N/A	N/A	7.1	19.2	N/A	354	N/A	73
	테크윙	18,450	290	6.3	-6.6	21.0	27.7	77.4	12.5	6.7	1.71	1.43	N/A	N/A	15.1	24.2	183	343	45	71
EUV 소재	에스앤에스텍	29,100	468	6.2	-4.1	38.9	66.3	223.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	에프에스티	15,600	257	20.0	13.5	94.8	101.0	147.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	동진씨미캠	18,100	758	1.1	-1.4	15.3	22.7	24.8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
해외	ASML	291.3	137,684	-0.6	-1.5	7.6	17.4	17.9	40.7	28.8	8.88	8.05	16	41	21.4	27.1	14,184	16,737	3,693	5,271
	AMAT	56.1	51,488	2.8	2.1	19.8	-3.3	-3.0	14.8	13.0	5.16	4.29	25	18	37.7	34.7	16,620	17,721	4,240	4,651
	KLA	175.9	27,282	0.8	2.0	17.1	14.5	7.4	17.7	17.3	11.07	9.46	-2	28	53.6	53.1	5,729	5,665	1,926	1,889
	LAM Research	273.6	39,727	2.6	5.0	16.4	-6.7	2.6	18.0	15.4	8.38	6.55	-1	17	46.7	47.5	9,941	11,107	2,642	3,064
	Tokyo Electron	22,455.0	32,766	4.4	0.1	3.6	0.6	-0.6	17.8	14.4	3.75	3.35	9	23	22.9	24.9	11,026	12,305	2,432	2,992

주: \*국내기업의 경우 십억원, 그 외 백만 달러 기준  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터



2020년 하반기 전망 시리즈 **11**

반도체/디스플레이

후행적 경계심

Part III

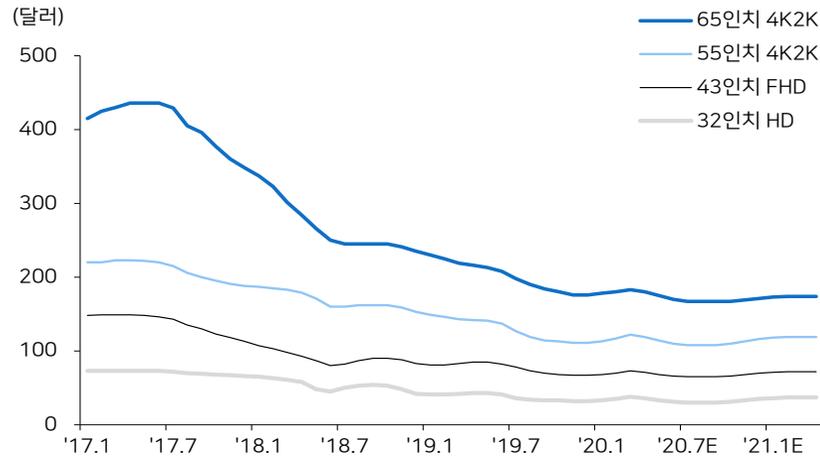
디스플레이

수요 둔화 충격과 희망의 씨앗

# LCD 패널 판가는 코로나19와 함께 재하락 사이클로 반전

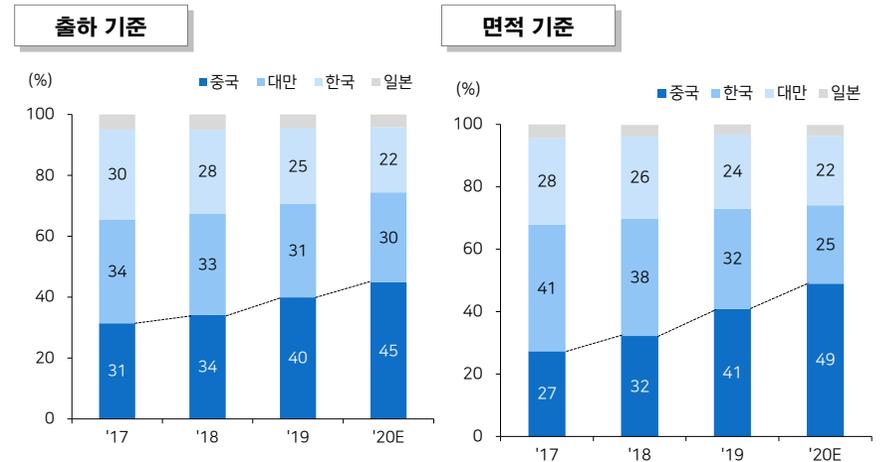
- 1Q20 판가 반등을 시현한 LCD 패널은 코로나19 영향이 불거지며 빠르게 하향반전
- 4월부터 패널가는 급속도로 하락하고 있으며, 당사는 이러한 추세는 7월까지 지속되리라 전망
- 수요 둔화 외에도 중국 10G급 생산 확대에 따라 원가 경쟁력을 갖춘 중국 업체들의 공급 증가는 우려요인으로 작용해옴
- 향후 관건은 1) 삼성디스플레이 (SDC)의 수저우팩 매각 여부, 2) BOE의 CEC 판다 인수 등 다자구도 내 Consolidation과 중국업체들의 실적 개선 의지

## LCD 판가는 연초 반등 이후 조정기 진입



자료: TrendForce, 메리츠증권 리서치센터

## 국가별 대면적 디스플레이 점유율 추이

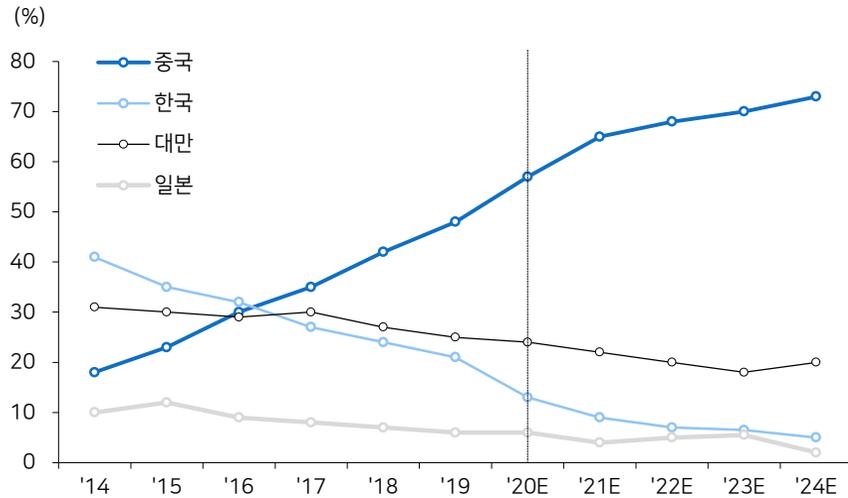


자료: TrendForce, 메리츠증권 리서치센터

# 중국 Capa 점유율 증가세 가속화 - 업황 훼손의 키는 중국에...

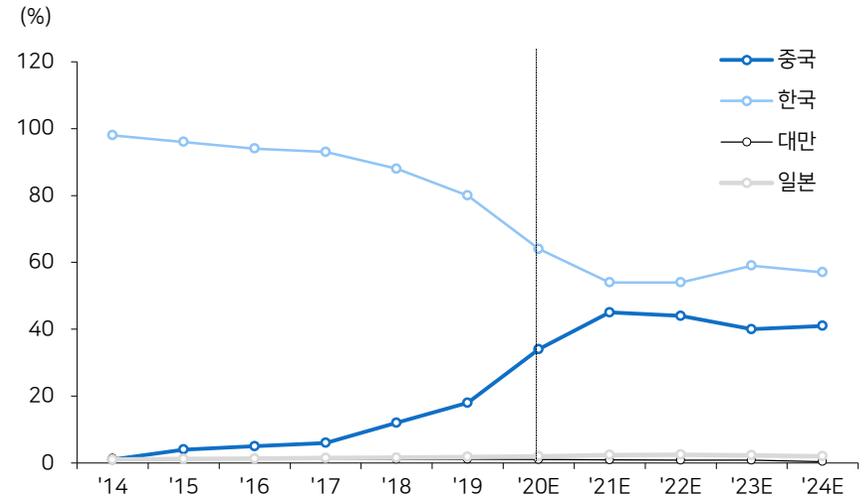
- 중국의 점유율 확대는 모바일 (6세대 이하)와 TV (7세대 이상)을 막론하고 공히 발생 중
- 특히 20-21년의 경우 TV와 모바일 모두 중국 업체들의 설비투자가 구조적으로 진행
- SDC의 LCD 국내 생산 중단 및 중국 수저우팹 매각 여부가 관건
- LG디스플레이의 역시 생산량을 감소시키며 산업 내 한국 점유율은 가파르게 하락
- OLED Capa 역시 여전히 한국이 선두를 유지하고 있으나, 중국의 점유율 추격도 가팔라지는 중

국가별 LCD Capa 점유율 전망



자료: 산업자료, 메리츠증권 리서치센터

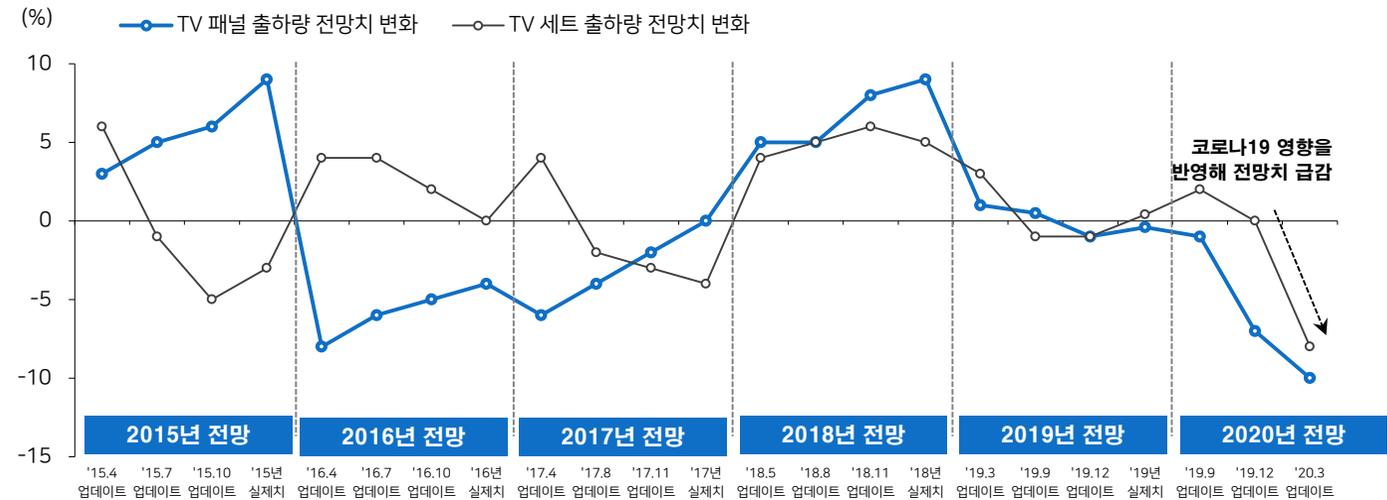
국가별 OLED Capa 점유율 전망



자료: 산업자료, 메리츠증권 리서치센터

- 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 기대된 스포츠 이벤트가 내년으로 연기되며 수요 공백 발생
- 2021년 도쿄 올림픽이 무산될 경우 이는 수요 쇼크가 재연될 수 있음

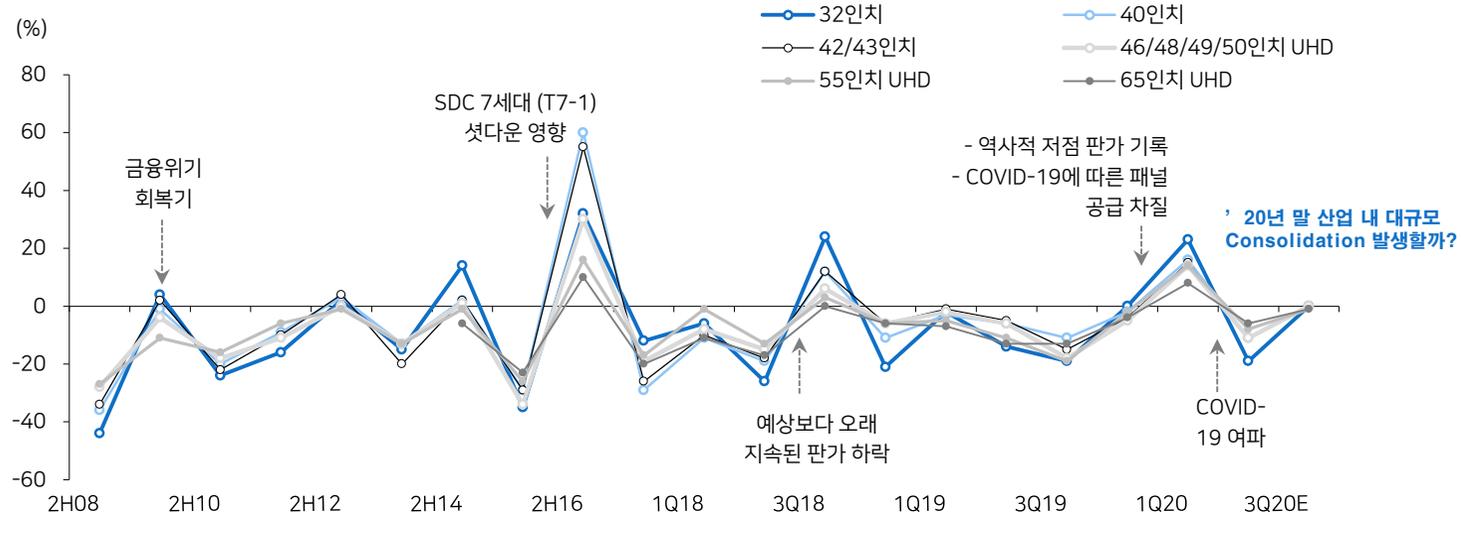
## 짝수해의 세트 수요 증가 요인까지 빠지며 수급은 급격히 훼손



자료: 산업자료, 메리츠증권 리서치센터

- 장기 시계열로 지속 하락한 LCD 패널가는 과연 반등할 수 있을까?
- 2016년말 삼성디스플레이의 7세대 LCD패널 OLED 전환이 가져온 업황 반등 가능성은 여전히 유효
- 당시에 비해 중국 내 신규 Capa가 지속 확대돼 가는 점은 큰 부담
- 만약 LCD 산업 내 복수의 Consolidation이 발생할 경우 16년의 업황 개선 재연 가능

패널 크기별 평가 YoY 변화율 - 연말 잠재적 Consolidation이 불러 일으킬 나비효과?



자료: 산업자료, 메리츠증권 리서치센터

# 국내 디스플레이 업계의 과감한 선택 - LCD 생산 축소

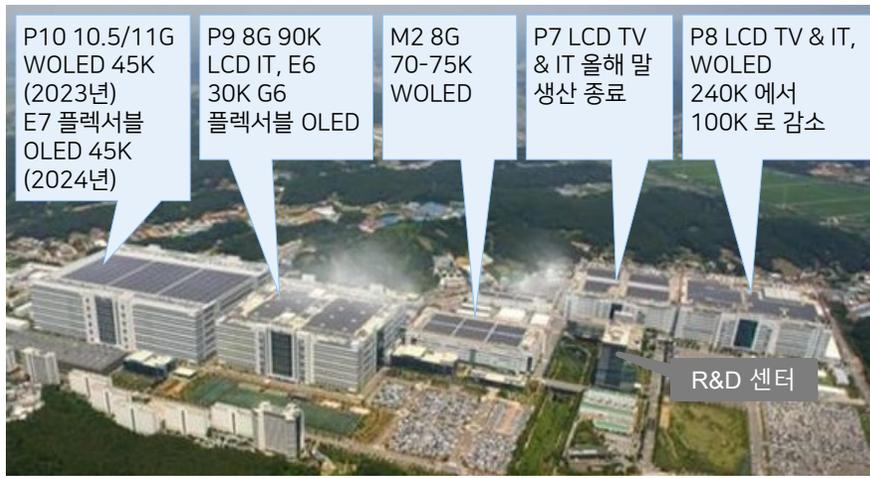
- 중국업체들의 LCD 패널 생산 시작은 중장기적으로 예고된 비극, 그 이유는:
  - 1) 전방 산업인 TV는 여전히 수요 둔화를 지속하고 있으며,
  - 2) '업황 관측 - 생산량 결정 - 자본상태 고려'의 건전한 균형 상태가 아니고,
  - 3) 최적 생산 설비인 8G에서 추가적인 효율성 개선이 어렵기 때문이며 해당 시장에서 중국업체들이 투자를 지속하기 때문
- 선두업체인 한국 업체 입장에서 LCD로는 더 이상 생산 측면의 차별화가 불가능
- 국내 업체들은 White-OLED와 QD-OLED로 전환 후 프리미엄 시장 확대 전략이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

## SDC - 팹 별 Capa 변화 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

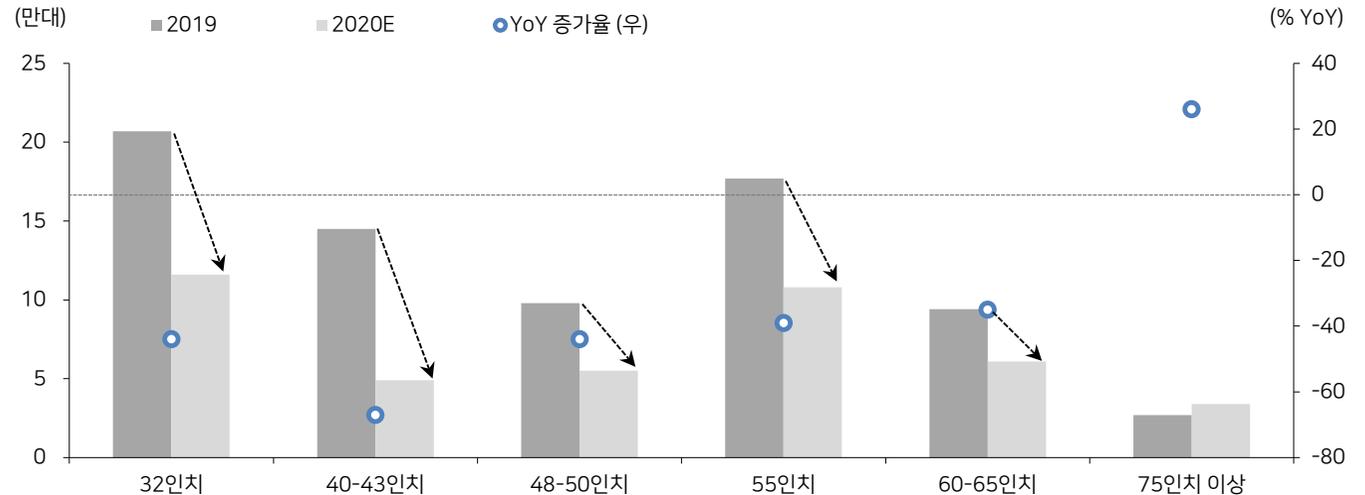
## LGD - 팹 별 Capa 변화 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

