

8

2022년 하반기 전망 시리즈  
반도체/디스플레이

**착시 + 경쟁 = 긍정적**

# 착시 + 경쟁 = 긍정적

8

2022년 하반기 전망 시리즈  
반도체/디스플레이

## 반도체/디스플레이 Overweight

Top Picks	투자판단	적정주가
삼성전자 (005930)	Buy	84,000원
SK하이닉스 (000660)	Buy	141,000원

관심종목	투자판단	적정주가
LG디스플레이 (034220)	Buy	23,000원
삼성SDI (006400)	Buy	840,000원
AP시스템 (265520)	Buy	34,200원
에스에프에이 (056190)	Hold	47,000원

반도체/디스플레이

Analyst 김선우

02. 6454-4862

sunwoo.kim@meritz.co.kr



# Contents

<b>Part I</b>	IT 전방시장: 실망, 그 다음	7
<b>Part II</b>	반도체: 수요 증가와 공급 억제	19
<b>Part III</b>	디스플레이: 완만한 회복과 신규 응용처	51
<b>기업분석</b>	삼성전자 (005930)	66
	SK하이닉스 (000660)	70
	LG디스플레이 (034220)	74
	삼성SDI (006400)	77
	AP시스템 (265520)	81
	에스에프에이 (056190)	84

## [Summary] 경쟁 속 착시 증폭효과가 더해진 회복 스토리

## Overweight



### IT 전방시장 실망, 그 다음

- 반도체/디스플레이 업황 선도 전방산업인 스마트폰 및 TV 등 세트는 기대 이하의 1Q22 출하를 기록하며 부품 오더컷 우려 발생 유발
- 부품사들 역시 하반기 수요 둔화 우려에 이미 사업계획을 하향 조정. 일반 IT 부품은 하반기 Q 감소에서 어려움을 겪을 전망. 하지만 대응적 판가 변화가 가능한 메모리 등 커머리티 부품은 1) 하반기 계절성 기반 기저효과 성장 (착시) 속 2) 장기 성장을 위한 고객사들의 주문 성장이 지속되며 판가 반등 수혜 누릴 전망
- 갤럭시 폴더블은 23년 대면적화. 애플의 XR은 하반기 공개되며 신경험 선사. 애플 폴더블은 25년 예상



### 반도체 수요증가와 공급억제

- (DRAM) 다운사이클은 유례없이 완만한 속도로 진행 중. 공급사들의 수익성 우선 정책에 기반. 미세공정 한계비용 증가 · 클린룸 공간 부족으로 23년 이후 공급증가가 불투명. 향후 스마트폰 계절적 수요 성장과 데이터 센터간 경쟁적 투자 구도를 감안 시 DRAM 판가는 무난히 3Q, 4Q에 -1%, +3%의 상승 반전 예상
- (NAND) 다자 경쟁구도 지속되나 선두업체들의 160단대 이후 공정개선 능력이 체감됨에 따라 완만한 업사이클 전개 가능
- (파운드리) 큰 그림에서 비메모리 공급부족은 마무리 국면 진입. 선단공정 수출보다 투자 모멘텀에 주목



### 디스플레이 완만한 회복과 신규 응용처

- (LCD) 지정학적 리스크 및 중국의 지역봉쇄는 장기 교체주기 제품 수요에 더 큰 타격 발생 (가전, TV 등). 일부 중국 패널업체들의 가동률 유지에 치킨게임이라는 우려가 있으나, 이는 정치 · 사회적 목적 위주로, 봉쇄 해제 시 변화가 가능할 전망. LCD 패널가는 3Q22부터 안정화 국면 진입
- (OLED) WOLED의 신규고객 발굴은 그룹사간 종합 논의가 필요함에 따라 잠시 중단됐으나, 올해말 결국 타결될 전망. 애플 등 주도의 모바일 OLED 대면적화 발생함에 따라 SDC의 신규 투자는 3Q22 재논의 예상. 올해 애플 XR은 신규 에코시스템 구축과 OLEDoS 개화 견인



### Top Pick 삼성전자, SK하이닉스

- 삼성전자 (005930)**  
투자 의견 Buy, 적정주가 8.4만원  
2Q22 영업이익은 16.3조원으로 기대치를 대폭 상회. 아울러 1) 하반기 경영구조의 변화 가능성 및 2) 설비투자액의 구조적 상승이 사실상 주주환원의 후퇴를 유발함을 감안 시 하반기 새로운 주주환원책 도출 가능
- SK하이닉스 (000660)**  
투자 의견 Buy, 적정주가 14.1만원  
현재 모바일 수요둔화 및 연쇄적 서버 오더컷 가능성이 제기된 상황. 이미 우려는 주가에 대부분 반영 (1.06배 22E P/B)된 상태. 하반기 수요회복 착시 증폭효과와 고정가반등이 중장기적 주가 랠리를 유발할 전망

# 8

2022년 하반기 전망 시리즈  
반도체/디스플레이

## 기업분석

종목명	투자판단	적정주가
삼성전자 (005930)	Buy	84,000원
SK하이닉스 (000660)	Buy	141,000원
LG디스플레이 (034220)	Buy	23,000원
삼성SDI (006400)	Buy	840,000원
AP시스템 (265520)	Buy	34,200원
에스에프에이 (056190)	Hold	47,000원

# 삼성전자(005930) 실적 모멘텀 이후 주주가치 증대는 필연적

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

Buy

적정주가 (12개월)	84,000원		
현재주가 (5. 30)	67,700원		
상승여력	24.1%		
KOSPI	2,669.66pt		
시가총액	4,041,543억원		
발행주식수	596,978만주		
유동주식비율	75.23%		
외국인비중	50.61%		
52주 최고/최저가	82,900원/64,800원		
평균거래대금	9,953.7억원		
<b>주요주주(%)</b>			
삼성생명보험 외 16 인	20.79		
국민연금공단	8.69		
BlackRock Fund Advisors 외 15 인	5.03		
<b>주가상승률(%)</b>			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.4	-5.0	-15.5
상대주가	1.4	1.0	1.0
<b>주가그래프</b>			



## 스마트폰 출하 하향 조정 불구, 반도체 실적 개선에 기반해 전사 실적은 시장 기대치 상회

- 2Q22 스마트폰 출하량 6,320만대로 소폭 하향조정. 연간 출하량은 2.75억대로 전년 대비 1% 성장
- 분기 S22 판매량은 920만대로 기대치 상회 전망 (vs 1Q22 791만대). DX 분기 영업이익은 3.3조원 예상
- 메모리 출하량 증가와 판가 안정화로 반도체 부분 실적 크게 개선 (11.4조원 vs 1Q22 8.5조원)
- 전사 영업이익은 16.3조원으로 시장기대치 14.9조원 대비 크게 증가 (vs 1Q22 14.1조원)

## 실적 모멘텀에 기반해 안정적 주가 흐름 예상. 하반기 주주환원 정책의 재검토 여부가 중요

- 경영구조 변화가 예상되는 하반기에 주주환원의 재검토가 가능하다 판단
- 동사는 실적설명회를 통해 반도체 투자를 통한 기술리더십을 강조. 이는 단위 투자 비용의 구조적 체증과 동시에 주주환원 구성요소인 FCF의 차감요소 (Capex)의 증가를 의미. 주주 입장에서는 사실 상 배당정책의 후퇴
- 막대한 순현금의 활용방안에 대해, 다양한 M&A 기회를 검토했으나 집행 여부는 막연한 상황. 불확실한 합병 시너지에 대한 기대보다는, 주가부양이 투자자 및 새로운 경영체계에 모두 긍정적일 전망
- 동사 주가의 우려요인이었던 파운드리 선단공정 수율 불안정, 갤럭시 GOS 이슈, QD디스플레이의 막대한 적자 등 부정적 내용은 이미 시장에 충분히 인지. 2022E 1.45 배 P/B 수준의 현 주가는 충분히 매력적

(십억원)	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	18.8	1.96	3.9	8.4	34.1
2020	236.8	36.0	26.1	4,370	21.3	36,687	15.5	1.85	4.2	9.7	37.1
2021	279.6	51.6	39.2	6,574	50.4	40,632	10.3	1.67	5.0	13.2	39.9
2022E	327.5	64.6	49.0	7,215	9.8	46,781	9.4	1.45	3.9	15.5	38.6
2023E	358.9	77.1	57.8	8,512	18.0	54,275	8.0	1.25	3.1	16.0	36.6

