



반도체/디스플레이

탈압박

2021년 전망 시리즈 07

반도체/디스플레이 (Overweight)

탈압박



반도체/디스플레이

Analyst 김선우

02. 6454-4862

sunwoo.kim@meritz.co.kr

Top Picks	투자판단	적정주가
삼성전자 (005930)	Buy	76,000원

관심 종목	투자판단	적정주가
SK하이닉스 (000660)	Buy	110,000원
LG디스플레이 (034220)	Buy	17,000원
AP시스템 (265520)	Buy	30,000원

Contents

산업분석

Part I	IT전방시장 성장 눈앞의 역풍, 막바지 임박	09
Part II	반도체 – 세 가지 탈압박 서버 수요 부진, 점유율 과제, 재무 및 재고 부담	25
Part III	디스플레이 수요 둔화 충격과 희망의 씨앗	77

기업분석

삼성전자 (005930) ROE 개선을 통한 재평가 임박	96
SK하이닉스 (000660) Upcycle의 Pure player	103
LG디스플레이 (034220) 예상외로 견조한 패널가 흐름	108
AP시스템 (265520) SDC 투자 모멘텀에는 다소 시간이 필요	111

Summary

세 가지 압박 요인의 긍정적 탈피를 예상

Overweight

I 전반시장

성장 눈앞의 역풍, 막바지 압박

- 반도체/디스플레이 산업 수익성을 결정하는 전방산업인 스마트폰은 코로나19 영향 탓 수요 둔화를 경험. 하지만 내년 2Q21부터 1) 경기 정상화, 2) 계절성 반영, 3) 신제품 출시에 기반해 회복세로 전환될 전망
- 폴더블 기기를 통한 ‘스마트폰의 PC화’ 개화 시점은 다소 지연. 핵심 기업인 애플의 폴더블 도입도 22년 이후로 파악
- 반도체:** 모바일 수요 둔화를 빌미로 서버 고객들의 평가인상 저항 지속 중. 최근 모바일 수요 회복도 일부 지연됨에 따라 DRAM 평가 반등 시점을 기존의 2021년 3~4월에서, 4~5월로 소폭 변경. 하지만 하반기 평가 급등 시각은 유효
- 디스플레이:** TV 수요의 역설적 회복은 1H21까지 지속. LCD 수익성은 내년 까지 안정적 개선세 유지. SDC의 모바일 OLED 설비투자는 아직 요원한 상황. 내년 BOE 등 애플 향 신규 경쟁자 진입 가능성은 극히 제한적

II 반도체/디스플레이 세 가지 압박 요인 모두 내년 탈피

- 1) 모바일 수요 둔화
- 2) 선두업체 점유율 욕심
- 3) 후발주자 재고 및 재무

- DRAM** - 선두업체의 막대한 ‘재고’는 대부분 해소된 상태. 결국 재고 소진 후 업황 회복의 키는 재공 재고를 크게 보유한 2nd tier 업체가 될 전망. 이들 재무구조를 감안 시 평가 인상 유인이 매우 큰 상황. 선두 업체 역시 지배구조 변화 발생 시 전향적 수익성 위주 경영 정책으로 선회 예상. 모바일 수요회복세가 관찰될 시 서버 업체는 물량과 평가의 동시 확대를 추구할 가능성이 높음. DRAM 평가는 2Q21초부터 반등 재개 후 2H21부터 상승 가속화
- NAND** - 선두업체는 올해 시장 성장을 하회하는 BG를 기록하며 내년 투자 확대 계획 중. 여전히 다자 경쟁 구도에 기인해 평가 반등 시점은 요원. 2H21부터 평가 하향 한정화 가능. SK하이닉스의 Consolidation 발생 시점부터 업황 개선 예상
- LCD** - COVID-19 기반 역설적 수요 증가와 공급축소에 기반해 LCD 평가 강세는 연말까지 지속. 하지만 1Q21부터는 큰 평가 변동 없는 흐름으로 전개될 전망. 중국 LCD 보조금 중단 등이 발생할 경우 산업 수익성은 내년에도 추가 개선 가능
- OLED** - 중소형 OLED는 모바일 수요 둔화로 인해 SDC 증설 필요성이 급감한 상황. 내년 애플의 아이폰 사이즈는 변화 없으며 아이폰 12s로 부분 개선 모델이 등장할 전망. QD-OLED 상업화보다는 마이크로LED 및 QNED 성공 가능성 높음

III Top-pick

삼성전자

- 삼성전자의 새로운 투자포인트는 ‘특수관계인’과 일반주주의 이해관계 합치. 지배구조 변화 과정 중 특수관계인 지배력 확대가 발생할 경우 1) 수익성 위주 메모리 투자, 2) 주가 부양 의지, 3) 배당 위주 주주환원을 통해 Re-rating 발생 예상

시나리오별 2021년 전망

항목		변수	Worst	Base	Best
주가 결정 요인	1. DRAM 공급과 평가 영향	- 경쟁적 Capa 증설 1ynm의 수율 조기안정화 및 생산능력 비증확대	- 경쟁적 Capa 투자의 부활 (삼성전자 P2 생산 본격화, 하이닉스 C2F 공격적 활용), 마이크론의 일본·대만 Fab 적극 활용 1ynm, 1znm의 의욕적 비증확대	- 삼성전자 60K 증설 및 SK하이닉스와 마이크론의 시장 이하 BG 생산 가정 - NAND는 삼성의 점유율 확대 전략이 내년초 수익성 위주로 일부 전환	- 수요 불확실성 감안해 글로벌 DRAM Capa의 순증분은 제한적으로 확대 - 평가 개선기에 경쟁적 구매 구도로 전환되며 가상화폐 채굴 등 신규 수요 발생
	2. 선행구매 수요의 되돌림 여부	- 모바일 선행구매의 재구매 의사 확인 - 서버 수요의 구조적 회복 여부	- 모바일 DRAM 선행 구매자들이 현 재고활용으로 구매 지연 - 데이터센터 설비투자는 20년 전년대비 15% 이하 성장	- 모바일 DRAM 선행 구매자들의 본격 재고확충은 1Q21 시작 - 서버 수요는 모바일 수요에 자극 받아 2H21부터 크게 증가	- 화웨이 수요 공백 이상의 OVX 모바일 세트 업체들의 선행구매 지속 - 데이터센터 설비투자는 21년 전년대비 20% 이상 성장
	3. 스마트폰 성장률	5G 보급과 중가 스마트폰 성장의 기저 효과 확인	5G 도입 불구 스마트폰 출하 정체 - 고가 모델 메모리 탑재량 정체	5G 도입으로 스마트폰 수요 회복 - 애플의 신규 아이폰 출하량은 기대를 상회 (부품 빌드업 기준 연내 7천만대 중반)	5G 기반 스마트폰 출하 연간 5억대 이상으로 확대 - 스마트폰 중가 모델 평균 탑재량도 하이엔드급으로 성장
산업 투자 전략			- 비중축소, 특히 Pure player인 SK하이닉스 추가 하락 가속화 가능 - 선두업체의 '이익률' 우선 정책이 경쟁심화로 인해 '점유율' 우선으로 변경될 가능성 상존	- 반도체: 삼성전자, 우선주 중심의 투자 권고. SK하이닉스는 1Q21부터 본격 비증확대 - 반도체 장비·소재 업체들은 업사이클 구간에서 SK하이닉스와 일부 디커플링 발생하며 추가 상승에도 상대 열위 가능	- Best case가 현실화될 경우 DRAM 평가는 당사 예상보다 빠르게 반등 가능하며 반등폭 역시 예상 상회 - 만약 1Q21 이내에 반도체 평가 반등이 가시화될 경우 모든 서플라이체인 주가에 긍정적으로 작용
Top-Picks			상대적 관점에서 삼성전자	2021년 상반기: 삼성전자, 하반기: SK하이닉스	- SK하이닉스, 삼성전자 - 장비/소재 업종 전반

2021

전망 시리즈

07

반도체/디스플레이

기업분석

Top Pick	투자판단	적정주가
삼성전자 (005930)	Buy	76,000원

관심 종목	투자판단	적정주가
SK하이닉스 (000660)	Buy	110,000원
LG디스플레이 (034220)	Buy	17,000원
AP시스템 (265520)	Buy	30,000원

삼성전자(005930) ROE 개선을 통한 재평가 임박

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

Buy

적정주가 (12개월)	76,000원
현재주가 (11.11)	61,300원
상승여력	24.0%
KOSPI	2,485.87pt
시가총액	3,659,477억원
발행주식수	596,978만주
유동주식비율	74.65%
외국인비중	56.10%
52주 최고/최저가	62,400원/42,500원
평균거래대금	11,209.4억원
주요주주(%)	
이건희 외 14 인	21.20
국민연금공단	10.88
BlackRock Fund Advisors 외 15 인	5.03
주가상승률(%)	
절대주가	2.7
상대주가	-1.2
1개월	26.7
6개월	-1.4
12개월	18.8
주가그래프	