- SDC와 LGD는 작년부터 지속적인 생산 축소를 통해 TV 매출을 하향시켜 옴
- 특히 30-40인치의 생산량은 크게 감소
- 현재 32인치의 패널가 하락폭이 가장 크게 발생하고 있다는 점을 감안 시 아쉽지만 적절한 선택이었다는 판단

국내 LCD 단계적 Capa 축소에 따른 생산량 변화 (2019 vs 2020E)

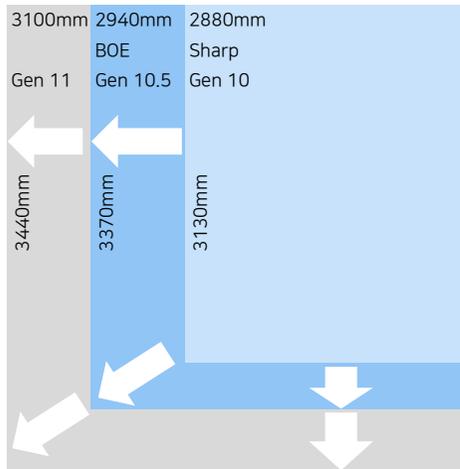


자료: 산업자료, 메리츠증권 리서치센터

# 중국 투자 - 10세대 부정적 파급력과 주력 사이즈 잠식 추세

- 10년 전 기준 최적 생산 설비인 8G에서 추가적인 효율성 개선은 거의 불가능한 상황
- 원가 절감을 위한 여력은 10~11G 규모에서만 가능
- 현재 중국의 10G 이상급 Fab에서는 다양한 MMG 연구를 통해 추가 원가 절감을 노력 중

## 중국 10-11G 대면적 확대 노력은 지속적인 원가 절감을 가능케 함



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 효율성이 극대화되는 10G 이상급 MMG

685mm	55인치	55인치	32인치	32인치
	1218mm		708mm	
			398mm	
	55인치	55인치	32인치	32인치
	55인치	55인치	32인치	32인치
	55인치	55인치	32인치	32인치
	55인치	55인치	32인치	32인치

자료: TrendForce, 메리츠증권 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 지속 앞설 전망
- 결국 국내 업체 입장에서는 원가 경쟁으로 변모될 LCD는 장기적 관점에서 추가적인 비중 축소 또는 탈출이 불가피한 상황

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

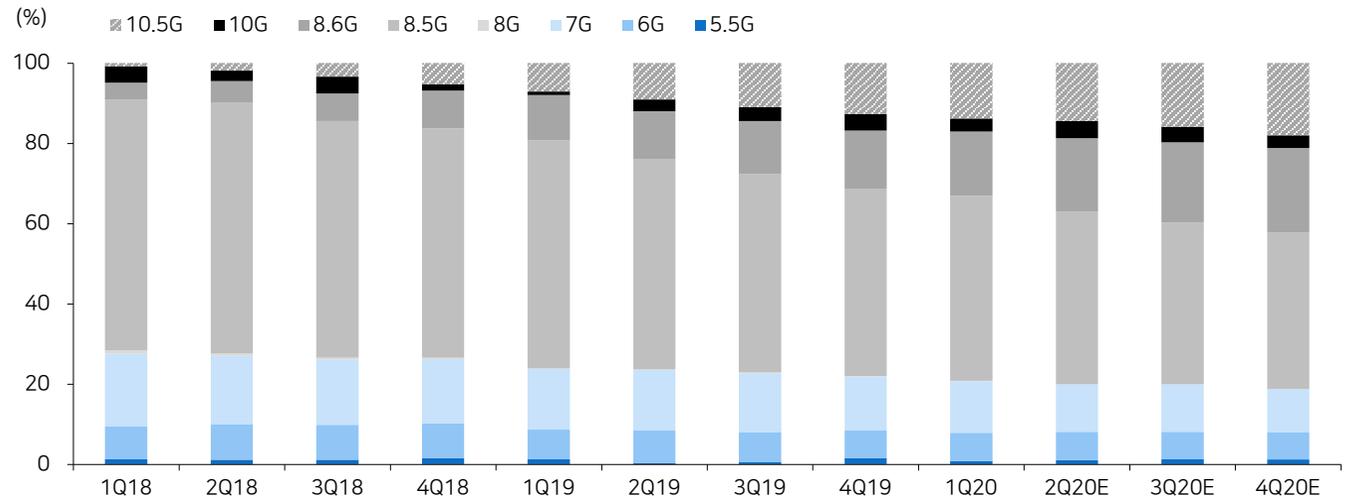
	Gen 8.5 (2200 × 2500)		Gen 8.6 (2250 × 2600)		Gen 8.6+ (2250 × 2610)		Gen 8.6+ (2290 × 2620)		Gen10.5 (2940 × 3370)	
	AUO, BOE, CSOT, LGD, Innolux, SDC 등		Innolux, HKC		CHOT		CEC Panda		BOE, CSOT, SIO, LGD	
Cutting	주요 제품	면취율	주요 제품	면취율	주요 제품	면취율	주요 제품	면취율	주요 제품	면취율
18 cuts	32"	96%	32"	90%	32"	90%	32"	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: 메리츠증권 리서치센터

# 구조적 문제점 - 중장기 투입 Capa는 지속적 증가 (1)

- 2020년 이후 CSOT와 Sharp/Foxconn의 10세대도 순차적으로 가동률을 올리며 양산 시작
- LCD 패널가에는 하방압력이 지속 작용할 전망
- 글로벌 LCD 점유율에서 10G급은 의미 있는 수준까지 상승

대형 LCD 내 10.5G 비중은 빠르게 증가 - 8G급 생산성의 비교 열위 가중



자료: 산업자료, 메리츠증권 리서치센터

## 구조적 문제점 - 중장기 투입 Capa는 지속적 증가 (2)

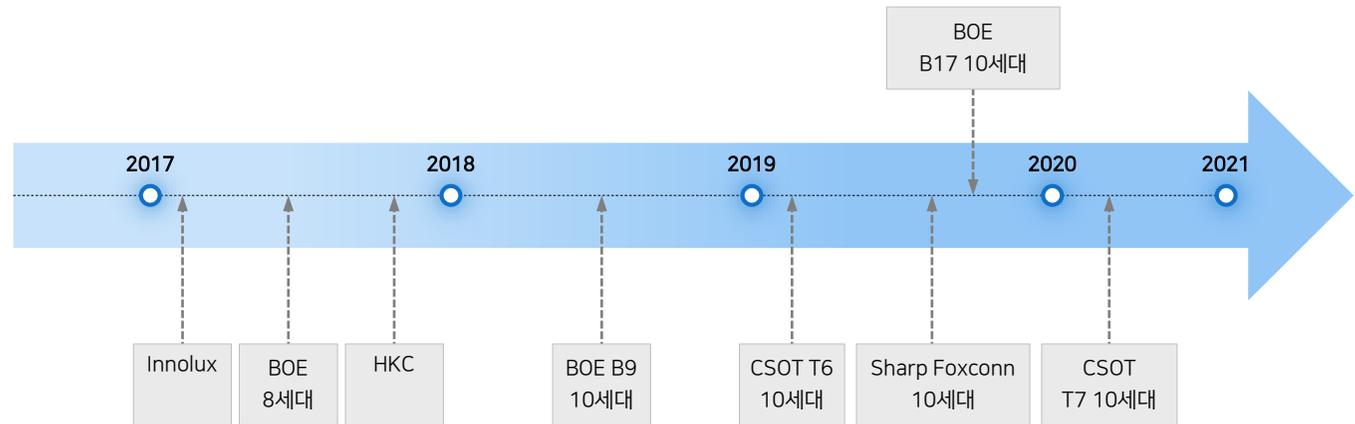
2020년 하반기 전망 시리즈

11

반도체/디스플레이

- 공급 측면에서 경제적 타당성이 결여된 투자가 지속됨에 따라 판가 하락은 원가하락 속도를 능가해 옴
- 다만 후발주자들의 현금원가를 하회하는 판가가 영원히 유지되긴 어려울 전망
- 관건은 기존 8G LCD Fab의 전격적 추가 가동중단 결정 여부

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

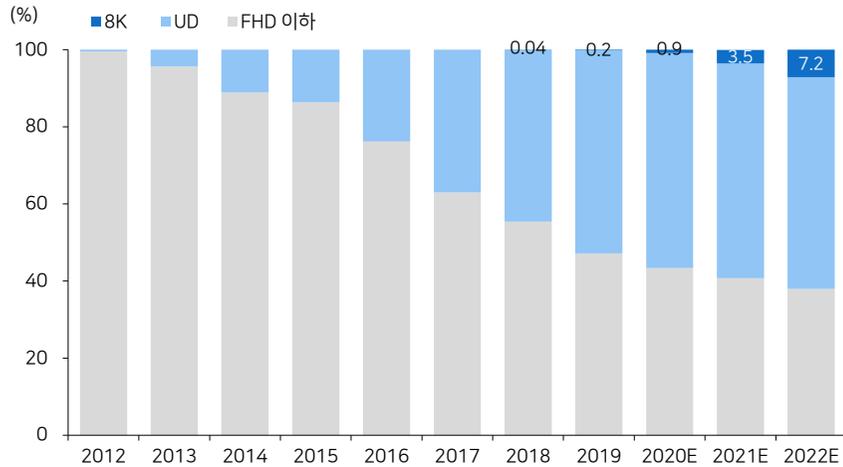


자료: 메리츠증권 리서치센터

# 8K - 수요의 제한적 상승 요인

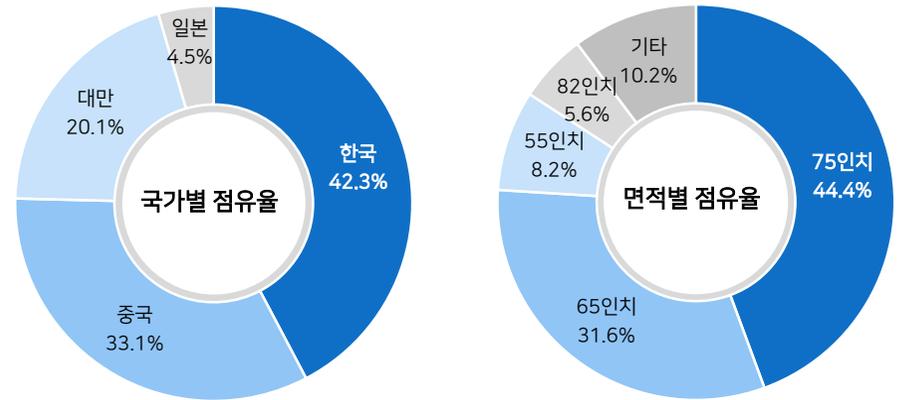
- 아직 이르지만 내년의 경우 1) 올림픽에 기반한 계절적 수요 회복, 2) 8K 등 수요 자극에 힘입어 빠르면 올해 하반기부터 판가 안정화 및 소폭 개선이 가능
- 한가지 아쉬운 점은 8K 생산을 위한 한계비용 증가 불구, 소비자들이 체감할 부가가치가 가격 인상을 용인하는지 여부
- 8K 영상 소스 및 보편화 속도에 주목할 필요

TV 시장 내 UHD 이후 8K 시장은 언제 열릴까?



자료: TrendForce, 메리츠증권 리서치센터

8K TV 내 국가별 점유율과 면적별 비중



자료: TrendForce, 메리츠증권 리서치센터

# 대형 디스플레이 반전의 가능성 - 공급과잉 속 Consolidation 가능성

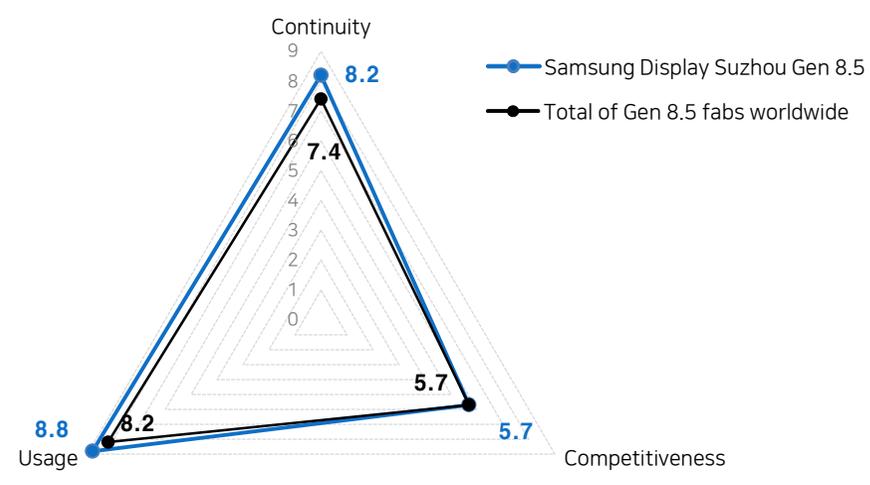
- 삼성디스플레이는 현재 중국에 위치한 수저우팩 (Suzhou LCD와 Suzhou Module)을 보유
- 장부가에는 2조원 남짓으로, 매각을 검토하는 것으로 파악
- 문제는 디스플레이 업종의 PBR이 크게 훼손되며 잠재 매수자와의 견해차가 크게 발생할 가능성이 높음
- 다만 수저우 팩은 8세대급 생산시설 중 다양한 경쟁 우위를 보이는 양호한 시설로 평가

## 중국 10-11G 대면적 확대 노력은 지속적인 원가 절감을 가능케 함

(1Q20, 십억원)	자산	부채	자본	매출액	당기순이익
Samsung Suzhou Module (SSM)	1,069	295	775	1,958	76
Samsung Suzhou LCD (SSL)	1,808	626	1,183	1,416	-4
수저우 팩 합계	2,878	920	1,958	3,373	72

자료: 메리츠증권 리서치센터

## SDC 수저우 팩 경쟁력 - 커브드 모니터 등 중국경쟁사 대비 기술 우위 보유



자료: Omdia, 메리츠증권 리서치센터

## 삼성디스플레이, A5 추가 생산시설이 과연 필요할까?

- 삼성디스플레이가 장기 건립중인 A5의 가동시기는 거듭 지연되는 중
- 이는 1) TV 수요 둔화가 발생하며 QD-OLED 또는 QNED 등 고가 제품의 미래 수요가 불투명하며, 2) 폴더블 기기 개화 시기 역시 불확실하기 때문
- A1~A4의 생산시설을 통해 모바일 OLED를 생산하고 있는 SDC입장에서는 Y-OCTA 및 LTPO 전환 과정에서는 10~20%의 Capa 손실을 위한 소규모 보충투자가 적합하다 판단됨
- 올해말 L7-2 LCD 생산 종료 이후 OLED 전환 투자가 뒤따를 전망

### 장기 건설 중인 A5 신규 팹 도입 시기는 점차 후퇴하는 중



자료: 언론자료, 메리츠증권 리서치센터

### A5 대신 L7-2 전환을 통한 Capa 감축 보충 가능성이 높아 보임

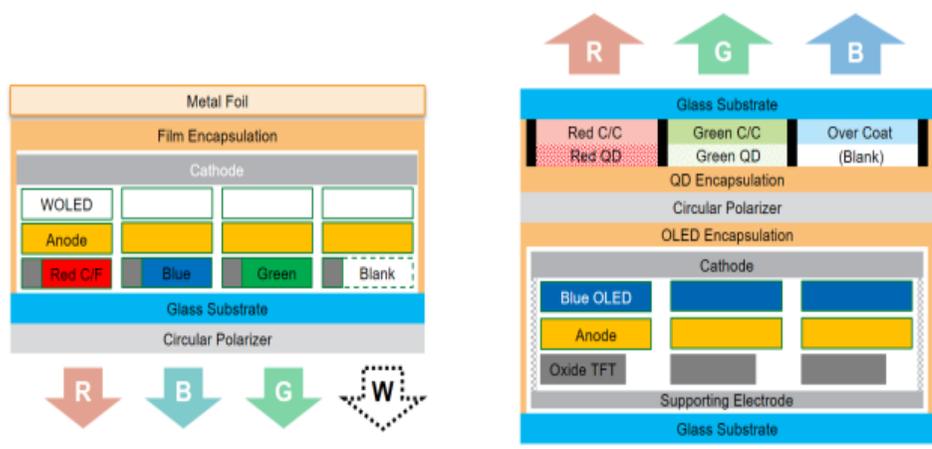


자료: 메리츠증권 리서치센터

# 화이트 OLED와 QD-OLED, 굳이 달라야 할까?

- LG디스플레이의 White OLED에 이어 삼성디스플레이의 QD-OLED 기술 개발이 활발히 진행 중이나 아직 확고한 방향성은 나오지 않은 상황
- 단계적 투자가 가능할 전망이나, 여전히 기술적 한계는 존재
- 현재 8.5G로 개발되는 QD-OLED는 10.5G 적용 여부도 극히 불확실