# 삼성전자 - 분기 이익 성장세는 연말까지 지속 확대

2022년 하반기 전망 시리즈 8  
반도체/디스플레이

## 삼성전자 실적추정

(조원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	65.4	63.7	74.0	76.6	77.8	79.2	81.5	89.1	236.8	279.6	327.5	358.9
DS	19.0	22.7	26.4	26.0	26.9	30.2	31.4	34.8	72.9	94.2	123.3	154.3
DRAM	8.4	11.1	12.7	11.8	12.0	14.2	14.1	14.9	32.0	43.9	55.2	68.4
NAND	6.0	6.8	8.2	7.8	8.1	9.8	10.4	11.8	23.6	28.8	40.2	51.2
비메모리	4.6	4.9	5.6	6.4	6.8	6.1	6.9	8.2	17.3	21.5	27.9	34.7
SDC	6.9	6.9	8.9	9.1	8.0	8.8	11.1	11.2	30.6	31.7	39.1	37.8
LCD	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	4.9	1.9	1.4	1.5
OLED	6.2	6.3	8.5	8.8	7.6	8.5	10.8	10.8	25.7	29.8	37.8	36.3
MX/네트워크	29.2	22.7	28.4	28.9	32.4	30.2	28.8	31.9	99.6	109.2	123.3	125.7
핸드셋	28.2	21.4	27.3	27.7	31.2	29.0	27.6	30.5	96.0	104.7	118.4	120.2
피쳐폰	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.4	0.3	0.2
스마트폰	25.1	18.4	24.4	24.7	27.8	25.5	24.6	27.4	84.0	92.7	105.4	110.0
테블릿	2.9	2.9	2.9	2.9	3.3	3.4	3.0	3.1	11.4	11.6	12.8	10.0
VD/가전	13.0	13.4	14.1	15.4	15.5	15.0	15.5	16.7	48.2	55.8	62.6	63.6
하만	2.4	2.4	2.4	2.9	2.7	2.7	2.7	3.2	9.2	10.0	11.2	12.4
기타	-5.1	-4.4	-6.2	-5.6	-7.6	-7.7	-8.0	-8.7	-23.6	-21.4	-31.9	-35.0
영업이익	9.4	12.6	15.8	13.9	14.1	16.3	16.3	18.0	36.0	51.6	64.6	77.1
영업이익률 (%)	14.3%	19.7%	21.4%	18.1%	18.2%	20.5%	20.0%	20.2%	15.2%	18.5%	19.7%	21.5%
DS	3.4	6.9	10.1	8.8	8.5	11.4	10.7	12.5	18.8	29.2	43.1	55.0
DRAM	2.9	5.3	6.7	6.0	6.0	7.5	6.8	7.5	12.7	20.9	27.8	35.4
NAND	0.7	1.3	2.6	2.3	1.8	3.2	3.1	4.0	4.8	7.0	12.2	15.4
비메모리	-0.3	0.3	0.7	0.5	0.6	0.7	0.8	1.0	1.3	1.2	3.1	4.2
SDC	0.4	1.3	1.5	1.3	1.1	0.6	1.2	1.3	2.2	4.5	4.2	4.3
LCD	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.4	-0.4	-0.2	-0.1	-1.1	-0.3	-1.1	0.0
OLED	0.5	1.3	1.6	1.4	1.5	1.0	1.4	1.4	3.3	4.8	5.3	4.3
MX/네트워크	4.4	3.2	3.4	2.7	3.8	3.3	3.0	3.0	11.5	13.7	13.2	12.9
핸드셋	4.3	3.0	3.2	2.6	3.7	3.1	2.9	2.9	11.0	13.0	12.6	12.3
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	3.9	2.8	2.9	2.4	3.5	2.9	2.7	2.7	10.1	12.1	12.0	11.8
테블릿	0.3	0.1	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.9	0.9	0.6	0.5
VD/가전	1.1	1.1	0.8	0.7	0.8	0.8	1.1	0.9	3.6	3.6	3.6	4.2
하만	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.3	0.0	0.6	0.6	0.6
기타	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.1	-0.1	0.0
지배주주 순이익	7.1	9.5	12.1	10.6	11.1	12.1	12.1	13.7	26.1	39.2	49.0	57.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

# 삼성전자 - 메모리 전망 주요 가정

2022년 하반기 전망 시리즈 8  
반도체/디스플레이

## 삼성전자 - 메모리 출하량 및 판가 전망 가정치

		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	18,713	20,865	21,282	20,218	20,622	23,715	25,376	26,391	64,783	81,077	96,104	112,352
	% QoQ	4%	12%	2%	-5%	2%	15%	7%	4%				
	% YoY	24%	36%	12%	12%	10%	14%	12%	31%	21%	25%	19%	17%
	NAND	466,195	505,822	535,665	519,595	555,967	611,564	684,951	767,145	1,443,653	2,027,277	2,619,627	3,347,548
	% QoQ	12%	9%	6%	-3%	7%	10%	12%	12%				
	% YoY	43%	58%	41%	25%	19%	21%	28%	48%	28%	40%	29%	28%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.40	0.47	0.51	0.49	0.48	0.48	0.47	0.49	0.42	0.47	0.48	0.53
	% QoQ	4%	17%	9%	-4%	-3%	-1%	-1%	3%				
	% YoY	-3%	3%	22%	27%	19%	1%	-8%	-2%	-17%	13%	1%	10%
	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%	-4%	-4%	5%	1%	3%				
	% YoY	-20%	-22%	-4%	3%	5%	6%	-2%	5%	-2%	-11%	3%	4%

자료: 메리츠증권 리서치센터

# 삼성전자 (005930)

2022년 하반기 전망 시리즈 8

반도체/디스플레이

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	230,400.9	236,807.0	279,604.8	327,536.3	358,910.9
매출액증가율(%)	-5.5	2.8	18.1	17.1	9.6
매출원가	147,239.6	144,488.3	166,411.3	190,682.0	202,523.3
매출총이익	83,161.3	92,318.7	113,193.5	136,854.3	156,387.6
판매비와관리비	55,392.8	56,324.8	61,559.6	72,251.4	79,255.5
<b>영업이익</b>	<b>27,768.5</b>	<b>35,993.9</b>	<b>51,633.9</b>	<b>64,603.0</b>	<b>77,132.1</b>
영업이익률(%)	12.1	15.2	18.5	19.7	21.5
금융손익	1,886.8	949.5	838.6	997.0	1,030.9
종속/관계기업관련손익	413.0	506.5	729.6	515.4	515.4
기타영업외손익	2,299.7	1,456.1	1,568.3	2,237.5	1,546.3
세전계속사업이익	30,432.2	36,345.1	53,351.8	66,840.5	78,678.4
법인세비용	8,693.3	9,937.3	13,444.4	17,027.9	20,058.4
<b>당기순이익</b>	<b>21,738.9</b>	<b>26,407.8</b>	<b>39,907.5</b>	<b>49,812.5</b>	<b>58,620.0</b>
지배주주지분 손이익	21,505.1	26,090.9	39,243.8	49,010.8	57,818.2
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	181,385.3	198,215.6	218,163.2	248,337.7	296,328.6
현금및현금성자산	26,886.0	29,382.6	39,031.4	63,286.2	108,241.7
매출채권	35,131.3	30,965.1	40,713.4	47,357.7	52,796.6
재고자산	26,766.5	32,043.2	41,384.4	48,138.1	53,666.7
비유동자산	171,179.2	180,020.1	208,458.0	230,006.4	241,857.7
유형자산	119,825.5	128,952.9	149,928.5	167,428.5	176,428.5
무형자산	20,703.5	18,468.5	20,236.2	18,577.6	16,591.3
투자자산	7,591.6	8,076.8	8,932.3	9,847.7	10,763.1
<b>자산총계</b>	<b>352,564.5</b>	<b>378,235.7</b>	<b>426,621.2</b>	<b>478,344.0</b>	<b>538,186.3</b>
유동부채	63,782.8	75,604.4	88,117.1	99,555.7	110,320.1
매입채무	8,718.2	9,739.2	13,453.4	15,648.9	17,446.1
단기차입금	14,393.5	16,553.4	13,687.8	11,687.8	9,687.8
유동성장기부채	846.1	716.1	1,330.0	1,547.0	1,724.7
비유동부채	25,901.3	26,683.4	33,604.1	33,780.1	33,942.4
사채	975.3	948.1	508.2	508.2	508.2
장기차입금	2,197.2	1,999.7	2,866.2	2,966.2	3,066.2
<b>부채총계</b>	<b>89,684.1</b>	<b>102,287.7</b>	<b>121,721.2</b>	<b>133,335.9</b>	<b>144,262.5</b>
자본금	897.5	897.5	897.5	897.5	897.5
자본잉여금	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9
기타포괄이익누계액	-5,029.3	-8,726.0	-2,215.2	-2,215.2	-2,215.2
이익잉여금	254,582.9	271,068.2	293,064.8	333,173.0	382,088.6
비지배주주지분	7,965.0	8,277.7	8,662.2	8,662.2	8,662.2
<b>자본총계</b>	<b>262,880.4</b>	<b>275,948.0</b>	<b>304,899.9</b>	<b>345,008.2</b>	<b>393,923.8</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동현금흐름	45,382.9	65,287.0	65,105.5	86,376.6	101,616.7
당기순이익(손실)	21,738.9	26,407.8	39,907.5	49,812.5	58,620.0
유형자산감가상각비	26,573.8	27,115.7	31,285.2	37,000.0	40,000.0
무형자산상각비	3,023.8	3,219.9	2,962.2	3,480.1	3,807.8
운전자본의 증감	-2,545.8	122.4	-16,286.9	-11,160.0	-9,135.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-39,948.2</b>	<b>-53,628.6</b>	<b>-33,047.8</b>	<b>-50,707.2</b>	<b>-45,207.2</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-25,367.8	-37,592.0	-47,122.1	-54,500.0	-49,000.0
투자자산의 감소(증가)	-8,139.5	4,081.8	3,206.4	-400.0	-400.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-9,484.5</b>	<b>-8,327.8</b>	<b>-23,991.0</b>	<b>-11,414.5</b>	<b>-11,453.9</b>
차입금증감	156.4	1,340.7	-3,453.4	-1,683.0	-1,722.3
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>-3,454.5</b>	<b>2,496.6</b>	<b>9,648.8</b>	<b>24,254.8</b>	<b>44,955.5</b>
기초현금	30,340.5	26,886.0	29,382.6	39,031.4	63,286.2
기말현금	26,886.0	29,382.6	39,031.4	63,286.2	108,241.7
Key Financial Data					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	33,919	34,862	41,163	48,219	52,838
EPS(지배주주)	3,602	4,370	6,574	7,215	8,512
CFPS	-509	368	1,420	3,571	6,618
EBITDAPS	8,445	9,765	12,643	15,470	17,804
BPS	34,480	36,687	40,632	46,781	54,275
DPS	1,416	1,423	1,444	1,444	1,444
배당수익률(%)	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	18.8	15.5	10.3	9.4	8.0
PCR	n/a	184.2	47.7	19.0	10.2
PSR	2.0	1.9	1.6	1.4	1.3
PBR	2.0	1.8	1.7	1.4	1.2
EBITDA	57,366.2	66,329.5	85,881.2	105,083.1	120,939.9
EV/EBITDA	3.9	4.2	5.0	3.9	3.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	8.4	9.7	13.2	15.5	16.0
EBITDA이익률	30.1	42.2	51.6	51.3	51.2
부채비율	34.1	37.1	39.9	38.6	36.6
금융비용부담률	-0.9	-0.6	-0.3	-0.4	-0.3
이자보상배율(x)	40.5	61.7	119.7	143.8	191.2
매출채권회전율(x)	6.7	7.2	7.8	7.4	7.2
재고자산회전율(x)	5.3	4.9	4.5	4.3	4.0