시간은 공급사 편. 여전히 보수적인 수요 전망이 역설적 DRAM 업사이클을 유도할 전망

- 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 점유율 확대 의지는 발현될 수 있으나, 불확실한 수요전망과 지배구조 변화

분기 실적 1Q21부터 구조적 개선세에 돌입. ROE 개선을 위한 실적 상승 및 주주환원 추구

- 4Q20E 영업이익은 10.1조원으로 QoQ 18% 하락하겠지만 1Q21E 8.7조원을 저점으로 DRAM 업사이클과 함께 구조적 개선세에 돌입 (4Q21E 14.5조원)
- 2021년 영업이익은 46.0조원으로 올해 37.0조원 대비 25% YoY 증가

특수관계인과 일반주주의 이해관계가 일치되며 Re-rating 발생. 2021년 주가 랠리 예상

- 배당수익 등 방어적 가치는 연말부터 특별주주환원 (7.4조원 배당)과 함께 본격 발현
- 특히, 당사가 예상하는 지배구조 변화는 특별관계인과 일반주주의 이해관계가 일치하는 긍정적 이벤트로 해석해야함. 향후 주가 상승과 주주환원을 통한 가치 제고가 추진될 전망

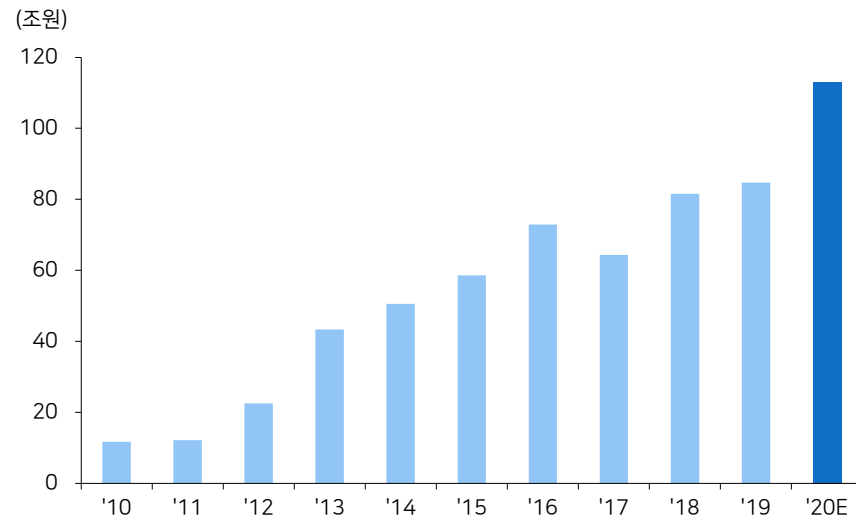
(조원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	243.8	58.9	43.9	6,871	10.9	30,906	8.6	1.9	3.0	18.3	37.0
2019	230.4	27.8	21.5	3,602	-47.6	34,480	16.4	1.7	3.9	8.4	34.1
2020E	238.5	37.0	27.2	4,010	11.3	37,722	14.7	1.6	2.7	10.3	35.7
2021E	261.8	46.1	38.2	5,623	40.2	42,466	10.5	1.4	2.0	13.2	39.8
2022E	295.9	57.6	48.4	7,132	26.8	48,803	8.3	1.2	1.9	15.0	40.8

삼성전자 -1) 방어적 매력 보유 강력한 주주환원으로 가치 제고

2021년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

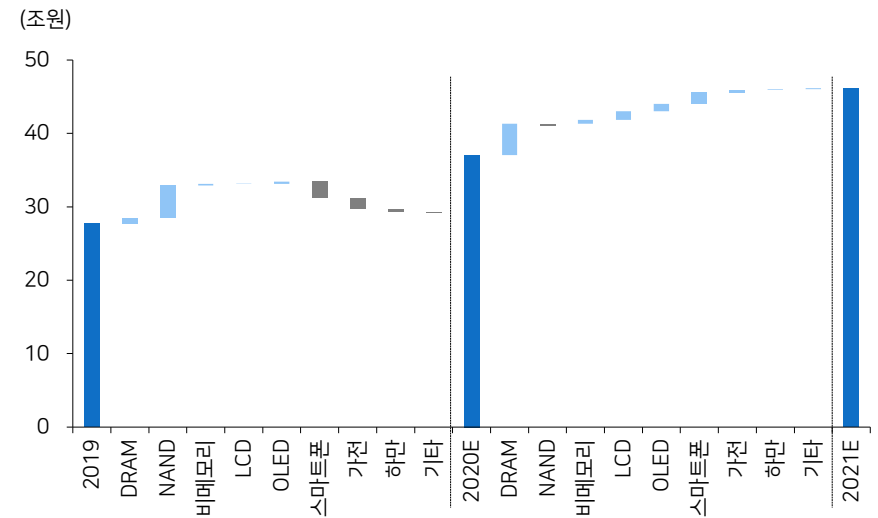
- 4Q20 실적은 10.1조원 가량으로 전분기 12.4조원 대비 소폭 감익. 이는 1) 비우호적인 환율 속, 2) 무선사업부 스마트폰 출하량 감소하며, 2) 메모리 판가 하락이 지속되기 때문
- 하지만 내년 영업이익은 46.1조원으로 올해 37.0조원 대비 크게 증가. 이는 2Q21부터 DRAM 업사이클이 발현되기 때문. 이와 함께 삼성전자는 올해말 사상 최초로 순현금 100조원을 돌파
- 당사는 21년부터 시행될 삼성전자의 주주환원 계획은 기존 계획 (FCF 50%) 대비 고강도 배당정책으로 도출되리라 예상

삼성전자 순현금은 올해 말 사상 최초 100조원을 돌파할 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전자의 2020년 영업이익은 DRAM을 제외하고 고르게 발생



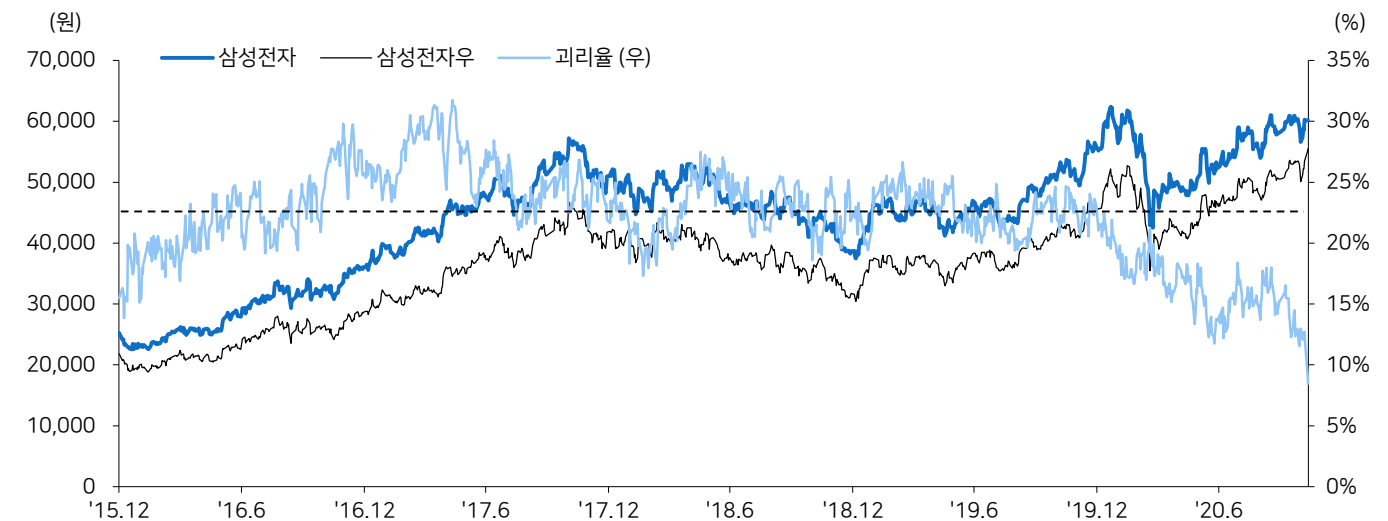
자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전자 - 우선, 우선주. 배당 위주 주주환원은 우선주의 상대 강도를 의미

2021년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

- 당사는 9월부터 삼성전자 우선주의 양호한 흐름을 예상하며, 보통주 대비 높은 매력도를 추정함
- 이는 향후 발생 가능한 배당정책이 배당수익률 관점에서 우선주에 유리하게 작용하기 때문
- 삼성전자 우선주는 액면가의 1%를 추가 배당함에 따라 실질 배당금에 차이는 미미하지만, 낮은 주가로 인해 보통주보다 높은 배당수익률이 도출됨
- 내년부터 배당 위주의 주주환원이 강화되며 괴리를 축소 추세는 지속

