

반도체/디스플레이

작용, 반작용!

2022년 전망 시리즈 **7**

반도체/디스플레이 (Overweight)

작용, 반작용!

Top Pick

종목	투자판단	적정주가
SK하이닉스 (000660)	Buy	145,000원

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
삼성전자 (005930)	Buy	96,000원
LG디스플레이 (034220)	Buy	25,000원
삼성SDI (006400)	Buy	880,000원
AP시스템 (265520)	Buy	34,200원
에스에프에이 (056190)	Hold	40,000원



반도체/디스플레이

Analyst 김선우

02. 6454-4862

sunwoo.kim@meritz.co.kr

Contents

산업분석

Part I	IT전방시장 수요 둔화는 완화세로 전환	09
Part II	메모리 반도체 수요의 함수 = f(공급, 평가)	25
Part III	디스플레이 점진적 회복과 신기술 모멘텀	59

기업분석

	SK하이닉스 (000660) 태도 변화와 전략적 경영 정책	74
	삼성전자 (005930) 연말 투자 선집행 이후 코멘트가 중요	79
	LG디스플레이 (034220) 두 가지 기대감	83
	삼성SDI (006400) 성장의 입증	86
	AP시스템 (265520) 투자 재개 발현 대기 중	93
	에스에프에이 (056190) 다재다능으로 변모 중	96

Summary

공급업체의 태도 변화에서 오는 회복 스토리

Overweight

IT 전방시장

낮아진 눈높이가 중요

I

- 반도체/디스플레이 수익성을 선도 전방산업인 스마트폰 및 TV는 기대 이하의 3Q21 출하를 기록하며 오더컷 우려가 연중반부터 반영. 부진한 하반기 데이터는 오히려 1) 2022년 기저효과 성장 및 2) 업체들의 보수적 사업전망을 유발
- 갤럭시Z 폴더블의 시장 점유 시작. 이는 '스마트폰의 PC화' 본격화. 22년 대면적 폴더블로 연결. 애플 폴더블은 2023년
- 반도체:** 모바일 둔화 및 서버 판가 압박에 공급사 경영 전략은 보수적으로 변모 중. 선두업체의 설비투자 4Q21 조기집행을 끝으로 우려요인은 대부분 해소. 주가는 통상 바닥 구간에서 W자 반등해왔음을 명심할 필요
- 디스플레이:** 유례없는 호황을 누린 LCD 판가는 3Q21부터 급락세 전환. 그에 대한 반작용으로 중국 업체들 일부 가동을 조절 시작. 낮은 판가 속 TV세트 업체들의 22년말 재고 확충 수요 발현 예상. 모바일 패널 투자는 내년 중 가시화

반도체/디스플레이
작용 (선표), 반작용 (느낌표) !

- 모바일 등 수요 둔화
- 이에 대응하는 공급업체 태도 변화
- 수요처 다변화속 협상력 공급 우위 점진 변경

II

- DRAM** - (작용) 3Q21 전방시장 수요 둔화, 서버 등 B2B 업체들의 판가 인하 압력 본격화. (반작용) 공급사들의 영업 계획이 보수적으로 전환 중. 비록 선두업체의 4Q21 투자는 시장 기대 이상으로 집행되겠지만, 이를 끝으로 시장수준의 공급증가 (18%)를 모색. SK하이닉스의 경우 연말 인텔 70억달러 비용 지급 이후 수익성 위주 정책 강화 전망
- NAND** - 1H21 기대 이상의 업황 개선 이후 4Q21-2Q22까지의 업황 조정 예상. Consolidation 발생과 더불어 키옥시아 상장 이슈 등을 감안 시 업황 조정은 단기에 크지 않은 수준으로 끝날 전망. 수요의 가격탄력성에 기반해 2H22 회복
- LCD** - (작용) 1) DDI와 글라스 쇼티지 해소, 2) TV 판매 둔화, 3) 중국 10G 추가 가동으로 TV LCD 판가는 3Q21 급락. (반작용) 공급사들의 가동을 조절 및 재고 확충 수요 발생으로 판가 조정은 1Q22에 마무리. 2H22 업황 회복 전망
- OLED** - 폴더블과 아이패드 향 OLED 수주 확보 전까지 A5 투자 가시성은 제한적. 2022년 성공적인 안드로이드 폴더블 제품 이후 2023년부터 대면적 OLED 태블릿 및 다양한 폴더블이 출시 예상. 폴더블OLED capa 투자는 내년 본격화

Top-pick

SK하이닉스

III

- 마지막 고비는 경쟁사의 메모리 투자 조기집행 (4Q21). 과거 DRAM 저점 사이클에서 동사 주가는 W자 반등을 보여왔음. 본격 랠리를 위해서는 1) 공급사의 투자 속도 조절 공식화, 2) 현물가의 구조적 반응이 필요. 해당 전제 조건들은 1Q22 판가 협상에 들어가는 21년말~22년초에 등장할 전망. 투자의견 Buy, 적정주가 14.5만원 유지

시나리오별 2022년 전망

2022년 전망 시리즈 7 반도체/디스플레이

항목		변수	Worst	Base	Best
주 가 결 정 요 인	1. DRAM 공급과 판가 영향	<ul style="list-style-type: none"> 경쟁적 Capa 증설 1ynm의 수율 조기안정화 및 생산능력 비증확대 	<ul style="list-style-type: none"> 경쟁적 Capa 투자의 부할 (삼성전자 P3 22년 연내 생산, 하이닉스 M16 공격적 활용), 마이크론의 일본·대만 Fab 적극 활용 1nm, 1nm의 의욕적 비증확대 	<ul style="list-style-type: none"> 삼성전자 DRAM 생산 BG 10% 중후반 모색. SK하이닉스와 마이크론 설비투자는 21년 대비 소폭 증가 서버 투자는 2Q22부터 점진 확대 	<ul style="list-style-type: none"> 수요 불확실성 감안해 글로벌 DRAM Capa의 순증분은 제한적으로 확대 투자 속도조절 공감대 형성되며 DRAM Capex는 Flat YoY로 변모
	2. 선행구매 수요의 되돌림 여부	<ul style="list-style-type: none"> 모바일 선행구매의 재구매 의사 확인 서버 수요의 구조적 회복 여부 	<ul style="list-style-type: none"> 모바일 세트 판매 둔화세 유지 또는 추가 하락 데이터센터 설비투자는 21년 전년대비 20% 이하 성장 	<ul style="list-style-type: none"> 모바일 세트 판매는 약화되나, 모바일 DRAM 공급은 보수적으로 전개 서버 수요는 모바일 수요에 자극 받아 2Q22부터 크게 증가 	<ul style="list-style-type: none"> 중국 스마트폰 출하 재성장 데이터센터 설비투자 금액은 22년 전년대비 25% 이상 성장
	3. 스마트폰 성장을	<ul style="list-style-type: none"> 5G 보급과 증가 스마트폰 성장의 기저 효과 확인 	<ul style="list-style-type: none"> 인도 등 신흥국 중저가 스마트폰 판매 감소 및 교체주기 연장 지속 5G 등 고가 모델 메모리 탑재량 증가 정체 	<ul style="list-style-type: none"> 5G 침투는 예상 속도로 전개. 하반기 계절성 발현 안드로이드 스마트폰 출하량 YoY 증가세로 전환 	<ul style="list-style-type: none"> 5G 기반 스마트폰 출하와 함께 하이엔드비중 증가 스마트폰 증가 모델 평균 탑재량도 가파르게 성장
산업 투자 전략			<ul style="list-style-type: none"> 비중축소, 특히 Pure player인 SK하이닉스 추가 하락 가속화 가능 선두업체의 '이익률' 우선 정책이 경쟁심화로 인해 '점유율' 우선으로 변경될 가능성 상존 	<ul style="list-style-type: none"> 반도체: SK하이닉스를 삼성전자보다 선호 (삼성전자의 특별주환원이 모색된다면 삼성전자로 Top-pick 변경) SK하이닉스 추가 반등 시 하이베타로 반도체 장비·소재 업종 바스켓 매수 	<ul style="list-style-type: none"> Best case가 현실화될 경우 DRAM 판가는 당사 예상보다 빠르게 반등 가능하며 반등폭 역시 예상 상회 만약 2Q22 반도체 하락폭이 추가 감소할 경우 모든 서플라이체인 주가에 긍정적으로 작용
Top-Picks			<ul style="list-style-type: none"> 상대적 관점에서 삼성전자 	<ul style="list-style-type: none"> 2022년 하반기: SK하이닉스, 삼성전자 	<ul style="list-style-type: none"> SK하이닉스, 장비/소재 업종 전반 삼성전자

기업분석

종목	투자판단	적정주가
SK하이닉스 (000660)	Buy	145,000원
삼성전자 (005930)	Buy	96,000원
LG디스플레이 (034220)	Buy	25,000원
삼성SDI (006400)	Buy	880,000원
AP시스템 (265520)	Buy	34,200원
에스에프에이(056190)	Hold	40,000원

SK하이닉스(000660) 태도 변화와 전략적 경영 정책

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

Buy

적정주가 (12개월) 145,000원

현재주가 (11.10) 108,500원

상승여력 33.6%

KOSPI 2,930.17pt
시가총액 789,883억원
발행주식수 72,800만주
유통주식비율 74.28%
외국인비중 47.49%
52주 최고/최저가 148,500원/86,500원
평균거래대금 4,040.6억원

주요주주(%)

에스케이스퀘어 외 2 인 20.07
국민연금공단 9.19

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 15.4 -16.5 25.4
상대주가 16.5 -7.4 5.0

주가그래프



실적보다 중요한 투자 메시지 · 수요는 공급의 함수

- 1H21 설비투자의 당위성을 강조하며 합리적 투자확대를 모색하던 동사의 태도 변화가 감지
- 막연한 수요 긍정론을 감추고 내년 투자 언급을 자제. 물량보다 판가 중심 경영전략의 중요성 역시 강조
- 수요는 공급의 함수이자 판가의 함수로 해석 가능. 보수적 태도는 공급사 협상력 증대요인

NAND 턴어라운드와 Intel Inside를 통한 성장성 모색

- 강력한 출하량 증가를 바탕으로 NAND 사업부의 3Q21 턴어라운드 시현. 분기 영업이익은 3Q21 3,300억원으로 추정되며 이는 NAND 판가 조정 불구 내년 분기당 2000억원 내외의 이익 창출 예상
- 연말 인텔 향 NAND 사업부 인수 1차 대금 지급 (70억달러) 이후 동사는 영업적으로 서버 경쟁력 강화를 시현하겠지만, 순부채 전환이 불가피. 이는 동사를 더욱 수익성 위주 정책으로 변모시킬 전망

투자의견 Buy, 적정주가 145,000원. 보수적 태도 속 DRAM 업황 개선 유도 주인공

- DRAM 하락 사이클 단기간화 예상. 이를 위해 동사의 4Q21~1Q22 보수적인 물량 출하가 필수적
- 내년 하반기 재개되는 업사이클 내 Pure player의 이익 탄력에 주목
- 밸류에이션 감안 시 최근 주가 반등 불구 삼성전자보다 SK하이닉스 선호

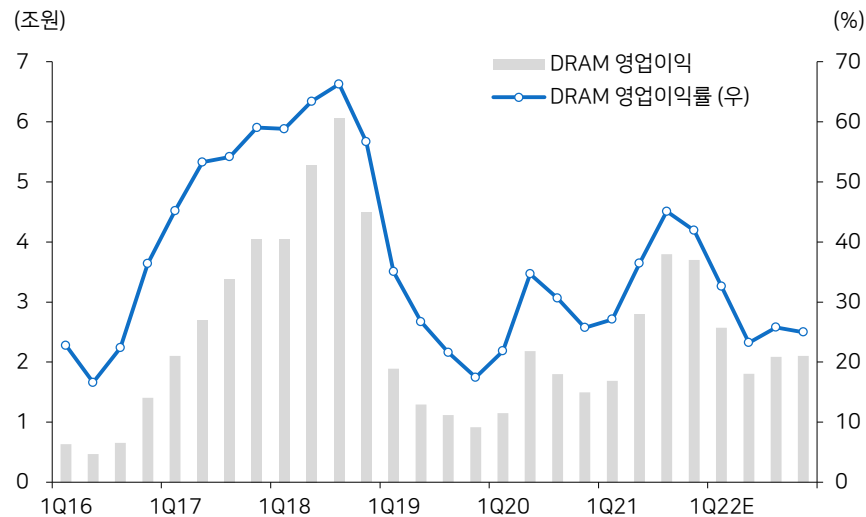
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	26,990.7	2,719.2	2,006.0	2,755	-87.9	65,825	39.4	1.6	5.4	4.2	36.1
2020	31,900.4	5,012.6	4,755.1	6,532	137.0	71,275	16.6	1.5	4.8	9.2	37.1
2021E	43,066.8	12,306.6	9,347.4	12,840	96.6	84,099	8.5	1.3	4.5	16.5	52.3
2022E	46,914.3	9,616.3	7,711.8	10,593	-17.5	93,373	10.2	1.2	4.8	11.9	43.2
2023E	62,626.7	19,248.4	15,388.2	21,138	99.5	113,128	5.1	1.0	2.9	20.5	42.9