# SK하이닉스(000660) 모두가 한 곳만 바라볼 때 찾아오는 기회

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

## Buy

적정주가 (12개월)	141,000원		
현재주가 (5. 30)	107,000원		
상승여력	31.8%		
KOSPI	2,669.66pt		
시가총액	778,963억원		
발행주식수	72,800만주		
유동주식비율	73.81%		
외국인비중	49.60%		
52주 최고/최저가	133,000원/91,500원		
평균거래대금	4,033.5억원		
<b>주요주주(%)</b>			
에스케이스퀘어 외 9 인	20.07		
국민연금공단	9.19		
<b>주가상승률(%)</b>			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.9	-6.1	-14.4
상대주가	-4.0	-0.2	2.2
<b>주가그래프</b>			



### 언제나 흥분과 공포가 교차되는 DRAM 사이클. 지금은 공포 구간

- 근거 없이 출몰하는 ‘오더컷’ 우려. 전형적인 다운사이클의 저점 구간 징후로 판단
- 스마트폰 출하 감소는 분명 우려요인은 맞으나, 이는 공급 진영에도 충분히 인지된 내용
- 아마존 등 하반기 비용 감축 전환에 따른 우려는 과도한 수준. 1) 서버업체들간의 경쟁구도 및 2) 스마트폰, PC 등 B2C 수요의 계절성과 기업용 수요 지속세 등을 감안 시 서버 수요의 급락 가능성은 제한적

### NAND 원가절감 속도 및 Intel Inside의 시너지 효과. 현 주가는 우려를 충분히 반영한 수준

- 강력한 출하량 증가를 바탕으로 NAND 사업부는 이제 BEP 수준에 근접. 향후 NAND 판가가 안정적으로 상승 (분기 당 3% 내외씩 상승)하며 부분 수익성은 빠르게 개선될 전망
- 특히 160단 대에서 경쟁사 대비 안정적인 수율 개선을 시현하는 것으로 파악. 이는 선두권과의 격차 축소의 본격화
- NAND 사업부 (또는 SSD)의 분사를 논하기에는 아직 독자현금흐름이 불안정한 상황. 기술 개발과 규모의 경제가 선행된 이후 독립적 기회 모색이 가능하며 이는 적어도 2025년 이후일 전망
- 현 밸류에이션 2022E 1.1배 P/B는 대부분의 우려를 반영한 수준. 시장은 단기적으로 수요 회복 증거를 찾으려 하겠지만, 중장기적으로 리스크/리워드를 감안한다면 매우 매력적인 수준

(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	38.8	1.63	5.4	4.2	36.1
2020	31,900.4	5,012.6	4,755.1	6,532	137.0	71,275	16.4	1.50	4.8	9.2	37.1
2021	42,997.8	12,410.3	9,602.3	13,190	101.9	85,380	8.1	1.25	4.2	15.4	55.0
2022E	58,953.1	15,084.9	12,086.9	16,603	25.9	100,549	6.4	1.06	3.3	17.9	51.1
2023E	75,632.7	19,632.9	15,927.0	21,878	31.8	120,899	4.9	0.89	2.5	19.8	45.7

# SK하이닉스 - 분기별 영업이익은 1Q22 저점으로 회복 전환

2022년 하반기 전망 시리즈 8  
반도체/디스플레이

## SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>8,494.2</b>	<b>10,321.6</b>	<b>11,805.0</b>	<b>12,376.6</b>	<b>12,156.0</b>	<b>14,386.0</b>	<b>15,932.0</b>	<b>16,479.1</b>	<b>31,900.4</b>	<b>42,997.8</b>	<b>58,953.1</b>	<b>75,632.7</b>
DRAM	6,221.2	7,683.8	8,415.3	8,825.9	7,853.0	9,080.8	9,832.0	10,254.0	23,233.1	31,146.3	37,019.9	47,471.5
NAND	2,029.6	2,322.8	3,042.1	3,092.2	3,822.8	4,944.9	5,709.8	5,954.8	7,473.4	10,486.6	20,432.4	26,510.2
<b>영업이익</b>	<b>1,324.4</b>	<b>2,695.4</b>	<b>4,171.6</b>	<b>4,219.5</b>	<b>2,860.0</b>	<b>3,477.0</b>	<b>4,321.0</b>	<b>4,426.9</b>	<b>5,012.6</b>	<b>12,410.3</b>	<b>15,084.9</b>	<b>19,632.9</b>
DRAM	1,687.1	2,799.9	3,794.2	3,946.9	2,799.8	3,138.9	3,679.2	3,705.4	6,626.1	12,228.1	13,323.3	16,763.9
NAND	-385.4	-140.5	332.4	230.9	17.2	302.1	602.7	694.5	-1,744.7	37.4	1,616.5	2,703.9
기타	22.8	36.0	45.0	41.7	43.0	36.0	39.0	27.0	131.5	145.5	145.1	165.1
세전이익	1,350.6	2,801.1	4,598.6	4,665.7	2,773.7	3,227.1	4,761.0	5,325.1	6,237.0	13,416.0	16,086.9	20,437.0
당기순이익	990.5	1,984.5	3,310.8	3,316.5	1,980.5	2,448.7	3,614.0	4,043.8	4,755.1	9,602.3	12,086.9	15,927.0
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>16%</b>	<b>26%</b>	<b>35%</b>	<b>34%</b>	<b>24%</b>	<b>24%</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>	<b>16%</b>	<b>29%</b>	<b>26%</b>	<b>26%</b>
DRAM	27%	36%	45%	45%	36%	35%	37%	36%	29%	39%	36%	35%
NAND	-19%	-6%	11%	7%	0%	6%	11%	12%	-23%	0%	8%	10%

자료: 메리츠증권 리서치센터

# SK하이닉스 - 메모리 전망 주요 가정

2022년 하반기 전망 시리즈 8  
반도체/디스플레이

## SK하이닉스 - 메모리 출하량 및 판가 전망 가정치

		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	13,124	13,649	13,472	14,550	13,240	15,623	17,811	18,345	45,630	54,795	65,020	76,868
	% QoQ	4%	4%	-1%	8%	-9%	18%	14%	3%				
	% YoY	23%	25%	19%	15%	1%	14%	32%	26%	23%	20%	19%	18%
	NAND	134,264	138,292	168,717	190,650	226,873	290,398	342,669	352,949	396,500	631,923	1,212,890	1,581,907
	% QoQ	21%	3%	22%	13%	19%	28%	18%	3%				
	% YoY	50%	48%	65%	71%	69%	110%	103%	85%	43%	59%	92%	30%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.43	0.50	0.54	0.51	0.49	0.47	0.47	0.48	0.43	0.50	0.48	0.53
	% QoQ	4%	18%	8%	-5%	-4%	-4%	-1%	3%				
	% YoY	4%	6%	23%	25%	16%	-6%	-13%	-6%	-9%	15%	-4%	12%
	NAND	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01
	% QoQ	-7%	10%	4%	-12%	2%	-1%	2%	3%				
	% YoY	-16%	-15%	-2%	-6%	3%	-8%	-9%	6%	0%	-9%	-3%	3%