삼성전자 우선주 괴리율은 역대 최저 수준까지 떨어졌으나, 추가적인 간극 축소 예상



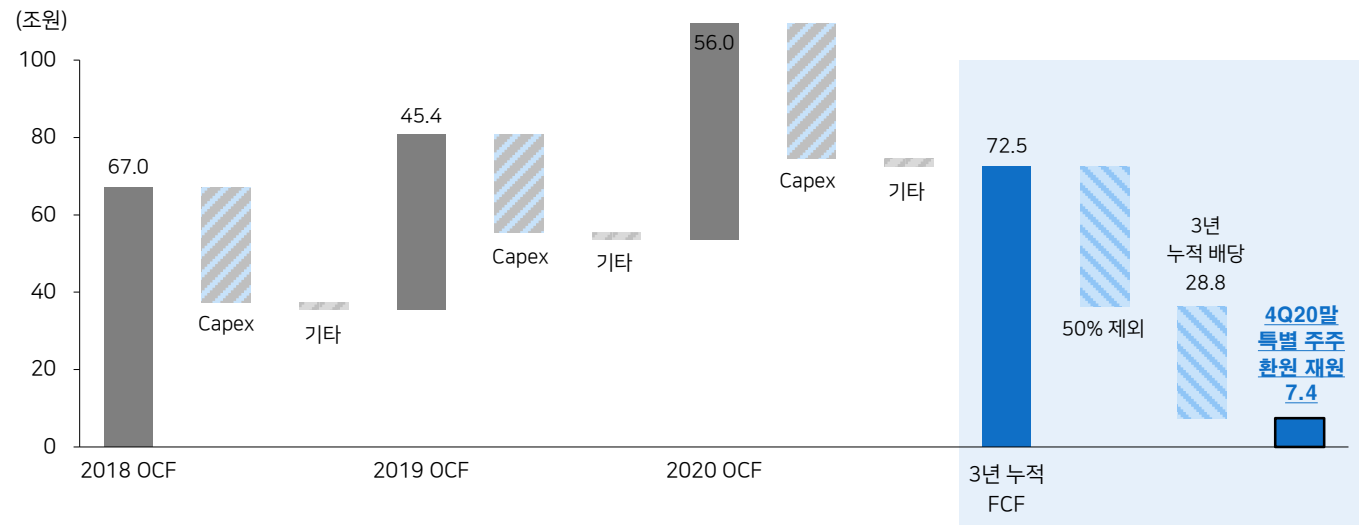
자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전자는 ‘기업가치 증대’ 위한 이익 개선과 배당 확대가 추구될 전망

2021년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

- 연말 특별주주환원을 시작으로 특수관계인 및 모든 주주를 위한 강도 높은 주주환원정책 시행 기대
- 당사는 연말 특별주주환원 재원 7.4조원, '21년 이후엔 기존 배당 정책(FCF 50%)의 추가 강화 예상
- 21년부터 적용되는 신 주주환원 계획은 고강도 배당정책으로 전망
- 2020년말 삼성전자는 사상 첫 순현금 100조원 돌파 → 향후 ROE 개선을 위한 수익성 중심 경영 강화
- Capex 집행 보다는 ‘기업가치 증대’ 위한 이익 개선과 배당 확대가 추구될 전망

삼성전자 3개년 주주환원계획 현금흐름 분해도, 연말 주주환원 재원 7.4조원



자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전자 - 2) 성장 매력 보유. 분기 이익은 1Q21부터 지속 확대

2021년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

삼성전자 실적추정

(조원)	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	55.3	53.0	67.0	63.2	58.3	59.7	69.0	74.7	230.5	238.5	261.8	295.9
반도체	17.6	18.2	18.8	17.4	17.5	18.3	21.5	23.5	64.9	72.1	80.7	105.9
DRAM	7.5	8.6	8.1	7.3	7.1	7.9	9.2	10.5	31.7	31.5	34.8	47.5
NAND	5.7	6.0	6.2	5.7	5.3	6.0	6.6	7.6	18.6	23.5	25.5	33.0
비메모리	4.5	3.6	4.5	4.4	5.0	4.4	5.7	5.5	14.7	17.1	20.5	25.4
디스플레이	6.6	6.7	7.3	11.0	7.1	7.6	9.6	10.8	31.0	31.6	35.2	37.5
LCD	1.1	0.9	1.4	1.2	0.7	0.6	0.5	0.5	5.5	4.6	2.3	1.9
OLED	5.5	5.8	5.9	9.8	6.4	7.0	9.1	10.4	25.5	27.0	32.9	35.6
무선통신	26.0	20.8	30.5	23.9	26.1	26.7	27.4	30.1	107.3	101.2	110.4	117.7
핸드셋	25.0	19.8	29.8	23.1	25.4	26.0	26.7	29.2	102.4	97.7	107.2	114.0
피쳐폰	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.8	0.5	0.4	0.3
스마트폰	23.1	17.6	25.9	19.2	22.5	23.2	23.8	25.3	95.1	85.8	94.7	101.1
테블릿	1.7	2.1	3.8	3.8	2.8	2.7	2.8	3.8	6.4	11.4	12.1	12.6
가전	10.3	10.2	14.1	13.8	10.8	11.2	14.2	13.9	44.9	48.4	50.0	51.4
하만	2.1	1.5	2.6	3.0	2.3	1.7	2.9	3.4	10.1	9.3	10.3	11.4
기타	-7.3	-4.4	-6.4	-5.9	-5.5	-5.7	-6.5	-7.0	-27.7	-24.0	-24.8	-28.1
영업이익	6.4	8.1	12.4	10.1	8.7	10.0	13.0	14.5	27.8	37.0	46.1	57.6
영업이익률 (%)	11.7%	15.4%	18.4%	16.0%	15.0%	16.7%	18.8%	19.4%	12.1%	15.5%	17.6%	19.5%
반도체	3.9	5.4	5.5	4.4	4.4	5.2	6.6	8.1	14.0	19.3	24.4	37.2
DRAM	2.5	3.8	3.7	2.9	2.9	3.6	4.7	6.0	12.2	12.9	17.2	27.5
NAND	1.0	1.4	1.5	1.1	1.1	1.3	1.2	1.6	0.5	5.0	5.2	7.7
비메모리	0.4	0.2	0.4	0.4	0.5	0.4	0.6	0.5	1.3	1.5	2.0	2.0
디스플레이	-0.3	0.3	0.5	1.4	0.4	0.8	1.4	1.5	1.6	1.8	4.0	4.5
LCD	-0.4	-0.4	-0.2	-0.3	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-1.3	-1.3	-0.1	0.0
OLED	0.1	0.7	0.7	1.7	0.5	0.8	1.4	1.5	2.8	3.1	4.1	4.5
무선통신	2.7	2.0	4.4	2.8	3.3	3.0	3.5	3.3	9.3	11.9	13.2	13.7
핸드셋	2.4	1.8	4.4	2.7	3.2	2.9	3.4	3.3	8.5	11.4	12.8	13.3
피쳐폰	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
스마트폰	2.4	1.7	4.0	2.4	3.0	2.8	3.2	3.0	8.2	10.5	12.0	12.7
테블릿	0.1	0.1	0.4	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.9	0.8	0.6
가전	0.5	0.7	1.6	1.4	0.8	1.0	1.3	1.4	2.6	4.1	4.5	2.1
하만	-0.2	-0.1	0.2	0.1	-0.2	0.0	0.2	0.1	0.3	0.0	0.1	0.1
기타	-0.1	-0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
지배주주 순이익	4.9	5.6	9.4	7.7	7.1	8.5	11.0	11.8	21.5	27.2	38.2	48.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전자-메모리 전망 주요 가정

2021년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

삼성전자 - 메모리 출하량 및 판가 전망 가정치

		1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	2022E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	15,088	15,389	16,313	17,128	17,128	18,327	19,610	20,395	53,594	63,918	75,461	88,562
	% QoQ	-6%	2%	6%	5%	0%	7%	7%	4%				
	% YoY	50%	30%	12%	7%	14%	19%	12%	19%	23%	19%	18%	17%
	NAND	326,555	320,024	380,829	399,870	395,871	447,335	492,068	551,116	1,125,932	1,427,278	1,886,390	2,468,225
	% QoQ	-2%	-2%	19%	5%	-1%	13%	10%	12%				
	% YoY	56%	16%	23%	20%	21%	40%	29%	38%	50%	27%	32%	31%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.42	0.46	0.42	0.37	0.37	0.39	0.43	0.48	0.51	0.42	0.42	0.49
	% QoQ	1%	10%	-8%	-11%	-1%	5%	10%	11%				
	% YoY	-39%	-16%	-6%	-9%	-11%	-15%	2%	27%	-49%	-18%	0%	18%
	NAND	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
	% QoQ	5%	6%	-11%	-10%	-3%	0%	2%	3%				
	% YoY	-10%	10%	4%	-11%	-17%	-22%	-11%	2%	-52%	-2%	-12%	0%

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전자 (005930)