SK하이닉스 - 단기 실적 둔화기 진입 vs 주가는 다운사이클을 선반영

2022년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

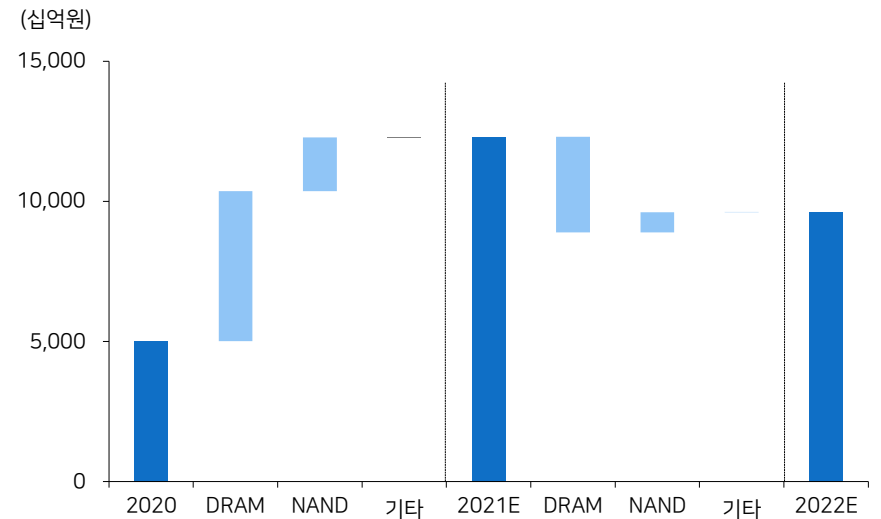
- 4Q21부터 서버와 PC를 중심으로 DRAM 판가 하락세 전환
- 1H22 내 주요제품 판가하락은 불가피하겠지만, 동사의 1) 투자 확대가 내년 둔화되고, 2) NAND의 원가절감 속도가 내년에도 시장 평균을 넘어서리라 예상
- 2022년 영업이익은 9.6조원으로 2021년 12.3조원을 하회하겠지만 주가는 이를 이미 반영하는 수준 (1.1배 P/B). 저점 밸류에이션 1.0배를 감안 시 하락 위험 10% 로 업사이드 리스크에 대비 권고

SK하이닉스 - 분기별 DRAM 영업이익 및 영업이익률



자료: 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스 사업부분별 영업이익 브라지 차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스 - 분기별 영업이익은 2Q22저점으로 회복 전환

2022년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	8,494.2	10,321.6	11,805.0	12,446.0	11,461.0	11,492.7	11,781.3	12,179.3	26,990.7	31,885.3	43,066.8	46,914.3
DRAM	6,221.2	7,683.8	8,415.3	8,831.9	7,884.9	7,768.3	8,088.3	8,431.6	20,670.4	23,233.1	31,152.2	32,173.0
NAND	2,029.6	2,322.8	3,042.1	3,188.0	3,239.1	3,372.7	3,312.1	3,352.1	5,194.3	7,473.4	10,582.4	13,276.0
영업이익	1,324.4	2,695.4	4,171.6	4,115.1	2,886.1	2,135.9	2,298.2	2,296.1	2,719.2	5,012.9	12,306.6	9,616.3
DRAM	1,687.1	2,799.9	3,794.2	3,702.5	2,572.2	1,805.2	2,086.8	2,106.0	5,221.6	6,626.1	11,983.7	8,570.3
NAND	-385.4	-140.5	332.4	370.0	280.2	295.5	173.3	150.5	-2,559.9	-1,744.7	176.6	899.5
기타	22.8	36.0	45.0	42.6	33.7	35.2	38.1	39.6	57.6	131.5	146.4	146.5
세전이익	1,350.6	2,801.1	4,598.9	4,242.8	3,008.4	2,206.9	2,353.0	2,328.5	2,432.6	6,237.0	12,993.4	9,896.7
당기순이익	992.6	1,988.4	3,315.4	3,058.6	2,346.5	1,721.4	1,835.3	1,816.2	2,006.0	4,755.1	9,347.4	7,711.8
영업이익률 (%)	16%	26%	35%	33%	25%	19%	20%	19%	10%	16%	29%	20%
DRAM	27%	36%	45%	42%	33%	23%	26%	25%	25%	29%	38%	27%
NAND	-19%	-6%	11%	12%	9%	9%	5%	4%	-49%	-23%	2%	7%

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스 - 메모리 전망 주요 가정

2022년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

SK하이닉스 - 메모리 출하량 및 판가 전망 가정치

		1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	13,124	13,649	13,472	14,684	14,831	16,166	17,298	17,817	37,146	45,630	54,930	66,112
	% QoQ	4%	4%	-1%	9%	1%	9%	7%	3%				
	% YoY	23%	25%	19%	16%	13%	18%	28%	21%	21%	23%	20%	20%
	NAND	134,264	138,292	168,717	185,588	204,147	220,479	227,093	233,906	278,085	396,500	626,862	885,625
	% QoQ	21%	3%	22%	10%	10%	8%	3%	3%				
	% YoY	50%	48%	65%	67%	52%	59%	35%	26%	51%	43%	58%	41%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.43	0.50	0.54	0.51	0.46	0.41	0.41	0.42	0.48	0.43	0.50	0.42
	% QoQ	4%	18%	8%	-5%	-11%	-10%	-1%	3%				
	% YoY	4%	6%	23%	25%	7%	-18%	-25%	-18%	-50%	-9%	15%	-15%
	NAND	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.01	0.01
	% QoQ	-7%	10%	4%	-6%	-7%	-4%	-3%	0%				
	% YoY	-16%	-15%	-2%	0%	0%	-13%	-19%	-13%	-56%	0%	-8%	-12%

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	26,990.7	31,900.4	43,066.8	46,914.3	62,626.7
매출액증가율(%)	-33.3	18.2	35.0	8.9	33.5
매출원가	18,818.8	21,089.8	23,524.9	29,380.3	32,790.2
매출총이익	8,171.9	10,810.6	19,541.9	17,534.0	29,836.5
판매비와관리비	5,452.7	5,798.0	7,236.2	7,917.7	10,588.1
영업이익	2,719.2	5,012.6	12,306.6	9,616.3	19,248.4
영업이익률(%)	10.1	15.7	28.6	20.5	30.7
금융손익	-283.8	1,347.5	-251.2	-221.4	-12.0
종속/관계기업관련손익	22.6	-36.3	393.9	501.8	501.8
기타영업외손익	-261.2	1,311.2	687.7	280.4	489.8
세전계속사업이익	2,432.6	6,237.0	12,993.4	9,896.7	19,738.2
법인세비용	423.6	1,478.1	3,638.4	2,177.3	4,342.4
당기순이익	2,009.1	4,758.9	9,355.1	7,719.4	15,395.8
지배주주지분 순이익	2,006.0	4,755.1	9,347.4	7,711.8	15,388.2
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	14,457.6	16,571.0	23,091.6	25,197.0	41,252.9
현금및현금성자산	2,306.1	2,976.0	4,610.1	7,483.2	16,259.5
매출채권	4,261.7	4,931.3	6,704.5	5,560.8	7,265.1
재고자산	5,295.8	6,136.3	9,587.1	9,381.6	13,944.1
비유동자산	50,790.8	54,602.9	70,166.2	72,203.1	76,473.2
유형자산	39,949.9	41,230.6	46,137.2	51,437.2	55,217.2
무형자산	2,571.1	3,400.3	3,507.0	2,973.4	2,301.8
투자자산	768.8	1,166.2	9,764.2	10,265.2	10,766.2
자산총계	65,248.4	71,173.9	93,257.8	97,400.1	117,726.0
유동부채	7,962.0	9,072.4	17,039.6	15,503.8	22,660.2
매입채무	1,042.5	1,046.2	1,634.5	1,599.4	2,377.3
단기차입금	1,168.4	179.6	147.0	147.0	147.0
유동성장기부채	1,569.4	2,934.7	4,085.0	3,497.4	4,698.3
비유동부채	9,350.5	10,192.4	14,966.2	13,892.6	12,680.4
사채	2,759.1	3,624.1	9,413.7	9,362.4	9,137.4
장기차입금	5,052.9	4,535.0	3,477.6	2,458.7	1,399.6
부채총계	17,312.5	19,264.8	32,005.8	29,396.4	35,340.6
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,143.7	4,143.7	4,334.6	4,334.6	4,334.6
기타포괄이익누계액	-298.9	-405.5	-2.5	-2.5	-2.5
이익잉여금	42,923.4	46,995.7	55,530.4	62,282.2	76,663.8
비지배주주지분	14.8	20.6	27.7	27.7	27.7
자본총계	47,935.9	51,909.1	61,252.0	68,003.8	82,385.4

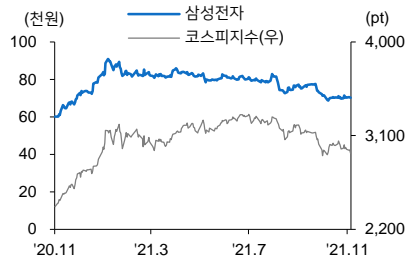
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	6,549.7	12,314.6	19,903.9	22,439.1	25,914.2
당기순이익(손실)	2,009.1	4,758.9	9,355.1	7,719.4	15,395.8
유형자산감가상각비	7,825.3	8,811.6	9,800.0	10,500.0	11,120.0
무형자산상각비	795.2	960.6	1,059.2	933.6	1,071.6
운전자본의 증감	270.1	-1,649.9	-3,123.2	1,254.0	-4,155.2
투자활동 현금흐름	-10,450.9	-11,840.4	-22,850.4	-16,940.4	-16,040.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-13,920.2	-10,068.7	-14,200.0	-15,800.0	-14,900.0
투자자산의 감소(증가)	-177.6	-482.7	-8,175.5	0.8	0.8
재무활동 현금흐름	3,836.7	252.1	4,546.7	-2,625.6	-1,097.4
차입금증감	5,248.5	1,251.7	5,507.8	-1,657.9	-83.2
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-43.3	669.9	1,634.1	2,873.1	8,776.4
기초현금	2,349.3	2,306.1	2,976.0	4,610.1	7,483.2
기말현금	2,306.1	2,976.0	4,610.1	7,483.2	16,259.5
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	37,075	43,819	59,157	64,443	86,025
EPS(지배주주)	2,755	6,532	12,840	10,593	21,138
CFPS	-59	920	2,245	3,947	12,055
EBITDAPS	15,576	20,309	31,821	28,915	43,187
BPS	65,825	71,275	84,099	93,373	113,128
DPS	1,000	1,170	1,415	1,483	1,801
배당수익률(%)	0.9	1.1	1.3	1.4	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	39.4	16.6	8.5	10.2	5.1
PCR	-1,826.3	117.9	48.3	27.5	9.0
PSR	2.9	2.5	1.8	1.7	1.3
PBR	1.6	1.5	1.3	1.2	1.0
EBITDA	11,339.6	14,784.8	23,165.8	21,049.9	31,440.0
EV/EBITDA	5.4	4.8	4.5	4.8	2.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.2	9.2	16.5	11.9	20.5
EBITDA이익률	10.4	36.4	49.3	34.9	58.6
부채비율	36.1	37.1	52.3	43.2	42.9
금융비용부담률	0.8	0.7	0.6	0.7	0.5
이자보상배율(x)	11.1	19.8	44.6	30.1	65.0
매출채권회전율(x)	5.1	6.9	7.4	7.6	9.8
재고자산회전율(x)	3.9	3.7	3.0	3.1	2.8