자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	26,990.7	31,900.4	42,997.8	58,953.1	75,632.7
매출액증가율(%)	-33.3	18.2	34.8	37.1	28.3
매출원가	18,818.8	21,089.8	24,045.6	33,605.3	43,066.3
매출총이익	8,171.9	10,810.6	18,952.2	25,347.8	32,566.5
판매비와관리비	5,452.7	5,798.0	6,541.9	10,262.9	12,933.5
<b>영업이익</b>	<b>2,719.2</b>	<b>5,012.6</b>	<b>12,410.3</b>	<b>15,084.9</b>	<b>19,632.9</b>
영업이익률(%)	10.1	15.7	28.9	25.6	26.0
금융손익	-283.8	1,347.5	907.7	878.6	892.6
증속/관계기업관련손익	22.6	-36.3	162.3	-88.6	-88.6
기타영업외손익	-261.2	1,311.2	1,069.9	1,002.0	804.0
세전계속사업이익	2,432.6	6,237.0	13,416.0	16,086.9	20,437.0
법인세비용	423.6	1,478.1	3,799.8	3,986.2	4,496.1
<b>당기순이익</b>	<b>2,009.1</b>	<b>4,758.9</b>	<b>9,616.2</b>	<b>12,100.8</b>	<b>15,940.8</b>
지배주주지분 손이익	2,006.0	4,755.1	9,602.3	12,086.9	15,927.0
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	14,457.6	16,571.0	26,870.5	36,572.1	48,594.8
현금및현금성자산	2,306.1	2,976.0	5,058.0	9,127.6	14,988.9
매출채권	4,261.7	4,931.3	8,267.1	10,007.4	11,834.0
재고자산	5,295.8	6,136.3	8,916.6	11,872.2	15,225.6
비유동자산	50,790.8	54,602.9	69,516.0	74,051.4	79,731.8
유형자산	39,949.9	41,230.6	53,034.3	57,834.3	64,234.3
무형자산	2,571.1	3,400.3	5,065.1	4,572.3	4,025.6
투자자산	768.8	1,166.2	1,410.4	1,321.8	1,233.2
<b>자산총계</b>	<b>65,248.4</b>	<b>71,173.9</b>	<b>96,386.5</b>	<b>110,623.5</b>	<b>128,326.7</b>
유동부채	7,962.0	9,072.4	14,769.4	18,217.1	22,119.4
매입채무	1,042.5	1,046.2	1,359.3	1,809.8	2,321.0
단기차입금	1,168.4	179.6	233.2	233.2	233.2
유동성장기부채	1,569.4	2,934.7	2,647.6	3,025.2	3,379.6
비유동부채	9,350.5	10,192.4	19,426.1	19,172.7	18,158.4
사채	2,759.1	3,624.0	7,256.5	7,117.0	7,092.5
장기차입금	5,052.9	4,535.0	7,563.0	7,417.6	6,392.0
<b>부채총계</b>	<b>17,312.5</b>	<b>19,264.8</b>	<b>34,195.4</b>	<b>37,389.8</b>	<b>40,277.8</b>
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,143.7	4,143.7	4,334.6	4,334.6	4,334.6
기타포괄이익누계액	-298.9	-405.5	675.3	675.3	675.3
이익잉여금	42,923.4	46,995.7	55,784.1	66,826.7	81,641.8
비지배주주지분	14.8	20.6	34.0	34.0	34.0
<b>자본총계</b>	<b>47,935.9</b>	<b>51,909.1</b>	<b>62,191.1</b>	<b>73,233.7</b>	<b>88,048.8</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동현금흐름	6,549.7	12,314.6	19,797.7	23,335.0	28,582.6
당기순이익(손실)	2,009.1	4,758.9	9,616.2	12,100.8	15,940.8
유형자산감가상각비	7,825.3	8,811.6	9,862.6	12,500.0	13,500.0
무형자산상각비	795.2	960.6	795.9	892.8	946.7
운전자본의 증감	270.1	-1,649.9	-3,018.4	-3,043.3	-3,304.9
투자활동 현금흐름	-10,450.9	-11,840.4	-22,392.3	-18,300.0	-20,900.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-13,920.2	-10,068.7	-12,486.6	-17,300.0	-19,900.0
투자자산의 감소(증가)	-177.6	-482.7	-74.5	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	3,836.7	252.1	4,492.3	-965.4	-1,821.3
차입금증감	5,248.5	1,251.7	5,612.8	92.7	-695.7
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>-43.3</b>	<b>669.9</b>	<b>2,082.0</b>	<b>4,069.6</b>	<b>5,861.3</b>
기초현금	2,349.3	2,306.1	2,976.0	5,058.0	9,127.6
기말현금	2,306.1	2,976.0	5,058.0	9,127.6	14,988.9
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	37,075	43,819	59,063	80,979	103,891
EPS(지배주주)	2,755	6,532	13,190	16,603	21,878
CFPS	-59	920	2,860	5,590	8,051
EBITDAPS	15,576	20,309	31,688	39,118	46,813
BPS	65,825	71,275	85,380	100,549	120,899
DPS	1,000	1,170	1,540	1,639	1,831
배당수익률(%)	0.9	1.1	1.4	1.5	1.7
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	38.8	16.4	8.1	6.4	4.9
PCR	n/a	116.3	37.4	19.1	13.3
PSR	2.9	2.4	1.8	1.3	1.0
PBR	1.6	1.5	1.3	1.1	0.9
EBITDA	11,339.6	14,784.8	23,068.8	28,477.7	34,079.6
EV/EBITDA	5.4	4.8	4.2	3.3	2.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	4.2	9.2	15.4	17.9	19.8
EBITDA이익률	10.4	36.4	50.7	46.9	50.9
부채비율	36.1	37.1	55.0	51.1	45.7
금융비용부담률	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
이자보상배율(x)	11.1	19.8	47.7	47.5	63.1
매출채권회전율(x)	5.1	6.9	6.5	6.5	6.9
재고자산회전율(x)	3.9	3.7	3.2	3.2	3.2

# LG디스플레이(034220) 우려 구간 막바지

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

Buy

적정주가 (12개월)	23,000원
현재주가 (5. 30)	17,300원
상승여력	32.9%
KOSPI	2,669.66pt
시가총액	61,902억원
발행주식수	35,782만주
유동주식비율	59.92%
외국인비중	16.60%
52주 최고/최저가	25,800원/16,400원
평균거래대금	425.6억원
<b>주요주주(%)</b>	
LG전자 외 1인	37.91
국민연금공단	6.34

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	3.3	-13.1	-26.1
상대주가	4.3	-7.6	-11.7

**주가그래프**



## 예상 이상의 LCD 패널 판가 하락세. 중국 패널업체들의 구조적 공급 증가는 머지않아 종료 전망

- 지정학적 위험과 중국 내 지역 봉쇄로 인한 IT 수요 부진은, Covid 19의 역설적 수혜 품목일수록 더 큰 피해를 야기
- 중국 패널업체들의 8세대급 일부 가동률 조절이 감지되었지만, 10세대급 가동은 멈추지 않은 상황
- 이는 치킨 게임보다는 정치·사회적 목적의 생산 유지로 해석해야 한다는 판단. TV 패널가는 3Q22 중 계절적 수요 회복에 기반해 완만한 반등 시현할 전망

## IT 패널의 후행적 하락은 지속되는 중. 다만 향후 신사업 성장 및 안정화에 주목

- TV 패널 하락에 이어 IT 패널 역시 1Q22부터 하락세로 전환된 상황
- 이는 1) 공급 Capa가 IT로 전환되며, 2) 모니터, 노트북 수요의 약세가 유지되기 때문
- POLED 이익 기여 및 XR 등 신규 어플리케이션 출현에 따라 고부가가치 디스플레이 신기술에 주목할 상황

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

- WOLED의 신고객 확보는 그룹사간 종합적 판단이 필요하기에 다소 지연된 상황. 4Q22 중 충분히 타결 가능하며 이는 동사 주가에 멀티플 회복 요인으로 작용할 전망. 투자의견 Buy와 적정주가 23,000원 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	n/a	31,694	n/a	0.55	6.9	-25.0	184.9
2020	24,261.6	-36.5	-94.9	-265	n/a	31,847	n/a	0.54	3.6	-0.8	175.4
2021	29,878.0	2,230.6	1,186.2	3,315	n/a	36,664	5.2	0.47	2.4	9.0	158.5
2022E	26,785.0	479.8	363.5	1,016	-69.4	37,810	17.0	0.46	3.1	2.7	143.7
2023E	28,107.1	1,086.7	697.2	1,949	91.8	40,227	8.9	0.43	2.4	5.0	152.4

# LG디스플레이 - 분기 실적 추정

2022년 하반기 전망 시리즈 8  
반도체/디스플레이

## LG 디스플레이 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>6,882.2</b>	<b>6,965.7</b>	<b>7,223.2</b>	<b>8,807.3</b>	<b>6,471.0</b>	<b>6,737.5</b>	<b>6,942.6</b>	<b>6,633.8</b>	<b>24,261.6</b>	<b>29,878.0</b>	<b>26,785.0</b>	<b>28,107.1</b>
% YoY	45.7%	31.3%	5.8%	17.5%	-6.0%	-3.3%	-3.9%	-24.7%	3.3%	23.1%	-10.4%	4.9%
% QoQ	-8.2%	1.2%	3.7%	21.9%	-26.5%	4.1%	3.0%	-4.4%				
투입면적 ('000 m <sup>2</sup> )	10,265.9	11,420.9	11,420.9	11,420.9	11,420.9	11,420.9	11,420.9	11,420.9	42,383.6	44,528.6	45,683.6	45,683.6
출하면적 ('000 m <sup>2</sup> )	8,358.9	8,985.0	8,359.7	9,336.7	35,040.3	8,214.6	9,309.6	8,695.3	30,395.9	35,040.3	34,587.6	34,646.5
% YoY	19.8%	34.6%	1.6%	9.7%	319.2%	-8.6%	11.4%	-6.9%	-20.9%	15.3%	-1.3%	0.2%
% QoQ	-1.8%	7.5%	-7.0%	11.7%	275.3%	-76.6%	13.3%	-6.6%				
평균단가(달러)	739.0	699.7	746.6	797.3	653.8	588.4	676.6	683.4	677.5	745.6	650.5	702.4
% YoY	30.3%	7.4%	6.1%	1.2%	-11.5%	-15.9%	-9.4%	-14.3%	28.6%	10.1%	-12.8%	8.0%
% QoQ	-6.2%	-5.3%	6.7%	6.8%	-18.0%	-10.0%	15.0%	1.0%				
매출총이익	1,231.5	1,450.1	1,308.0	1,315.6	707.3	546.3	952.1	1,022.3	2,635.2	5,305.1	3,228.1	3,962.3
매출총이익률 (%)	17.9%	20.8%	18.1%	14.9%	10.9%	8.1%	13.7%	15.4%	10.9%	17.8%	12.1%	14.0%
<b>영업이익</b>	<b>523.0</b>	<b>701.1</b>	<b>528.9</b>	<b>477.6</b>	<b>38.4</b>	<b>-150.9</b>	<b>240.7</b>	<b>351.5</b>	<b>-36.5</b>	<b>2,230.6</b>	<b>479.8</b>	<b>1,086.7</b>
영업이익률 (%)	7.6%	10.1%	7.3%	5.4%	0.6%	-2.2%	3.5%	5.3%	-0.2%	7.5%	1.8%	3.9%
경상이익	323.3	550.0	608.1	237.5	36.9	-247.8	484.4	220.0	-602.5	1,718.9	493.5	1,108.8
경상이익률 (%)	4.7%	7.9%	8.4%	2.7%	0.6%	-3.7%	7.0%	3.3%	-2.5%	5.8%	1.8%	3.9%
<b>당기순이익</b>	<b>228.0</b>	<b>363.0</b>	<b>419.5</b>	<b>175.6</b>	<b>20.0</b>	<b>-165.6</b>	<b>342.0</b>	<b>167.0</b>	<b>-94.9</b>	<b>1,186.2</b>	<b>363.5</b>	<b>697.2</b>
순이익률 (%)	3.9%	6.1%	6.4%	2.0%	0.8%	-2.9%	5.4%	2.6%	-0.3%	4.5%	1.5%	2.5%
EPS (원)	637	1,015	1,172	491	56	-463	956	467	-265	3,315	1,016	1,949