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	243,771.4	230,400.9	238,491.7	261,762.0	295,857.4
매출액증가율(%)	1.8	-5.5	3.5	9.8	13.0
매출원가	132,394.4	147,239.6	144,936.5	154,212.7	168,996.0
매출총이익	111,377.0	83,161.3	93,555.2	107,549.3	126,861.4
판매비와관리비	52,490.3	55,392.8	56,511.7	61,426.4	69,311.1
영업이익	58,886.7	27,768.5	37,043.4	46,122.9	57,550.4
영업이익률(%)	24.2	12.1	15.5	17.6	19.5
금융손익	1,390.4	1,886.8	1,537.6	5,555.2	7,471.0
총속/관계기업관련손익	539.9	413.0	319.3	344.9	344.9
기타영업외손익	1,930.3	2,299.7	848.8	5,900.1	7,815.9
세전계속사업이익	61,160.0	30,432.2	37,892.3	52,023.0	65,366.3
법인세비용	16,815.1	8,693.3	10,408.1	13,583.6	16,678.5
당기순이익	44,344.9	21,738.9	27,484.2	38,439.4	48,687.8
지배주주지분 순이익	43,890.9	21,505.1	27,241.0	38,196.2	48,444.7
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	174,697.4	181,385.3	212,452.6	253,796.7	308,432.4
현금및현금성자산	30,340.5	26,886.0	58,989.0	93,937.1	148,422.1
매출채권	33,867.7	35,131.3	37,094.6	43,813.1	47,727.6
재고자산	28,984.7	26,766.5	28,262.3	33,381.1	36,363.5
비유동자산	164,659.8	171,179.2	170,172.4	180,940.5	184,295.4
유형자산	115,416.7	119,825.5	126,052.1	135,052.1	139,052.1
무형자산	14,891.6	20,703.5	17,757.8	14,371.2	10,412.0
투자자산	7,313.2	7,591.6	2,015.3	2,760.2	3,505.1
자산총계	339,357.2	352,564.5	382,625.1	434,737.2	492,727.8
유동부채	69,081.5	63,782.8	74,319.6	98,402.3	117,152.7
매입채무	8,479.9	8,718.2	9,205.4	10,872.7	11,844.1
단기차입금	13,586.7	14,393.5	12,776.4	11,276.4	9,276.4
유동성장기부채	33.4	846.1	893.4	1,055.2	1,149.5
비유동부채	22,522.6	25,901.3	26,253.5	25,443.5	25,596.0
사채	939.3	957.7	1,010.2	1,010.2	1,010.2
장기차입금	85.1	2,197.2	2,109.4	1,209.4	1,309.4
부채총계	91,604.1	89,684.1	100,573.1	123,845.8	142,748.7
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	-3,751.7	-3,751.7	-3,751.7
이익잉여금	242,699.0	254,582.9	272,409.2	301,248.6	340,336.4
비지배주주지분	7,684.2	7,965.0	8,062.5	8,062.5	8,062.5
자본총계	247,753.2	262,880.4	282,052.0	310,891.4	349,979.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	67,031.9	45,382.9	55,968.3	67,284.7	81,389.1
당기순이익(손실)	44,344.9	21,738.9	27,484.2	38,439.4	48,687.8
유형자산감가상각비	25,167.1	26,573.8	28,000.0	29,000.0	29,000.0
무형자산상각비	1,314.9	3,023.8	4,291.5	4,870.0	5,442.6
운전자본의 증감	-9,924.4	-2,545.8	-7,926.6	-11,001.3	-6,409.9
투자활동 현금흐름	-52,240.5	-39,948.2	-12,696.0	-20,496.7	-15,496.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-29,556.4	-25,367.8	-35,000.0	-38,000.0	-33,000.0
투자자산의 감소(증가)	-7,473.9	-8,139.5	8,724.1	-400.0	-400.0
재무활동 현금흐름	-15,090.2	-9,484.5	-11,538.3	-11,839.9	-11,407.4
차입금증감	-4,029.5	156.4	-1,919.7	-2,238.2	-1,805.7
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-204.6	-3,454.5	32,103.0	34,948.1	54,484.9
기초현금	30,545.1	30,340.5	26,886.0	58,989.0	93,937.1
기말현금	30,340.5	26,886.0	58,989.0	93,937.1	148,422.1
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	33,458	33,919	35,110	38,536	43,555
EPS(지배주주)	6,871	3,602	4,010	5,623	7,132
CFPS	-28	-509	4,726	5,145	8,021
EBITDAPS	11,717	8,445	10,207	11,861	8,472
BPS	30,906	34,480	37,722	42,466	48,803
DPS	1,416	1,416	2,510	1,416	1,416
배당수익률(%)	3.7	2.4	2.4	2.4	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	8.6	16.4	14.7	10.5	8.3
PCR	-2100.7	-116.0	12.5	11.5	7.4
PSR	1.8	1.7	1.7	1.5	1.4
PBR	1.9	1.7	1.6	1.4	1.2
EBITDA	85,368.7	57,366.2	69,335.0	80,565.5	57,550.4
EV/EBITDA	3.0	3.9	2.7	2.0	1.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.3	8.4	10.3	13.2	15.0
EBITDA이익률	54.5	30.1	43.0	51.0	70.2
부채비율	37.0	34.1	35.7	39.8	40.8
금융비용부담률	-0.7	-0.9	-0.7	-1.7	-2.5
이자보상배율(x)	87.3	40.5	81.5	116.3	166.7
매출채권회전율(x)	7.9	6.7	6.6	6.5	6.5
재고자산회전율(x)	4.9	5.3	5.3	5.0	4.8

Buy

적정주가 (12개월)	110,000원
현재주가 (11.11)	87,000원
상승여력	26.4%

KOSPI	2,485.87pt
시가총액	633,362억원
발행주식수	72,800만주
유통주식비율	73.57%
외국인비중	49.05%
52주 최고/최저가	105,000원/69,000원
평균거래대금	3,097.6억원

주요주주(%)	
SK텔레콤 외 2 인	20.07
국민연금	11.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.9	3.0	7.0
상대주가	1.0	-19.8	-8.6

주가그래프



인텔의 NAND 사업부 인수, 재무 부담 불구 장기 성장위한 포석. 위험통제 장치 충분히 마련

- 동사는 실적 개선의 걸림돌이자 장기 수요 성장 가능성을 지닌 NAND 경쟁력 강화를 위해 인텔과의 인수합병을 결정. 물론 10.3조원의 재무부담은 불가피하나 방향성은 긍정적으로 평가
- 이는 1) 규모의 경제와 영업레버리지, 2) QLC 제품 기반 Cold storage (니어라인) 공략, 3) 컨트롤러 경쟁력 확보를 통한 eSSD 시장 지배력 확대가 가능하기 때문
- 특히 당사의 인수 계약서 분석 결과 다수의 위험 통제 장치가 마련되어있다는 판단

DRAM 판가는 2Q21초부터 재상승 전망. 2H21부터 판가 상승 가속화

- 데이터센터 고객들의 판가인상 저항이 일부 발생하고 있지만, 선두업체의 공급 제한과 재고 소진을 감안 시 결국 중단기 소폭 조정기간에 그칠 전망. 동사 DRAM 생산 BG도 시장을 크게 하회할 가능성 높음
- 특히 모바일 수요 회복이 관찰될 경우 서버업체들 간 '배신의 게임'이 연출되리라 예상

투자의견 Buy, 적정주가 110,000원 유지. 본격 주가 상승은 연말~연초

- 과거 동사 주가는 DRAM 판가 저점을 3개월 가량 선행했음을 감안 시 주가 랠리는 내년 초부터 가능
- 1월 7일로 예정된 마이크론의 실적설명회가 촉매로 작용할 가능성 높음

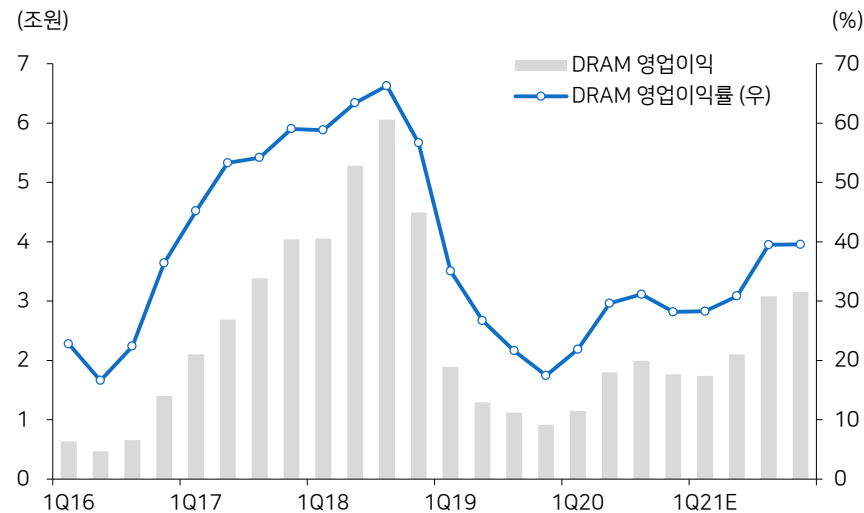
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	40,445.1	20,843.8	15,540.1	22,719	50.7	64,348	3.6	1.3	2.0	33.2	35.9
2019	26,990.7	2,712.7	2,013.3	2,765	-87.8	65,836	29.8	1.3	5.5	4.2	35.1
2020E	31,584.1	4,868.9	3,985.1	5,474	97.9	70,685	15.1	1.2	4.5	8.0	30.4
2021E	36,811.5	7,585.2	6,057.7	8,321	52.0	77,863	9.9	1.1	3.5	11.2	30.6
2022E	47,171.2	11,823.0	9,173.9	12,602	51.4	89,086	6.5	0.9	2.4	15.1	26.8