삼성전자(005930) 연말 투자 선집행 이후 코멘트가 중요

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

Buy

적정주가 (12개월)	96,000원		
현재주가 (11.10)	70,200원		
상승여력	36.8%		
KOSPI	2,930.17pt		
시가총액	4,190,787억원		
발행주식수	596,978만주		
유동주식비율	74.63%		
외국인비중	51.19%		
52주 최고/최저가	91,000원/60,200원		
평균거래대금	12,893.6억원		
주요주주(%)			
삼성생명보험 외 17 인	21.15		
국민연금공단	8.69		
BlackRock Fund Advisors 외 15 인	5.03		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.8	-15.6	16.6
상대주가	-0.9	-6.4	-2.4
주가그래프			



공급 경쟁으로 읽힐 수 있는 4Q21 투자 확대. 선두업체로서 수익성 위주 경영 방침의 메시지 전달이 중요

- DRAM 판가가 하락세로 전환된 4Q21에 동사는 설비투자 조기집행에 나설 전망. 이에 따라 2021년 Capex는 47.5조원으로 (컨센서스 43조원), 전년 37.6조원 대비 대폭 증가
- 비록 메모리 BG의 시장수준 증가를 위한 노력이겠지만, 투자확대는 투자자들이 반기지 않는 뉴스
- 4Q21 실적설명회에서 선집행확대 설명과 함께 2022년 메모리 장비투자 감소 방향성이 설정되리라 전망

분기 실적은 단기 조정기. 2022년 제한적 이익 증가 속 특별주주환원 도출 가능성은 높지 않음

- 2021년 영업이익 52.1조원에 이어 2022년에는 52.2조원으로 이익 성장은 제한적으로 추정됨. 다만 1Q22를 저점으로 분기 영업이익은 완만한 개선세로 전환될 가능성이 높음
- FCF의 50%를 주주환원으로 지급하는 정책 상 향후 1년 내에 특별주주환원 도출되기 어려움. 만약 현재 유지되고 있는 분기배당 외 자사주매입이 진행된다면 이는 시장에 서프라이즈로 인식될 수 있음

역사적 밸류에이션 감안 시 밸류에이션 매력도는 높지 않으나, 분기 실적 동행성으로 내년초 반등 예상

- 분기 영업이익과 동사 주가의 동행성을 감안 시 주가는 1) DRAM 업황 우려 완화, 2) 분기 실적 저점 형성 기대감과 함께 연초부터 반등 가능할 전망. 투자의견 Buy와 적정주가 96,000원 유지

(조원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	230.4	27.8	21.5	3,602	-47.6	34,480	19.5	2.0	3.9	8.4	34.1
2020	236.8	36.0	26.1	4,370	21.3	36,687	16.1	1.9	4.2	9.7	37.1
2021E	282.0	52.1	39.6	5,828	33.3	40,026	12.0	1.8	4.4	14.1	41.5
2022E	310.0	52.2	39.5	5,814	-0.2	44,513	12.1	1.6	4.0	12.8	43.0
2023E	343.8	67.7	51.2	7,535	29.6	50,781	9.3	1.4	4.6	14.9	44.6

삼성전자 -분기 이익 성장세는 연말까지 지속 확대

2022년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

삼성전자 실적추정

(조원)	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	65.4	63.7	74.0	78.9	73.6	74.4	78.0	84.0	230.5	236.8	282.0	310.0
반도체	19.0	22.7	26.4	26.1	24.8	25.7	27.1	29.3	64.9	72.9	94.2	106.9
DRAM	8.4	11.1	12.7	11.7	11.1	10.8	11.0	11.6	31.7	32.0	43.8	44.5
NAND	6.0	6.8	8.2	8.3	8.2	8.7	9.2	10.1	18.6	23.6	29.3	36.2
비메모리	4.6	4.9	5.6	6.0	5.5	6.1	6.9	7.7	14.7	17.3	21.0	26.2
디스플레이	6.9	6.9	8.9	9.9	8.2	8.4	11.1	11.2	31.0	30.6	32.5	38.9
LCD	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	5.5	4.9	1.9	1.5
OLED	6.2	6.3	8.5	9.5	7.8	8.0	10.7	10.8	25.5	25.7	30.6	37.3
무선통신	29.2	22.7	28.4	30.9	29.8	29.6	28.9	31.3	107.3	99.6	111.2	119.6
핸드셋	28.2	21.4	27.3	29.7	28.6	28.4	27.7	29.9	102.4	96.0	106.7	114.7
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	25.1	18.4	24.4	26.4	26.1	25.9	25.2	26.5	95.1	84.0	94.3	103.8
테블릿	2.9	2.9	2.9	3.3	2.4	2.4	2.4	3.3	6.4	11.4	12.0	10.6
가전	13.0	13.4	14.1	15.4	14.3	14.2	14.8	15.5	44.9	48.2	55.9	58.9
하만	2.4	2.4	2.4	3.2	2.6	2.7	2.7	3.6	10.1	9.2	10.4	11.6
기타	-5.1	-4.4	-6.2	-6.6	-6.2	-6.2	-6.5	-7.0	-27.7	-23.6	-22.3	-25.9
영업이익	9.4	12.6	15.8	14.3	12.3	12.9	13.0	14.0	27.8	36.0	52.1	52.2
영업이익률 (%)	14.3%	19.7%	21.4%	18.2%	16.7%	17.4%	16.7%	16.7%	12.1%	15.2%	18.5%	16.8%
반도체	3.4	6.9	10.1	9.2	7.3	6.9	6.8	8.0	14.0	18.8	29.5	29.1
DRAM	2.9	5.3	6.7	5.8	4.9	4.4	4.1	4.6	12.2	12.7	20.8	18.0
NAND	0.7	1.3	2.6	2.5	1.9	1.9	1.9	2.4	0.5	4.8	7.2	8.1
비메모리	-0.3	0.3	0.7	0.8	0.5	0.6	0.8	1.1	1.3	1.3	1.5	3.0
디스플레이	0.4	1.3	1.5	0.9	0.5	1.2	1.3	1.4	1.6	2.2	4.1	4.5
LCD	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.3	-1.1	-0.4	0.0
OLED	0.5	1.3	1.6	1.0	0.5	1.2	1.3	1.4	2.8	3.3	4.4	4.4
무선통신	4.4	3.2	3.4	3.0	3.4	3.8	3.5	3.5	9.3	11.5	14.0	14.2
핸드셋	4.3	3.0	3.2	3.0	3.2	3.6	3.4	3.4	8.5	11.0	13.4	13.6
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	3.9	2.8	2.9	2.8	3.1	3.5	3.3	3.2	8.2	10.1	12.4	13.0
테블릿	0.3	0.1	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.9	0.9	0.5
가전	1.1	1.1	0.8	1.0	0.9	0.8	1.2	0.9	2.6	3.6	3.9	3.8
하만	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.0	0.6	0.6
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
지배주주 순이익	7.1	9.6	12.3	11.0	9.4	9.8	10.0	10.8	21.5	26.1	39.6	39.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전자-메모리 전망 주요 가정

2022년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

삼성전자 – 메모리 출하량 및 판가 전망 가정치

		1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	18,713	20,865	21,282	20,643	22,088	23,856	25,048	26,050	53,594	64,783	81,502	97,043
	% QoQ	4%	12%	2%	-3%	7%	8%	5%	4%				
	% YoY	24%	36%	12%	15%	18%	14%	12%	26%	23%	21%	26%	19%
	NAND	466,195	505,822	535,665	573,162	613,283	674,611	742,073	831,121	1,125,932	1,443,653	2,080,844	2,861,088
	% QoQ	12%	9%	6%	7%	7%	10%	10%	12%				
	% YoY	43%	58%	41%	38%	32%	33%	39%	45%	50%	28%	44%	37%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.40	0.47	0.51	0.48	0.43	0.39	0.38	0.39	0.51	0.42	0.47	0.40
	% QoQ	4%	17%	9%	-6%	-11%	-10%	-1%	3%				
	% YoY	-3%	3%	22%	25%	6%	-18%	-25%	-18%	-49%	-17%	13%	-16%
	NAND	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
	% QoQ	-6%	4%	10%	-6%	-7%	-4%	-3%	0%				
	% YoY	-20%	-22%	-4%	1%	0%	-8%	-19%	-13%	-52%	-2%	-11%	-11%

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전자 (005930)

2022년 전망 시리즈 7

반도체/디스플레이

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	230,400.9	236,807.0	281,980.1	309,976.0	343,755.8
매출액증가율(%)	-5.5	2.8	19.1	9.9	10.9
매출원가	147,239.6	144,488.3	168,555.6	190,559.6	201,453.5
매출총이익	83,161.3	92,318.7	113,424.5	119,416.5	142,302.3
판매비와관리비	55,392.8	56,324.8	61,320.4	67,244.7	74,559.1
영업이익	27,768.5	35,993.9	52,104.5	52,171.7	67,743.2
영업이익률(%)	12.1	15.2	18.5	16.8	19.7
금융손익	1,886.8	949.5	1,293.3	746.1	861.5
종속/관계기업관련손익	413.0	506.5	710.0	750.0	750.0
기타영업외손익	2,299.7	1,456.1	1,558.5	1,496.1	1,611.5
세전계속사업이익	30,432.2	36,345.1	53,662.7	53,667.8	69,354.7
법인세비용	8,693.3	9,937.3	13,588.4	13,683.8	17,683.7
당기순이익	21,738.9	26,407.8	40,074.2	39,984.0	51,671.0
지배주주지분 순이익	21,505.1	26,090.9	39,586.0	39,495.8	51,182.8
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	181,385.3	198,215.6	218,635.4	252,780.2	312,244.1
현금및현금성자산	26,886.0	29,382.6	59,086.1	119,385.1	195,529.1
매출채권	35,131.3	30,965.1	39,712.8	42,244.6	48,616.6
재고자산	26,766.5	32,043.2	41,095.5	43,715.4	50,309.3
비유동자산	171,179.2	180,020.1	207,030.2	220,486.7	227,073.0
유형자산	119,825.5	128,952.9	147,722.6	158,222.6	159,222.6
무형자산	20,703.5	18,468.5	20,672.3	20,473.9	19,864.1
투자자산	7,591.6	8,076.8	7,185.7	8,335.6	9,485.6
자산총계	352,564.5	378,235.7	425,665.5	473,266.8	539,317.1
유동부채	63,782.8	75,604.4	95,376.2	112,559.8	136,447.8
매입채무	8,718.2	9,739.2	12,490.6	13,286.9	15,291.0
단기차입금	14,393.5	16,553.4	12,887.9	10,887.9	8,887.9
유동성장기부채	846.1	716.1	918.4	977.0	1,124.3
비유동부채	25,901.3	26,683.4	29,571.3	29,709.3	29,904.9
사채	975.3	948.1	490.5	490.5	490.5
장기차입금	2,197.2	1,999.7	1,652.3	1,752.3	1,852.3
부채총계	89,684.1	102,287.7	124,947.5	142,269.1	166,352.7
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	-5,029.3	-8,726.0	-6,280.3	-6,280.3	-6,280.3
이익잉여금	254,582.9	271,068.2	293,478.9	323,758.6	365,725.3
비지배주주지분	7,965.0	8,277.7	8,163.7	8,163.7	8,163.7
자본총계	262,880.4	275,948.0	300,718.0	330,997.7	372,964.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	45,382.9	65,287.0	65,547.7	80,290.4	87,546.6
당기순이익(손실)	21,738.9	26,407.8	40,074.2	39,984.0	51,671.0
유형자산감가상각비	26,573.8	27,115.7	30,000.0	31,000.0	32,000.0
무형자산상각비	3,023.8	3,219.9	3,375.9	3,707.1	4,118.4
운전자본의 증감	-2,545.8	122.4	-18,797.6	-4,476.7	-11,267.2
투자활동 현금흐름	-39,948.2	-53,628.6	-11,320.6	-8,453.8	46.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-25,367.8	-37,592.0	-47,500.0	-41,500.0	-33,000.0
투자자산의 감소(증가)	-8,139.5	4,081.8	2,178.1	-400.0	-400.0
재무활동 현금흐름	-9,484.5	-8,327.8	-25,325.1	-11,537.6	-11,448.8
차입금증감	156.4	1,340.7	-4,852.7	-1,841.5	-1,752.6
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-3,454.5	2,496.6	29,703.6	60,299.0	76,144.0
기초현금	30,340.5	26,886.0	29,382.6	59,086.1	119,385.1
기말현금	26,886.0	29,382.6	59,086.1	119,385.1	195,529.2
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	33,919	34,862	41,512	45,634	50,607
EPS(지배주주)	3,602	4,370	5,828	5,814	7,535
CFPS	-509	368	4,373	8,877	11,210
EBITDAPS	8,445	9,765	12,780	12,998	9,973
BPS	34,480	36,687	40,026	44,513	50,781
DPS	1,416	1,423	1,423	1,416	1,416
배당수익률(%)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	19.5	16.1	12.0	12.1	9.3
PCR	-138.0	191.0	16.1	7.9	6.3
PSR	2.1	2.0	1.7	1.5	1.4
PBR	2.0	1.9	1.8	1.6	1.4
EBITDA	57,366.2	66,329.5	86,811.6	88,290.2	67,743.2
EV/EBITDA	3.9	4.2	4.4	4.0	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.4	9.7	14.1	12.8	14.9
EBITDA이익률	30.1	42.2	51.7	45.1	65.6
부채비율	34.1	37.1	41.5	43.0	44.6
금융비용부담률	-0.9	-0.6	-0.3	-0.3	-0.3
이자보상배율(x)	40.5	61.7	178.5	234.1	345.8
매출채권회전율(x)	6.7	7.2	8.0	7.6	7.6
재고자산회전율(x)	5.3	4.9	4.6	4.5	4.3