자료: 메리츠증권 리서치센터

# LG디스플레이 (034220)

2022년 하반기 전망 시리즈 8  
반도체/디스플레이

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	23,475.6	24,261.6	29,878.0	26,785.0	28,107.1
매출액증가율(%)	-3.5	3.3	23.1	-10.4	4.9
매출원가	21,607.2	21,626.3	24,572.9	23,556.9	24,144.8
매출총이익	1,868.3	2,635.2	5,305.1	3,228.1	3,962.3
판매비와관리비	3,227.7	2,671.7	3,074.5	2,748.2	2,875.6
<b>영업이익</b>	<b>-1,359.4</b>	<b>-36.5</b>	<b>2,230.6</b>	<b>479.8</b>	<b>1,086.7</b>
영업이익률(%)	-5.8	-0.2	7.5	1.8	3.9
금융손익	-1,830.5	-214.6	-28.7	-83.3	-28.0
중속/관계기업관련손익	12.2	12.6	7.8	11.5	11.5
기타영업외손익	-1,818.3	-202.1	-20.9	13.6	22.1
세전계속사업이익	-3,344.2	-602.5	1,718.9	493.5	1,108.8
법인세비용	-472.2	-526.3	385.3	83.3	243.9
<b>당기순이익</b>	<b>-2,872.1</b>	<b>-76.2</b>	<b>1,333.6</b>	<b>410.2</b>	<b>864.9</b>
지배주주지분 손이익	-2,829.7	-94.9	1,186.2	363.5	697.2
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	10,248.3	11,099.5	13,187.1	11,989.7	14,855.8
현금및현금성자산	3,336.0	4,218.1	3,541.6	4,598.7	6,995.1
매출채권	3,154.1	3,517.5	4,574.8	3,446.1	3,717.4
재고자산	2,051.2	2,170.7	3,350.4	2,523.8	2,722.4
비유동자산	25,326.3	23,966.5	24,967.5	24,991.4	25,622.5
유형자산	22,087.7	20,139.7	20,558.5	20,558.5	20,358.5
무형자산	873.5	1,020.1	1,644.9	2,353.0	3,061.1
투자자산	109.6	114.6	126.7	93.3	59.9
<b>자산총계</b>	<b>35,574.6</b>	<b>35,066.0</b>	<b>38,154.5</b>	<b>36,981.2</b>	<b>40,478.3</b>
유동부채	10,985.0	11,007.0	13,994.8	12,559.1	15,220.6
매입채무	2,618.3	3,779.3	4,814.1	3,626.3	3,911.8
단기차입금	696.8	394.9	613.7	623.7	633.7
유동성장기부채	1,242.9	2,705.7	3,393.5	2,556.3	2,757.5
비유동부채	12,101.3	11,327.6	9,397.2	9,249.4	9,220.1
사채	2,741.5	1,948.5	996.0	979.0	975.6
장기차입금	8,799.7	9,019.7	7,660.6	7,530.1	7,504.2
<b>부채총계</b>	<b>23,086.3</b>	<b>22,334.6</b>	<b>23,392.0</b>	<b>21,808.5</b>	<b>24,440.7</b>
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	537.1	537.1	537.1
이익잉여금	7,503.3	7,518.8	8,541.5	8,951.7	9,816.6
비지배주주지분	1,147.8	1,335.9	1,643.7	1,643.7	1,643.7
<b>자본총계</b>	<b>12,488.3</b>	<b>12,731.4</b>	<b>14,762.5</b>	<b>15,172.7</b>	<b>16,037.6</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,706.6</b>	<b>2,278.8</b>	<b>5,753.5</b>	<b>6,825.2</b>	<b>6,707.9</b>
당기순이익(손실)	-2,872.1	-76.2	1,333.5	410.2	864.9
유형자산감가상각비	3,268.8	4,134.0	4,500.7	4,100.0	4,000.0
무형자산상각비	426.3	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	404.0	-1,477.1	-1,016.0	169.4	-40.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-6,755.4</b>	<b>-2,311.2</b>	<b>-4,263.1</b>	<b>-4,726.5</b>	<b>-4,426.5</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-6,927.0	-2,595.4	-3,141.4	-4,100.0	-3,800.0
투자자산의 감소(증가)	31.7	27.0	-630.9	44.9	44.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>4,987.9</b>	<b>931.8</b>	<b>-2,466.1</b>	<b>-1,041.6</b>	<b>114.9</b>
차입금증감	4,782.6	833.2	-2,399.2	-974.7	181.9
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>971.0</b>	<b>882.1</b>	<b>-676.5</b>	<b>1,057.1</b>	<b>2,396.4</b>
기초현금	2,365.0	3,336.0	4,218.1	3,541.6	4,598.7
기말현금	3,336.0	4,218.1	3,541.6	4,598.7	6,995.1
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	65,608	67,805	83,501	74,857	78,552
EPS(지배주주)	-7,908	-265	3,315	1,016	1,949
CFPS	2,714	2,465	-1,891	2,954	6,697
EBITDAPS	6,528	11,452	18,812	12,799	14,216
BPS	31,694	31,847	36,664	37,810	40,227
DPS	0	0	650	203	390
배당수익률(%)	0.0	0.0	3.7	1.2	2.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	n/a	n/a	5.2	17.0	8.9
PCR	6.4	7.0	n/a	5.9	2.6
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EBITDA	2,336	4,098	6,731	4,580	5,087
EV/EBITDA	6.9	3.6	2.4	3.1	2.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-25.0	-0.8	9.0	2.7	5.0
EBITDA이익률	-94.6	-2.9	21.9	6.4	14.4
부채비율	184.9	175.4	158.5	143.7	152.4
금융비용부담률	0.5	1.2	1.2	1.0	0.7
이자보상배율(x)	-7.9	-0.1	5.1	1.4	3.2
매출채권회전율(x)	7.8	7.3	7.4	6.7	7.8
재고자산회전율(x)	9.1	10.2	8.9	8.0	9.2

# 삼성SDI(006400) 성장 안정기

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

Buy

적정주가 (12개월)	840,000원		
현재주가 (5. 30)	581,000원		
상승여력	44.6%		
KOSPI	2,669.66pt		
시가총액	399,522억원		
발행주식수	6,876만주		
유동주식비율	72.90%		
외국인비중	43.06%		
52주 최고/최저가	817,000원/481,000원		
평균거래대금	1,669.4억원		
<b>주요주주(%)</b>			
삼성전자 외 5인	20.55		
국민연금공단	8.54		
BlackRock Fund Advisors 외 13인	5.01		
<b>주가상승률(%)</b>			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.9	-15.6	-9.2
상대주가	-4.0	-10.2	8.4
<b>주가그래프</b>			



## 분기 실적은 지속 개선되며 성장을 입증

- 1Q22 영업이익 3,223억원 (21% QoQ)은 시장 기대치를 소폭 능가
- 소형전지 및 전자재료 부문의 매출과 수익성 모두 개선
- 중대형전지 내 xEV Gen5 매출이 본격 발생하며 외형성장을 견인. 2Q22 영업이익은 3,902억원으로 재차 성장

## 주요 성장 영역에서 외형과 수익성 모두 개선

- 동사의 2022년 영업이익은 1.71조원으로 2021년 1.07조원 대비 60% 성장할 전망
- 우호적인 환율 환경 속 전 사업부문의 실적 개선이 두드러짐. 소형전지의 높은 수익성 유지 속 중대형전지 신규 매출처 비중 증가와 함께 완만한 이익률 개선이 예상됨

## 성장영역의 신규 고객확보 모멘텀 발현 시작. 투자자의견 Buy 및 적정주가 840,000원

- 동사는 경쟁사 대비 보수적 수주 전략을 구사해왔으나 최근 스텔란티스와 JV 설립을 발표하며 외형성장 본격화 시작. 향후 전고체 등 고부가 신제품 사업화 발생할 경우 본격적 주가 재평가 발생 가능
- 적정주가 840,000원은 SOTP 밸류에이션에 기반 (2022년 P/E 36.4배에 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	5,185.1	-49.1	179,234.0	112.1	3.2	13.7	2.9	56.8
2020	11,294.8	671.3	574.7	8,357.9	61.2	188,725.5	69.5	3.1	16.2	4.4	61.2
2021	13,553.2	1,067.6	1,169.8	17,011.7	103.5	213,835.0	34.2	2.7	21.9	8.0	70.0
2022E	17,486.7	1,706.9	1,585.7	23,059.6	35.6	238,355.3	25.2	2.4	12.8	10.2	76.8
2023E	19,444.3	2,290.3	1,446.1	21,030.4	-8.8	258,200.0	27.6	2.3	10.0	8.5	80.0