SK하이닉스 -보수적 수요 전망이 견인하는 역설적 2Q21 DRAM 반등

2021년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

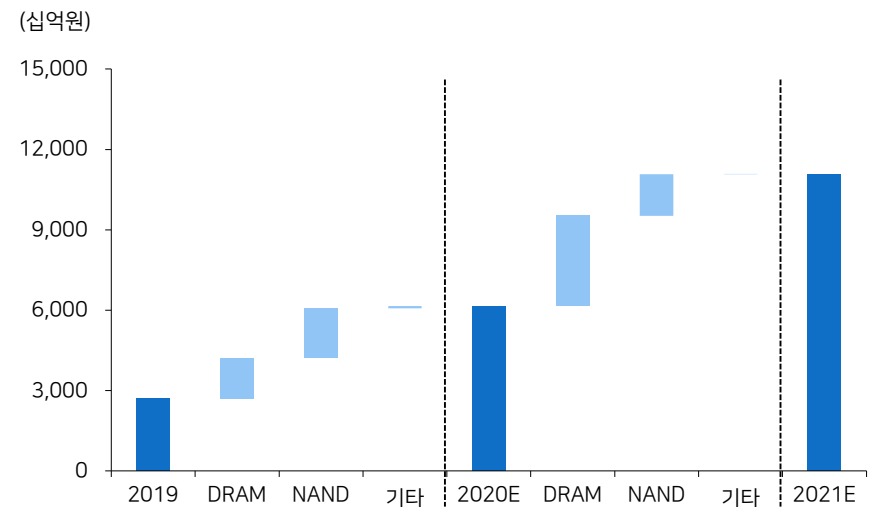
- DRAM 업황 역시 코로나19의 후행적 영향력이 하반기에 발생하며 단기 조정기를 거치는 중
- DRAM 판가는 2Q21 (4~5월)에 저점을 형성할 가능성이 높음
- 특히 전술한 바와 같이 동사는 높은 DRAM 재공 재고를 보유하고 있다고 판단되는 바, 내년 생산량은 보수적 수준에서 형성될 가능성 높음 (10% 초중반)
- 선두업체의 수익성 중심 경영 전략이 강화되며 DRAM 판가는 2H21부터 가파른 반등 시현

SK하이닉스 - 분기별 DRAM 영업이익 및 영업이익률



자료: 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스 사업부분별 영업이익 브릿지 차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스 - 분기별 영업이익은 1Q21이 저점

2021년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	7,199.0	8,607.0	8,128.6	7,649.4	7,499.6	8,451.4	9,806.9	11,053.7	26,990.7	31,584.1	36,811.5	47,171.2
DRAM	5,256.5	6,288.6	5,873.0	5,486.6	5,404.2	6,102.5	7,231.1	8,191.8	20,670.4	22,904.7	26,929.7	34,817.1
NAND	1,745.2	2,029.7	1,922.6	1,742.8	1,781.8	2,021.7	2,221.4	2,493.9	5,194.3	7,440.3	8,518.8	10,854.7
영업이익	800.3	1,946.6	1,300.4	821.6	680.9	1,153.8	2,367.6	3,383.0	2,712.7	4,868.9	7,585.2	11,823.0
DRAM	1,149.0	2,078.4	1,697.4	1,269.2	1,144.7	1,558.5	2,668.3	3,537.7	5,221.6	6,194.0	8,909.3	12,922.3
NAND	-375.9	-162.1	-430.3	-489.6	-495.2	-437.4	-336.1	-191.6	-2,559.9	-1,457.9	-1,460.3	-1,249.2
기타	27.2	30.3	33.3	42.0	31.4	32.7	35.4	36.8	51.1	132.8	136.3	149.9
세전이익	928.5	1,727.0	1,563.7	979.6	749.7	1,206.4	2,404.5	3,411.4	2,442.7	5,198.7	7,772.0	11,767.2
당기순이익	649.1	1,264.3	1,292.7	783.6	584.8	941.0	1,875.5	2,660.9	2,013.3	3,985.1	6,057.7	9,173.9
영업이익률 (%)	11%	23%	16%	11%	9%	14%	24%	31%	10%	15%	21%	25%
DRAM	22%	33%	29%	23%	21%	26%	37%	43%	25%	27%	33%	37%
NAND	-22%	-8%	-22%	-28%	-28%	-22%	-15%	-8%	-49%	-20%	-17%	-12%

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스 -메모리 전망 주요 가정

2021년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

SK하이닉스 – 메모리 출하량 및 판가 전망 가정치

		1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	2022E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	10,713	10,906	11,342	11,910	12,029	13,111	14,291	14,720	37,146	44,871	54,151	64,682
	% QoQ	-4%	2%	4%	5%	1%	9%	9%	3%				
	% YoY	46%	31%	10%	7%	12%	20%	26%	24%	21%	21%	21%	19%
	NAND	90,045	94,457	102,959	106,047	113,471	130,491	142,236	156,459	278,085	393,509	542,657	735,274
	% QoQ	13%	5%	9%	3%	7%	15%	9%	10%				
	% YoY	72%	29%	41%	33%	26%	38%	38%	48%	51%	42%	38%	35%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.41	0.47	0.44	0.40	0.40	0.42	0.46	0.51	0.48	0.43	0.45	0.50
	% QoQ	3%	15%	-7%	-8%	-1%	5%	10%	11%				
	% YoY	-37%	-5%	4%	1%	-3%	-11%	5%	27%	-50%	-10%	5%	10%
	NAND	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.01	0.01
	% QoQ	7%	8%	-10%	-9%	-3%	0%	2%	3%				
	% YoY	-18%	19%	3%	-5%	-14%	-21%	-10%	2%	-56%	0%	-11%	-4%

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스 (000660)