LG디스플레이(034220) 두 가지 기대감

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

Buy

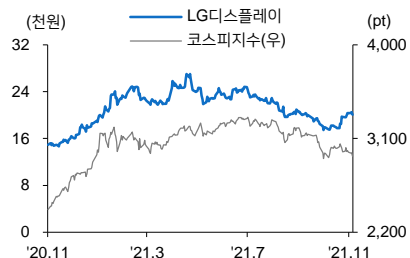
적정주가 (12개월)	25,000원
현재주가 (11.10)	20,100원
상승여력	24.4%

KOSPI	2,930.17pt
시가총액	71,921억원
발행주식수	35,782만주
유동주식비율	59.66%
외국인비중	15.60%
52주 최고/최저가	27,050원/14,650원
평균거래대금	562.7억원

주요주주(%)	
LG전자 외 2인	37.91
국민연금공단	6.34

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.3	-18.5	34.9
상대주가	13.3	-9.6	12.9

주가그래프



TV LCD 판가의 급락 이후 안정화 구간에 진입. 내년 하반기 판가 재반등 전망

- TV 수요 둔화 속 세트 업체들의 판가 압박과 물류비 상승 등의 이유로 패너가는 10월에만 20% 넘게 하락
- 이에 대한 맞대응으로 중국 패널업체들의 8세대급 가동율 조절 감지
- 패널가는 연말~연초까지 완만한 하락 후 내년 중반 반등 시도할 전망

IT 패널의 후행적 하락 가능하겠으나, 신사업 성장 및 안정화에 주목

- TV 패널 하락에 이어 TV 패널 역시 1Q22부터 하락세로 전환될 가능성 높음
- 이는 1) 공급 Capa가 IT로 전환되며, 2) 모니터, 노트북 수요는 기저효과에 약세전환이 예상되기 때문
- 하지만 OLED TV 패널 사업 턴어라운드 및 POLED 이익 기여 등 신사업 기반 사업 균형 향상에 초점

WOLED, 경쟁사 항 공급 가능성 충분. 주가 멀티플 확장요인으로 해석

- 패널가 하락세 안정화 속 WOLED의 신고객 확보는 멀티플 요인으로 작용할 전망. 주요 선두업체의 하이엔드 판매 전략 및 패널 소싱 계획을 감안 시 동사의 WOLED 공급 가능성은 매우 높은 상황
- 투자의견 Buy 유지하며 적정주가 25,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	23,475.6	-1,359.4	-2,829.7	-7,908	1,265.4	31,694	-2.5	0.6	6.9	-25.0	184.9
2020	24,230.1	-29.1	-89.3	-250	-96.8	31,863	-80.5	0.6	3.6	-0.8	175.4
2021E	29,541.1	2,372.6	1,202.8	3,361	-1,446.1	36,037	6.0	0.6	1.1	9.9	168.4
2022E	30,040.8	2,227.1	1,238.1	3,460	2.9	39,832	5.8	0.5	0.8	9.1	159.3
2023E	30,414.7	2,905.0	1,855.5	5,186	49.9	45,353	3.9	0.4	0.3	12.2	147.5

LG디스플레이 - 분기 실적 추정

2022년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

LG 디스플레이 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E
환율전망 (원)	1,114.1	1,108.0	1,157.4	1,173.0	1,165.0	1,170.0	1,150.0	1,130.0	1,165.2	1,177.7	1,141.4	1,153.8
매출액	6,822.7	6,965.7	7,223.2	8,529.4	7,361.6	7,168.5	7,626.4	7,884.4	23,476.1	24,352.4	29,541.1	30,040.8
% YoY	44.4%	31.3%	5.8%	13.8%	7.9%	2.9%	5.6%	-7.6%	-3.5%	3.7%	21.3%	1.7%
% QoQ	-9.0%	2.1%	3.7%	18.1%	-13.7%	-2.6%	6.4%	3.4%				
투입면적 ('000 m ²)	10,265.9	11,420.9	11,420.9	11,420.9	11,420.9	11,420.9	11,420.9	11,420.9	54,756.7	42,383.6	44,528.6	45,683.6
출하면적 ('000 m ²)	8,358.9	8,985.0	8,359.7	9,624.2	35,327.8	8,622.2	8,277.4	8,698.4	38,407.9	30,395.9	35,327.8	34,313.9
% YoY	19.8%	34.6%	1.6%	13.0%	322.6%	-4.0%	-1.0%	-9.6%	-9.3%	-20.9%	16.2%	-2.9%
% QoQ	-1.8%	7.5%	-7.0%	15.1%	267.1%	-75.6%	-4.0%	5.1%				
평균단가(달러)	732.7	699.7	746.6	755.5	732.9	740.2	762.4	800.5	526.6	677.5	733.6	759.0
% YoY	29.1%	7.4%	6.1%	-4.1%	0.0%	5.8%	2.1%	6.0%	1.1%	28.6%	8.3%	3.5%
% QoQ	-7.0%	-4.5%	6.7%	1.2%	-3.0%	1.0%	3.0%	5.0%				
매출총이익	1,231.5	1,450.1	1,262.3	1,486.3	1,259.2	1,279.1	1,364.5	1,419.7	1,868.3	2,642.6	5,430.1	5,322.5
매출총이익률 (%)	17.9%	20.8%	17.5%	17.4%	17.1%	17.8%	17.9%	18.0%	8.0%	10.9%	18.4%	17.7%
영업이익	523.0	701.1	529.0	619.4	498.0	537.0	582.6	609.4	-1,359.4	-29.1	2,372.6	2,227.1
영업이익률 (%)	7.6%	10.1%	7.3%	7.3%	6.8%	7.5%	7.6%	7.7%	-5.8%	-0.1%	8.0%	7.4%
경상이익	323.3	550.0	607.7	238.8	424.4	490.1	513.4	328.6	-3,344.2	-595.1	1,719.8	1,756.4
경상이익률 (%)	4.7%	7.9%	8.4%	2.8%	5.8%	6.8%	6.7%	4.2%	-14.2%	-2.5%	5.8%	5.8%
당기순이익	265.8	423.8	463.1	182.0	331.0	382.3	400.4	256.3	-2,829.7	-89.3	1,202.8	1,238.1
순이익률 (%)	3.9%	6.1%	6.4%	2.1%	4.5%	5.3%	5.3%	3.3%	-12.2%	-0.3%	4.5%	4.6%
EPS (원)	637	1,015	1,348	362	820	898	1,173	569	-7,908	-250	3,361	3,460

자료: 메리츠증권 리서치센터

LG디스플레이 (034220)

2022년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	23,475.6	24,230.1	29,541.1	30,040.8	30,414.7
매출액증가율(%)	-3.5	3.2	21.9	1.7	1.2
매출원가	21,607.2	21,587.6	24,110.9	24,718.3	24,378.9
매출총이익	1,868.3	2,642.6	5,430.1	5,322.5	6,035.8
판매비와관리비	3,227.7	2,671.7	3,057.6	3,095.4	3,130.8
영업이익	-1,359.4	-29.1	2,372.6	2,227.1	2,905.0
영업이익률(%)	-5.8	-0.1	8.0	7.4	9.6
금융손익	-1,830.5	-214.6	-893.6	-650.4	-572.8
종속/관계기업관련손익	12.2	12.6	7.2	7.8	7.8
기타영업외손익	-1,818.3	-202.1	-652.8	-470.7	-357.1
세전계속사업이익	-3,344.2	-595.1	1,719.8	1,756.4	2,548.0
법인세비용	-472.2	-524.5	385.1	386.4	560.6
당기순이익	-2,872.1	-70.6	1,334.7	1,370.0	1,987.4
지배주주지분 순이익	-2,829.7	-89.3	1,202.8	1,238.1	1,855.5
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	10,248.3	11,099.5	13,844.2	15,477.1	17,956.2
현금및현금성자산	3,336.0	4,218.1	5,365.1	7,586.1	10,281.5
매출채권	3,154.1	3,517.5	4,021.1	3,717.0	3,605.1
재고자산	2,051.2	2,170.7	2,481.4	2,293.8	2,224.7
비유동자산	25,326.3	23,972.1	24,784.1	25,369.8	25,917.0
유형자산	22,087.7	20,147.1	20,274.4	20,274.4	20,074.4
무형자산	873.5	1,020.1	794.5	557.5	335.0
투자자산	109.6	114.6	639.7	1,695.0	2,750.3
자산총계	35,574.6	35,071.5	38,628.3	40,847.0	43,873.2
유동부채	10,985.0	11,007.0	13,860.0	14,774.6	16,061.2
매입채무	2,618.3	3,779.3	4,320.3	3,993.6	3,873.4
단기차입금	696.8	394.9	946.6	956.6	966.6
유동성장기부채	1,242.9	2,705.7	3,093.1	2,859.2	2,773.1
비유동부채	12,101.3	11,327.6	10,374.7	10,320.8	10,085.0
사채	2,741.5	1,948.5	1,663.6	1,654.6	1,614.8
장기차입금	8,799.7	9,019.7	8,195.4	8,150.7	7,954.8
부채총계	23,086.3	22,334.6	24,234.7	25,095.4	26,146.3
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	-203.0	-163.5	112.2	112.2	112.2
이익잉여금	7,503.3	7,524.3	8,742.3	10,100.2	12,075.6
비지배주주지분	1,147.8	1,335.9	1,499.0	1,499.0	1,499.0
자본총계	12,488.3	12,736.9	14,393.7	15,751.6	17,726.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	2,706.6	2,287.0	6,633.6	7,719.1	7,927.6
당기순이익(손실)	-2,872.1	-70.6	1,334.7	1,370.0	1,987.4
유형자산감가상각비	3,268.8	3,727.0	4,200.0	4,100.0	4,000.0
무형자산상각비	426.3	407.8	623.2	596.7	582.2
운전자본의 증감	404.0	-1,477.1	-445.6	20.9	7.7
투자활동 현금흐름	-6,755.4	-2,319.3	-4,995.2	-5,319.2	-5,019.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-6,927.0	-2,603.6	-3,510.0	-4,100.0	-3,800.0
투자자산의 감소(증가)	31.7	27.0	-1,164.7	-1,047.4	-1,047.4
재무활동 현금흐름	4,987.9	931.8	-633.3	-179.0	-213.0
차입금증감	4,782.6	833.2	-732.0	-277.7	-311.7
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	971.0	882.1	1,147.0	2,221.0	2,695.4
기초현금	2,365.0	3,336.0	4,218.1	5,365.1	7,586.1
기말현금	3,336.0	4,218.1	5,365.1	7,586.1	10,281.5
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	65,608	67,717	82,559	83,956	85,001
EPS(지배주주)	-7,908	-250	3,361	3,460	5,186
CFPS	2,714	2,465	3,206	6,207	7,533
EBITDAPS	6,528	11,474	20,110	19,350	20,925
BPS	31,694	31,863	36,037	39,832	45,353
DPS	0	0	504	519	778
배당수익률(%)	0.0	0.0	2.5	2.6	3.9
Valuation(Multiple)					
PER	-2.5	-80.5	6.0	5.8	3.9
PCR	7.4	8.2	6.3	3.2	2.7
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4
EBITDA	2,336	4,106	7,196	6,924	7,487
EV/EBITDA	6.9	3.6	1.1	0.8	0.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-25.0	-0.8	9.9	9.1	12.2
EBITDA이익률	-94.6	-2.8	21.3	17.5	25.8
부채비율	184.9	175.4	168.4	159.3	147.5
금융비용부담률	0.5	1.2	1.2	1.0	0.7
이자보상배율(x)	-7.9	-0.1	5.6	5.4	7.1
매출채권회전율(x)	7.8	7.3	7.8	7.8	8.3
재고자산회전율(x)	9.1	10.2	10.4	10.4	10.8