## 화이트 OLED와 QD-OLED의 기술적 차이



자료: 메리츠증권 리서치센터

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

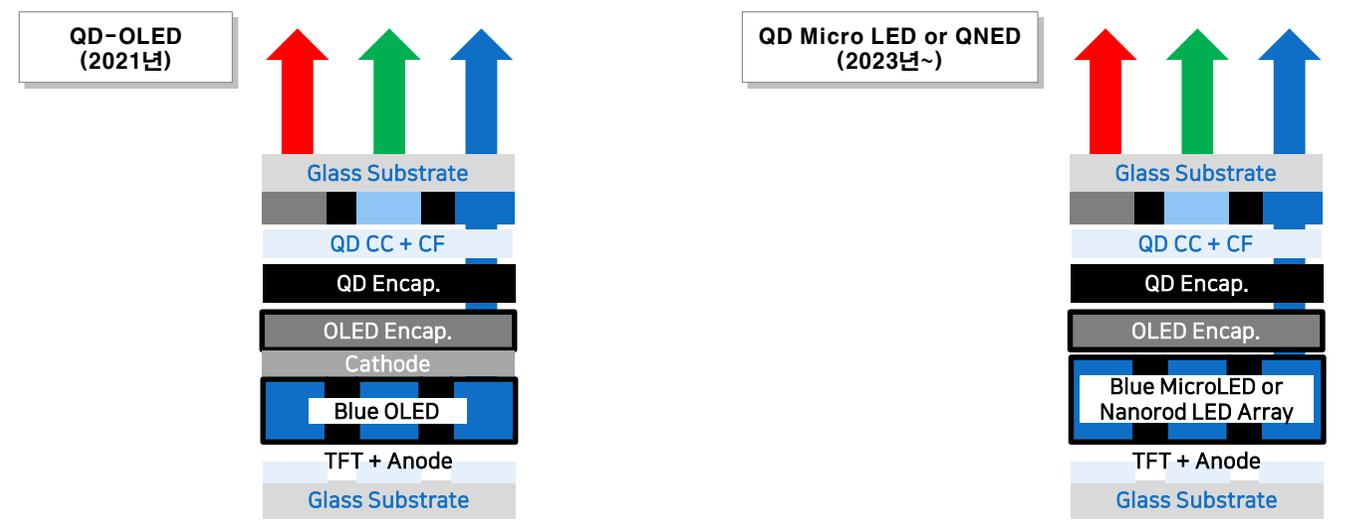
	WOLED	QD-OLED
생산 단계	양산 중	개발 중
픽셀 구조	White Tandem	Blue Tandem
발광 방식	배면발광	전면발광
컬러필터	R-G-B-W 컬러필터	QD R-G-B 컬러
Backplane	Oxide TFT	Oxide TFT
봉지공정	1회 (Metal foil 결합된 봉지필름)	2회 (Thin Film 또는 Glass 봉지)
주요공정	오픈 마스크 OLED / 컬러필터	오픈 마스크 OLED / 잉크젯 QD 컬러필터
기술적 문제	배면발광의 낮은 개구율	Blue OLED 수명 저감
양산시점 및 업체	3Q13 / LG디스플레이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

자료: 메리츠증권 리서치센터

# QD-OLED와 QNED - 한계비용 최소화가 가능할까?

- 하이엔드 TV 시장 공략을 위한 삼성디스플레이의 집중 투자 및 연구개발이 진행 중
- 성과 측면에서는 아직 공식화되지 않은 상황
- QD-OLED를 체험해본 결과 LCD 대비 색재현력 등 다양한 장점은 관찰됨
- 하지만 머지않아 등장할 마이크로LED 등의 원가경쟁력이 결여된 QD 제품은 Mass market에 안착하기 어려울 전망

## 삼성 QD-OLED와 QLED, 과연 Mass market에 진입할 수 있을까?



자료: 메리츠증권 리서치센터

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

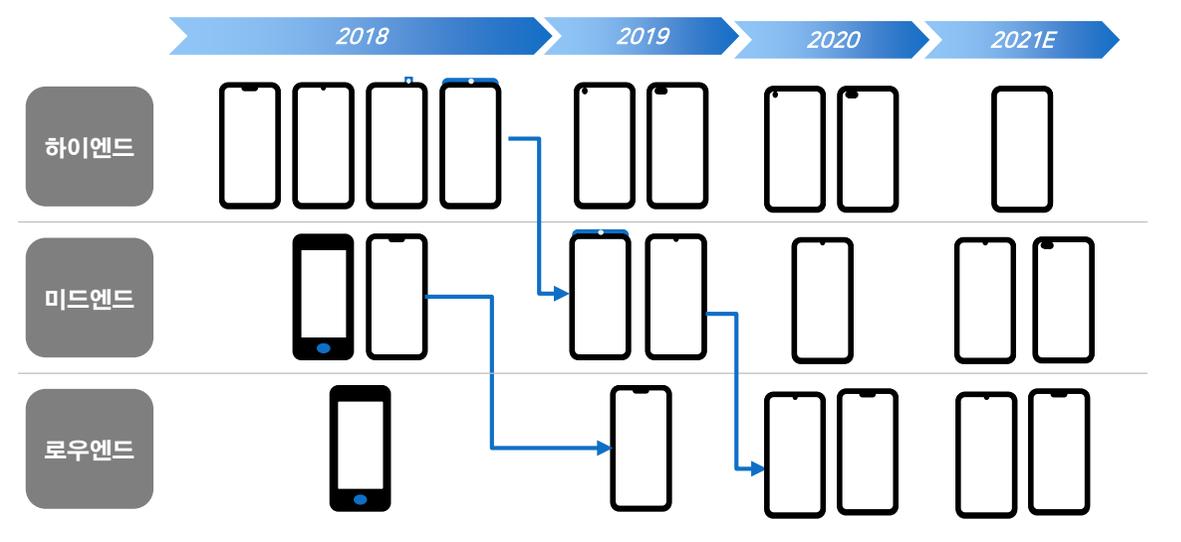
- 모바일 디스플레이는 현재 업종 내 유일한 수익 창출 어플리케이션으로 남아있음
- 베젤리스를 추구하는 현재의 추세에서 노치 제거와 카메라의 진화가 활발하게 진행 중
- 향후 디스플레이 기술은 언더패널 센터 도입과 함께, 폴 디스플레이 및 직각 디스플레이 (90도 벤딩) 또는 3D 글라스 적용을 통해 스마트폰의 폼팩터를 크게 변화시키는 방향으로 진화될 전망
- 당사는 내년 삼성 갤럭시S21부터 UPS 도입을 통한 폴디스플레이 스마트폰 등장 예상

## 21년, 카메라 홀은 결국 사라지는 수순 (UPS 도입)



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 스마트폰 디스플레이 진화 방향

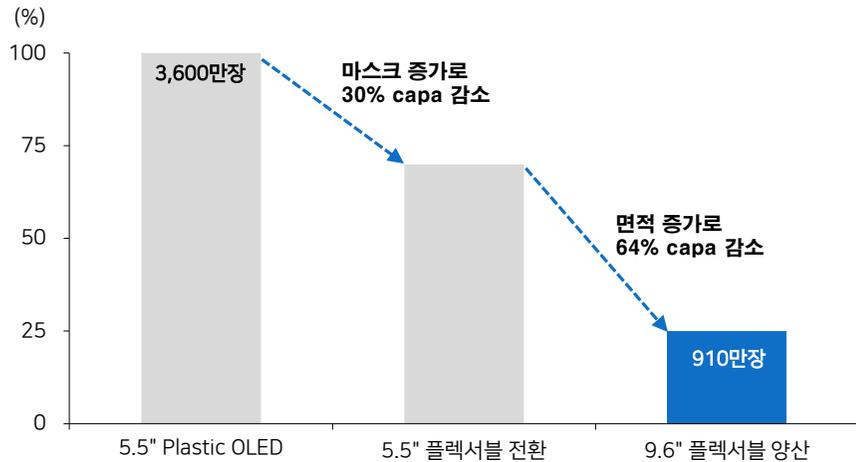


자료: 메리츠증권 리서치센터

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

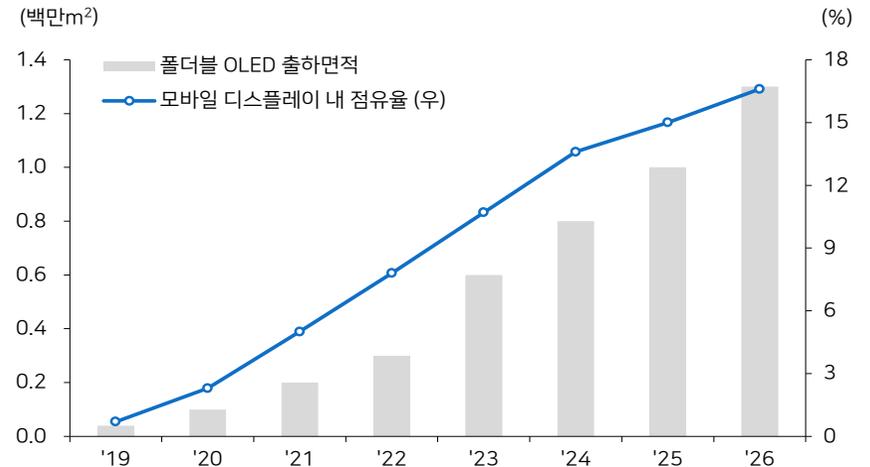
- High-end 스마트폰의 PC화는 비단 전방시장만의 확대는 아님
- 모바일 디스플레이 수요 급증 (Rigid에서 Flexible로 전환 시 기존 Capa가 크게 감축되며 추가 Capa 투자 발생 가능함)
- 폴더블 OLED 출하면적은 빠르게 증가하고 있으나 종전 기대는 하회하는 수준
- 2023년 폴더블 OLED는 모바일 디스플레이 내 10%가량 점유할 전망

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



자료: 메리츠증권 리서치센터

폴더블 OLED 출하 증가 전망 - 2023년 전체 모바일 면적의 10% 돌파 예상

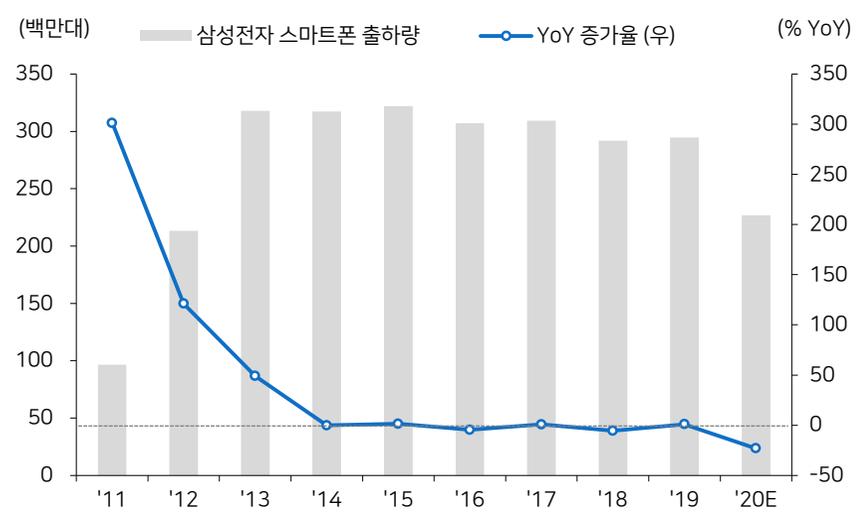


자료: 산업자료, 메리츠증권 리서치센터

# ... 하지만 모바일 디스플레이 수요 둔화가 걸림돌

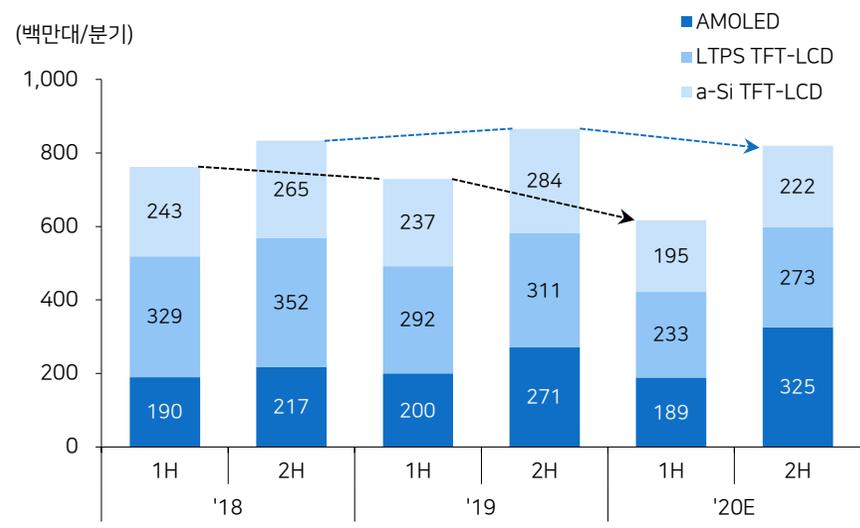
- 폴더블 OLED 상용화의 걸림돌은 우선 전반적인 스마트폰 수요 둔화
- 특히 SDC 입장에서는 Captive 고객인 삼성전자 무선사업부의 출하 부진이 사업 확신을 제한하고 있음
- 삼성전자 무선사업부는 플래그쉽 스마트폰 라인업에도 BOE 등 2nd Vendor까지 고려하며 원가 절감을 시도하는 중
- 무선사업부의 수익성 후퇴와 함께 관련된 노이즈는 지속 등장할 전망

삼성전자 스마트폰 출하량 성장의 한계에 도달



자료: 메리츠증권 리서치센터

수요 침체 속 1H20 모바일 OLED 출하량은 빠르게 감소



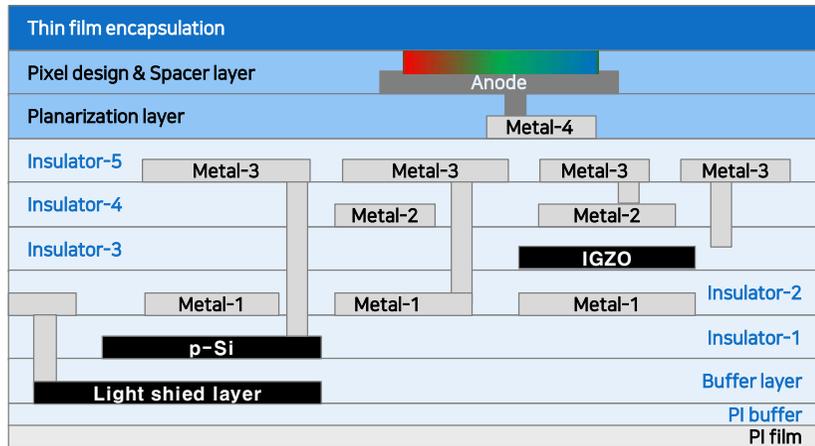
자료: 산업자료, 메리츠증권 리서치센터

# LTPO 적용을 통한 경쟁력 확대. 과연 Capa 투자 증가로 이어질까?

- 모바일 OLED에는 지속 다양한 신기술이 시도되며 부가가치 창출을 노력 중
- 과거 애플워치에 적용된 LTPO는 LTPS와 Oxide의 장점을 교차 적용한 제품
- 누설전류를 억제하며 스마트폰 전력 사용량의 10-15% 가량을 감소시킬 수 있음
- AOD (Always On Display)의 적용 확대와 함께 올해 8월 갤럭시노트20, 내년 아이폰13에 적용될 전망

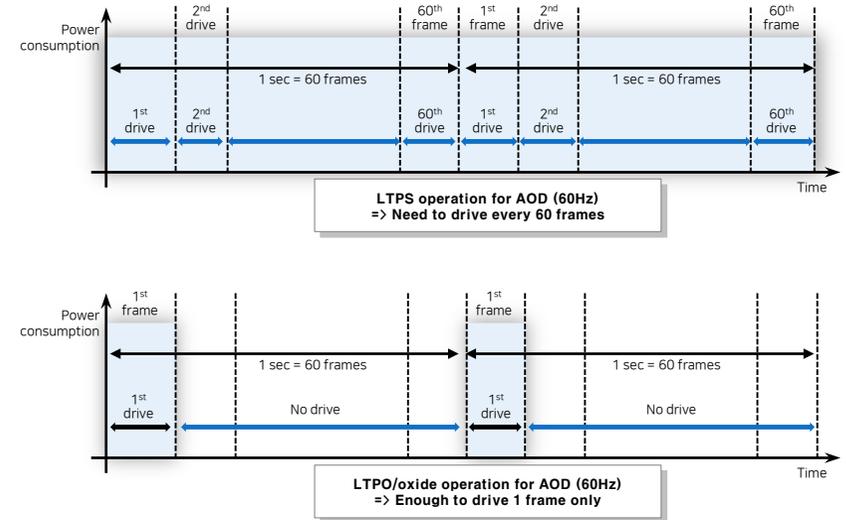
## LTPO 패널 구조 - 옥사이드 TFT 도입을 통한 저전력 목적

Structure of LTPO AMOLED panel



자료: 산업자료, 메리츠증권 리서치센터

## LTPO는 누설전류 억제를 통해 AOD 등 전력소모 감소

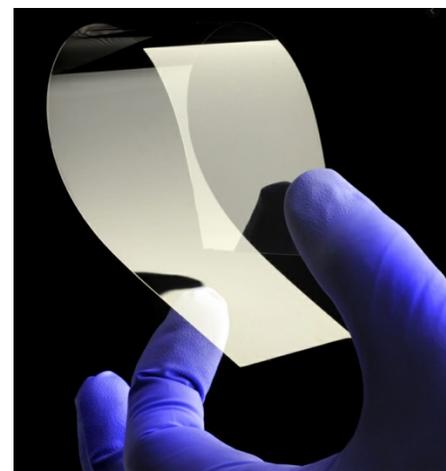
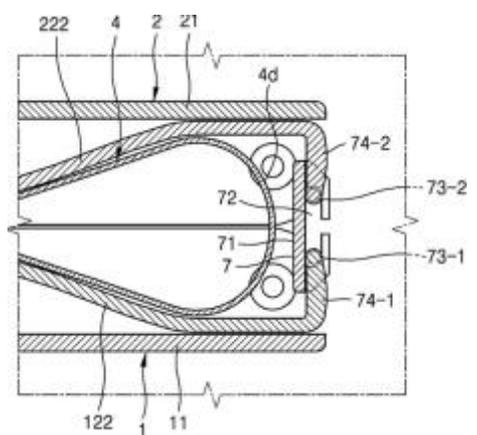


자료: 산업자료, 메리츠증권 리서치센터

## 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
- 삼성전자 갤럭시 폴드2는 8월초 공개되며 전작 대비 대화면과 S-Pen을 제공해 효용성을 극대화시킨 제품으로 등장할 전망

곡률의 한계 극복을 위한 힌지와 폴더블 커버윈도우 개발이 시급



자료: 메리츠증권 리서치센터

갤럭시 폴드 2 (예상도) - 사용성 향상과 S-Pen 탑재 효용 제공



자료: 메리츠증권 리서치센터

# 미리 보는 차기 아이폰 라인업

- 올해 하반기 OLED 아이폰은 폼팩터 측면에서 작년 모델과 큰 변화가 없는 것으로 추정
- 120Hz 지원 정도를 제외하고 디스플레이에는 큰 변화 없이, 카메라와 5G 연결성 등에 변화가 발생
- 장기적으로 폴더블 아이폰은 22년 내외에서 등장 가능하다는 판단