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	40,445.1	26,990.7	31,584.1	36,811.5	47,171.2
매출액증가율(%)	34.3	-33.3	17.0	16.6	28.1
매출원가	15,180.8	18,825.3	20,948.6	22,470.9	26,684.0
매출총이익	25,264.2	8,165.5	10,635.4	14,340.6	20,487.2
판매비와관리비	4,420.5	5,452.7	5,766.4	6,755.4	8,664.2
영업이익	20,843.8	2,712.7	4,868.9	7,585.2	11,823.0
영업이익률(%)	51.5	10.1	15.4	20.6	25.1
금융손익	549.8	-267.2	548.6	153.7	-88.9
종속/관계기업관련손익	13.0	22.6	32.7	33.1	33.1
기타영업외손익	562.8	-244.6	329.7	186.8	-55.7
세전계속사업이익	21,341.0	2,442.7	5,198.7	7,772.0	11,767.2
법인세비용	5,801.1	426.3	1,209.1	1,709.8	2,588.8
당기순이익	15,540.0	2,016.4	3,989.6	6,062.2	9,178.4
지배주주지분 순이익	15,540.1	2,013.3	3,985.1	6,057.7	9,173.9
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	19,894.2	14,457.6	14,658.5	19,437.2	27,527.6
현금및현금성자산	2,349.3	2,306.1	4,587.4	5,291.7	11,437.9
매출채권	6,320.0	4,261.7	4,206.1	5,077.9	4,957.8
재고자산	4,422.7	5,295.8	4,848.1	7,005.6	8,219.6
비유동자산	43,764.2	50,331.9	52,445.2	54,602.1	54,705.8
유형자산	34,952.6	39,949.9	40,698.8	42,198.8	43,498.8
무형자산	2,678.8	2,571.1	3,561.6	3,469.7	3,363.4
투자자산	562.2	768.8	1,408.4	2,141.5	2,874.5
자산총계	63,658.3	64,789.5	67,103.7	74,039.3	82,233.4
유동부채	13,031.9	7,874.0	6,172.7	11,091.4	12,077.9
매입채무	1,096.4	1,042.5	1,151.3	1,663.6	1,951.9
단기차입금	585.8	1,168.4	680.0	680.0	680.0
유동성장기부채	1,028.5	1,569.4	1,733.1	2,004.3	1,851.7
비유동부채	3,774.2	8,972.3	9,451.8	6,243.2	5,280.9
사채	1,510.2	2,759.1	3,402.5	1,294.6	1,294.6
장기차입금	2,161.6	5,052.9	4,521.3	3,353.5	2,353.5
부채총계	16,806.0	16,846.3	15,624.5	17,334.6	17,358.9
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	-63.1	-63.1	-63.1
이익잉여금	42,033.6	42,930.7	46,224.8	51,450.4	59,620.2
비지배주주지분	6.6	14.8	20.0	20.0	20.0
자본총계	46,852.3	47,943.2	51,479.2	56,704.7	64,874.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	22,227.2	6,483.2	13,052.3	17,492.2	21,254.3
당기순이익(손실)	15,540.0	2,016.4	3,989.6	6,062.2	9,178.4
유형자산감가상각비	5,904.2	7,758.2	9,100.0	9,500.0	9,700.0
무형자산상각비	524.1	795.2	830.0	760.6	775.0
운전자본의 증감	-1,996.9	270.1	333.7	-2,020.9	-526.5
투자활동 현금흐름	-21,428.8	-10,450.9	-9,538.2	-12,946.8	-12,946.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-16,036.2	-13,920.2	-10,000.0	-11,000.0	-11,000.0
투자자산의 감소(증가)	-233.8	-177.6	-559.3	-699.9	-699.9
재무활동 현금흐름	-1,395.3	3,903.2	-1,214.9	-3,841.0	-2,161.3
차입금증감	1,047.2	5,248.5	-424.7	-3,004.4	-1,152.7
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-600.7	-43.3	2,281.3	704.4	6,146.2
기초현금	2,950.0	2,349.3	2,306.1	4,587.4	5,291.7
기말현금	2,349.3	2,306.1	4,587.4	5,291.7	11,437.9
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	55,556	37,075	43,385	50,565	64,795
EPS(지배주주)	22,719	2,765	5,474	8,321	12,602
CFPS	-825	-59	3,134	968	8,443
EBITDAPS	37,462	15,475	20,328	24,513	30,629
BPS	64,348	65,836	70,685	77,863	89,086
DPS	1,500	1,000	1,223	1,475	1,750
배당수익률(%)	1.8	1.2	1.5	1.8	2.1
Valuation(Multiple)					
PER	3.6	29.8	15.1	9.9	6.5
PCR	-99.9	-1,387.0	26.3	85.2	9.8
PSR	1.5	2.2	1.9	1.6	1.3
PBR	1.3	1.3	1.2	1.1	0.9
EBITDA	27,272.1	11,266.1	14,799.0	17,845.8	22,297.9
EV/EBITDA	2.0	5.5	4.5	3.5	2.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	33.2	4.2	8.0	11.2	15.1
EBITDA이익률	67.5	10.4	30.6	37.1	45.7
부채비율	35.9	35.1	30.4	30.6	26.8
금융비용부담률	0.1	0.8	0.8	0.5	0.4
이자보상배율(x)	220.2	11.4	18.8	38.1	75.8
매출채권회전율(x)	6.8	5.1	7.5	7.9	9.4
재고자산회전율(x)	4.3	3.9	4.1	3.8	3.5

LG디스플레이(034220) 예상외로 견조한 패널가 흐름

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

Buy

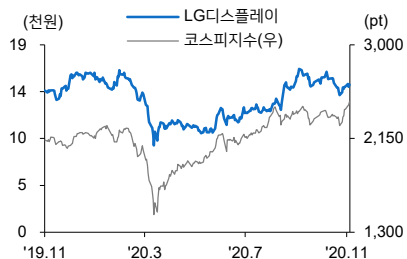
적정주가 (12개월)	17,000원
현재주가 (11.11)	15,150원
상승여력	12.2%

KOSPI	2,485.87pt
시가총액	54,209억원
발행주식수	35,782만주
유동주식비율	58.81%
외국인비중	22.56%
52주 최고/최저가	16,750원/8,900원
평균거래대금	470.9억원

주요주주(%)	
LG전자 외 2 인	37.91
국민연금	5.08

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.4	40.9	5.9
상대주가	-8.0	9.7	-9.5

주가그래프



TV 판매 확대에 기반한 패널 시장의 공급 부족. 흑자전환에 성공한 3Q20 실적

- COVID-19에도 불구하고 TV 시장은 재택 시간 연장과 함께 견조한 수요를 보여왔으며, 올해 삼성디스플레이 및 LG디스플레이의 생산 축소가 LCD 판가 반등을 가속화 시킴
- 동사는 3Q20 영업이익의 흑자 전환에 성공했으며 (1,580억원), 4Q20에도 2,000억원으로 증익 예상

LCD 패널가 상승세는 12월까지 지속. 이후 안정화 흐름을 보일 전망

- 현재 전방시장의 채널 재고는 매우 낮은 수준으로 내년부터 경기 정상화, 계절성 회복, 그리고 스포츠 이벤트에 기반해 세트 업체들은 1H21까지 재고 확충을 지속할 전망
- 동사의 2021년 영업이익은 6,140억원으로 올해 -5,210억원에서 크게 개선

POLED 수율 안정화가 추가 모멘텀으로 작용. 조심스럽지만 긍정적 시각 유지

- 밸류에이션 기반을 2021년으로 변경하며 적정주가 역시 17,000원으로 소폭 상향조정 (2021E P/B 0.6x)
- 추가적인 주가 반등을 위한 모멘텀은 1) 중국 LCD 보조금 축소 및 철폐 가능성, 2) E6 POLED 안정적 생산 및 출하 확대, 3) LCD 패널가 내년 반등세 유지

(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	-22.0	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	-1.6	0.4	6.9	-25.0	184.9
2020E	23,729.2	-520.8	-559.0	-1,562	-80.2	30,569	-8.2	0.4	2.4	-5.0	192.5
2021E	23,387.4	614.0	210.4	588	-137.6	30,989	21.7	0.4	1.0	1.9	187.1
2022E	23,992.3	991.6	572.9	1,601	172.3	32,423	8.0	0.4	0.3	5.0	199.1

LG디스플레이 - 분기 실적 추정

2021년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

LG 디스플레이 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	2022E
환율전망 (원)	1,193.6	1,220.8	1,178.8	1,140.0	1,123.0	1,108.0	1,095.0	1,085.0	1,165.2	1,183.3	1,102.8	1,085.0
매출액	4,723.8	5,306.7	6,737.9	6,960.9	5,839.1	5,761.1	5,887.7	5,899.4	23,476.1	23,729.2	23,387.4	23,992.3
% YoY	-19.6%	-0.9%	15.7%	8.4%	23.6%	8.6%	-12.6%	-15.2%	-3.5%	1.1%	-1.4%	2.6%
% QoQ	-26.4%	12.3%	27.0%	3.3%	-16.1%	-1.3%	2.2%	0.2%				
투입면적 ('000 m ²)	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	38,957.6
출하면적 ('000 m ²)	6,976.2	6,674.1	8,231.2	8,374.3	7,060.5	7,060.5	7,301.4	7,310.2	38,407.9	30,255.8	28,732.5	28,851.2
% YoY	-29.3%	-33.2%	-13.5%	-7.2%	1.2%	5.8%	-11.3%	-12.7%	-9.3%	-21.2%	-5.0%	0.4%
% QoQ	-22.7%	-4.3%	23.3%	1.7%	-15.7%	0.0%	3.4%	0.1%				
평균단가(달러)	567.3	651.3	694.4	729.1	736.4	736.4	736.4	743.8	526.6	660.5	738.3	766.3
% YoY	7.2%	41.8%	35.5%	20.4%	29.8%	13.1%	6.1%	2.0%	1.1%	25.4%	11.8%	3.8%
% QoQ	-6.3%	14.8%	6.6%	5.0%	1.0%	0.0%	0.0%	1.0%				
매출총이익	278.2	128.2	1,034.2	1,110.3	923.0	809.0	935.5	966.1	1,868.3	2,550.9	3,633.6	4,090.4
매출총이익률 (%)	5.9%	2.4%	15.3%	16.0%	15.8%	14.0%	15.9%	16.4%	8.0%	10.7%	15.5%	17.0%
영업이익	-361.9	-517.0	158.3	199.9	167.0	71.8	172.7	202.5	-1,359.4	-520.8	614.0	991.6
영업이익률 (%)	-7.7%	-9.7%	2.3%	2.9%	2.9%	1.2%	2.9%	3.4%	-5.8%	-2.2%	2.6%	4.1%
경상이익	-294.9	-669.0	-59.9	102.9	262.6	-144.8	108.8	-25.4	-3,344.2	-920.8	201.2	665.9
경상이익률 (%)	-6.2%	-12.6%	-0.9%	1.5%	4.5%	-2.5%	1.8%	-0.4%	-14.2%	-3.9%	0.9%	2.8%
당기순이익	-198.9	-503.8	11.0	79.3	204.9	-113.0	84.9	-19.8	-2,829.7	-559.0	210.4	572.9
순이익률 (%)	-4.2%	-9.5%	0.2%	1.1%	3.5%	-2.0%	1.4%	-0.3%	-12.2%	-2.6%	0.7%	2.2%
EPS (원)	-556	-1,367	95	266	572	-275	301	-11	-7,908	-1,562	588	1,601