삼성SDI(006400) 성장의 입증

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

Buy

적정주가 (12개월)	880,000원		
현재주가 (11.10)	748,000원		
상승여력	17.6%		
KOSPI	2,930.17pt		
시가총액	514,359억원		
발행주식수	6,876만주		
유동주식비율	72.81%		
외국인비중	45.45%		
52주 최고/최저가	817,000원/485,500원		
평균거래대금	1,994.8억원		
주요주주(%)			
삼성전자 외 5 인	20.55		
국민연금공단	8.54		
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.01		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.0	14.7	40.3
상대주가	10.0	27.2	17.5
주가그래프			



3Q21 견조한 실적 시현 · 캐시카우의 증명

- 3Q21 영업이익 3,735억원 (27% QoQ)은 시장 기대치를 소폭 능가한 양호한 실적으로 평가됨
- 특히 소형전지 내 원통형전지의 전방시장 다각화 (전동공구 등에서 EV항)가 매출과 수익성 성장에 기여
- 전자재료 역시 디스플레이와 반도체 소재 판매 호조에 더해 OLED 신소재 공급도 가시화됨

견조한 수익성 입증하며, 주요 성장분야의 외형성장 본격화

- 동사의 2022년 영업이익은 1.67조원으로 2021년 1.22조원 대비 36% 성장할 전망
- 전지 관련 전 사업부문의 실적 개선이 예상되며 소형전지의 높은 수익성 유지 속 중대형전지 신규 매출처 비중 증가와 함께 완만한 이익률 개선이 예상됨

성장영역의 신규 고객확보 및 투자 계획 발표가 캐털리스트 · 투자자의견 Buy 및 적정주가 880,000원

- 경쟁사 대비 보수적 수주 전략을 구사한 동사의 경우 1) 투자 및 수주 계획 확장 및 공식화, 2) 전고체 등 신기술 개발 현황 등이 공유될 경우 주가 캐털리스트로 작동할 전망
- 적정주가 880,000원은 SOTP 밸류에이션에 기반 (2022년 P/E 19.1배에 해당)

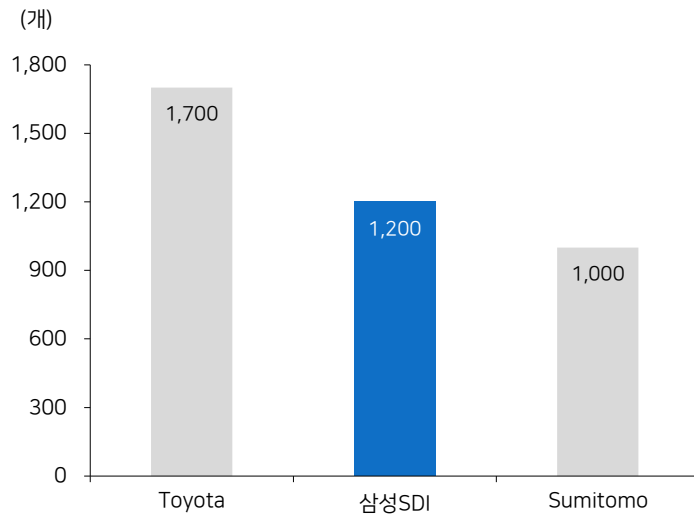
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	10,097.4	462.2	356.6	5,185	-49.1	179,234	144.3	4.2	13.7	2.9	56.8
2020	11,294.8	671.3	574.7	8,358	61.2	188,725	89.5	4.0	16.2	4.4	61.2
2021E	13,984.7	1,225.2	1,143.0	16,621	98.9	211,597	45.0	3.5	18.8	8.3	68.7
2022E	16,842.8	1,672.9	1,414.5	20,570	23.8	231,485	36.4	3.2	14.8	9.3	73.3
2023E	19,353.6	2,270.4	1,432.1	20,827	1.2	251,246	35.9	3.0	11.5	8.6	76.7

매출 성장을 뒷받침하는 수주 성장 + 전고체 차별화

2022년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

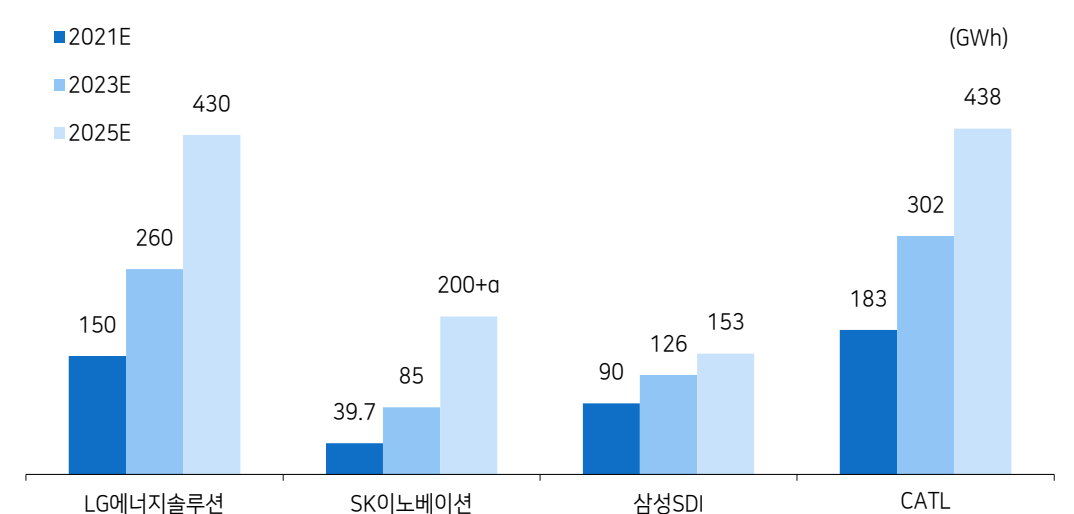
- 2021년 3분기 실적발표회 기준 LG에너지 솔루션은 180조원 이상, SK이노베이션은 220조원 가량의 수주잔고를 확보 중이며 삼성SDI의 수주잔고는 대략 80조원으로 추정
- 삼성SDI는 수익성 중심의 보수적 수주 정책을 유지 중이나, 시장 성장에 따라 수주 기회는 여전히 많이 열려있다는 판단
- 중장기적으로 전고체 전지 시장 개화는 동사에 특히 유리하게 작용할 전망
- 빠르면 2025년부터 시제품 양산 및 매출 발생이 가능

전고체 배터리 특허 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

국내 배터리 3사와 CATL 배터리 생산 Capa 전망



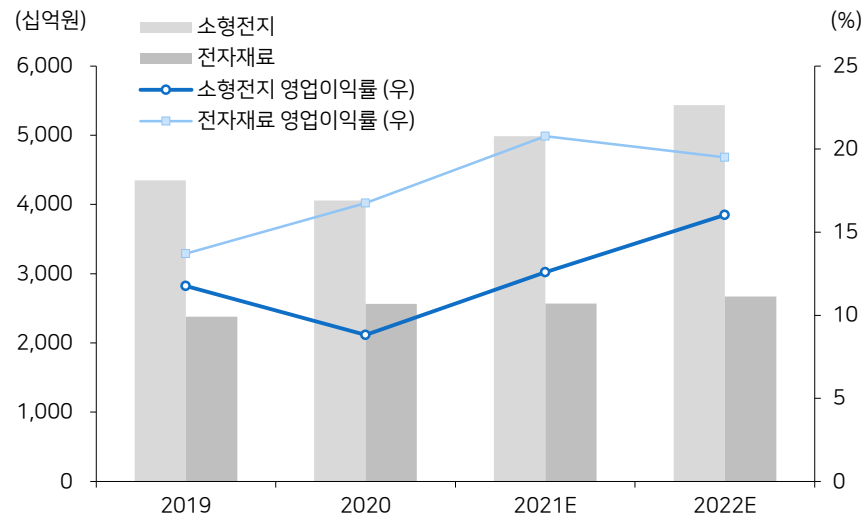
자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성SDI - 중대형 전지 턴어라운드에서 오는 성장 기회

2022년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

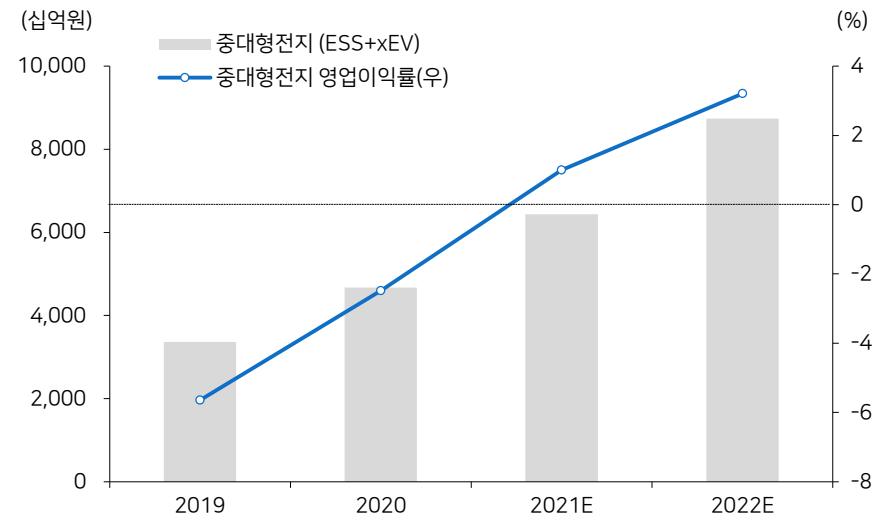
- 삼성SDI의 캐시카우인 소형전지와 전자재료 사업부는 올해 견조한 실적 개선을 시현
- 지속적인 현금흐름을 창출할 뿐 아니라, 1) 원통형 전지 전기차 매출 기회, 2) OLED 신소재 개발 등 성장에도 일조
- 무엇보다 동사 xEV, ESS 매출 증가를 기반으로 영업레버리지 효과가 발동되는 점에 주목

소형전지, 전자재료 매출액 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

중대형전지(ESS+xEV) 매출액 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성SDI- 분기실적 추정

2022년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

삼성SDI 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	2,963.2	3,334.3	3,439.8	4,247.4	3,485.1	3,822.6	4,749.0	4,786.1	10,097.6	11,294.8	13,984.7	16,842.8
에너지솔루션	2,387.0	2,711.8	2,741.1	3,577.7	2,909.6	3,187.7	4,007.5	4,065.2	7,709.9	8,728.7	11,417.5	14,170.0
소형전지	1,060.0	1,180.0	1,329.0	1,415.0	1,243.7	1,322.6	1,446.8	1,421.7	4,348.5	4,055.0	4,984.0	5,434.7
중대형전지(EV+ESS)	1,327.0	1,531.8	1,412.1	2,162.7	1,665.9	1,865.2	2,560.8	2,643.4	3,361.3	4,673.7	6,433.5	8,735.3
소재 사업부	576.2	622.5	698.9	669.7	575.5	634.9	741.4	720.9	2,378.0	2,566.1	2,567.3	2,672.8
영업이익	133.2	295.2	373.5	423.3	323.9	384.4	488.3	476.4	462.3	671.3	1,225.2	1,672.9
영업이익률(%)	4.5%	8.9%	10.9%	10.0%	9.3%	10.1%	10.3%	10.0%	4.6%	5.9%	8.8%	9.9%
에너지솔루션	46.8	168.7	201.8	274.3	233.5	263.6	324.0	330.5	136.5	241.3	691.6	1,151.6
소형전지	75.8	145.7	186.8	219.3	186.5	211.6	246.0	227.5	511.3	357.3	627.6	871.6
중대형전지(EV+ESS)	-29.0	23.0	15.0	55.0	47.0	52.0	78.0	103.0	-189.8	-116.0	64.0	280.0
소재 사업부	86.3	126.5	171.7	149.0	90.3	120.7	164.3	145.9	325.8	430.0	533.6	521.3
지분법이익	48.0	164.2	192.7	120.7	70.6	156.4	167.0	181.5	178.6	292.7	525.3	575.5
세전이익	205.3	396.1	550.6	465.2	346.5	465.3	557.7	576.0	564.6	803.4	1,617.2	1,945.5
세전이익률(%)	6.9%	11.9%	16.0%	11.0%	9.9%	12.2%	11.7%	12.0%	11.6%	7.1%	11.6%	11.6%
순이익	150.0	288.3	420.4	355.2	264.6	355.3	425.8	439.8	356.6	574.7	1,143.0	1,414.5
순이익률(%)	5.1%	8.6%	12.2%	8.4%	7.6%	9.3%	9.0%	9.2%	8.2%	5.1%	8.2%	8.4%