## 2020년 하반기 아이폰은 4모델로 추정 (iPhone 12 Pro 모델만 LGD 공급, 나머지는 SDC)

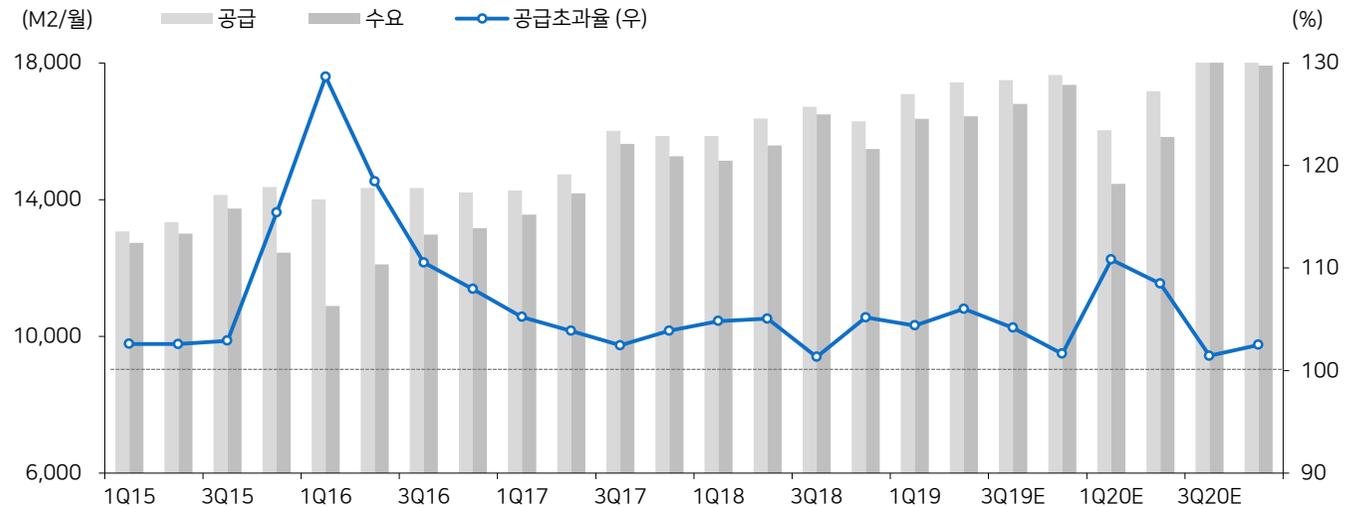
2015	2016		2017	2018	2019	1H20	2H20E
<b>iPhone 6S</b>	<b>iPhone SE</b>	<b>iPhone 7</b>	<b>iPhone 8</b>	<b>iPhone XR</b>	<b>iPhone 11</b>	<b>iPhone SE 2</b>	<b>iPhone 12</b>
IPS/FFS	IPS/FFS	IPS/FFS	IPS/FFS	IPS/FFS	IPS	IPS	Plastic OLED
4.7 inch	4 inch	4.7 inch	4.7 inch	6.1 inch	6.1 inch	4.7 inch	5.4 inch
1334 x 750 (326ppi)	1136 x 640 (326ppi)	1334 x 750 (326ppi)	1334 x 750 (326ppi)	1792 x 828 (324ppi)	1792 x 828 (324ppi)	1334 x 750 (326ppi)	2340 x 1080 (477ppi)
<b>iPhone 6S Plus</b>		<b>iPhone 7 Plus</b>	<b>iPhone 8 Plus</b>	<b>iPhone XS</b>	<b>iPhone 11 Pro</b>		<b>iPhone 12 Pro/Max</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 (463ppi)	2436 x 1125 (463ppi)		2532 x 1170 (457ppi)
			<b>iPhone X</b>	<b>iPhone XS Max</b>	<b>iPhone 11 Pro Max</b>		<b>iPhone 12 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)	2688 x 1242 (456ppi)	2688 x 1242 (456ppi)		2778 x 1284 (458ppi)

자료: 메리츠증권 리서치센터

# LCD 수급 - 공급과잉은 당분간 지속되나 판가안정화 가능성 존재

- 당사의 글로벌 LCD 모델에 따르면 공급 과잉은 중국의 신규 양산 라인 가동에 기인해 2H20까지 악화될 전망
- 다만 현재 TV 세트 업체들은 1) 하반기 계절적 회복 가능성과 2) LCD 판가의 역사적 저점을 감안해 재고확충을 시도 중
- 만약 당사가 예상하는 한국/중국 내 주요 Consolidation이 중복으로 발생할 경우 LCD 패널가는 3Q20을 내외로 반등할 수 있음

## 글로벌 LCD 수급 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 후행적 경계심

### 기업분석

Top Picks	투자판단	적정주가
삼성전자 (005930)	Buy	64,000원
SK하이닉스 (000660)	Buy	110,000원

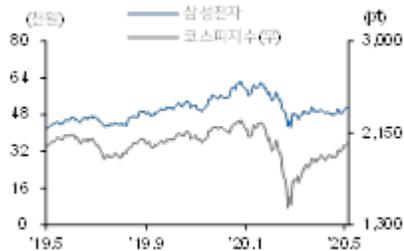
관심 종목	투자판단	적정주가
LG디스플레이 (034220)	Buy	14,000원
SK머티리얼즈 (036490)	Buy	220,000원

# 삼성전자(005930) 분기 실적과 가장 동행하는 회사

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

## Buy

적정주가 (12개월)	64,000원		
현재주가 (6.1)	51,200원		
상승여력	25.0%		
KOSPI	2,065.08pt		
시가총액	3,056,529억원		
발행주식수	596,978만주		
유동주식비율	74.77%		
외국인비중	55.08%		
52주 최고/최저가	62,400원/42,500원		
평균거래대금	13,156.2억원		
<b>주요주주(%)</b>			
이건희 외 14 인	21.21		
국민연금공단	11.19		
BlackRock Fund Advisors 외 15 인	5.03		
<b>주가상승률(%)</b>			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.4	1.8	20.5
상대주가	-3.4	2.9	19.1
<b>주가그래프</b>			



### 메모리 판가는 공급사와 고객사의 동상이몽 구간. 하지만 결국 하반기 계절성은 공급사 편

- 모바일 수요 둔화를 빌미로 서버 고객들의 판가인상 저항 발생 중
- 하지만 메모리 선두업체의 생산증가 제한 및 재고소진 추이, 그리고 후발주자의 판가 인상 의지 감안 시 메모리 판가 조정은 '4Q20-1Q21의 단기 소폭' 구간으로 예상
- 삼성전자의 DRAM과 NAND 생산은 올해 시장 성장률을 하회하며, 부진한 수요 불구 업황 훼손 완충

### 분기 실적 눈높이는 내려와야 할 필요 있으나, 방향성은 3Q20부터 상승 전환

- 2Q20E 영업이익은 5.9조원으로 QoQ 8% 하락하겠지만 3Q20E 9.5조원으로 가파른 개선을 보일 전망
- 이후 분기실적은 메모리 판가 흐름과 유사하게 4Q20-1Q21 완만한 조정기 이후 내년 업사이클 진입

### 신규 주주환원 불확실성 있으나, Buy 투자 의견과 64,000원 적정주가 유지

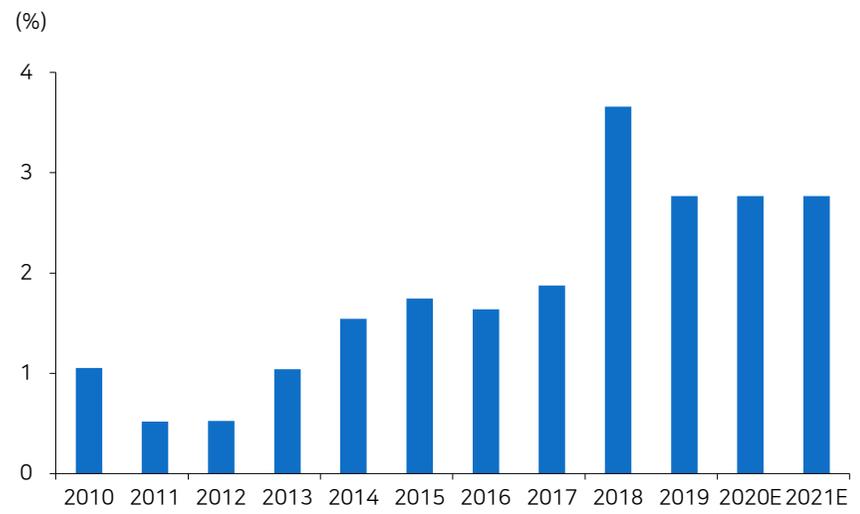
- 배당수익 등 방어적 가치는 연말까지 유효하나, 10월말 경 발표될 신규 주주환원계획의 개선여부는 불확실
- 안정적 주가 흐름 가능하겠으나, 본격 주가 상승을 위해서는 1) 스마트폰 출하 회복 (마케팅 비용 집행), 2) 제한적 생산 증가를 통해 메모리 가격협상력 유지, 3) 주주환원 정책의 유지가 필요

(조원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	243.8	58.9	43.9	6,871	10.9	30,906	7.5	1.7	3.0	18.3	37.0
2019	230.4	27.8	21.5	3,602	-47.6	34,480	14.2	1.5	3.9	8.4	34.1
2020E	232.3	30.4	23.1	3,406	-5.4	36,294	15.0	1.4	4.5	8.9	34.5
2021E	266.6	39.7	31.6	4,654	36.6	39,651	11.0	1.3	3.6	11.3	34.5
2022E	291.8	46.8	37.4	5,511	18.4	43,924	9.3	1.2	5.2	12.3	33.3

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

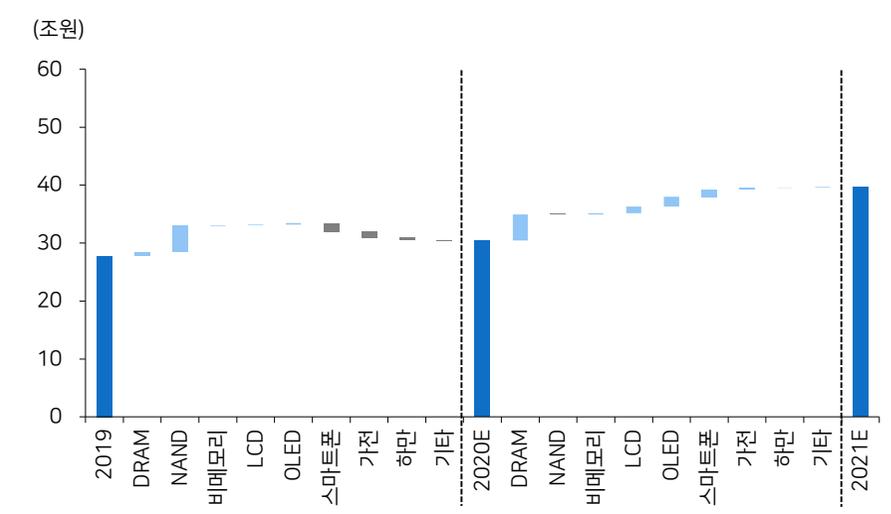
- 2Q20 실적은 시장 기대치를 하회할 전망. 이는 1) 무선사업부 스마트폰 출하량이 기대를 하회하고 있으며, 2) 삼성디스플레이 영업손실 속 일회성이익 역시 하반기로 지연되기 때문
- 3Q20부터 실적은 전분기 대비 견조한 상승세를 유지할 전망
- 다만 2020년까지 유지되어온 3개년 주주환원 정책은 향후 유지 또는 후퇴하는 방향성을 보일 가능성이 높음. 이는 장기 주주환원정책이 1) 급격한 시황변동과 2) 투자와 주주환원을 적절히 반영하지 못하기 때문

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



주: 2020년 6월 1일 증가 기준  
자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전자의 2020년 영업이익은 DRAM을 제외하고 고르게 발생



자료: 메리츠증권 리서치센터

# 삼성전자 - 분기 실적은 2Q20 약세 이후 하반기 회복

2020년 하반기 전망 시리즈

11

반도체/디스플레이

## 삼성전자 실적추정

(조원)	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	55.3	51.4	60.9	64.7	61.8	63.2	68.6	73.0	230.4	232.3	266.6	291.8
반도체	17.6	18.9	20.4	19.4	19.8	21.1	24.4	25.0	64.9	76.3	90.3	108.6
DRAM	7.5	8.5	8.6	8.2	8.3	9.0	10.4	10.8	31.7	32.8	38.6	45.1
NAND	5.7	6.3	6.8	7.0	6.7	7.5	8.3	9.4	18.6	25.8	31.9	41.4
비메모리	4.5	4.2	5.0	4.1	4.7	4.6	5.7	4.8	14.7	17.8	19.8	22.1
디스플레이	6.6	6.4	10.2	10.6	8.6	8.7	11.5	11.5	31.0	33.8	40.4	39.4
LCD	1.1	1.2	1.2	1.2	0.6	0.6	0.5	0.5	5.5	4.7	2.2	2.1
OLED	5.5	5.2	9.0	9.4	8.0	8.2	11.0	11.0	25.5	29.1	38.2	37.3
무선통신	26.0	19.4	24.4	27.2	28.5	27.1	27.2	29.5	107.3	97.0	112.3	120.7
핸드셋	25.0	18.4	23.2	25.7	27.1	25.7	25.8	27.8	102.4	92.2	106.4	113.9
피쳐폰	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.8	0.7	0.7	0.6
스마트폰	23.1	16.0	20.8	22.5	24.7	23.3	23.4	24.6	95.1	82.4	95.9	103.1
테블릿	1.7	2.2	2.2	3.0	2.2	2.2	2.3	3.1	6.4	9.2	9.8	10.2
가전	10.3	10.6	10.9	13.0	10.7	11.4	11.2	13.2	44.7	44.8	46.5	47.9
하만	2.1	2.8	2.9	3.0	2.3	3.1	3.2	3.4	10.1	10.8	12.0	13.4
기타	-7.3	-6.7	-8.0	-8.5	-8.2	-8.2	-9.0	-9.6	-27.7	-30.4	-34.9	-38.2
영업이익	6.4	5.9	9.5	8.6	8.2	9.3	10.8	11.3	27.8	30.4	39.7	46.8
영업이익률 (%)	11.7%	11.5%	15.5%	13.3%	13.3%	14.8%	15.7%	15.5%	12.1%	13.1%	14.9%	16.1%
반도체	3.9	5.3	5.4	4.7	4.7	5.5	6.6	7.2	14.0	19.3	24.0	30.5
DRAM	2.5	3.5	3.6	3.2	3.3	3.8	5.0	5.3	12.2	12.9	17.4	21.0
NAND	1.0	1.5	1.3	1.2	1.0	1.3	1.2	1.6	0.5	5.0	5.0	7.8
비메모리	0.4	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4	1.3	1.4	1.6	1.8
디스플레이	-0.3	-0.6	1.5	1.3	0.4	1.0	1.8	1.7	1.6	2.0	4.8	4.7
LCD	-0.4	-0.4	-0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.3	-1.1	0.0	0.0
OLED	0.1	-0.2	1.8	1.4	0.4	1.0	1.8	1.7	2.8	3.1	4.8	4.7
무선통신	2.7	1.1	2.0	1.9	2.9	2.5	1.8	1.8	9.3	7.7	9.0	9.7
핸드셋	2.4	1.1	1.9	1.8	2.8	2.3	1.6	1.7	8.5	7.2	8.4	9.0
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	2.4	1.0	1.8	1.6	2.7	2.2	1.5	1.5	8.2	6.7	7.9	8.5
테블릿	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
가전	0.5	0.2	0.4	0.5	0.3	0.5	0.5	0.6	2.6	1.6	1.9	1.9
하만	-0.2	-0.1	0.1	0.1	-0.2	-0.1	0.1	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0
기타	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
지배주주 순이익	4.9	4.7	7.3	6.5	6.5	7.7	8.8	8.9	21.5	23.1	31.6	37.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

# 삼성전자 - 메모리 전망 주요가정

## 삼성전자 - 메모리 출하량 및 판가 전망 가정치

		1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	2022E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	15,088	15,163	15,466	15,776	16,249	17,061	18,256	18,986	53,594	61,493	70,552	82,444
	% QoQ	-6%	1%	2%	2%	3%	5%	7%	4%				
	% YoY	50%	28%	12%	-1%	8%	13%	12%	20%	23%	15%	15%	17%
	NAND	326,555	339,617	370,183	403,499	399,464	439,411	483,352	541,354	1,125,932	1,439,855	1,863,581	2,424,504
	% QoQ	-2%	4%	9%	9%	-1%	10%	10%	12%				
	% YoY	56%	23%	20%	21%	22%	29%	31%	34%	50%	28%	29%	30%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.42	0.46	0.46	0.44	0.43	0.45	0.49	0.50	0.51	0.44	0.47	0.48
	% QoQ	1%	10%	0%	-4%	-1%	4%	8%	2%				
	% YoY	-39%	-16%	2%	7%	5%	-1%	7%	13%	-49%	-13%	6%	1%
	NAND	0.01	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
	% QoQ	5%	4%	0%	-3%	-3%	2%	2%	3%				
	% YoY	-10%	8%	14%	5%	-2%	-4%	-2%	4%	-52%	5%	-1%	1%

자료: 메리츠증권 리서치센터

# 삼성전자 (005930)

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	243,771.4	230,400.9	232,345.2	266,594.9	291,773.6
매출액증가율(%)	1.8	-5.5	0.8	14.7	9.4
매출원가	132,394.4	147,239.6	145,128.2	162,115.0	174,069.8
매출총이익	111,377.0	83,161.3	87,216.9	104,479.9	117,703.8
판매비와관리비	52,490.3	55,392.8	56,796.4	64,788.3	70,856.4
영업이익	58,886.7	27,768.5	30,420.5	39,691.6	46,847.4
영업이익률(%)	24.2	12.1	13.1	14.9	16.1
금융손익	1,390.4	1,886.8	1,431.5	3,127.6	3,388.9
충속/관계기업관련손익	539.9	413.0	360.6	400.0	400.0
기타영업외손익	1,930.3	2,299.7	1,743.6	3,527.6	3,788.9
세전계속사업이익	61,160.0	30,432.2	32,164.1	43,219.2	50,636.3
법인세비용	16,815.1	8,693.3	8,731.9	11,312.3	12,910.4
당기순이익	44,344.9	21,738.9	23,432.2	31,906.9	37,725.9
지배주주지분 순이익	43,890.9	21,505.1	23,139.2	31,613.8	37,432.9

Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	174,697.4	181,385.3	192,783.3	215,318.2	242,659.6
현금및현금성자산	30,340.5	26,886.0	27,786.1	37,161.7	53,339.0
매출채권	33,867.7	35,131.3	37,977.9	42,825.5	46,777.2
재고자산	28,984.7	26,766.5	28,935.3	32,628.6	35,639.4
비유동자산	164,659.8	171,179.2	177,575.3	185,056.0	191,550.3
유형자산	115,416.7	119,825.5	123,704.9	127,704.9	131,704.9
무형자산	14,891.6	20,703.5	20,898.0	20,397.0	19,497.6
투자자산	7,313.2	7,591.6	8,045.4	8,845.4	9,645.4
자산총계	339,357.2	352,564.5	370,358.6	400,374.3	434,210.0
유동부채	69,081.5	63,782.8	68,714.6	77,258.5	82,815.3
매입채무	8,479.9	8,718.2	9,424.6	10,627.6	11,608.3
단기차입금	13,586.7	14,393.5	11,607.1	10,107.1	8,107.1
유동성장기부채	33.4	846.1	914.6	1,031.4	1,126.6
비유동부채	22,522.6	25,901.3	26,308.9	25,473.8	25,626.8
사채	939.3	957.7	1,020.7	1,020.7	1,020.7
장기차입금	85.1	2,197.2	2,202.9	1,302.9	1,402.9
부채총계	91,604.1	89,684.1	95,023.5	102,732.3	108,442.1
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	-7,991.2	-5,029.3	-3,959.2	-3,959.2	-3,959.2
이익잉여금	242,699.0	254,582.9	266,026.2	288,333.1	316,459.0
비지배주주지분	7,684.2	7,965.0	7,906.0	7,906.0	7,906.0
자본총계	247,753.2	262,880.4	275,335.0	297,641.9	325,767.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	67,031.9	45,382.9	44,759.1	54,590.0	60,913.3
당기순이익(손실)	44,344.9	21,738.9	23,432.2	31,906.9	37,725.9
유형자산감가상각비	25,167.1	26,573.8	28,000.0	29,000.0	29,000.0
무형자산상각비	1,314.9	3,023.8	3,734.6	4,225.4	4,623.9
운전자본의 증감	-9,924.4	-2,545.8	-8,040.5	-7,937.7	-6,470.8
투자활동 현금흐름	-52,240.5	-39,948.2	-32,069.2	-33,329.4	-33,329.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-29,556.4	-25,367.8	-32,000.0	-33,000.0	-33,000.0
투자자산의 감소(증가)	-7,473.9	-8,139.5	-209.6	-400.0	-400.0
재무활동 현금흐름	-15,090.2	-9,484.5	-12,493.4	-11,885.0	-11,406.5
차입금증감	-4,029.5	156.4	-2,885.4	-2,283.3	-1,804.8
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-204.6	-3,454.5	900.1	9,375.6	16,177.3
기초현금	30,545.1	30,340.5	26,886.0	27,786.1	37,161.7
기말현금	30,340.5	26,886.0	27,786.1	37,161.7	53,339.0

Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	33,458	33,919	34,205	39,247	42,954
EPS(지배주주)	6,871	3,602	3,406	4,654	5,511
CFPS	-28	-509	133	1,380	2,382
EBITDAPS	11,717	8,445	9,150	10,793	6,897
BPS	30,906	34,480	36,294	39,651	43,924
DPS	1,416	1,416	1,416	1,416	1,416
배당수익률(%)	3.7	2.8	2.8	2.8	2.8
Valuation(Multiple)					
PER	7.5	14.2	15.0	11.0	9.3
PCR	-1823.0	-100.7	386.4	37.1	21.5
PSR	1.5	1.5	1.5	1.3	1.2
PBR	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
EBITDA	85,368.7	57,366.2	62,155.1	73,315.5	46,847.4
EV/EBITDA	3.0	3.9	4.5	3.6	5.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.3	8.4	8.9	11.3	12.3
EBITDA이익률	54.5	30.1	38.7	46.7	62.3
부채비율	37.0	34.1	34.5	34.5	33.3
금융비용부담률	-0.7	-0.9	-0.7	-0.8	-1.1
이자보상배율(x)	87.3	40.5	61.2	90.3	124.3
매출채권회전율(x)	7.9	6.7	6.4	6.6	6.5
재고자산회전율(x)	4.9	5.3	5.2	5.3	5.1

## Buy

적정주가 (12개월)	110,000원
현재주가 (6.1)	83,600원
상승여력	31.6%
KOSPI	2,065.08pt
시가총액	608,610억원
발행주식수	72,800만주
유동주식비율	73.49%
외국인비중	48.06%
52주 최고/최저가	105,000원/63,100원
평균거래대금	4,331.5억원
<b>주요주주(%)</b>	
SK텔레콤 외 2인	20.07
국민연금	11.20

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.6	-27.6	-37.7
상대주가	-9.1	-26.7	-38.4

### 주가그래프



## SK하이닉스 실적회복의 걸림돌이었던 NAND 사업부문의 3Q20 턴어라운드 전망

- 동사 NAND OPM은 4Q19 -48%에서 3Q20 +2%로 회사 전망 대비 조기 달성 예상
- 이는 1) 출하량 급증 기반 영업 레버리지, 2) 공정효율화 통한 원가절감, 3) 일부 일회성이익 기여에 기반
- 특히 NAND 사업에서 동사가 경쟁적 열위에 있던 홀에칭의 경쟁력회복은 128단 전환과 맞물리며 실적 개선에 크게 기여할 전망. 하반기 모바일 수요회복 가시화될 경우 실적 개선은 더 가파를 수 있음

## DRAM 판가는 4Q20부터 '중단기 소폭 조정' 구간 통과. 2Q21초부터 재상승 전망

- DRAM 시장 관련 코로나19 영향 탓 후행적 우려가 드리워지는 중
- 데이터센터 고객들의 판가인상 저항이 일부 발생하고 있지만, 선두업체의 공급 제한과 재고 소진을 감안 시 결국 중단기 소폭 조정기간에 그칠 전망

## 투자의견 Buy, 적정주가 110,000원 유지. 단기 실적은 시장 기대치 상회 예상

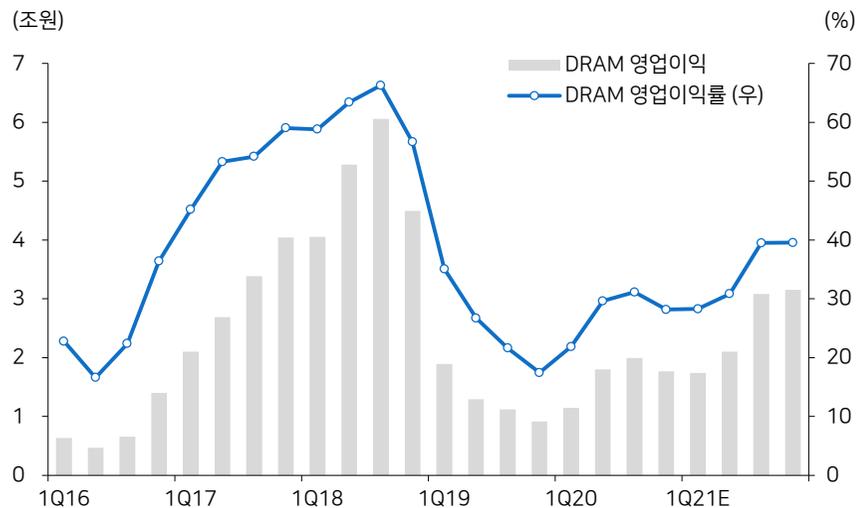
- 현재 DRAM 시장 관련해 코로나19 영향 탓 후행적 우려가 드리워지는 중이며, 동사 주가는 당사 예상대로 5월까지 PBR 1.1~1.3배 구간 내 등락 반복
- 2Q20 영업이익은 1.6조원, 3Q20 2.0조원으로 시장 기대치 상회. 투자의견 Buy 및 적정주가 11만원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	40,445.1	20,843.8	15,540.1	22,719	50.7	64,348	3.7	1.3	2.0	33.2	35.9
2019	26,990.7	2,712.7	2,013.3	2,765	-87.8	65,836	30.2	1.3	5.5	4.2	35.1
2020E	33,503.0	6,154.5	4,960.7	6,814	146.4	71,241	12.3	1.2	4.5	9.9	37.4
2021E	41,189.2	11,084.2	8,688.3	11,934	75.1	81,923	7.0	1.0	3.0	15.6	31.9
2022E	49,716.3	13,301.0	10,259.1	14,092	18.1	94,455	5.9	0.9	2.3	16.0	27.1

# SK하이닉스 - 우려 섞인 DRAM 대비 예상 외의 NAND 경쟁력

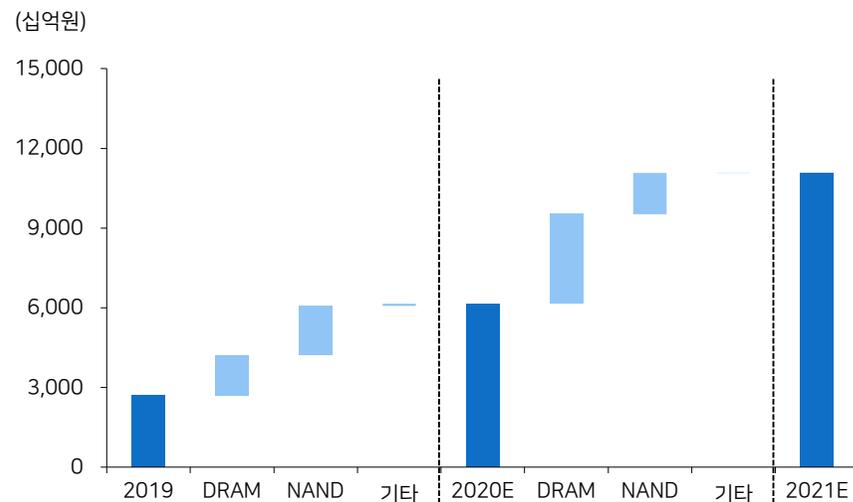
- DRAM 업황 역시 코로나19의 후행적 영향력이 하반기에 발생하며 단기 조정기를 거칠 전망
- 하지만 동사의 NAND 사업은 1) 강력한 출하량 증가율, 2) 홀에칭 기반 원가경쟁력 획득, 3) 일회성 이익 등으로 3Q20 조기 흑자전환 달성 가능 (vs 회사 가이드스 4Q20)
- 메모리 판가 조정기는 4Q20-1Q21로 주가는 역시 올해 하반기 중 내년 2Q 업사이클 재개를 반영하기 시작할 전망

SK하이닉스 - 분기별 DRAM 영업이익 및 영업이익률



자료: 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스 사업부분별 영업이익의 브릿지 차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

# SK하이닉스 - 분기별 영업이익은 3Q20까지 성장

2020년 하반기 전망 시리즈

11

반도체/디스플레이

## SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>7,199.0</b>	<b>8,391.4</b>	<b>9,012.1</b>	<b>8,900.5</b>	<b>8,741.5</b>	<b>9,786.4</b>	<b>11,095.5</b>	<b>11,565.8</b>	<b>26,990.7</b>	<b>33,503.0</b>	<b>41,189.2</b>	<b>49,716.3</b>
DRAM	5,256.5	6,071.2	6,409.1	6,267.2	6,152.4	6,805.8	7,811.1	7,972.4	20,670.4	24,004.0	28,741.6	34,092.2
NAND	1,745.2	2,022.8	2,280.8	2,211.1	2,275.6	2,653.5	2,930.0	3,225.4	5,194.3	8,259.9	11,084.5	14,124.8
<b>영업이익</b>	<b>800.3</b>	<b>1,594.4</b>	<b>2,048.5</b>	<b>1,711.3</b>	<b>1,717.1</b>	<b>2,268.5</b>	<b>3,433.0</b>	<b>3,665.7</b>	<b>2,712.7</b>	<b>6,154.5</b>	<b>11,084.2</b>	<b>13,301.0</b>
DRAM	1,149.0	1,799.4	1,995.9	1,765.7	1,740.9	2,099.7	3,085.5	3,152.3	5,221.6	6,709.9	10,078.4	11,416.3
NAND	-375.9	-234.7	20.4	-96.6	-55.2	136.2	312.0	476.5	-2,559.9	-686.8	869.5	1,734.8
기타	27.2	29.7	32.2	42.2	31.4	32.7	35.4	36.8	51.1	131.4	136.3	149.9
세전이익	928.5	1,560.1	2,026.1	1,809.2	1,718.4	2,264.2	3,433.2	3,728.9	2,442.7	6,323.9	11,144.7	13,158.6
당기순이익	649.1	1,248.1	1,620.9	1,447.3	1,340.4	1,766.1	2,677.9	2,908.6	2,013.3	4,960.7	8,688.3	10,259.1
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>11%</b>	<b>19%</b>	<b>23%</b>	<b>19%</b>	<b>20%</b>	<b>23%</b>	<b>31%</b>	<b>32%</b>	<b>10%</b>	<b>18%</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>
DRAM	22%	30%	31%	28%	28%	31%	40%	40%	25%	28%	35%	33%
NAND	-22%	-12%	1%	-4%	-2%	5%	11%	15%	-49%	-8%	8%	12%

자료: 메리츠증권 리서치센터

# SK하이닉스 - 메모리 전망 주요 가정

2020년 하반기 전망 시리즈

11

반도체/디스플레이

## SK하이닉스 - 메모리 출하량 및 판가 전망 가정치

		1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	2022E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	10,713	10,713	11,356	11,810	11,810	12,637	13,522	13,927	37,146	44,593	51,897	61,199
	% QoQ	-4%	0%	6%	4%	0%	7%	7%	3%				
	% YoY	46%	28%	10%	6%	10%	18%	19%	18%	21%	20%	16%	18%
	NAND	90,045	97,249	107,946	109,026	116,658	134,156	146,230	160,853	278,085	404,266	557,897	755,923
	% QoQ	13%	8%	11%	1%	7%	15%	9%	10%				
	% YoY	72%	33%	48%	37%	30%	38%	35%	48%	51%	45%	38%	35%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.41	0.46	0.46	0.45	0.44	0.46	0.50	0.50	0.48	0.45	0.48	0.48
	% QoQ	3%	13%	0%	-4%	-1%	4%	8%	1%				
	% YoY	-37%	-7%	10%	11%	7%	-1%	7%	12%	-50%	-6%	6%	2%
	NAND	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
	% QoQ	7%	5%	2%	-2%	-3%	2%	2%	2%				
	% YoY	-18%	15%	13%	12%	2%	-1%	-1%	3%	-56%	6%	1%	-5%

자료: 메리츠증권 리서치센터

# SK하이닉스 (000660)

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	40,445.1	26,990.7	33,503.0	41,189.2	49,716.3
매출액증가율(%)	34.3	-33.3	24.1	22.9	20.7
매출원가	15,180.8	18,825.3	20,690.1	21,897.1	26,505.0
매출총이익	25,264.2	8,165.5	12,813.0	19,292.1	23,211.3
판매비와관리비	4,420.5	5,452.7	6,658.5	8,207.9	9,910.3
<b>영업이익</b>	<b>20,843.8</b>	<b>2,712.7</b>	<b>6,154.5</b>	<b>11,084.2</b>	<b>13,301.0</b>
영업이익률(%)	51.5	10.1	18.4	26.9	26.8
금융손익	549.8	-267.2	143.5	28.9	-174.0
충속/관계기업관련손익	13.0	22.6	31.6	31.6	31.6
기타영업외손익	562.8	-244.6	169.5	60.5	-142.4
세전계속사업이익	21,341.0	2,442.7	6,323.9	11,144.7	13,158.6
법인세비용	5,801.1	426.3	1,358.6	2,451.8	2,894.9
<b>당기순이익</b>	<b>15,540.0</b>	<b>2,016.4</b>	<b>4,965.4</b>	<b>8,692.9</b>	<b>10,263.7</b>
지배주주지분 순이익	15,540.1	2,013.3	4,960.7	8,688.3	10,259.1
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	19,894.2	14,457.6	20,039.9	26,691.4	35,920.0
현금및현금성자산	2,349.3	2,306.1	5,567.8	9,042.8	15,980.7
매출채권	6,320.0	4,261.7	4,975.7	5,465.8	5,478.6
재고자산	4,422.7	5,295.8	5,804.5	7,542.7	8,940.5
비유동자산	43,764.2	50,331.9	51,243.7	51,987.5	51,507.2
유형자산	34,952.6	39,949.9	39,952.5	41,452.5	42,752.5
무형자산	2,678.8	2,571.1	2,260.8	1,925.5	1,594.2
투자자산	562.2	768.8	982.1	1,151.0	1,319.9
<b>자산총계</b>	<b>63,658.3</b>	<b>64,789.5</b>	<b>71,283.6</b>	<b>78,678.9</b>	<b>87,427.2</b>
유동부채	13,031.9	7,874.0	9,453.8	12,241.0	12,796.5
매입채무	1,096.4	1,042.5	1,339.5	1,740.7	2,063.2
단기차입금	585.8	1,168.4	1,371.7	1,371.7	1,371.7
유동성장기부채	1,028.5	1,569.4	2,016.5	2,120.4	2,013.3
비유동부채	3,774.2	8,972.3	9,949.8	6,781.1	5,850.3
사채	1,510.2	2,579.1	3,576.1	1,503.0	1,510.4
장기차입금	2,161.6	5,052.9	5,152.9	4,004.8	3,024.4
<b>부채총계</b>	<b>16,806.0</b>	<b>16,846.3</b>	<b>19,403.5</b>	<b>19,022.1</b>	<b>18,646.8</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	-482.8	-298.9	43.8	43.8	43.8
이익잉여금	42,033.6	42,930.7	46,522.5	54,299.3	63,422.9
비지배주주지분	6.6	14.8	16.7	16.7	16.7
<b>자본총계</b>	<b>46,852.3</b>	<b>47,943.2</b>	<b>51,880.0</b>	<b>59,656.8</b>	<b>68,780.4</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>22,227.2</b>	<b>6,483.2</b>	<b>13,543.1</b>	<b>20,121.7</b>	<b>21,771.3</b>
당기순이익(손실)	15,540.0	2,016.4	4,965.4	8,692.9	10,263.7
유형자산감가상각비	5,904.2	7,758.2	8,800.0	9,500.0	9,700.0
무형자산상각비	524.1	795.2	937.2	946.3	942.4
운전자본의 증감	-1,996.9	270.1	-1,384.5	-1,414.2	-756.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-21,428.8</b>	<b>-10,450.9</b>	<b>-10,723.5</b>	<b>-12,613.3</b>	<b>-12,613.3</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-16,036.2	-13,920.2	-8,900.0	-11,000.0	-11,000.0
투자자산의 감소(증가)	-233.8	-177.6	-137.3	-137.3	-137.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-1,395.3</b>	<b>3,903.2</b>	<b>434.9</b>	<b>-4,033.5</b>	<b>-2,220.2</b>
차입금증감	1,047.2	5,248.5	1,173.1	-3,117.4	-1,080.1
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>-600.7</b>	<b>-43.3</b>	<b>3,261.8</b>	<b>3,474.9</b>	<b>6,937.9</b>
기초현금	2,950.0	2,349.3	2,306.1	5,567.9	9,042.8
기말현금	2,349.3	2,306.1	5,567.9	9,042.8	15,980.7
Key Financial Data					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	55,556	37,075	46,020	56,578	68,291
EPS(지배주주)	22,719	2,765	6,814	11,934	14,092
CFPS	-825	-59	4,480	4,773	9,530
EBITDAPS	37,462	15,475	21,829	29,575	32,889
BPS	64,348	65,836	71,241	81,923	94,455
DPS	1,500	1,000	1,339	1,667	1,787
배당수익률(%)	1.8	1.2	1.6	2.0	2.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	3.7	30.2	12.3	7.0	5.9
PCR	-101.3	-1,407.2	18.7	17.5	8.8
PSR	1.5	2.3	1.8	1.5	1.2
PBR	1.3	1.3	1.2	1.0	0.9
EBITDA	27,272.1	11,266.1	15,891.6	21,530.6	23,943.4
EV/EBITDA	2.0	5.5	4.5	3.0	2.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	33.2	4.2	9.9	15.6	16.0
EBITDA이익률	67.5	10.4	36.5	46.4	45.1
부채비율	35.9	35.1	37.4	31.9	27.1
금융비용부담률	0.1	0.8	0.9	0.7	0.5
이자보상배율(x)	220.2	11.4	19.8	39.7	60.7
매출채권회전율(x)	6.8	5.1	7.3	7.9	9.1
재고자산회전율(x)	4.3	3.9	3.7	3.3	3.2