# 삼성SDI - 분기실적 추정

2022년 하반기 전망 시리즈 8  
반도체/디스플레이

## 삼성SDI 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>2,963.2</b>	<b>3,334.3</b>	<b>3,439.8</b>	<b>3,816.0</b>	<b>4,036.9</b>	<b>3,872.6</b>	<b>4,749.0</b>	<b>4,828.3</b>	<b>11,294.8</b>	<b>13,553.2</b>	<b>17,486.7</b>	<b>19,444.3</b>
에너지솔루션	2,387.0	2,711.8	2,741.1	3,107.6	3,306.4	3,237.7	4,007.5	4,065.2	8,728.7	10,947.5	14,616.8	16,414.0
소형전지	1,060.0	1,180.0	1,329.0	1,322.0	1,481.0	1,322.6	1,446.8	1,421.7	4,055.0	4,891.0	5,672.1	5,681.2
중대형전지(EV+ESS)	1,327.0	1,531.8	1,412.1	1,785.6	1,825.4	1,915.2	2,560.8	2,643.4	4,673.7	6,056.5	8,944.8	10,732.8
소재 사업부	576.2	622.5	698.9	708.6	730.5	634.9	741.4	763.1	2,566.1	2,606.2	2,869.9	3,030.3
<b>영업이익</b>	<b>133.2</b>	<b>295.2</b>	<b>373.5</b>	<b>265.7</b>	<b>322.3</b>	<b>390.2</b>	<b>488.3</b>	<b>506.2</b>	<b>671.3</b>	<b>1,067.6</b>	<b>1,706.9</b>	<b>2,290.3</b>
영업이익률(%)	4.5%	8.9%	10.9%	7.0%	8.0%	10.1%	10.3%	10.5%	5.9%	7.9%	9.8%	11.8%
에너지솔루션	46.8	168.7	201.8	118.6	162.2	250.4	324.0	350.5	241.3	535.9	1,087.0	1,709.9
소형전지	75.8	145.7	186.8	125.6	142.2	198.4	246.0	227.5	357.3	533.9	814.0	902.9
중대형전지(EV+ESS)	-29.0	23.0	15.0	-7.0	20.0	52.0	78.0	123.0	-116.0	2.0	273.0	807.0
소재 사업부	86.3	126.5	171.7	147.0	159.8	139.8	164.3	155.7	430.0	531.6	619.7	580.4
지분법이익	48.0	164.2	157.4	160.5	156.1	156.4	167.0	181.5	292.7	530.0	575.5	0.0
<b>세전이익</b>	<b>205.3</b>	<b>396.1</b>	<b>550.7</b>	<b>511.3</b>	<b>453.9</b>	<b>403.3</b>	<b>549.2</b>	<b>666.9</b>	<b>803.4</b>	<b>1,663.3</b>	<b>2,073.3</b>	<b>1,898.7</b>
세전이익률(%)	6.9%	11.9%	16.0%	13.4%	11.2%	10.4%	11.6%	13.8%	7.1%	12.3%	11.9%	9.8%
<b>순이익</b>	<b>134.2</b>	<b>274.8</b>	<b>395.3</b>	<b>365.5</b>	<b>356.6</b>	<b>308.7</b>	<b>413.7</b>	<b>506.7</b>	<b>574.7</b>	<b>1,169.8</b>	<b>1,585.7</b>	<b>1,446.1</b>
순이익률(%)	4.5%	8.2%	11.5%	9.6%	8.8%	8.0%	8.7%	10.5%	5.1%	8.6%	9.1%	7.4%

자료: 메리츠증권 리서치센터

# 삼성SDI - Buy, 적정주가 840,000원

- 동사의 적정주가 840,000원은 당사 SOTP 밸류에이션에 기반
- 적정주가는 동사 2022년 P/E 36.4배에 해당
- 2022년 동사 영업이익과 순이익이 각각 1.71조원과 1.66조원으로 전년대비 60%, 36%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	1,203	13.0	15,641
자동차전지	953	25.0	23,813
ESS	141	25.0	3,515
전자재료	800	13.0	10,405
<b>A</b>	영업가치 (십억원)		53,374
<b>B</b>	비영업가치 (십억원) - 투자유가증권, 지분법주식		8,250
<b>C = B * 0.7</b>	비영업 가치, 30% 디스카운트 반영		5,775
<b>D</b>	순부채 (십억원)		1,447
<b>E = A + C - D</b>	적정시가총액 (십억원)		57,701
<b>F</b>	주식수 (백만주)		69
<b>G = E / F</b>	적정주가 (원)		840,000
	증가 (원)		581,000
	상승여력		45%
	적정주가 내재 P/E (2022E, 배)		36.4

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

# 삼성SDI (006400)

2022년 하반기 전망 시리즈 8  
반도체/디스플레이

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	10,097.4	11,294.8	13,553.2	17,486.7	19,444.3
매출액증가율(%)	10.3	11.9	20.0	29.0	11.2
매출원가	7,882.3	8,914.2	10,475.6	13,344.6	14,427.4
매출총이익	2,215.2	2,380.6	3,077.6	4,142.1	5,016.9
판매비와관리비	1,753.0	1,709.2	2,010.0	2,435.1	2,726.6
<b>영업이익</b>	<b>462.2</b>	<b>671.3</b>	<b>1,067.6</b>	<b>1,706.9</b>	<b>2,290.3</b>
영업이익률(%)	4.6	5.9	7.9	9.8	11.8
금융손익	-6.9	-97.5	-41.4	-275.2	-391.6
중속/관계기업관련손익	178.6	292.7	530.0	575.5	0.0
기타영업외손익	171.7	195.2	488.7	366.4	-391.6
세전계속사업이익	564.6	803.4	1,663.3	2,073.3	1,898.7
법인세비용	162.3	172.4	412.9	416.8	381.7
<b>당기순이익</b>	<b>402.4</b>	<b>631.0</b>	<b>1,250.4</b>	<b>1,656.6</b>	<b>1,517.0</b>
지배주주지분 손익	356.6	574.7	1,169.8	1,585.7	1,446.1
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	5,181.4	5,657.4	7,444.9	9,568.0	11,740.0
현금및현금성자산	1,156.3	1,546.0	2,325.7	3,030.1	4,632.4
매출채권	1,773.0	1,605.7	1,945.7	2,461.8	2,686.4
재고자산	1,707.9	1,810.8	2,487.3	3,147.2	3,434.3
비유동자산	14,670.7	15,876.8	18,388.3	20,297.3	21,118.1
유형자산	5,426.8	6,128.1	7,636.0	8,320.0	8,930.0
무형자산	831.4	793.6	798.9	724.1	632.2
투자자산	6,763.2	7,143.4	7,885.4	8,636.6	8,700.6
<b>자산총계</b>	<b>19,852.1</b>	<b>21,534.2</b>	<b>25,833.2</b>	<b>29,865.2</b>	<b>32,858.1</b>
유동부채	3,741.5	4,983.6	6,461.3	8,155.4	9,178.2
매입채무	611.6	868.9	1,271.9	1,609.3	1,756.2
단기차입금	1,214.7	1,377.5	2,234.8	2,101.0	2,111.0
유동성장기부채	551.8	1,050.0	275.4	348.4	380.2
비유동부채	3,450.2	3,191.7	4,175.2	4,820.7	5,426.2
사채	590.0	220.0	220.0	220.0	220.0
장기차입금	1,213.1	1,264.7	1,888.0	2,100.2	2,700.2
<b>부채총계</b>	<b>7,191.8</b>	<b>8,175.3</b>	<b>10,636.5</b>	<b>12,976.1</b>	<b>14,604.4</b>
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	1,174.2	1,341.8	1,341.8
이익잉여금	6,906.9	7,418.1	8,516.5	10,035.0	11,399.6
비지배주주지분	335.4	381.3	492.4	498.8	498.8
<b>자본총계</b>	<b>12,660.4</b>	<b>13,358.9</b>	<b>15,196.7</b>	<b>16,889.2</b>	<b>18,253.8</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>923.1</b>	<b>1,948.8</b>	<b>2,176.0</b>	<b>2,667.6</b>	<b>3,259.2</b>
당기순이익(손실)	402.4	631.0	1,250.4	1,656.6	1,517.0
유형자산감가상각비	762.6	985.2	1,173.1	1,390.0	1,590.0
무형자산상각비	93.4	98.3	79.1	83.0	93.6
운전자본의 증감	-306.5	391.5	-24.6	-106.1	-271.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,535.1</b>	<b>-1,778.4</b>	<b>-1,949.5</b>	<b>-2,028.2</b>	<b>-2,142.4</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,898.3	-1,728.3	-2,254.7	-2,100.0	-2,200.0
투자자산의 감소(증가)	-5.2	-29.0	-23.3	-64.0	-64.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>238.9</b>	<b>240.6</b>	<b>582.7</b>	<b>54.6</b>	<b>485.4</b>
차입금증감	317.3	330.7	648.3	123.6	641.8
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>-360.3</b>	<b>389.7</b>	<b>779.7</b>	<b>704.5</b>	<b>1,602.2</b>
기초현금	1,516.6	1,156.3	1,546.0	2,325.7	3,030.1
기말현금	1,156.3	1,546.0	2,325.7	3,030.1	4,632.4
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	146,841	164,253	197,096	254,299	282,766
EPS(지배주주)	5,185	8,358	17,012	23,060	21,030
CFPS	-5,239	5,667	11,339	10,245	23,300
EBITDAPS	19,169	25,519	33,735	46,244	57,790
BPS	179,234	188,725	213,835	238,355	258,200
DPS	1,000	1,000	1,000	2,306	2,103
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.3	0.8	0.7
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	112.1	69.5	34.2	25.2	27.6
PCR	n/a	102.5	51.2	56.7	24.9
PSR	4.0	3.5	2.9	2.3	2.1
PBR	3.2	3.1	2.7	2.4	2.3
EBITDA	1,318	1,755	2,320	3,180	3,974
EV/EBITDA	13.7	16.2	21.9	12.8	10.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	2.9	4.4	8.0	10.2	8.5
EBITDA이익률	27.3	37.4	57.4	57.7	40.4
부채비율	56.8	61.2	70.0	76.8	80.0
금융비용부담률	0.6	0.5	0.3	0.2	0.1
이자보상배율(x)	5.6	9.7	18.7	35.9	44.1
매출채권회전율(x)	6.2	6.7	7.6	7.9	7.6
재고자산회전율(x)	4.6	5.1	4.9	4.7	4.4