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성SDI-Buy, 적정주가 880,000원

2022년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

- 동사의 적정주가 880,000원은 당사 SOTP 밸류에이션에 기반 (vs 종전 P/B 밸류에이션)
- 적정주가는 동사 2022년 P/E 19.1배에 해당
- 2022년 동사 영업이익과 순이익이 각각 1.67조원과 1.49조원으로 전년대비 37%, 22%의 견조한 성장을 유지한다는 측면을 감안 시 부담스럽지 않은 수준으로 판단

삼성SDI - 적정주가 산출 (SOTP 기반)

	사업부	2022E EBITDA	EV/EBITDA 멀티플 (배)	적정가치
	소형전지	1,261	15.0	18,912
	자동차전지	960	25.0	23,988
	ESS	141	25.0	3,515
	전자재료	702	15.0	10,530
A	영업가치 (십억원)			56,945
B	비영업가치 (십억원) - 투자유가증권, 지분법주식			8,250
C = B * 0.7	비영업 가치, 30% 디스카운트 반영			5,775
D	순부채 (십억원)			1,955
E = A + C - D	적정시가총액 (십억원)			60,765
F	주식수 (백만주)			69
G = E / F	적정주가 (원)			880,000
	증가 (원)			744,000
	상승여력			18%
	적정주가 내재 P/E (2022E, 배)			19.1

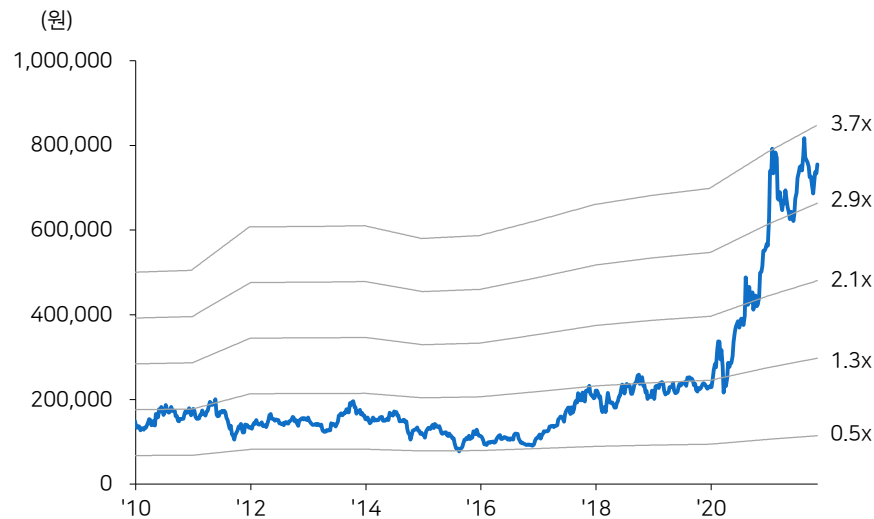
참고: 소형전지 EV/EBITDA 멀티플은 동사 과거 평균치, 중대형 전지 EV/EBITDA 멀티플은 Peer 평균 배수 30% 할인한 수준
자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성SDI - 과거 평균 대비 부담스러울 수 있으나, 성장 여력 충분

2022년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

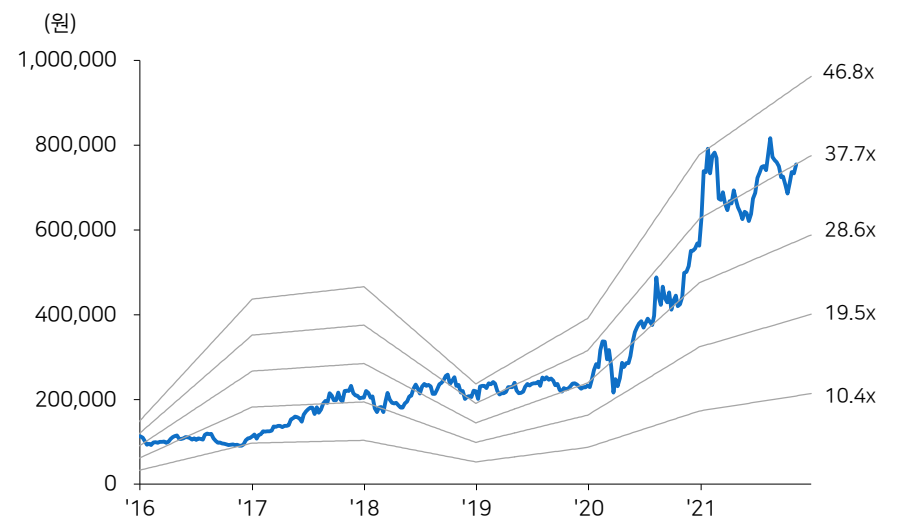
- 과거 2020년 이전 중대형전지의 적자국면에서는 PBR 1.4배가 주가의 상단으로 작용
- xEV 배터리 전방시장 개화와 함께 동사는 리레이팅 국면으로 전환
- 경쟁사 대비 보수적 수주 전략을 구사한 동사의 경우 향후 1) 투자 및 수주 계획 확장 및 공식화, 2) 전고체 등 신기술 개발 현황 등이 공유될 경우 주가 캐털리스트로 작동할 전망

삼성SDI - PBR 밴드 차트 (12개월 Rolling forward)



자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성SDI - PER 밴드 차트 (12개월 Rolling forward)



자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성SDI (006400)

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	10,097.4	11,294.8	13,984.7	16,842.8	19,353.6
매출액증가율(%)	10.3	11.9	23.8	20.4	14.9
매출원가	7,882.3	8,914.2	10,689.9	12,697.2	14,244.5
매출총이익	2,215.2	2,380.6	3,294.8	4,145.6	5,109.1
판매비와관리비	1,753.0	1,709.2	2,069.6	2,472.7	2,838.7
영업이익	462.2	671.3	1,225.2	1,672.9	2,270.4
영업이익률(%)	4.6	5.9	8.8	9.9	11.7
금융손익	-6.9	-97.5	-170.2	-302.9	-301.8
종속/관계기업관련손익	178.6	292.7	525.3	575.5	0.0
기타영업외손익	171.7	195.2	392.0	272.6	-301.8
세전계속사업이익	564.6	803.4	1,617.2	1,945.5	1,968.6
법인세비용	162.3	172.4	403.3	460.1	465.5
당기순이익	402.4	631.0	1,213.9	1,485.5	1,503.1
지배주주지분 순이익	356.6	574.7	1,143.0	1,414.5	1,432.1
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,181.4	5,657.4	7,289.6	8,822.7	11,010.4
현금및현금성자산	1,156.3	1,546.0	1,968.3	2,849.1	4,507.6
매출채권	1,773.0	1,605.7	2,097.5	2,363.6	2,579.3
재고자산	1,707.9	1,810.8	2,365.5	2,665.5	2,908.9
비유동자산	14,670.7	15,876.8	17,941.8	19,465.1	20,238.6
유형자산	5,426.8	6,128.1	7,017.8	7,727.8	8,337.8
무형자산	831.4	793.6	722.2	611.9	483.9
투자자산	6,763.2	7,143.4	7,835.0	8,458.5	8,506.5
자산총계	19,852.1	21,534.2	25,231.4	28,287.8	31,249.0
유동부채	3,741.5	4,983.6	6,000.1	7,078.1	8,071.7
매입채무	611.6	868.9	1,135.1	1,279.1	1,395.9
단기차입금	1,214.7	1,377.5	2,065.0	2,075.0	2,085.0
유동성장기부채	551.8	1,050.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3,450.2	3,191.7	4,273.3	4,884.0	5,492.8
사채	590.0	220.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1,213.1	1,264.7	2,307.0	2,907.0	3,507.0
부채총계	7,191.8	8,175.3	10,273.3	11,962.2	13,564.5
자본금	356.7	356.7	356.7	356.7	356.7
자본잉여금	5,002.0	5,002.0	5,002.0	5,002.0	5,002.0
기타포괄이익누계액	404.5	546.0	1,003.3	1,003.3	1,003.3
이익잉여금	6,906.9	7,418.1	8,533.5	9,901.1	11,259.9
비지배주주지분	335.4	381.3	407.7	407.7	407.7
자본총계	12,660.4	13,358.9	14,958.1	16,325.7	17,684.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	923.1	1,948.8	1,864.2	2,231.1	3,135.3
당기순이익(손실)	402.4	631.0	1,213.9	1,485.5	1,503.1
유형자산감가상각비	762.6	985.2	1,190.0	1,390.0	1,590.0
무형자산상각비	93.4	98.3	89.4	106.9	124.6
운전자본의 증감	-306.5	391.5	-390.4	-421.7	-342.1
투자활동 현금흐름	-1,535.1	-1,778.4	-1,767.6	-1,821.6	-1,921.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,898.3	-1,728.3	-2,000.0	-2,100.0	-2,200.0
투자자산의 감소(증가)	-5.2	-29.0	-34.6	-48.0	-48.0
재무활동 현금흐름	238.9	240.6	326.1	471.3	444.8
차입금증감	317.3	330.7	330.7	330.7	330.7
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-360.3	389.7	422.3	880.8	1,658.5
기초현금	1,516.6	1,156.3	1,546.0	1,968.3	2,849.1
기말현금	1,156.3	1,546.0	1,968.3	2,849.1	4,507.6
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	146,841	164,253	203,370	244,935	281,448
EPS(지배주주)	5,185	8,358	16,621	20,570	20,827
CFPS	-5,239	5,667	5,667	5,667	5,667
EBITDAPS	19,169	25,519	36,422	46,097	57,952
BPS	179,234	188,725	211,597	231,485	251,246
DPS	1,000	1,000	1,662	2,057	2,083
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	144.3	89.5	45.0	36.4	35.9
PCR	-142.8	132.0	132.0	132.0	132.0
PSR	5.1	4.6	3.7	3.1	2.7
PBR	4.2	4.0	3.5	3.2	3.0
EBITDA	1,318	1,755	2,505	3,170	3,985
EV/EBITDA	13.7	16.2	18.8	14.8	11.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.9	4.4	8.3	9.3	8.6
EBITDA이익률	27.3	37.4	53.7	49.9	40.0
부채비율	56.8	61.2	68.7	73.3	76.7
금융비용부담률	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	5.6	9.7	19.6	22.2	26.4
매출채권회전율(x)	6.2	6.7	7.6	7.6	7.8
재고자산회전율(x)	4.6	5.1	5.1	5.0	5.1

AP시스템(265520) 투자재개 발현 대기 중

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

Buy

적정주가 (12개월)	34,200원
현재주가 (11.10)	22,600원
상승여력	51.3%
KOSDAQ	987.75pt
시가총액	3,454억원
발행주식수	1,528만주
유동주식비율	73.53%
외국인비중	13.56%
52주 최고/최저가	34,100원/21,800원
평균거래대금	36.8억원
주요주주(%)	
APS홀딩스 외 3 인	25.06

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.8	-22.9	3.7
상대주가	-7.2	-22.5	-11.8

주가그래프



매출 및 신규 수주가 아쉬운 3분기 실적. 수익성은 견조하게 유지

- 동사의 3Q21 매출 960억원은 전분기 1,460원 대비 대폭 감소한 수준. 하지만 수익성 높은 반도체 장비 및 부품 매출의 상대적 비중 확대로 영업이익은 전분기와 유사한 160억원 기록
- 동사 신규 수주는 3Q21 180억원에 그치며 4Q20부터 지속 하락하는 중

폴더블 모멘텀과 내년 SDC 투자 재개를 기다리며...