## Buy

적정주가 (12개월)	14,000원
현재주가 (6.1)	10,650원
상승여력	31.5%
KOSPI	2,065.08pt
시가총액	38,107억원
발행주식수	35,782만주
유동주식비율	59.29%
외국인비중	22.31%
52주 최고/최저가	18,300원/8,900원
평균거래대금	320.3억원
<b>주요주주(%)</b>	
LG전자 외 1인	37.90
국민연금	7.15

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.6	-27.6	-37.7
상대주가	-9.1	-26.7	-38.4

### 주가그래프



### 단기 실적 흐름은 여전히 아쉬운 수준

- 1Q20 영업손실 3,620억원은 컨센서스 대비 소폭 양호. 우호적인 환율 및 원가절감노력에 기반. 국내 LCD 팹 생산축소에 이어 1분기 중 광저우 생산차질까지 발생
- 2Q20에도 LCD 판가 하락이 지속되며 영업손실 3,440억원으로 전분기와 유사한 수준의 부진한 실적 예상

### LCD 패널 짧은 반등 뒤로하고 하락세로 전환. 하지만 하반기에는 재반등 여건 조성 중

- LCD 패널가는 코로나 19영향으로 빠르게 하락 중. 하지만 1) 동사 및 국내 경쟁사의 Fab 섀다운이 예상되며, 만약 경쟁사의 중국 Fab이 매각될 경우 제한적이지만 긍정적 여건 조성
- 하반기부터 경기 정상화, 계절성 회복, 그리고 내년 스포츠 이벤트를 앞둔 TV 세트 업체들의 재고 확충 움직임이 포착되고 있음. 공급 조절과 함께 발생할 경우 LCD 패널가는 8월 내외부터 반등 가능

### TV패널가 회복과 POLED 수율 안정화가 동시 발현된다면? 조심스럽지만 긍정적 시각 제시

- 실적 추정치 변경을 반영해 적정주가의 경우 14,000원으로 소폭 하향조정하나 장기 경쟁력 회복을 기반해 Buy 투자의견 유지
- 잠재 모멘텀은 1) 업황 내 잠재적 Consolidation, 2) E6 POLED 안정적 생산 및 출하, 3) LCD 패널가 반등

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	24,336.6	92.9	-207.2	-579	-111.5	39,068	-18.4	0.3	3.9	-1.5	122.9
2019	23,475.6	-1,359.4	-2,829.7	-7,908	1,265.4	31,694	-1.3	0.3	6.9	-25.0	184.9
2020E	20,900.3	-619.1	-1,037.1	-2,899	-63.3	29,299	-3.7	0.4	4.5	-9.5	178.8
2021E	21,000.4	249.9	202.3	565	-119.5	29,732	18.8	0.4	3.4	1.9	166.1
2022E	21,012.0	287.0	231.4	647	14.4	30,247	16.5	0.4	3.2	2.2	167.2

# LG디스플레이 - 분기 실적 추정

2020년 하반기 전망 시리즈

11

반도체/디스플레이

## LG 디스플레이 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	2022E
환율전망 (원)	1,193.6	1,220.0	1,215.0	1,190.0	1,180.0	1,173.0	1,165.0	1,143.0	1,165.2	1,204.7	1,165.3	1,150.0
<b>매출액</b>	<b>4,723.8</b>	<b>5,012.5</b>	<b>5,381.6</b>	<b>5,782.4</b>	<b>5,148.7</b>	<b>5,169.3</b>	<b>5,362.3</b>	<b>5,320.1</b>	<b>23,475.6</b>	<b>20,900.3</b>	<b>21,000.4</b>	<b>21,012.0</b>
% YoY	-19.6%	-6.4%	-7.6%	-10.0%	9.0%	3.1%	-0.4%	-8.0%	-3.5%	-11.0%	0.5%	0.1%
% QoQ	-26.4%	6.1%	7.4%	7.4%	-11.0%	0.4%	3.7%	-0.8%				
투입면적 ('000 m <sup>2</sup> )	10,595.9	10,595.9	10,595.9	10,595.9	9,739.4	9,739.4	9,739.4	9,739.4	54,756.7	42,383.6	38,957.6	36,977.6
출하면적 ('000 m <sup>2</sup> )	6,976.2	7,170.7	7,362.2	7,548.4	7,060.5	7,060.5	7,301.4	7,310.2	38,407.9	29,057.5	28,732.5	27,300.7
% YoY	-29.3%	-28.3%	-22.7%	-16.3%	1.2%	-1.5%	-0.8%	-3.2%	-9.3%	-24.3%	-1.1%	-5.0%
% QoQ	-22.7%	2.8%	2.7%	2.5%	-6.5%	0.0%	3.4%	0.1%				
평균단가(달러)	567.3	573.0	601.6	643.7	618.0	624.2	630.4	636.7	526.6	596.4	627.3	669.1
% YoY	7.2%	24.8%	17.4%	6.3%	8.9%	8.9%	4.8%	-1.1%	1.1%	13.3%	5.2%	6.7%
% QoQ	-6.3%	1.0%	5.0%	7.0%	-4.0%	1.0%	1.0%	1.0%				
매출총이익	278.2	354.0	782.1	817.0	850.8	876.9	747.8	637.2	1,868.3	2,231.2	3,112.7	3,150.7
매출총이익률 (%)	5.9%	7.1%	14.5%	14.1%	16.5%	17.0%	13.9%	12.0%	8.0%	10.7%	14.8%	15.0%
<b>영업이익</b>	<b>-361.9</b>	<b>-344.4</b>	<b>58.6</b>	<b>28.6</b>	<b>148.5</b>	<b>170.7</b>	<b>18.7</b>	<b>-88.1</b>	<b>-1,359.4</b>	<b>-619.1</b>	<b>249.9</b>	<b>287.0</b>
영업이익률 (%)	-7.7%	-6.9%	1.1%	0.5%	2.9%	3.3%	0.3%	-1.7%	-5.8%	-3.0%	1.2%	1.4%
경상이익	-294.9	-604.7	-154.6	-367.4	325.8	122.3	19.6	-260.2	-3,344.2	-1,421.5	207.4	244.7
경상이익률 (%)	-6.2%	-12.1%	-2.9%	-6.4%	6.3%	2.4%	0.4%	-4.9%	-14.2%	-6.8%	1.0%	1.2%
<b>당기순이익</b>	<b>-198.9</b>	<b>-471.7</b>	<b>-120.6</b>	<b>-286.6</b>	<b>254.1</b>	<b>95.4</b>	<b>15.3</b>	<b>-203.0</b>	<b>-2,829.7</b>	<b>-1,037.1</b>	<b>202.3</b>	<b>231.4</b>
순이익률 (%)	-4.2%	-9.4%	-2.2%	-5.0%	4.9%	1.8%	0.3%	-3.8%	-12.2%	-5.2%	0.8%	0.9%
EPS (원)	-556	-1,313	-273	-756	710	272	107	-523	-7,908	-2,899	565	647

자료: 메리츠증권 리서치센터

# LG디스플레이 (034220)

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	24,336.6	23,475.6	20,900.3	21,000.4	21,012.0
매출액증가율(%)	-12.4	-3.5	-11.0	0.5	0.1
매출원가	21,251.3	21,607.2	18,669.1	17,887.6	17,861.3
매출총이익	3,085.3	1,868.3	2,231.2	3,112.7	3,150.7
판매비와관리비	2,992.4	3,227.7	2,850.3	2,862.9	2,863.7
영업이익	92.9	-1,359.4	-619.1	249.9	287.0
영업이익률(%)	0.4	-5.8	-3.0	1.2	1.4
금융손익	-112.2	-1,830.5	-840.1	-42.5	-42.3
종속/관계기업관련손익	0.7	12.2	2.7	0.0	0.0
기타영업외손익	-111.5	-1,818.3	-802.4	-42.5	-42.3
세전계속사업이익	-91.4	-3,344.2	-1,421.5	207.4	244.7
법인세비용	88.1	-472.2	-343.8	45.6	53.8
당기순이익	-179.5	-2,872.1	-1,077.7	161.8	190.8
지배주주지분 순이익	-207.2	-2,829.7	-1,037.1	202.3	231.4
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	8,800.1	10,248.3	7,884.5	7,460.4	8,515.2
현금및현금성자산	2,365.0	3,336.0	1,153.0	1,261.0	2,165.4
매출채권	2,829.2	3,154.1	2,840.1	2,613.0	2,677.2
재고자산	2,691.2	2,051.2	1,847.0	1,699.3	1,741.0
비유동자산	24,375.6	25,326.3	24,671.7	24,032.7	23,600.0
유형자산	21,600.1	22,087.7	21,273.2	20,285.2	19,297.2
무형자산	987.6	873.5	1,261.8	1,773.2	2,282.5
투자자산	114.0	109.6	105.8	105.8	105.8
자산총계	33,175.7	35,574.6	32,556.2	31,493.2	32,115.2
유동부채	9,954.5	10,985.0	9,019.7	8,164.5	8,547.9
매입채무	3,087.5	2,618.3	2,357.6	2,169.1	2,222.4
단기차입금	0.0	696.8	899.6	909.6	919.6
유동성장기부채	1,553.9	1,242.9	1,119.2	1,029.7	1,055.0
비유동부채	8,335.0	12,101.3	11,858.8	11,495.7	11,550.1
사채	1,772.6	2,741.5	2,432.7	2,355.6	2,367.2
장기차입금	5,232.3	8,799.7	9,023.7	8,737.8	8,780.6
부채총계	18,289.5	23,086.3	20,878.5	19,660.2	20,098.0
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	-301.0	-203.0	26.1	26.1	26.1
이익잉여금	10,240.0	7,503.3	6,417.2	6,572.4	6,756.7
비지배주주지분	907.1	1,147.8	1,194.3	1,194.3	1,194.3
자본총계	14,886.3	12,488.3	11,677.7	11,832.9	12,017.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	4,484.1	2,706.6	1,350.7	4,382.6	4,646.9
당기순이익(손실)	-179.4	-2,872.1	-1,077.7	161.8	190.8
유형자산감가상각비	3,123.7	3,268.8	4,500.0	4,700.0	4,700.0
무형자산상각비	430.9	426.3	-24.3	-34.4	-32.3
운전자본의 증감	1,058.3	404.0	-1,362.6	66.9	-18.9
투자활동 현금흐름	-7,675.3	-6,755.4	-3,527.3	-4,037.4	-4,037.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-7,942.2	-6,927.0	-3,500.0	-3,712.0	-3,712.0
투자자산의 감소(증가)	634.6	31.7	29.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	2,952.9	4,987.9	-99.3	-237.2	294.9
차입금증감	2,851.3	4,782.6	-304.6	-442.5	89.6
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-237.5	971.0	-2,183.0	108.0	904.4
기초현금	2,602.6	2,365.0	3,336.0	1,153.0	1,261.0
기말현금	2,365.0	3,336.0	1,153.0	1,261.0	2,165.4
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	68,014	65,608	58,411	58,690	58,723
EPS(지배주주)	-579	-7,908	-2,899	565	647
CFPS	-664	2,714	-6,101	302	2,528
EBITDAPS	10,194	6,528	10,778	13,738	13,847
BPS	39,068	31,694	29,299	29,732	30,247
DPS	0	0	0	57	65
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.5	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	-18.4	-1.3	-3.7	18.8	16.5
PCR	-16.0	3.9	-1.7	35.3	4.2
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
EBITDA	3,647	2,336	3,857	4,915	4,955
EV/EBITDA	3.9	6.9	4.5	3.4	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.5	-25.0	-9.5	1.9	2.2
EBITDA이익률	-4.4	-94.6	-33.5	4.6	4.7
부채비율	122.9	184.9	178.8	166.1	167.2
금융비용부담률	0.0	0.5	1.1	1.2	1.2
이자보상배율(x)	1.2	-7.9	-2.1	0.8	1.0
매출채권회전율(x)	6.8	7.8	7.0	7.7	7.9
재고자산회전율(x)	8.4	9.1	9.6	10.1	10.4

# SK머티리얼즈(036490) 안정성에 성장성까지

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

## Buy

적정주가 (12개월)	220,000원		
현재주가 (6.1)	166,900원		
상승여력	31.8%		
KOSDAQ	735.72pt		
시가총액	17,604억원		
발행주식수	1,055만주		
유동주식비율	40.84%		
외국인비중	14.36%		
52주 최고/최저가	192,000원/116,900원		
평균거래대금	72.8억원		
<b>주요주주(%)</b>			
SK 외 1 인	49.11		
국민연금공단	6.09		
<b>주가상승률(%)</b>			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.0	-4.1	9.6
상대주가	-7.1	-17.5	3.7
<b>주가그래프</b>			



### 안정적인 실적 개선은 지속되는 중

- 연초부터 메모리 업체들의 웨이퍼 투입량 및 출하량이 개선세에 돌입하며 안정적 실적을 구가 중
- 전방시장에서 신규 메모리 Fab들 (평택2, 시안2, 우시 C2F)이 2H20부터 가동되며 소재 사용량은 점진적으로 확대될 전망. 동사 역시 큰 그림에서 수혜 유효

### 자회사 신사업 수익 기여 본격화와 그를 통한 성장

- 동사의 특수가스와 신사업들은 외형성장과 견조한 수익성을 유지하는 중
- SK쇼와덴코 등 자회사들은 매출 증가 뿐 아니라 양호한 수익성으로 변모

### 투자의견 Buy 및 적정주가 220,000원 · 지속적 비중 확대 권고

- 안정적인 실적 흐름을 보이는 기존 사업들 외에 신사업 진출 효과가 발생 중. 2020년 영업이익은 2,332억원으로 예상 (vs 2018년 1,829억원, 2019년 2,148억원)
- 메모리업체들의 투자 사이클에서 해외 투자가 가시화될 경우, 이는 국내 장비 업종보다는 소재 수혜 가능성이 더 높음

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	687.3	182.9	112.7	10,682	10.6	35,669	15.6	4.7	9.4	29.9	246.7
2019	772.2	214.8	128.2	12,150	13.7	44,730	13.7	3.7	8.0	27.2	210.6
2020E	898.6	233.2	139.1	14,656	20.6	52,439	11.4	3.2	6.5	27.1	236.4
2021E	999.0	260.3	160.4	16,910	15.4	65,739	9.9	2.5	5.6	25.7	207.3
2022E	1,138.4	297.5	188.8	19,897	17.7	81,177	8.4	2.1	5.0	24.4	185.2

## SK머티리얼즈 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>212.3</b>	<b>219.4</b>	<b>231.3</b>	<b>235.7</b>	<b>233.1</b>	<b>242.9</b>	<b>257.7</b>	<b>265.3</b>	<b>772.2</b>	<b>898.6</b>	<b>999.0</b>	<b>1,138.4</b>
NF3	93.4	93.5	95.0	93.9	92.2	94.3	96.5	97.2	352.2	375.7	380.1	403.0
SiH4	6.8	7.2	7.3	7.2	7.0	7.1	7.3	7.2	26.5	28.5	28.6	29.4
기타	40.8	43.2	47.1	49.5	50.0	53.0	57.7	60.6	141.2	180.6	221.3	271.2
SK Air Gas	36.9	38.4	40.3	40.7	41.2	42.4	44.5	44.9	143.7	156.3	173.0	191.1
SK Tri Chem	30.4	32.8	36.9	39.7	37.7	40.7	45.7	49.1	96.7	139.8	173.2	214.5
<b>영업이익</b>	<b>53.1</b>	<b>56.8</b>	<b>61.4</b>	<b>61.9</b>	<b>59.6</b>	<b>63.1</b>	<b>68.6</b>	<b>68.9</b>	<b>214.8</b>	<b>233.2</b>	<b>260.3</b>	<b>297.5</b>
영업이익률(%)	25%	26%	27%	26%	26%	26%	27%	26%	28%	26%	26%	26%
NF3	24.1	25.2	26.6	27.2	24.9	25.4	27.0	27.3	113.9	103.1	104.7	110.9
SiH4	0.1	0.2	0.3	0.3	0.1	0.2	0.3	0.3	0.7	0.9	0.9	0.9
기타	9.2	9.9	10.8	10.9	11.2	12.2	13.3	13.3	31.9	40.8	50.1	61.3
<b>순이익</b>	<b>37.6</b>	<b>38.3</b>	<b>41.5</b>	<b>38.9</b>	<b>43.2</b>	<b>43.3</b>	<b>47.1</b>	<b>44.2</b>	<b>143.3</b>	<b>156.4</b>	<b>177.8</b>	<b>206.2</b>
순이익률(%)	18%	17%	18%	17%	19%	18%	18%	17%	19%	17%	18%	18%