# AP시스템(265520) 뉴 디바이스와 함께 할 성장

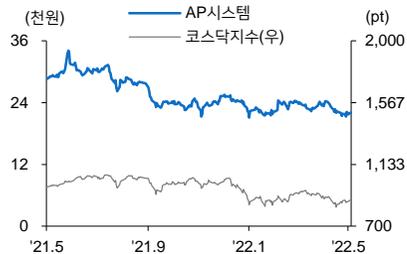
Analyst 김선우 02. 6454-4862  
sunwoo.kim@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	34,200원
현재주가 (5. 30)	22,100원
상승여력	54.8%
KOSDAQ	886.44pt
시가총액	3,377억원
발행주식수	1,528만주
유동주식비율	73.52%
외국인비중	6.66%
52주 최고/최저가	34,100원/21,100원
평균거래대금	26.5억원
주요주주(%)	
APS홀딩스 외 4 인	25.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.1	3.8	-23.0
상대주가	-7.2	13.0	-15.1

### 주가그래프



### 1Q22 아쉬운 매출 불구하고 높은 수익성 시현. 향후 점진적인 외형 성장 예상

- 동사의 1Q22 매출 802억원은 3Q19 이후 가장 낮은 수준. 하지만 수익성 높은 반도체 장비 및 부품 매출의 상대적 비중 확대로 영업이익은 115억원의 견조한 수준 기록
- 삼성디스플레이 및 중국 고객사들의 신규 수주 및 신장비 매출 본격화까지 단기 수요 공백기

### 폴더블 기기 성장과 SDC 투자 모멘텀은 하반기부터 재개될 전망

- 최근 삼성전자의 갤럭시Z 폴드와 플립 신제품은 출하 계획이 소폭 상향 조정된 상황 (850만대→ 1,000만대)
- 삼성디스플레이의 베트남 폴더블 후공정 Capa 증설은 지속 발생 중
- SDC의 A5 투자는 아직 불확실한 상황. 아이패드 향 Rigid OLED 공급과 폴더블폰 판매확대 확인 시점에 투자 결정될 전망. 당사는 SDC가 3Q22 말에 투자 심의를 개최할 것으로 전망

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

- 장비주 특성 상 과거 주가는 수주 모멘텀이 크게 선행 발현되어옴. 하반기 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	33.2	2.8	11.5	8.3	268.9
2020	591.8	46.3	25.0	1,723	159.1	9,541	12.8	2.3	7.3	18.1	168.8
2021	528.7	64.3	57.2	3,889	125.7	13,030	5.7	1.7	5.3	29.8	123.8
2022E	505.7	56.2	51.9	3,794	-2.5	17,538	5.8	1.3	8.8	24.1	123.5
2023E	578.5	66.2	51.8	3,788	-0.2	21,326	5.8	1.0	6.4	19.5	121.0

# AP시스템 - 분기실적 추정

2022년 하반기 전망 시리즈 8  
반도체/디스플레이

## AP시스템 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>112.7</b>	<b>145.8</b>	<b>96.0</b>	<b>174.2</b>	<b>80.2</b>	<b>123.9</b>	<b>123.9</b>	<b>177.7</b>	<b>591.8</b>	<b>528.7</b>	<b>505.7</b>	<b>578.5</b>
LCD	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.6	2.6	2.7	9.5	9.8	10.4	10.4
반도체	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3	7.6	7.9	8.2	28.8	29.0	30.9	30.9
디스플레이	95.8	123.9	81.6	148.1	68.2	104.1	111.5	159.9	534.9	449.4	443.7	507.6
기타	7.2	12.2	4.7	16.4	2.3	9.6	1.9	6.9	18.6	40.5	20.7	29.6
<b>영업이익</b>	<b>12.2</b>	<b>16.3</b>	<b>16.1</b>	<b>19.8</b>	<b>11.5</b>	<b>13.6</b>	<b>13.9</b>	<b>17.2</b>	<b>46.3</b>	<b>64.3</b>	<b>56.2</b>	<b>66.2</b>
영업이익률(%)	10.8%	11.2%	16.7%	11.3%	14.3%	11.0%	11.2%	9.7%	7.8%	12.2%	11.1%	11.4%
세전이익	16.7	15.8	24.2	18.9	17.2	15.6	20.6	15.5	34.6	75.5	68.9	68.8
세전이익률(%)	14.8%	10.8%	25.2%	10.8%	21.4%	12.6%	16.6%	8.7%	5.9%	14.3%	13.6%	11.9%
<b>순이익</b>	<b>14.0</b>	<b>11.3</b>	<b>17.6</b>	<b>14.3</b>	<b>12.9</b>	<b>11.8</b>	<b>15.5</b>	<b>11.7</b>	<b>25.0</b>	<b>57.2</b>	<b>51.9</b>	<b>51.8</b>
순이익률(%)	12.4%	7.8%	18.3%	8.2%	16.1%	9.5%	12.5%	6.6%	4.2%	10.8%	10.3%	9.0%

자료: 메리츠증권 리서치센터

# AP시스템 (265520)

2022년 하반기 전망 시리즈 8  
반도체/디스플레이

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	462.1	591.8	528.7	505.7	578.5
매출액증가율(%)	-35.3	28.1	-10.7	-4.4	14.4
매출원가	389.5	493.1	414.3	384.8	439.8
매출총이익	72.6	98.7	114.4	120.9	138.8
판매비와관리비	44.2	52.5	50.1	64.7	72.5
영업이익	28.4	46.3	64.3	56.2	66.2
영업이익률(%)	6.2	7.8	12.2	11.1	11.4
금융손익	-6.5	-6.7	9.7	2.0	2.6
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	6.0	0.0
기타영업외손익	-6.5	-6.7	9.7	12.6	2.6
세전계속사업이익	12.4	34.6	75.5	68.9	68.8
법인세비용	3.0	9.7	18.4	17.0	17.0
당기순이익	9.5	25.0	57.2	51.9	51.8
지배주주지분 손이익	9.5	25.0	57.2	51.9	51.8
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	252.4	222.3	291.3	398.5	506.3
현금및현금성자산	30.0	58.4	135.7	238.9	315.7
매출채권	44.0	72.1	78.1	79.6	89.2
재고자산	134.1	58.5	42.8	43.7	48.9
비유동자산	168.5	149.1	137.5	137.7	138.3
유형자산	86.7	80.0	74.5	68.1	62.1
무형자산	6.8	4.6	3.4	2.9	2.2
투자자산	0.0	0.0	0.0	6.0	6.0
자산총계	421.0	371.3	428.7	536.3	644.6
유동부채	286.8	153.3	135.6	196.3	252.8
매입채무	80.6	71.1	55.1	106.2	169.0
단기차입금	127.2	31.9	14.0	14.2	4.2
유동성장기부채	0.0	4.4	12.5	12.8	14.3
비유동부채	20.0	79.9	101.6	100.1	100.1
사채	0.0	19.7	19.8	19.8	19.8
장기차입금	8.9	49.9	73.0	73.0	73.0
부채총계	306.8	233.2	237.2	296.4	352.9
자본금	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
자본잉여금	63.7	63.7	64.4	64.4	64.4
기타포괄이익누계액	0.0	-0.1	0.3	0.4	0.4
이익잉여금	45.3	69.5	124.7	172.9	224.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	114.1	138.2	191.5	239.9	291.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동현금흐름	18.1	63.6	63.2	94.7	91.7
당기순이익(손실)	9.5	25.0	57.2	51.9	51.8
유형자산감가상각비	10.5	9.2	8.0	10.0	10.0
무형자산상각비	3.8	1.5	0.7	0.7	0.8
운전자본의 증감	-27.2	1.5	-6.0	55.1	44.5
투자활동 현금흐름	7.4	0.9	4.5	11.5	-1.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-1.3	-1.7	-0.7	-3.0	-4.0
투자자산의 감소(증가)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-29.5	-33.7	6.1	-4.6	-13.5
차입금증감	-23.5	-29.4	13.2	0.4	-8.5
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-4.4	28.4	77.3	103.3	76.7
기초현금	34.5	30.0	58.4	135.7	238.9
기말현금	30.0	58.4	135.7	238.9	315.7
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	31,911	40,869	34,600	36,967	42,293
EPS(지배주주)	665	1,723	3,889	3,794	3,788
CFPS	-306	1,958	5,057	7,549	5,610
EBITDAPS	2,953	3,934	4,780	4,892	5,629
BPS	8,031	9,541	13,030	17,538	21,326
DPS	50	120	240	190	189
배당수익률(%)	0.2	0.4	0.8	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	33.2	12.8	5.7	5.8	5.8
PCR	n/a	11.3	4.4	2.9	3.9
PSR	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5
PBR	2.8	2.3	1.7	1.3	1.0
EBITDA	42.8	57.0	73.0	66.9	77.0
EV/EBITDA	11.5	7.3	5.3	8.8	6.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.3	18.1	29.8	24.1	19.5
EBITDA이익률	18.7	50.0	87.9	74.2	72.0
부채비율	268.9	168.8	123.8	123.5	121.0
금융비용부담률	1.0	0.5	0.5	0.2	0.2
이자보상배율(x)	5.1	13.5	22.6	30.4	24.7
매출채권회전율(x)	13.3	10.2	7.0	6.4	6.9
재고자산회전율(x)	2.8	5.1	8.2	8.9	9.5

# 에스에프에이(056190) 대응 여력의 확대와 성장성

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

## Hold

적정주가 (12개월)	47,000원		
현재주가 (5. 30)	41,850원		
상승여력	12.3%		
KOSDAQ	886.44pt		
시가총액	15,028억원		
발행주식수	3,591만주		
유동주식비율	41.84%		
외국인비중	14.29%		
52주 최고/최저가	43,300원/32,900원		
평균거래대금	45.5억원		
<b>주요주주(%)</b>			
디와이홀딩스 외 8인	43.87		
삼성디스플레이	10.15		
베어링자산운용 외 2인	8.13		
<b>주가상승률(%)</b>			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.0	24.2	-3.0
상대주가	7.2	35.3	6.9
<b>주가그래프</b>			