자료: 메리츠증권 리서치센터

LG디스플레이 (034220)

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	24,336.6	23,475.6	23,729.2	23,387.4	23,992.3
매출액증가율(%)	-12.4	-3.5	1.1	-1.4	2.6
매출원가	21,251.3	21,607.2	21,178.3	19,753.7	19,901.9
매출총이익	3,085.3	1,868.3	2,550.9	3,633.6	4,090.4
판매비와관리비	2,992.4	3,227.7	3,071.7	3,019.6	3,098.8
영업이익	92.9	-1,359.4	-520.8	614.0	991.6
영업이익률(%)	0.4	-5.8	-2.2	2.6	4.1
금융손익	-112.2	-1,830.5	-47.7	64.6	122.2
중속/관계기업관련손익	0.7	12.2	6.5	0.0	0.0
기타영업외손익	-111.5	-1,818.3	-400.0	-412.8	-325.7
세전계속사업이익	-91.4	-3,344.2	-920.8	201.2	665.9
법인세비용	88.1	-472.2	-308.4	44.3	146.5
당기순이익	-179.5	-2,872.1	-612.5	156.9	519.4
지배주주지분 순이익	-207.2	-2,829.7	-559.0	210.4	572.9
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	8,800.1	10,248.3	12,098.6	13,734.6	18,138.2
현금및현금성자산	2,365.0	3,336.0	4,113.0	6,954.8	11,018.6
매출채권	2,829.2	3,154.1	3,418.9	2,897.6	3,044.5
재고자산	2,691.2	2,051.2	2,223.4	1,884.3	1,979.9
비유동자산	24,375.6	25,326.3	23,536.0	21,680.1	20,295.2
유형자산	21,600.1	22,087.7	20,117.8	18,417.8	16,717.8
무형자산	987.6	873.5	878.6	1,127.9	1,370.2
투자자산	114.0	109.6	94.7	62.4	30.1
자산총계	33,175.7	35,574.6	35,634.6	35,414.7	38,433.4
유동부채	9,954.5	10,985.0	12,269.7	12,323.1	14,828.9
매입채무	3,087.5	2,618.3	2,838.1	2,405.3	2,527.3
단기차입금	0.0	696.8	1,049.9	1,059.9	1,069.9
유동성장기부채	1,553.9	1,242.9	1,347.3	1,141.8	1,199.7
비유동부채	8,335.0	12,101.3	11,180.4	10,756.7	10,756.8
사채	1,772.6	2,741.5	2,287.1	2,198.5	2,198.5
장기차입금	5,232.3	8,799.7	8,644.9	8,310.0	8,310.0
부채총계	18,289.5	23,086.3	23,450.1	23,079.8	25,585.6
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	1.8	1.8	1.8
이익잉여금	10,240.0	7,503.3	6,896.1	7,046.5	7,559.3
비지배주주지분	907.1	1,147.8	1,246.4	1,246.4	1,246.4
자본총계	14,886.3	12,488.3	12,184.5	12,334.9	12,847.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	4,484.1	2,706.6	3,346.5	6,607.6	7,142.8
당기순이익(손실)	-179.4	-2,872.1	-612.5	156.9	519.4
유형자산감가상각비	3,123.7	3,268.8	4,200.0	4,700.0	4,700.0
무형자산상각비	430.9	426.3	162.1	137.3	144.3
운전자본의 증감	1,058.3	404.0	-1,219.1	122.4	-34.5
투자활동 현금흐름	-7,675.3	-6,755.4	-2,541.1	-3,352.2	-3,352.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-7,942.2	-6,927.0	-2,500.0	-3,000.0	-3,000.0
투자자산의 감소(증가)	634.6	31.7	53.2	32.3	32.3
재무활동 현금흐름	2,952.9	4,987.9	-80.1	-413.6	273.2
차입금증감	2,851.3	4,782.6	-285.4	-618.9	67.9
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-237.5	971.0	777.0	2,841.7	4,063.8
기초현금	2,602.6	2,365.0	3,336.0	4,113.0	6,954.8
기말현금	2,365.0	3,336.0	4,113.0	6,954.8	11,018.6
Key Financial Data					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	68,014	65,608	66,317	65,361	67,052
EPS(지배주주)	-579	-7,908	-1,562	588	1,601
CFPS	-664	2,714	2,172	7,942	11,357
EBITDAPS	10,194	6,528	10,735	15,235	16,310
BPS	39,068	31,694	30,569	30,989	32,423
DPS	0	0	0	59	160
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.5	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	-22.0	-1.6	-8.2	21.7	8.0
PCR	-19.2	4.7	5.9	1.6	1.1
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
EBITDA	3,647	2,336	3,841	5,451	5,836
EV/EBITDA	3.9	6.9	2.4	1.0	0.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.5	-25.0	-5.0	1.9	5.0
EBITDA이익률	-4.4	-94.6	-18.1	4.5	10.2
부채비율	122.9	184.9	192.5	187.1	199.1
금융비용부담률	0.0	0.5	0.9	0.8	0.5
이자보상배율(x)	1.2	-7.9	-1.8	2.2	3.7
매출채권회전율(x)	6.8	7.8	7.2	7.4	8.1
재고자산회전율(x)	8.4	9.1	9.9	9.6	10.3

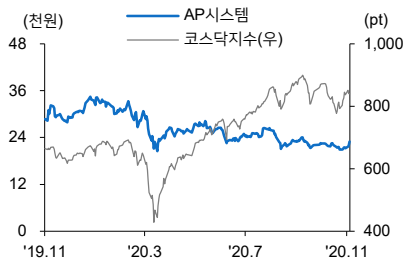
AP시스템(265520) SDC 투자 모멘텀에는 다소 시간이 필요

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

Buy

적정주가 (12개월)	30,000원
현재주가 (11.11)	22,950원
상승여력	30.7%
KOSDAQ	839.90pt
시가총액	3,323억원
발행주식수	1,448만주
유동주식비율	78.32%
외국인비중	9.94%
52주 최고/최저가	34,450원/20,500원
평균거래대금	38.2억원
주요주주(%)	
APS홀딩스 외 3 인	20.91

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.2	-15.3	-19.0
상대주가	6.1	-30.9	-36.3
주가그래프			



SDC 시설투자는 지연되고 있으나, 견조한 수주잔고 기반 양호한 3Q20 실적 발표

- 동사의 3Q20 영업이익 170억원은 3Q18 이후 가장 높은 수준을 기록. 이는 해외 위주 막대한 수주잔고 (3Q20 기준 2,960억원)가 지속 매출인식이 시현되기 때문
- 하지만 삼성디스플레이 (SDC)의 A5 투자 가능성은 여전히 높지 않다는 판단. 이는 전방시장 수요 둔화로 인해 글로벌 스마트폰 대비 모바일 OLED 생산 능력이 막대한 수준으로 상승했기 때문

QD-OLED 양산 및 폴더블 본격 개화는 아직 요원

- 삼성디스플레이의 QD-OLED는 빨라야 4Q21 양산 시작되리라 예상. 주요 잠재 고객의 출시 의사가 불투명해졌기 때문. 그 다음 차세대 기술 QNED에 더 높은 기대가 필요한 상황

내년 삼성전자 폴더블 출하 확대 시 가장 높은 주가 탄력 가능 · 투자의견 Buy, 적정주가 30,000원

- 장비주 특성 상 주가의 수주/실적 선행성은 1년을 능가하기도 함. 하지만 아직 SDC의 시설 투자 계획은 준비돼있지 않다 판단. 당분간 해외 수주에 기반한 영업 활동 예상
- 폴더블 잠재력 감안해 Buy 투자의견 유지. 적정주가는 실적 변경 반영 해 30,000원으로 소폭 조정

(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	528.3	43.7	38.3	2,644	297.6	10,481	9.8	2.5	7.5	28.8	158.9
2021E	621.3	53.3	46.9	3,241	22.6	13,722	8.0	1.9	5.6	26.8	132.7
2022E	717.6	56.6	50.2	3,466	6.9	17,188	7.5	1.5	3.8	22.4	136.4