자료: 메리츠증권 리서치센터

# SK머티리얼즈 (036490)

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>687.3</b>	<b>772.2</b>	<b>898.6</b>	<b>999.0</b>	<b>1,138.4</b>
매출액증가율(%)	34.2	12.4	16.4	11.2	14.0
매출원가	430.4	467.1	555.3	615.3	700.0
매출총이익	256.9	305.1	343.3	383.7	438.4
판매비와관리비	74.0	90.4	110.1	123.4	140.9
<b>영업이익</b>	<b>182.9</b>	<b>214.8</b>	<b>233.2</b>	<b>260.3</b>	<b>297.5</b>
영업이익률(%)	26.6	27.8	26.0	26.1	26.1
금융손익	-20.9	-28.6	-24.0	-23.2	-22.6
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-20.9	-28.6	-24.0	-23.2	-22.6
세전계속사업이익	159.6	184.0	209.2	237.1	274.9
법인세비용	36.2	40.7	52.7	59.3	68.7
<b>당기순이익</b>	<b>123.4</b>	<b>143.3</b>	<b>156.4</b>	<b>177.8</b>	<b>206.2</b>
지배주주지분 순이익	112.7	128.2	139.1	160.4	188.8
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>263.8</b>	<b>312.7</b>	<b>602.7</b>	<b>722.4</b>	<b>885.2</b>
현금및현금성자산	16.1	39.8	295.5	389.8	515.7
매출채권	123.4	102.3	118.8	133.7	153.7
재고자산	111.8	150.1	164.2	174.8	191.0
비유동자산	1,134.7	1,303.1	1,427.4	1,563.5	1,701.1
유형자산	1,106.1	1,231.8	1,345.2	1,475.2	1,605.2
무형자산	10.0	31.7	33.4	33.8	33.6
투자자산	0.0	0.0	2.8	2.8	2.8
<b>자산총계</b>	<b>1,398.4</b>	<b>1,615.8</b>	<b>2,030.1</b>	<b>2,285.9</b>	<b>2,586.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>501.3</b>	<b>681.6</b>	<b>1,119.7</b>	<b>1,235.1</b>	<b>1,372.5</b>
매입채무	17.9	15.9	18.5	20.8	23.9
단기차입금	275.0	242.3	482.5	482.5	482.5
유동성장기부채	93.7	261.2	303.3	341.4	392.5
비유동부채	493.8	414.0	306.8	306.9	307.1
사채	289.3	339.1	230.0	230.0	230.0
장기차입금	188.6	55.3	53.8	53.8	53.8
<b>부채총계</b>	<b>995.1</b>	<b>1,095.5</b>	<b>1,426.5</b>	<b>1,542.0</b>	<b>1,679.6</b>
자본금	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	19.2	19.2	19.2	19.2	19.2
기타포괄이익누계액	20.1	22.8	26.2	26.2	26.2
이익잉여금	521.5	613.9	691.9	832.1	995.0
비지배주주지분	27.1	48.5	50.5	50.5	50.5
<b>자본총계</b>	<b>403.3</b>	<b>520.3</b>	<b>603.6</b>	<b>743.8</b>	<b>906.7</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>176.0</b>	<b>251.5</b>	<b>387.7</b>	<b>395.1</b>	<b>419.3</b>
당기순이익(손실)	123.4	143.3	156.4	177.8	206.2
유형자산감가상각비	92.6	111.1	135.0	160.0	160.0
무형자산상각비	1.9	2.7	3.4	3.8	4.4
운전자본의 증감	-56.0	-25.7	30.1	-14.2	-21.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-330.5</b>	<b>-237.4</b>	<b>-262.7</b>	<b>-299.0</b>	<b>-299.0</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-329.8	-195.5	-250.0	-290.0	-290.0
투자자산의 감소(증가)	-1.8	-0.8	-3.7	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>151.7</b>	<b>9.7</b>	<b>130.8</b>	<b>-1.7</b>	<b>5.7</b>
차입금증감	313.0	47.4	173.0	173.0	173.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>-2.6</b>	<b>23.7</b>	<b>255.5</b>	<b>94.4</b>	<b>125.9</b>
기초현금	18.7	16.1	39.8	295.3	389.7
기말현금	16.1	39.8	295.3	389.7	515.6
Key Financial Data					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	65,157	73,210	85,196	94,713	107,928
EPS(지배주주)	10,682	12,150	14,656	16,910	19,897
CFPS	-246	2,251	24,225	24,225	24,225
EBITDAPS	26,296	31,145	35,237	35,237	35,237
BPS	35,669	44,730	52,439	65,739	81,177
DPS	3,750	3,850	3,955	3,955	3,955
배당수익률(%)	2.2	2.3	2.4	2.4	2.4
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	15.6	13.7	11.4	9.9	8.4
PCR	-679.7	74.2	6.9	6.9	6.9
PSR	2.6	2.3	2.0	1.8	1.5
PBR	4.7	3.7	3.2	2.5	2.1
EBITDA	277	329	372	372	372
EV/EBITDA	9.4	8.0	6.5	5.6	5.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	29.9	27.2	27.1	25.7	24.4
EBITDA이익률	45.1	42.3	39.7	43.2	50.8
부채비율	246.7	210.6	236.4	207.3	185.2
금융비용부담률	3.0	3.5	3.2	2.9	2.5
이자보상배율(x)	8.6	7.6	7.3	8.2	9.3
매출채권회전율(x)	6.7	6.8	8.1	7.9	7.9
재고자산회전율(x)	4.3	3.6	3.5	3.6	3.8

# AP시스템(265520) 폴더블 개화 모멘텀 대기 중

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

Buy

적정주가 (12개월)	33,000원
현재주가 (6.1)	26,000원
상승여력	26.9%
KOSDAQ	735.72pt
시가총액	3,765억원
발행주식수	1,448만주
유동주식비율	78.32%
외국인비중	9.69%
52주 최고/최저가	34,450원/20,500원
평균거래대금	86.9억원
<b>주요주주(%)</b>	
APS홀딩스 외 3인	20.91
국민연금공단	6.06

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	0.4	-9.6	9.7
상대주가	-12.0	-22.2	3.9

주가그래프



## 중국 투자 증가 불구 SDC 시설투자는 지연. 폴더블 기기확산을 기다리며...

- 삼성디스플레이 (SDC)의 A5 투자 가능성은 높지 않다는 판단. 이는 전방시장 수요 둔화로 인해 글로벌 스마트폰 대비 모바일 OLED 생산 능력이 막대한 수준으로 상승했기 때문
- 대신 L7-2 LCD 섯다운 이후 연말부터 6세대 OLED 전환 투자 집행 가능. 동사 역시 수혜 예상

## QD-OLED 기술 안정화에 다소 시간 필요

- 삼성디스플레이의 QD-OLED는 기술 안정화 단계를 진행 중. 가동은 2020년말로 예상되나 본격 양산은 2021년 2분기 혹은 이후로 예상. 무엇보다 그 다음 차세대 기술 QNED 역시 개발 중이기에 불확실성 높음

## 아쉬운 실적 불구 폴더블 모멘텀이 가장 강하게 발현 가능 · 투자의견 Buy, 적정주가 33,000원

- 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
- 20년 매출액/영업이익은 5,345억원/413억원으로 전년 4,621억원/284억원 대비 개선될 전망이나 당초 기대치보다는 하회. 연말부터 SDC 전환 투자 시작되며 내년 실적은 6,261억원/498억원으로 개선 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	714.2	45.8	25.2	1,805	8.1	7,612	14.4	3.4	8.4	23.7	295.6
2019	462.1	28.4	9.5	665	-63.1	8,031	39.1	3.2	11.5	8.3	268.9
2020E	534.5	41.3	40.3	2,946	342.9	11,244	8.8	2.3	13.7	30.1	160.5
2021E	626.1	49.8	44.0	3,217	9.2	14,461	8.1	1.8	11.5	25.0	110.5
2022E	724.5	57.4	50.0	3,656	13.6	18,117	7.1	1.4	9.5	22.4	98.2

# AP시스템 - 분기실적 추정

2020년 하반기 전망 시리즈

11

반도체/디스플레이

## AP시스템 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>121.1</b>	<b>115.8</b>	<b>182.4</b>	<b>115.2</b>	<b>158.6</b>	<b>141.5</b>	<b>197.0</b>	<b>129.0</b>	<b>462.1</b>	<b>534.5</b>	<b>626.1</b>	<b>724.5</b>
LCD	1.5	2.6	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	28.8	30.9	30.9
디스플레이	119.0	97.3	164.2	103.6	134.8	118.9	177.3	116.1	485.0	484.1	547.1	633.2
기타	-4.6	8.3	7.7	0.7	14.1	12.5	9.2	2.0	-61.3	12.1	37.8	50.1
<b>영업이익</b>	<b>7.9</b>	<b>7.2</b>	<b>16.2</b>	<b>9.9</b>	<b>9.5</b>	<b>10.6</b>	<b>17.1</b>	<b>12.5</b>	<b>28.4</b>	<b>41.3</b>	<b>49.8</b>	<b>57.4</b>
영업이익률(%)	-29.1%	-9.5%	126.1%	-39.0%	-3.9%	11.6%	61.5%	-27.0%	6.2%	7.7%	8.0%	7.9%
세전이익	10.8	7.2	15.1	18.2	7.2	10.6	15.8	22.1	12.4	51.4	55.7	63.3
세전이익률(%)	8.9%	6.3%	8.3%	15.8%	4.6%	7.5%	8.0%	17.1%	2.7%	9.6%	8.9%	8.7%
<b>순이익</b>	<b>8.2</b>	<b>5.7</b>	<b>12.0</b>	<b>14.4</b>	<b>5.7</b>	<b>8.4</b>	<b>12.5</b>	<b>17.5</b>	<b>9.5</b>	<b>40.3</b>	<b>44.0</b>	<b>50.0</b>
순이익률(%)	6.8%	4.9%	6.6%	12.5%	3.6%	5.9%	6.3%	13.5%	2.0%	7.5%	7.0%	6.9%

자료: 메리츠증권 리서치센터

# AP시스템 (265520)

## Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	714.2	462.1	534.5	626.1	724.5
매출액증가율(%)	-25.8	-35.3	15.7	17.1	15.7
매출원가	613.1	389.5	436.9	511.3	592.0
매출총이익	101.2	72.6	97.6	114.9	132.5
판매비와관리비	55.4	44.2	56.4	65.1	75.1
영업이익	45.8	28.4	41.3	49.8	57.4
영업이익률(%)	6.4	6.2	7.7	8.0	7.9
금융손익	-7.6	-6.5	5.4	5.9	5.9
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-7.6	-6.5	10.1	5.9	5.9
세전계속사업이익	27.9	12.4	51.4	55.7	63.3
법인세비용	2.7	3.0	11.1	11.7	13.3
당기순이익	25.2	9.5	40.3	44.0	50.0
지배주주지분 순이익	25.2	9.5	40.3	44.0	50.0

## Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	284.4	252.4	252.6	258.6	323.0
현금및현금성자산	34.5	30.0	96.9	72.2	103.7
매출채권	25.3	44.0	30.8	34.5	38.6
재고자산	141.8	134.1	93.9	105.2	117.8
비유동자산	136.6	168.5	148.0	157.7	168.1
유형자산	108.0	86.7	90.6	94.6	98.6
무형자산	15.4	6.8	4.9	4.3	3.6
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	421.0	421.0	400.6	416.4	491.1
유동부채	291.1	286.8	230.8	202.5	227.1
매입채무	106.2	80.6	56.4	63.2	120.8
단기차입금	138.7	121.3	114.9	104.9	94.9
유동성장기부채	7.4	5.9	4.2	4.7	5.2
비유동부채	23.5	20.0	16.0	16.1	16.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	14.8	8.9	6.7	6.7	6.7
부채총계	314.6	306.8	246.8	218.6	243.3
자본금	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
자본잉여금	63.0	63.7	63.7	63.7	63.7
기타포괄이익누계액	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	38.3	45.3	84.9	128.9	178.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	106.4	114.1	153.8	197.8	247.8

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	-49.2	18.1	94.7	18.4	74.4
당기순이익(손실)	25.2	9.5	40.3	44.0	50.0
유형자산감가상각비	7.1	10.5	12.0	14.0	14.0
무형자산상각비	5.3	3.8	0.4	0.6	0.7
운전자본의 증감	-114.8	-27.2	71.6	-11.4	37.2
투자활동 현금흐름	12.0	7.4	-12.7	-30.0	-30.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-8.1	-1.3	-15.0	-18.0	-18.0
투자자산의 감소(증가)	27.2	0.2	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	9.2	-29.5	-15.9	-13.0	-13.0
차입금증감	12.1	-23.5	-12.3	-12.3	-12.3
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-28.2	-4.4	66.8	-24.6	31.4
기초현금	62.7	34.5	30.0	96.9	72.2
기말현금	34.5	30.0	96.9	72.2	103.7

## Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	50,657	31,911	39,073	45,774	52,968
EPS(지배주주)	1,805	665	2,946	3,217	3,656
CFPS	-2,003	-306	4,886	4,886	4,886
EBITDAPS	4,124	2,953	3,924	4,703	5,271
BPS	7,612	8,031	11,244	14,461	18,117
DPS	150	50	0	0	0
배당수익률(%)	0.6	0.2	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	14.4	39.1	8.8	8.1	7.1
PCR	-13.0	-84.8	5.3	5.3	5.3
PSR	0.5	0.8	0.7	0.6	0.5
PBR	3.4	3.2	2.3	1.8	1.4
EBITDA	58.2	42.8	53.7	64.3	72.1
EV/EBITDA	8.4	11.5	13.7	11.5	9.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.7	8.3	30.1	25.0	22.4
EBITDA이익률	54.5	18.7	83.6	74.6	73.3
부채비율	295.6	268.9	160.5	110.5	98.2
금융비용부담률	0.7	1.0	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	8.1	5.1	18.3	16.2	18.1
매출채권회전율(x)	7.5	13.3	14.3	19.2	19.8
재고자산회전율(x)	6.3	2.8	3.8	5.1	5.3

# 솔브레인(036830) 안정적인 사업 가치와 곧 찾아올 변화

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

## Hold

적정주가 (12개월)	80,000원
현재주가 (6.1)	84,400원
상승여력	-5.2%
KOSDAQ	735.72pt
시가총액	14,684억원
발행주식수	1,740만주
유동주식비율	53.53%
외국인비중	25.21%
52주 최고/최저가	108,100원/45,550원
평균거래대금	211.7억원
주요주주(%)	
정지완 외 7 인	43.45

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.6	19.9	84.7
상대주가	1.4	3.1	74.8

### 주가그래프



## 반도체 업황 회복과 이차전지 호조 속 안정적인 실적 창출

- 반도체 업사이클에 맞춰 밸류체인 업체들의 실적 역시 개선 중
- 동사 역시 지배력 보유한 다양한 소재 경쟁력을 바탕으로 양호한 분기 실적을 시현 중. 다만 SDC의 가동률 둔화에 따라 실적 부진 불가피한 상황
- 1Q20 실적은 매출 2,526억원과 영업이익 482억원으로 양호한 수준을 기록. 1분기 중 보유 지분매각 등 일회성 영업외이익이 발생하며 세전이익은 814억원으로 기대 이상 수준

## 인적 분할을 통한 구조 개편. 향후 신설법인 사업회사의 투자 매력도는 높을 전망

- 동사는 7월부터 인적 분할 실시 예정. 존속법인 지주회사 솔브레인 홀딩스 (55%)와 신설법인 사업회사 솔브레인 (45%)으로 나뉘어짐
- 기타 사업이 지주회사 소속으로 변경됨에 따라 신설법인 사업회사는 반도체 소재 Pure player로 주목 받을 수 있음
- 투자의견 Hold 및 적정주가 80,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	963.4	164.1	99.6	5,722	132.0	41,701	14.8	2.0	4.4	13.7	37.1
2019	1,021.3	174.2	117.2	6,737	17.7	47,781	12.5	1.8	3.8	14.1	37.8
2020E	1,044.6	196.9	184.8	10,622	57.7	57,026	7.9	1.5	5.0	20.3	26.1
2021E	1,043.9	205.0	198.4	11,404	7.4	67,305	7.4	1.3	4.5	18.3	13.9
2022E	1,070.1	215.6	238.2	13,689	20.0	79,778	6.2	1.1	4.1	18.6	5.0

# 솔브레인 - 분기실적 추정

2020년 하반기 전망 시리즈

11

반도체/디스플레이

## 솔브레인 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>252.6</b>	<b>262.5</b>	<b>266.1</b>	<b>263.3</b>	<b>251.4</b>	<b>261.1</b>	<b>265.4</b>	<b>266.1</b>	<b>1,021.4</b>	<b>1,044.6</b>	<b>1,043.9</b>	<b>1,070.1</b>
반도체	160.5	164.4	169.7	172.7	169.7	173.5	179.5	183.3	586.4	667.3	706.0	749.6
Ethcing	137.9	142.0	144.8	145.6	142.7	147.0	149.8	150.7	504.8	570.3	590.1	610.6
CVD precursor	10.4	9.2	11.0	13.5	13.4	11.9	14.1	17.3	34.4	44.1	56.7	72.8
CMP slurry	12.2	13.1	13.9	13.7	13.7	14.7	15.6	15.3	47.2	52.9	59.2	66.2
디스플레이	57.9	60.2	60.0	53.4	45.1	47.0	46.9	43.1	320.3	231.6	182.1	153.8
Etchant	10.0	10.2	10.9	11.5	11.0	11.2	12.0	12.6	46.3	42.6	46.8	51.5
Organic materials	14.7	15.1	14.2	14.0	14.0	14.7	13.7	13.5	68.8	58.0	55.8	54.1
Thin Glass & Others	33.2	34.9	35.0	28.0	20.1	21.1	21.2	17.0	205.2	131.0	79.4	48.2
이차전지	24.6	25.6	27.1	26.0	26.6	27.6	29.3	28.1	84.2	103.3	111.5	120.4
Electrolyte & Lead	24.6	25.6	27.1	26.0	26.6	27.6	29.3	28.1	84.2	103.3	111.5	120.4
기타	9.6	12.4	9.3	11.1	10.0	12.9	9.7	11.6	30.6	42.4	44.3	46.3
<b>영업이익</b>	<b>48.2</b>	<b>48.4</b>	<b>51.1</b>	<b>49.2</b>	<b>44.4</b>	<b>49.6</b>	<b>57.7</b>	<b>53.3</b>	<b>174.2</b>	<b>196.9</b>	<b>205.0</b>	<b>215.6</b>
<b>순이익</b>	<b>60.0</b>	<b>45.9</b>	<b>44.0</b>	<b>34.9</b>	<b>54.9</b>	<b>50.3</b>	<b>52.6</b>	<b>40.6</b>	<b>117.2</b>	<b>184.8</b>	<b>198.4</b>	<b>238.2</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