- 삼성전자의 갤럭시Z 폴드와 플립 신제품이 출시된 후 세트 빌드업 목표는 지속 상승 (650만대→800만대)
- 삼성디스플레이의 QD-OLED는 11월부터 생산 시작되었으며, 폴더블 후공정 Capa 증설도 준비 중
- SDC의 A4 보완 투자는 적극적으로 검토 중이지만, A5 투자는 아직 불확실한 상황. 아이패드 향 Rigid OLED 공급과 폴더블폰 판매확대 확인 시점에 투자 결정될 전망

투자의견 Buy, 적정주가 34,200원. SDC 투자와 동행하는 주가

- 장비주 특성 상 주가의 수주/실적 선행성이 크게 발현. SDC 투자 검토 시 동사 주가의 가파른 상승 예상
- 폴더블 잠재력 감안해 Buy 투자의견 유지. 적정주가는 34,200원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	462.1	28.4	9.5	665	-63.1	8,031	34.0	2.8	11.5	8.3	268.9
2020	591.8	46.3	25.0	1,723	159.1	9,541	13.1	2.4	7.3	18.1	168.8
2021E	522.4	60.8	48.7	3,366	95.3	12,736	6.7	1.8	6.2	30.2	88.7
2022E	611.4	64.1	59.1	4,085	21.4	16,821	5.5	1.3	4.4	27.6	93.5
2023E	700.2	80.4	63.6	4,391	7.5	21,212	5.1	1.1	2.1	23.1	98.0

AP시스템- 분기실적 추정

2022년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

AP시스템 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	112.7	145.8	96.0	167.9	134.1	175.0	114.2	188.0	462.1	591.8	522.4	611.4
LCD	2.4	2.6	2.6	2.7	2.4	2.6	2.6	2.7	9.5	9.5	10.4	10.4
반도체	7.3	7.6	7.9	8.2	7.3	7.6	7.9	8.2	28.9	28.8	30.9	30.9
디스플레이	95.8	122.5	86.4	151.1	114.0	147.0	102.8	169.2	485.0	534.9	455.8	533.0
기타	7.2	13.1	-0.9	5.9	10.4	17.8	0.9	7.9	-61.3	18.6	25.3	37.1
영업이익	12.2	16.3	16.0	16.3	13.8	19.2	12.8	18.2	28.4	46.3	60.8	64.1
영업이익률(%)	10.8%	11.2%	16.7%	9.7%	10.3%	11.0%	11.2%	9.7%	6.2%	7.8%	11.6%	10.5%
세전이익	16.7	15.8	14.4	19.2	19.4	20.9	16.0	21.6	12.4	34.6	66.1	77.8
세전이익률(%)	14.8%	10.8%	15.0%	11.5%	14.4%	12.0%	14.0%	11.5%	2.7%	5.9%	12.7%	12.7%
순이익	14.0	11.3	18.0	14.6	14.7	15.9	12.1	16.4	9.5	25.0	48.7	59.1
순이익률(%)	12.4%	7.8%	18.8%	8.7%	11.0%	9.1%	10.6%	8.7%	2.0%	4.2%	9.3%	9.7%

자료: 메리츠증권 리서치센터

AP시스템 (265520)

2022년 전망 시리즈 7

반도체/디스플레이

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	462.1	591.8	522.4	611.4	700.2
매출액증가율(%)	-35.3	28.1	-11.7	17.0	14.5
매출원가	389.5	493.1	411.5	489.3	553.6
매출총이익	72.6	98.7	110.9	122.1	146.6
판매비와관리비	44.2	52.5	50.2	58.0	66.2
영업이익	28.4	46.3	60.8	64.1	80.4
영업이익률(%)	6.2	7.8	11.6	10.5	11.5
금융손익	-6.5	-6.7	2.5	2.7	3.2
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.9	11.0	0.0
기타영업외손익	-6.5	-6.7	5.4	13.7	3.2
세전계속사업이익	12.4	34.6	66.1	77.8	83.7
법인세비용	3.0	9.7	17.4	18.7	20.1
당기순이익	9.5	25.0	48.7	59.1	63.6
지배주주지분 순이익	9.5	25.0	48.7	59.1	63.6
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	252.4	222.3	214.1	337.6	483.6
현금및현금성자산	30.0	58.4	53.7	150.3	267.2
매출채권	44.0	72.3	67.9	76.1	85.2
재고자산	134.1	58.5	55.0	61.6	69.0
비유동자산	168.5	149.1	133.9	133.8	124.4
유형자산	86.7	80.0	74.3	67.3	61.3
무형자산	6.8	4.6	3.3	2.4	1.3
투자자산	0.0	0.0	-4.3	-3.7	-14.2
자산총계	421.0	371.3	348.0	471.4	608.0
유동부채	286.8	153.3	94.0	158.1	231.0
매입채무	80.6	71.1	66.8	124.8	189.8
단기차입금	127.2	36.4	14.0	4.0	-6.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	20.0	79.9	69.6	69.7	69.9
사채	0.0	19.7	19.8	19.8	19.8
장기차입금	8.9	49.9	43.0	43.0	43.0
부채총계	306.8	233.2	163.6	227.8	300.9
자본금	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
자본잉여금	63.7	63.7	63.7	63.7	63.7
기타포괄이익누계액	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	45.3	69.5	116.5	175.6	239.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	114.1	138.2	184.4	243.6	307.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	18.1	63.6	31.3	110.3	131.6
당기순이익(손실)	9.5	25.0	48.7	59.1	63.6
유형자산감가상각비	10.5	9.2	10.0	10.0	10.0
무형자산상각비	3.8	1.5	0.9	1.0	1.2
운전자본의 증감	-27.2	1.5	-32.7	39.6	44.3
투자활동 현금흐름	7.4	0.9	-2.9	-0.5	-1.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-1.3	-1.7	-3.0	-3.0	-4.0
투자자산의 감소(증가)	0.2	0.0	5.2	10.4	10.4
재무활동 현금흐름	-29.5	-33.7	-34.6	-13.2	-13.2
차입금증감	-23.5	-29.4	-29.3	-10.0	-10.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-4.4	28.4	-4.7	96.6	116.9
기초현금	34.5	30.0	58.4	53.7	150.3
기말현금	30.0	58.4	53.7	150.3	267.2
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	31,911	40,869	36,078	42,222	48,354
EPS(지배주주)	665	1,723	3,366	4,085	4,391
CFPS	-306	1,958	-326	6,672	8,074
EBITDAPS	2,953	3,934	4,946	5,186	6,326
BPS	8,031	9,541	12,736	16,821	21,212
DPS	50	120	168	204	220
배당수익률(%)	0.2	0.5	0.7	0.9	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	34.0	13.1	6.7	5.5	5.1
PCR	-73.8	11.5	-69.4	3.4	2.8
PSR	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
PBR	2.8	2.4	1.8	1.3	1.1
EBITDA	42.8	57.0	71.6	75.1	91.6
EV/EBITDA	11.5	7.3	6.2	4.4	2.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.3	18.1	30.2	27.6	23.1
EBITDA이익률	18.7	50.0	75.8	80.6	76.3
부채비율	268.9	168.8	88.7	93.5	98.0
금융비용부담률	1.0	0.5	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	5.1	13.5	55.2	46.3	41.7
매출채권회전율(x)	13.3	10.2	7.5	8.5	8.7
재고자산회전율(x)	2.8	5.1	7.3	8.4	8.5

에스에프에이(056190) 다재다능으로 변모 중

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

Hold

적정주가 (12개월)	40,000원
현재주가 (11.10)	34,300원
상승여력	16.6%

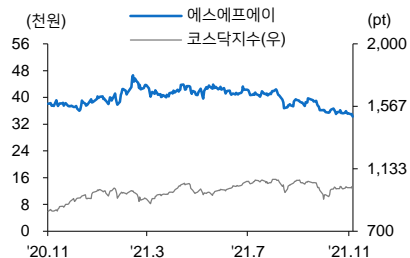
KOSDAQ	987.75pt
시가총액	12,317억원
발행주식수	3,591만주
유동주식비율	45.64%
외국인비중	18.03%
52주 최고/최저가	46,650원/34,300원
평균거래대금	35.5억원

주요주주(%)

디와이홀딩스 외 8 인	43.87
삼성디스플레이	10.15
국민연금공단	7.12

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.7	-19.6	-8.5
상대주가	-7.0	-19.2	-22.1

주가그래프



물류 장비의 고객다변화 및 신사업 모멘텀 - 반도체 및 이차전지로 영역 확대

- 일반물류 외에도, 중국 대면적 LCD 클린물류 및 이차전지 등 다변화된 물류장비로 사업영역 적극 전개 중
- 이차전지와 반도체 향 물류장비 공급이 고객사 투자시기 조율 속 다소 지연되는 중
- 자회사 SFA반도체의 실적은 반도체 업황 호조에 기반해 꾸준한 상승세 지속

3Q21 실적은 다소 아쉬울 수 있으나, OLED 투자 모멘텀은 서서히 확보될 전망

- 3Q21 연결 영업이익은 452억원으로 전분기와 유사한 수준으로 전망
- 동사의 전통적 주가 드라이버인 삼성디스플레이의 신규팹 수주는 아직 불확실하나, 다수의 보완투자는 발생 가능한 상황

투자의견 Hold 및 적정주가 40,000원 · 신사업 개화 및 삼성디스플레이의 투자 결정이 주가 상승 모멘텀

- 2021년 영업이익은 1,846억원으로 전년 1,673억원 대비 10% 상승할 전망
- 신사업을 통한 체질 변화가 기대되나, 아직 해당 사업의 실적 기여가 제한적. 내년 상반기 중 관련 수주 및 매출 확대기에 탄력적 주가 상승 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,577.7	214.2	132.0	3,676	-16.4	24,380	9.3	1.4	5.3	15.1	62.4
2020	1,551.2	167.3	108.3	3,015	-18.0	28,838	11.4	1.2	4.3	10.5	40.6
2021E	1,622.3	184.6	114.5	3,187	5.7	31,204	10.8	1.1	4.6	10.6	36.7
2022E	1,798.4	220.0	146.1	4,067	27.6	34,937	8.4	1.0	4.6	12.3	35.5
2023E	2,003.6	242.3	161.1	4,487	10.3	38,815	7.6	0.9	4.7	12.2	41.3

에스에프에이- 분기실적 추정

2022년 전망 시리즈 7
반도체/디스플레이

에스에프에이 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	355.6	380.3	390.2	496.3	1,622.3	390.0	443.6	426.2	1,577.7	1,551.2	1,622.3	1,798.4
SFA(모회사)	183.5	187.4	179.6	297.7	848.2	204.0	233.5	199.0	860.8	835.4	848.2	958.7
공정장비	37.4	64.9	83.7	106.3	292.4	37.4	68.2	88.8	201.5	249.1	292.4	306.0
물류장비	146.1	122.5	95.8	191.5	555.9	166.5	165.3	110.2	659.3	586.2	555.9	652.7
SFA 반도체 (자회사)	139.7	152.6	166.7	157.3	616.4	153.7	167.9	183.4	588.9	573.1	616.4	678.0
기타	32.3	40.3	43.9	41.2	157.7	32.3	42.3	43.9	128.0	142.8	157.7	161.7
영업이익	42.3	44.4	45.2	52.7	184.6	47.9	55.0	51.1	214.2	167.3	184.6	220.0
영업이익률	11.9%	11.7%	11.6%	10.6%	11.4%	12.3%	12.4%	12.0%	13.6%	10.8%	11.4%	12.2%
SFA (모회사)	18.6	19.5	19.0	32.8	89.9	26.5	35.0	31.8	155.9	105.7	89.9	141.7
SFA반도체 (자회사)	14.4	16.7	18.5	11.8	61.3	13.1	11.9	11.2	39.1	34.3	61.3	45.7
순이익	25.3	19.8	23.3	46.1	114.5	28.2	34.3	26.6	132.0	108.3	114.5	146.1
신규수주 (SFA)	137.8	255.7	91.2	687.9	1,172.7	150.6	275.5	103.2	1,090.2	769.9	1,172.7	1,372.7
수주잔고 (SFA)	821.5	889.9	801.5	1,191.7	1,191.7	1,138.3	1,180.2	1,084.5	932.7	867.2	1,191.7	1,605.7