AP시스템- 분기실적 추정

2021년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

AP시스템 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	121.1	128.5	163.6	115.2	158.6	157.0	176.7	129.0	462.1	528.3	621.3	717.6
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	108.0	147.2	103.6	134.8	131.9	159.0	116.1	485.0	477.8	541.8	625.9
기타	-4.6	10.4	5.8	0.7	14.1	14.9	7.1	2.0	-61.3	12.2	38.2	50.4
영업이익	7.9	8.8	17.07	9.9	11.9	11.8	17.1	12.5	28.4	43.7	53.3	56.6
영업이익률(%)	6.6%	6.9%	10.4%	8.6%	7.5%	7.5%	9.7%	9.7%	6.2%	8.3%	8.6%	7.9%
세전이익	10.8	6.1	14.7	18.2	9.4	12.3	16.8	22.1	12.4	49.7	60.6	64.8
세전이익률(%)	8.9%	4.7%	9.0%	15.8%	6.0%	7.8%	9.5%	17.1%	2.7%	9.4%	9.8%	9.0%
순이익	8.2	4.7	11.4	14.1	7.3	9.5	13.0	17.1	9.5	38.3	46.9	50.2
순이익률(%)	6.8%	3.6%	6.9%	12.2%	4.6%	6.0%	7.4%	13.3%	2.0%	7.2%	7.6%	7.0%

자료: 메리츠증권 리서치센터

AP시스템 (265520)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	714.2	462.1	528.3	621.3	717.6
매출액증가율(%)	-25.8	-35.3	14.3	17.6	15.5
매출원가	613.1	389.5	431.0	506.0	589.5
매출총이익	101.2	72.6	97.3	115.4	128.1
판매비와관리비	55.4	44.2	53.6	62.0	71.4
영업이익	45.8	28.4	43.7	53.3	56.6
영업이익률(%)	6.4	6.2	8.3	8.6	7.9
금융손익	-7.6	-6.5	6.5	7.3	8.2
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-7.6	-6.5	6.0	7.3	8.2
세전계속사업이익	27.9	12.4	49.7	60.6	64.8
법인세비용	2.7	3.0	11.4	13.7	14.7
당기순이익	25.2	9.5	38.3	46.9	50.2
지배주주지분 순이익	25.2	9.5	38.3	46.9	50.2

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	284.4	252.4	246.7	307.5	423.2
현금및현금성자산	34.5	30.0	90.8	121.0	203.8
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	146.3	154.9	165.0
유형자산	108.0	86.7	86.4	85.4	85.4
무형자산	15.4	6.8	6.8	8.8	10.7
투자자산	0.0	0.0	0.6	1.8	3.0
자산총계	421.0	421.0	393.0	462.4	588.3
유동부채	291.1	286.8	165.1	187.5	263.1
매입채무	106.2	80.6	56.4	63.2	120.8
단기차입금	138.7	121.3	60.4	50.4	40.4
유동성장기부채	7.4	5.9	4.2	4.7	5.2
비유동부채	23.5	20.0	76.1	76.2	76.3
사채	0.0	0.0	19.8	19.8	19.8
장기차입금	14.8	8.9	47.2	47.2	47.2
부채총계	314.6	306.8	241.2	263.7	339.4
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	82.9	129.8	180.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	106.4	114.1	151.8	198.7	248.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	-49.2	18.1	79.6	70.3	123.8
당기순이익(손실)	25.2	9.5	38.3	46.9	50.2
유형자산감가상각비	7.1	10.5	10.0	10.0	10.0
무형자산상각비	5.3	3.8	0.8	1.0	1.2
운전자본의 증감	-114.8	-27.2	20.7	-11.4	37.2
투자활동 현금흐름	12.0	7.4	-9.8	-27.1	-28.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-8.1	-1.3	-8.0	-9.0	-10.0
투자자산의 감소(증가)	27.2	0.2	-0.9	-1.2	-1.2
재무활동 현금흐름	9.2	-29.5	-8.9	-13.0	-13.0
차입금증감	12.1	-23.5	-4.3	-4.3	-4.3
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-28.2	-4.4	60.8	30.2	82.8
기초현금	62.7	34.5	30.0	90.8	121.0
기말현금	34.5	30.0	90.8	121.0	203.8

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	50,657	31,911	36,487	42,907	49,557
EPS(지배주주)	1,805	665	2,644	3,241	3,466
CFPS	-2,003	-306	4,197	4,197	4,197
EBITDAPS	4,124	2,953	3,766	4,444	4,683
BPS	7,612	8,031	10,481	13,722	17,188
DPS	150	50	0	0	0
배당수익률(%)	0.6	0.2	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	14.4	39.1	9.8	8.0	7.5
PCR	-13.0	-84.8	6.2	6.2	6.2
PSR	0.5	0.8	0.7	0.6	0.5
PBR	3.4	3.2	2.5	1.9	1.5
EBITDA	58.2	42.8	54.5	64.3	67.8
EV/EBITDA	8.4	11.5	7.5	5.6	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.7	8.3	28.8	26.8	22.4
EBITDA이익률	54.5	18.7	78.7	78.9	76.0
부채비율	295.6	268.9	158.9	132.7	136.4
금융비용부담률	0.7	1.0	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	8.1	5.1	26.6	21.1	17.2
매출채권회전율(x)	7.5	13.3	14.1	19.0	19.6
재고자산회전율(x)	6.3	2.8	3.8	5.1	5.3

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	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

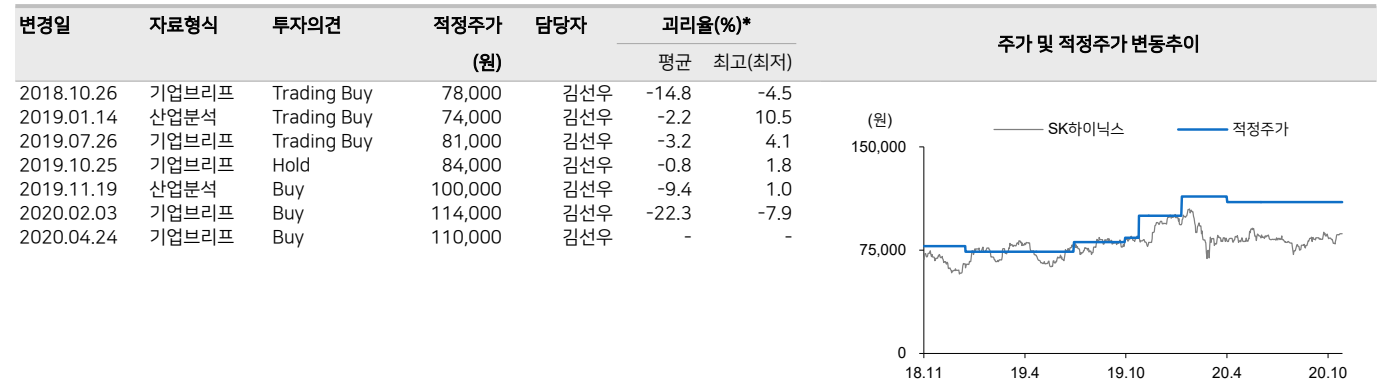
삼성전자 (005930) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.01	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	-19.7	-13.3	
2020.07.07	기업브리프	Buy	66,000	김선우	-16.9	-10.6	
2020.07.31	기업브리프	Buy	72,000	김선우	-20.0	-15.3	
2020.09.28	기업브리프	Buy	76,000	김선우	-	-	

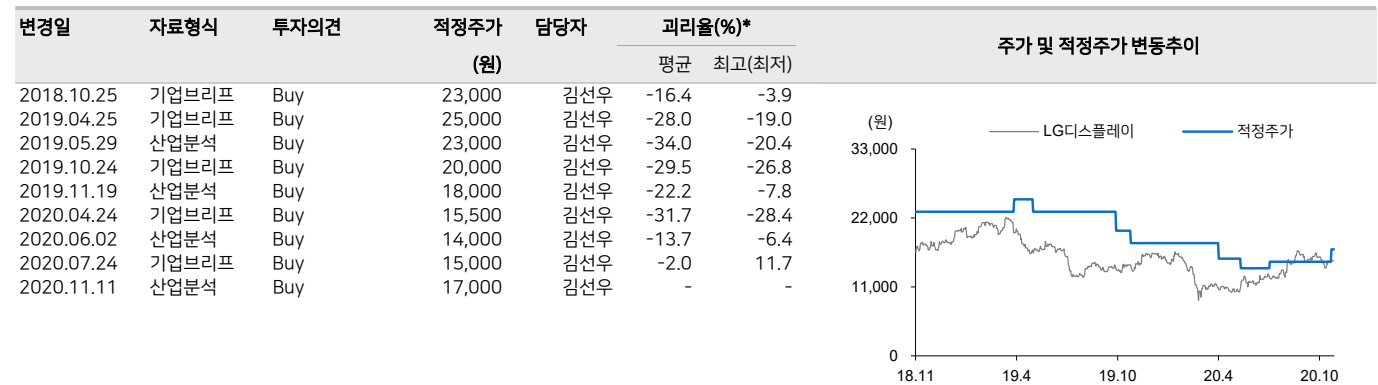
SK하이닉스 (000660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



LG디스플레이 (034220) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



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)	
2018.09.10	산업분석	Buy	42,000	김선우	-39.0	-25.0	
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	-28.8	-19.7	
2020.11.11	산업분석	Buy	30,000	김선우	-	-	