# 솔브레인 (036830)

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	963.4	1,021.3	1,044.6	1,043.9	1,070.1
매출액증가율(%)	24.2	6.0	2.3	-0.1	2.5
매출원가	725.8	766.5	765.9	756.7	770.3
매출총이익	237.6	254.8	278.8	287.2	299.8
판매비와관리비	73.6	80.6	81.9	82.2	84.2
영업이익	164.1	174.2	196.9	205.0	215.6
영업이익률(%)	17.0	17.1	18.8	19.6	20.1
금융손익	-1.9	-19.7	4.7	22.9	65.7
중속/관계기업관련손익	-19.4	15.5	41.0	41.0	41.0
기타영업외손익	-21.3	-4.3	53.8	63.9	106.7
세전계속사업이익	146.6	171.8	250.7	268.9	322.3
법인세비용	43.7	52.5	63.9	68.6	82.2
당기순이익	103.0	119.3	186.7	200.3	240.1
지배주주지분 순이익	99.6	117.2	184.8	198.4	238.2
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	413.2	537.7	578.9	599.5	659.8
현금및현금성자산	183.9	346.4	384.0	402.7	457.0
매출채권	88.7	85.9	89.1	90.1	93.1
재고자산	62.2	66.1	68.6	69.4	71.7
비유동자산	592.9	621.8	686.5	746.8	808.8
유형자산	355.1	399.2	428.1	448.1	468.1
무형자산	10.8	5.9	4.5	3.1	1.6
투자자산	137.3	148.1	182.7	223.7	264.7
자산총계	1,006.1	1,159.5	1,265.4	1,346.3	1,468.5
유동부채	253.5	302.4	241.1	133.2	28.4
매입채무	49.6	42.1	43.7	44.1	45.6
단기차입금	121.4	148.6	110.4	90.4	70.4
유동성장기부채	0.7	10.7	11.1	11.2	11.6
비유동부채	18.9	15.4	21.0	31.0	41.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	15.2	8.8	9.8	19.8	29.8
부채총계	272.3	317.8	262.2	164.2	69.5
자본금	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
자본잉여금	132.1	132.1	132.1	132.1	132.1
기타포괄이익누계액	-0.8	0.4	3.9	3.9	3.9
이익잉여금	602.4	706.9	864.3	1,043.1	1,260.1
비지배주주지분	8.3	10.4	11.1	11.1	11.1
자본총계	733.8	841.7	1,003.2	1,182.1	1,399.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	185.7	195.1	161.0	141.2	178.1
당기순이익(손실)	103.0	119.3	186.7	200.3	240.1
유형자산감가상각비	47.2	50.7	56.0	70.0	70.0
무형자산상각비	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
운전자본의 증감	-13.3	1.1	51.1	-1.0	-3.2
투자활동 현금흐름	-202.4	-43.7	-82.4	-90.0	-90.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-78.4	-101.5	-90.0	-90.0	-90.0
투자자산의 감소(증가)	-55.8	-7.9	5.9	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-12.1	13.9	-54.7	-32.6	-33.9
차입금증감	4.8	27.8	-39.1	-9.9	-9.6
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-26.5	162.5	37.7	18.7	54.3
기초현금	210.3	183.9	346.4	384.0	402.7
기말현금	183.9	346.4	384.0	402.7	457.0
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	55,374	58,700	60,043	60,003	61,505
EPS(지배주주)	5,722	6,737	10,622	11,404	13,689
CFPS	-1,520	9,339	2,166	1,074	3,119
EBITDAPS	12,224	13,006	14,616	15,889	16,497
BPS	41,701	47,781	57,026	67,305	79,778
DPS	750	850	1,275	1,368	2,053
배당수익률(%)	0.9	1.0	1.5	1.6	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	14.8	12.5	7.9	7.4	6.2
PCR	-55.5	9.0	39.0	78.5	27.1
PSR	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
PBR	2.0	1.8	1.5	1.3	1.1
EBITDA	213	226	254	276	287
EV/EBITDA	4.4	3.8	5.0	4.5	4.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.7	14.1	20.3	18.3	18.6
EBITDA이익률	53.9	53.4	76.9	74.8	84.5
부채비율	37.1	37.8	26.1	13.9	5.0
금융비용부담률	-0.1	-0.1	-0.6	-2.3	-6.3
이자보상배율(x)	44.1	38.5	43.6	45.4	47.7
매출채권회전율(x)	11.8	11.7	11.9	11.6	11.7
재고자산회전율(x)	13.2	11.9	11.4	11.0	10.9

# 에스에프에이(056190) SDC 발주 모멘텀은 연말로 예상

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

## Hold

적정주가 (12개월)	42,700원		
현재주가 (6.1)	36,500원		
상승여력	14.0%		
KOSDAQ	735.72pt		
시가총액	13,107억원		
발행주식수	3,591만주		
유동주식비율	47.14%		
외국인비중	20.59%		
52주 최고/최저가	47,100원/27,500원		
평균거래대금	67.3억원		
<b>주요주주(%)</b>			
디와이홀딩스 외 4인	36.17		
삼성디스플레이	10.15		
국민연금공단	5.17		
<b>주가상승률(%)</b>			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.4	-14.4	-8.3
상대주가	-8.4	-26.4	-13.2
<b>주가그래프</b>			



### 2020년 중국 투자 집행 불구 캡티브 국내 고객의 투자는 연거푸 지연

- 삼성디스플레이의 A5 투자 기대보다는 연말 L7-2 전환투자 가능성이 높은 상황
- 동사는 현재 비대면 흐름 속 물류/자동화 장비 경쟁력 보유. 대형 디스플레이 Capa 투자 외에도 일반물류 수주 증가 모멘텀 발생 가능

### QD-OLED 증착기 모멘텀에는 다소 시간이 필요. 자회사 실적은 안정적인 성장세 기록 중

- OLED 오픈증착기 개발을 통해 장기적으로는 삼성디스플레이의 대면적 증착기 가능성도 존재하나 투자 시점이 지연됨에 따라 공급 시기에도 다소 시간이 필요한 상황
- 자회사 SFA반도체의 실적은 메모리 업황 호조에 기반해 빠르게 개선 중

### 투자의견 Hold 및 적정주가 42,700원 · 삼성디스플레이의 OLED 투자 결정이 주가 상승 모멘텀

- 적정주가 42,700원은 2020E BVPS 1.57배에 기반 (미드사이클 멀티플). 2020년 영업이익은 2,413억원으로 2019년 2,141억원 대비 소폭 개선된 수준을 기록할 전망
- 연말로 예상되는 SDC의 전환투자 발주 시 본격 주가 반등 가능

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,560.1	234.4	157.9	4,399	-19.8	21,857	8.3	1.7	3.9	20.1	65.6
2019	1,577.7	214.2	132.0	3,676	-16.4	24,380	9.9	1.5	5.3	15.1	62.4
2020E	1,775.7	241.3	160.0	4,455	21.2	27,307	8.2	1.3	3.6	17.2	64.4
2021E	1,988.8	277.0	195.9	5,455	22.4	32,223	6.7	1.1	3.2	18.3	72.6
2022E	2,239.7	314.4	226.2	6,300	15.5	37,658	5.8	1.0	2.8	18.0	79.1

# 에스에프에이 - 분기실적 추정

2020년 하반기 전망 시리즈

11

반도체/디스플레이

## 에스에프에이 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>367.6</b>	<b>427.7</b>	<b>451.1</b>	<b>529.2</b>	<b>405.1</b>	<b>508.5</b>	<b>498.9</b>	<b>576.4</b>	<b>1,577.7</b>	<b>1,775.7</b>	<b>1,988.8</b>	<b>2,239.7</b>
SFA(모회사)	202.4	231.8	248.2	315.0	225.5	294.4	278.3	342.9	860.8	997.3	1,141.1	1,315.7
공정장비	37.4	61.8	79.0	70.8	37.4	64.9	83.7	74.4	201.5	249.1	260.5	272.5
물류장비	165.0	170.0	169.2	244.1	188.1	229.5	194.5	268.5	659.3	748.2	880.6	1,043.2
SFA 반도체 (자회사)	143.5	167.1	176.6	171.7	157.8	183.8	194.3	188.8	588.9	658.8	724.7	797.2
기타	21.8	28.9	26.4	42.5	21.8	30.3	26.4	44.7	128.0	119.5	123.1	126.8
<b>영업이익</b>	<b>43.0</b>	<b>59.2</b>	<b>64.1</b>	<b>74.9</b>	<b>56.6</b>	<b>73.4</b>	<b>69.7</b>	<b>77.3</b>	<b>214.2</b>	<b>241.3</b>	<b>277.0</b>	<b>314.4</b>
영업이익률	11.7%	13.8%	14.2%	14.2%	14.0%	14.4%	14.0%	13.4%	13.6%	13.6%	13.9%	14.0%
SFA (모회사)	32.4	43.8	47.6	59.5	43.3	55.3	52.9	61.7	155.9	183.4	213.2	246.0
SFA반도체 (자회사)	8.4	10.9	12.4	11.9	12.9	13.9	14.9	15.9	39.1	39.3	44.0	48.4
<b>순이익</b>	<b>36.8</b>	<b>38.1</b>	<b>59.6</b>	<b>48.5</b>	<b>49.5</b>	<b>50.5</b>	<b>51.5</b>	<b>52.5</b>	<b>132.0</b>	<b>160.0</b>	<b>195.9</b>	<b>226.2</b>
신규수주 (SFA)	161.7	250.9	430.8	459.1	175.8	270.2	471.3	455.4	1,090.2	1,302.5	1,372.7	1,372.7
수주잔고 (SFA)	892.0	911.1	1,093.7	1,237.8	1,188.1	1,163.9	1,357.0	1,469.5	932.7	1,237.8	1,469.5	1,526.4

주: 2016년 부터 SFA반도체 연결 편입  
 자료: 메리츠증권 리서치센터

# 에스에프에이 (056190)

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,560.1	1,577.7	1,775.7	1,988.8	2,239.7
매출액증가율(%)	-18.8	1.1	12.5	12.0	12.6
매출원가	1,232.3	1,260.4	1,415.4	1,579.4	1,776.4
매출총이익	327.7	317.4	360.3	409.4	463.4
판매비와관리비	93.4	103.2	119.0	132.4	149.0
영업이익	234.4	214.2	241.3	277.0	314.4
영업이익률(%)	15.0	13.6	13.6	13.9	14.0
금융손익	-13.8	-18.4	5.3	4.3	6.8
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-13.8	-18.4	-9.3	4.3	6.8
세전계속사업이익	224.2	196.9	231.9	281.3	321.2
법인세비용	54.6	50.0	54.0	67.5	77.1
당기순이익	169.7	147.0	177.9	213.8	244.1
지배주주지분 순이익	157.9	132.0	160.0	195.9	226.2
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	958.6	1,098.5	1,179.7	1,296.0	1,436.7
현금및현금성자산	329.3	209.0	421.8	470.9	538.1
매출채권	167.4	210.0	221.8	241.6	263.3
재고자산	75.6	124.4	131.4	143.1	156.0
비유동자산	702.0	707.4	838.6	1,128.8	1,428.3
유형자산	495.5	490.8	483.4	483.4	483.4
무형자산	89.0	77.4	71.5	66.6	60.6
투자자산	0.0	0.0	136.5	318.6	500.6
자산총계	1,660.5	1,805.9	2,018.3	2,424.8	2,864.9
유동부채	404.8	665.3	764.7	993.5	1,237.2
매입채무	103.8	130.7	138.1	150.4	163.9
단기차입금	42.8	38.6	42.6	42.6	42.6
유동성장기부채	0.0	202.7	214.2	233.3	254.2
비유동부채	252.7	28.5	25.7	26.8	28.0
사채	18.8	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	187.2	5.0	5.0	5.0	5.0
부채총계	657.5	693.8	790.3	1,020.3	1,265.3
자본금	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0
자본잉여금	35.0	35.3	35.6	35.6	35.6
기타포괄이익누계액	-4.7	-3.0	0.6	0.6	0.6
이익잉여금	823.7	911.1	1,010.5	1,187.0	1,382.1
비지배주주지분	218.1	236.6	247.4	247.4	247.4
자본총계	1,003.0	1,112.1	1,228.0	1,404.5	1,599.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	38.2	7.7	436.6	268.3	296.4
당기순이익(손실)	169.7	147.0	177.9	213.8	244.1
유형자산감가상각비	48.1	49.3	90.0	90.0	90.0
무형자산상각비	11.8	9.5	10.1	11.0	12.0
운전자본의 증감	-214.9	-251.0	155.4	-51.2	-56.0
투자활동 현금흐름	-162.6	-78.0	-200.3	-200.5	-200.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-38.1	-41.9	-90.0	-90.0	-90.0
투자자산의 감소(증가)	-23.0	-40.5	-182.0	-182.0	-182.0
재무활동 현금흐름	-133.9	-50.0	-25.3	-18.8	-28.6
차입금증감	-2.3	-6.7	13.2	19.1	19.1
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-256.6	-120.3	212.8	49.1	67.2
기초현금	585.9	329.3	209.0	421.8	470.9
기말현금	329.3	209.0	421.8	470.9	538.1
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	43,445	43,938	49,449	55,386	62,373
EPS(지배주주)	4,399	3,676	4,455	5,455	6,300
CFPS	-7,145	-3,351	5,926	1,367	1,367
EBITDAPS	8,195	7,604	9,506	10,525	11,594
BPS	21,857	24,380	27,307	32,223	37,658
DPS	1,278	1,056	1,114	1,364	1,575
배당수익률(%)	3.5	2.9	3.1	3.7	4.3
Valuation(Multiple)					
PER	8.3	9.9	8.2	6.7	5.8
PCR	-5.1	-10.9	6.2	26.7	26.7
PSR	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
PBR	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0
EBITDA	294.3	273.1	341.3	378.0	416.3
EV/EBITDA	3.9	5.3	3.6	3.2	2.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.1	15.1	17.2	18.3	18.0
EBITDA이익률	52.3	46.5	52.1	54.5	57.0
부채비율	65.6	62.4	64.4	72.6	79.1
금융비용부담률	0.0	0.1	-0.1	-0.2	-0.3
이자보상배율(x)	22.8	21.6	28.6	30.6	32.1
매출채권회전율(x)	9.4	8.4	8.2	8.6	8.9
재고자산회전율(x)	23.7	12.6	11.1	11.5	11.9

## 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)	

### 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.9%
중립	21.1%
매도	0.0%

2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

### 삼성전자 (005930) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-12.3	-10.5	
2019.11.19	산업분석	Buy	63,000	김선우	-14.8	-5.6	
2020.01.13	산업분석	Buy	70,000	김선우	-22.9	-10.9	
2020.04.30	기업브리프	Buy	64,000	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)	
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	-9.4	1.0	
2020.02.03	기업브리프	Buy	114,000	김선우	-22.3	-7.9	
2020.04.24	기업브리프	Buy	110,000	김선우	-	-	

### LG디스플레이 (034220) 투자등급변경 내용

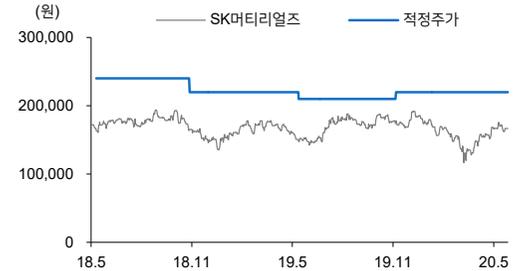
\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.07.26	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	-29.5	-26.8	
2019.11.19	산업분석	Buy	18,000	김선우	-22.2	-7.8	
2020.04.24	기업브리프	Buy	15,500	김선우	-31.7	-28.4	
2020.06.02	산업분석	Buy	14,000	김선우	-	-	

### SK머티리얼즈 (036490) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

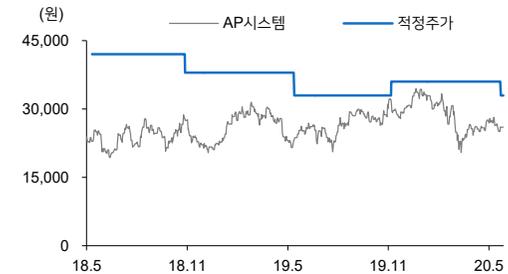
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.15	산업분석	Buy	220,000	김선우	-26.2	-18.9	
2019.05.29	산업분석	Buy	210,000	김선우	-19.1	-10.5	
2019.11.19	산업분석	Buy	220,000	김선우	-	-	



### AP시스템 (265520) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

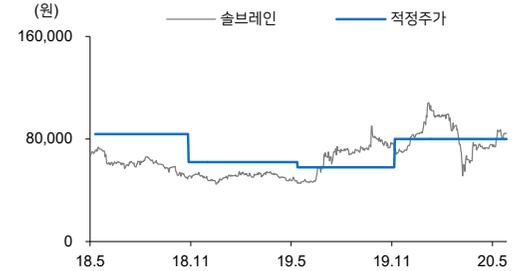
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.15	산업분석	Buy	38,000	김선우	-31.8	-17.1	
2019.05.29	산업분석	Buy	33,000	김선우	-19.4	-2.3	
2019.11.19	산업분석	Buy	36,000	김선우	-20.5	-4.3	
2020.06.02	산업분석	Buy	33,000	김선우	-	-	



### 솔브레인 (036830) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.15	산업분석	Trading Buy	62,000	김선우	-18.0	-11.8	
2019.05.29	산업분석	Trading Buy	58,000	김선우	14.5	55.5	
2019.11.19	산업분석	Hold	80,000	김선우	-	-	



### 에스에프에이 (056190) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.09.10	산업분석	Trading Buy	46,000	김선우	-17.5	-9.5	
2018.11.15	산업분석	Trading Buy	47,000	김선우	-14.6	1.1	
2019.05.29	산업분석	Trading Buy	46,000	김선우	-11.6	-2.7	
2019.11.19	산업분석	Hold	50,000	김선우	-22.5	-5.8	
2020.06.02	산업분석	Hold	42,700	김선우	-	-	