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

에스에프에이 (056190)

2022년 전망 시리즈 7

반도체/디스플레이

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,577.7	1,551.2	1,622.3	1,798.4	2,003.6
매출액증가율(%)	1.1	-1.7	4.6	10.9	11.4
매출원가	1,260.4	1,277.1	1,349.2	1,466.6	1,636.5
매출총이익	317.4	274.0	273.1	331.8	367.0
판매비와관리비	103.2	106.7	99.8	111.8	124.7
영업이익	214.2	167.3	184.6	220.0	242.3
영업이익률(%)	13.6	10.8	11.4	12.2	12.1
금융손익	-18.4	-4.0	-1.9	-8.6	-11.1
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-18.4	-4.0	-7.9	-8.6	-11.1
세전계속사업이익	196.9	157.4	165.4	211.5	231.3
법인세비용	50.0	38.7	36.3	50.8	55.5
당기순이익	147.0	118.6	129.1	160.7	175.8
지배주주지분 순이익	132.0	108.3	114.5	146.1	161.1

Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,098.5	1,084.2	1,056.5	974.3	1,002.3
현금및현금성자산	209.0	422.5	197.1	51.3	10.0
매출채권	210.0	203.3	263.0	285.4	309.8
재고자산	124.4	103.4	133.7	145.1	157.5
비유동자산	707.4	715.2	830.2	1,078.4	1,335.1
유형자산	490.8	477.5	481.2	481.2	481.2
무형자산	77.4	66.3	56.5	44.0	29.9
투자자산	0.0	0.0	70.9	212.6	354.3
자산총계	1,805.9	1,799.4	1,886.7	2,052.7	2,337.5
유동부채	665.3	355.2	340.7	371.3	515.3
매입채무	130.7	83.5	108.0	117.2	127.3
단기차입금	38.6	30.8	11.8	11.8	11.8
유동성장기부채	202.7	1.8	2.3	2.5	102.7
비유동부채	28.5	164.7	165.4	166.8	168.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	5.0	128.2	124.6	124.6	124.6
부채총계	693.8	519.9	506.1	538.1	683.6
자본금	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0
자본잉여금	35.3	40.8	41.1	41.1	41.1
기타포괄이익누계액	-3.0	-6.3	-3.5	-3.5	-3.5
이익잉여금	911.1	983.1	1,065.3	1,199.4	1,338.6
비지배주주지분	236.6	244.0	260.1	260.1	260.1
자본총계	1,112.1	1,279.5	1,380.6	1,514.6	1,653.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	7.7	335.1	108.2	150.4	164.6
당기순이익(손실)	147.0	118.6	129.1	160.7	175.8
유형자산감가상각비	49.3	49.3	90.0	90.0	90.0
무형자산상각비	9.5	7.9	13.7	15.4	17.1
운전자본의 증감	-251.0	141.5	-75.0	-50.7	-55.4
투자활동 현금흐름	-78.0	-48.8	-333.8	-325.4	-325.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-41.9	-29.5	-90.0	-90.0	-90.0
투자자산의 감소(증가)	-40.5	-11.3	-110.6	-141.7	-141.7
재무활동 현금흐름	-50.0	-67.8	-2.2	29.2	119.4
차입금증감	-6.7	-88.0	-23.8	0.2	100.2
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-120.3	213.5	-225.4	-145.8	-41.4
기초현금	329.3	209.0	422.5	197.1	51.3
기말현금	209.0	422.5	197.1	51.3	10.0

Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	43,938	43,198	45,178	50,083	55,796
EPS(지배주주)	3,676	3,015	3,187	4,067	4,487
CFPS	-3,351	5,947	-6,277	-4,060	-1,152
EBITDAPS	7,604	6,255	8,031	9,062	9,731
BPS	24,380	28,838	31,204	34,937	38,815
DPS	1,056	950	797	1,017	1,122
배당수익률(%)	3.1	2.8	2.3	3.0	3.3
Valuation(Multiple)					
PER	9.3	11.4	10.8	8.4	7.6
PCR	-10.2	5.8	-5.5	-8.4	-29.8
PSR	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6
PBR	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
EBITDA	273.1	224.6	288.4	325.4	349.4
EV/EBITDA	5.3	4.3	4.6	4.6	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.1	10.5	10.6	12.3	12.2
EBITDA이익률	46.5	43.5	44.6	47.6	47.7
부채비율	62.4	40.6	36.7	35.5	41.3
금융비용부담률	0.1	0.2	0.3	0.5	0.6
이자보상배율(x)	21.6	18.2	15.4	15.4	16.5
매출채권회전율(x)	8.4	7.5	7.0	6.6	6.7
재고자산회전율(x)	12.6	11.2	11.4	10.5	10.8

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

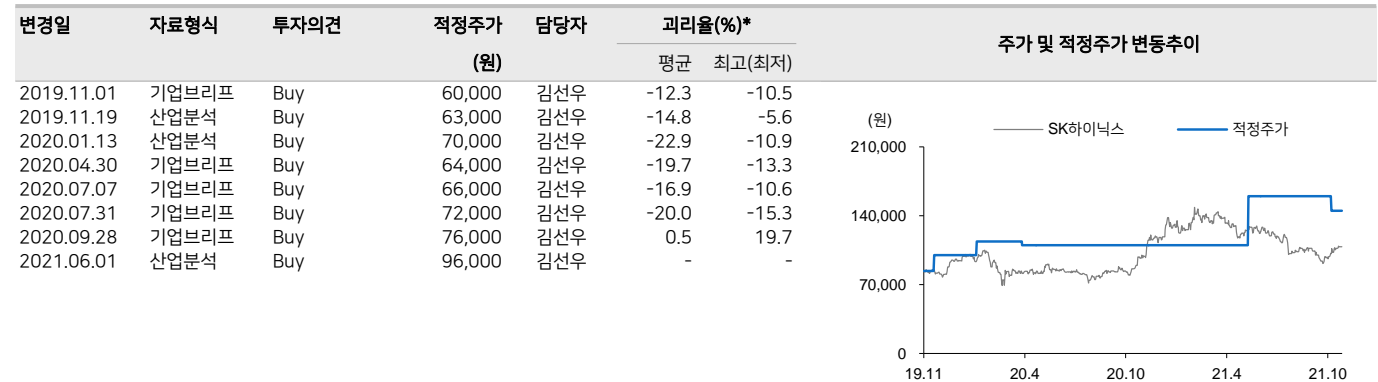
SK하이닉스 (000660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-6.9	35.0	
2021.04.24	1년 경과				14.1	22.7	
2021.06.01	산업분석	Buy	160,000	김선우	-29.8	-19.1	
2021.10.27	기업브리프	Buy	145,000	김선우	-	-	

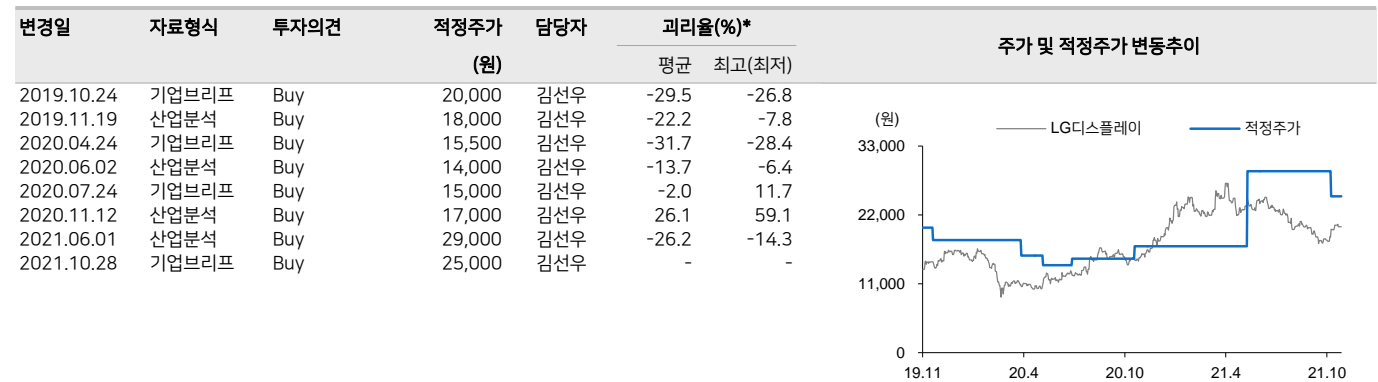
삼성전자 (005930) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



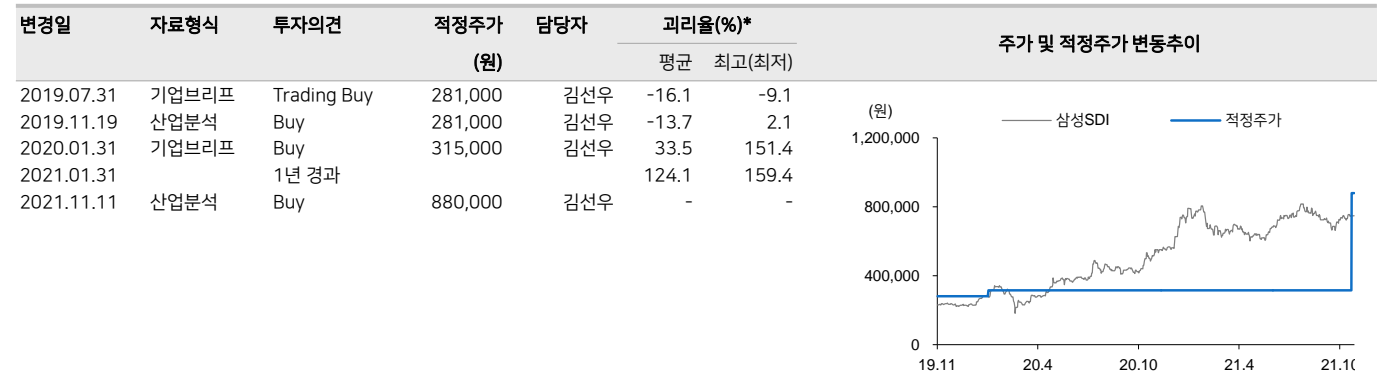
LG디스플레이 (034220) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



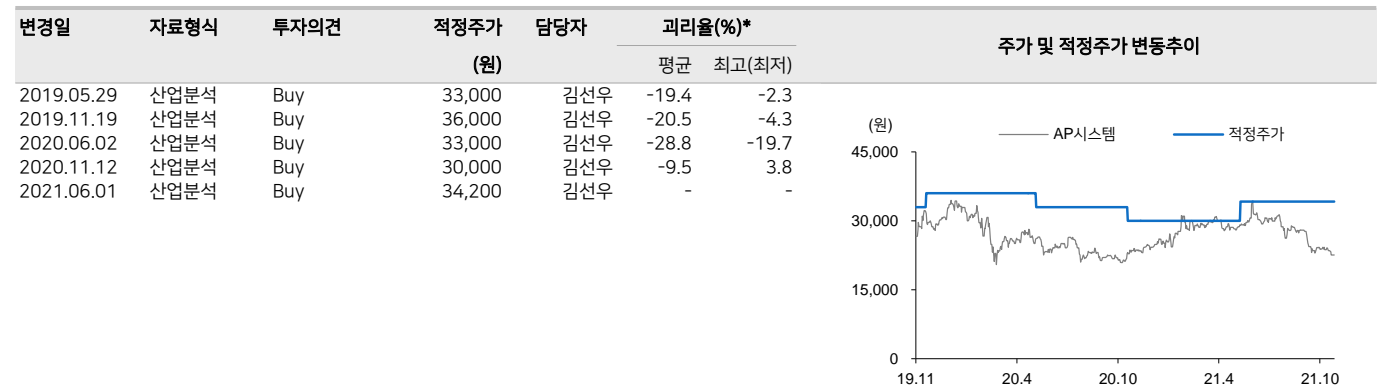
삼성SDI (006400) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



AP시스템 (265520) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



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)	
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	-10.5	9.3	
2021.06.01	산업분석	Hold	49,000	김선우	-20.0	-11.6	
2021.11.11	산업분석	Hold	40,000	김선우	-	-	