### 물류 장비의 고객다변화 및 신사업 기반 성장 - 반도체 및 이차전지 영역 진출

- 일반물류의 경쟁력 선도 업체로서 물류센터 등에 스마트 물류장비 매출이 지속 확대
- 그 외 반도체와 이차전지 등 다변화된 물류장비로 사업영역 적극 전개 중
- 자회사 SFA반도체의 실적 역시 지속 성장 중. 향후 디스플레이 투자 본격화될 경우 가파른 성장 가능

### 견조한 1Q22 실적 기록, OLED 투자 모멘텀은 서서히 확보될 전망

- 1Q22 연결 영업이익 505억원은 전분기 635억원 대비 소폭 감소했으나 기타 공정장비 업체들에 비해 안정적인 실적으로 평가됨. 2Q22 실적은 영업이익 550억원으로 재차 성장
- 하반기부터 신규 디스플레이 팹 결정이 본격화될 경우 전통적 주가 상승 기제로 작동할 전망. 이 경우 신규 장비의 밸류에이션 팽창 요인도 동시에 발현할 전망

### 기존 투자의견 유지하나 적정주가 47,000원으로 상향조정

- 2022년 영업이익은 2,244억원으로 전년 1,889억원 대비 12% 성장할 전망
- 신사업을 통한 체질 변화가 지속되며, 디스플레이 산업 불황기에 긍정적 대처 방향 보여주는 중

(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	11.4	1.7	5.3	15.1	62.4
2020	1,551.2	167.3	108.3	3,015	-18.0	28,838	13.9	1.5	4.3	10.5	40.6
2021	1,564.9	188.9	116.9	3,254	7.9	31,081	12.9	1.3	5.0	10.5	36.0
2022E	1,829.7	224.4	137.7	3,835	17.9	32,595	10.9	1.3	4.3	12.0	45.9
2023E	2,039.5	246.3	159.5	4,443	15.9	37,032	9.4	1.1	3.9	12.8	51.7

# 에스에프에이- 분기실적 추정

2022년 하반기 전망 시리즈 8  
반도체/디스플레이

## 에스에프에이 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>355.6</b>	<b>364.3</b>	<b>391.0</b>	<b>454.0</b>	<b>410.9</b>	<b>426.8</b>	<b>427.3</b>	<b>564.6</b>	<b>1,551.2</b>	<b>1,564.9</b>	<b>1,829.7</b>	<b>2,039.5</b>
SFA(모회사)	183.5	187.4	181.1	231.8	208.9	233.5	200.6	322.2	835.4	849.7	965.2	1,099.1
공정장비	37.4	64.9	85.2	106.3	37.4	68.2	90.4	111.6	249.1	293.9	307.5	322.0
물류장비	146.1	122.5	95.8	191.5	171.5	165.3	110.2	210.6	586.2	555.9	657.7	777.1
SFA 반도체 (자회사)	139.7	152.6	167.6	181.1	174.3	167.9	184.4	199.2	573.1	641.1	725.8	798.4
기타	32.3	24.3	42.3	41.1	27.7	25.5	42.3	43.2	142.8	140.0	138.7	142.1
<b>영업이익</b>	<b>42.3</b>	<b>33.1</b>	<b>50.0</b>	<b>63.5</b>	<b>50.5</b>	<b>55.0</b>	<b>51.4</b>	<b>67.5</b>	<b>167.3</b>	<b>188.9</b>	<b>224.4</b>	<b>246.3</b>
영업이익률	11.9%	9.1%	12.8%	14.0%	12.3%	12.9%	12.0%	11.9%	10.8%	12.1%	12.3%	12.1%
SFA (모회사)	18.6	19.5	23.8	32.6	22.8	35.0	32.1	48.3	105.7	94.5	138.2	165.7
SFA반도체 (자회사)	14.4	16.7	19.0	16.4	22.5	11.9	11.2	11.0	34.3	66.5	56.6	48.1
<b>순이익</b>	<b>25.3</b>	<b>19.8</b>	<b>23.2</b>	<b>48.6</b>	<b>25.2</b>	<b>37.1</b>	<b>31.3</b>	<b>44.2</b>	<b>108.3</b>	<b>116.9</b>	<b>137.7</b>	<b>159.5</b>
신규수주 (SFA)	137.8	255.7	91.2	687.9	150.6	275.5	103.2	843.5	769.9	1,172.7	1,372.7	1,372.7
수주잔고 (SFA)	821.5	889.9	800.0	1,190.2	1,131.8	1,173.8	1,076.4	1,597.7	867.2	1,190.2	1,597.7	1,871.3

참고: 2016년부터 SFA반도체 연결 편입  
자료: 메리츠증권 리서치센터

# 에스에프에이 (056190)

2022년 하반기 전망 시리즈 8

반도체/디스플레이

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,577.7	1,551.2	1,564.9	1,829.7	2,039.5
매출액증가율(%)	1.1	-1.7	0.9	16.9	11.5
매출원가	1,260.4	1,277.1	1,286.8	1,508.4	1,684.9
매출총이익	317.4	274.0	278.1	321.3	354.7
판매비와관리비	103.2	106.7	89.2	96.9	108.3
<b>영업이익</b>	<b>214.2</b>	<b>167.3</b>	<b>188.9</b>	<b>224.4</b>	<b>246.3</b>
영업이익률(%)	13.6	10.8	12.1	12.3	12.1
금융손익	-18.4	-4.0	-15.0	7.3	8.6
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-18.4	-4.0	-15.0	4.7	8.6
세전계속사업이익	196.9	157.4	179.8	229.1	254.9
법인세비용	50.0	38.7	31.5	57.2	61.2
<b>당기순이익</b>	<b>147.0</b>	<b>118.6</b>	<b>148.3</b>	<b>171.9</b>	<b>193.7</b>
지배주주지분 손익	132.0	108.3	116.9	137.7	159.5
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	1,098.5	1,084.2	1,126.5	1,209.5	1,412.9
현금및현금성자산	209.0	422.5	277.0	200.1	322.5
매출채권	210.0	203.3	223.3	277.7	301.6
재고자산	124.4	103.4	173.1	215.2	233.8
비유동자산	707.4	715.2	778.0	930.5	1,053.6
유형자산	490.8	477.5	480.3	484.8	484.8
무형자산	77.4	66.3	62.7	53.6	42.8
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자산총계</b>	<b>1,805.9</b>	<b>1,799.4</b>	<b>1,904.4</b>	<b>2,140.0</b>	<b>2,466.5</b>
유동부채	665.3	355.2	377.5	545.9	712.1
매입채무	130.7	83.5	120.8	150.2	163.2
단기차입금	38.6	30.8	57.4	59.3	59.3
유동성장기부채	202.7	1.8	7.2	9.0	109.7
비유동부채	28.5	164.7	126.6	127.3	128.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	5.0	128.2	91.0	89.2	89.2
<b>부채총계</b>	<b>693.8</b>	<b>519.9</b>	<b>504.1</b>	<b>673.2</b>	<b>840.4</b>
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	0.6	2.7	2.7
이익잉여금	911.1	983.1	1,066.9	1,148.2	1,307.5
비지배주주지분	236.6	244.0	284.3	296.3	296.3
<b>자본총계</b>	<b>1,112.1</b>	<b>1,279.5</b>	<b>1,400.4</b>	<b>1,466.8</b>	<b>1,626.1</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>7.7</b>	<b>335.1</b>	<b>56.3</b>	<b>86.7</b>	<b>203.9</b>
당기순이익(손실)	147.0	118.6	148.3	171.9	193.7
유형자산감가상각비	49.3	49.3	47.0	90.0	90.0
무형자산상각비	9.5	7.9	7.0	9.9	11.1
운전자본의 증감	-251.0	141.5	-181.8	-156.9	-63.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-78.0</b>	<b>-48.8</b>	<b>-151.2</b>	<b>-113.1</b>	<b>-135.1</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-41.9	-29.5	-38.5	-90.0	-90.0
투자자산의 감소(증가)	-40.5	-11.3	-44.8	21.8	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-50.0</b>	<b>-67.8</b>	<b>-55.6</b>	<b>-51.1</b>	<b>53.6</b>
차입금증감	-6.7	-88.0	-8.7	0.8	100.8
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>-120.3</b>	<b>213.5</b>	<b>-145.5</b>	<b>-76.9</b>	<b>122.4</b>
기초현금	329.3	209.0	422.5	277.0	200.1
기말현금	209.0	422.5	277.0	200.1	322.5
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	43,938	43,198	43,581	50,953	56,798
EPS(지배주주)	3,676	3,015	3,254	3,835	4,443
CFPS	-3,351	5,947	-4,052	-2,142	3,409
EBITDAPS	7,604	6,255	6,766	9,029	9,677
BPS	24,380	28,838	31,081	32,595	37,032
DPS	1,056	950	1,170	959	1,111
배당수익률(%)	2.5	2.2	2.8	2.3	2.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	11.4	13.9	12.9	10.9	9.4
PCR	n/a	7.0	n/a	n/a	12.1
PSR	1.0	1.0	1.0	0.8	0.7
PBR	1.7	1.5	1.3	1.3	1.1
EBITDA	273.1	224.6	242.9	279.2	302.5
EV/EBITDA	5.3	4.3	5.0	4.3	3.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	15.1	10.5	10.5	12.0	12.8
EBITDA이익률	46.5	43.5	50.0	48.6	47.5
부채비율	62.4	40.6	36.0	45.9	51.7
금융비용부담률	0.1	0.2	-0.1	-0.5	-0.5
이자보상배율(x)	21.6	18.2	34.6	35.5	38.7
매출채권회전율(x)	8.4	7.5	7.3	7.3	7.0
재고자산회전율(x)	12.6	11.2	9.3	7.8	7.5

## 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	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2022년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

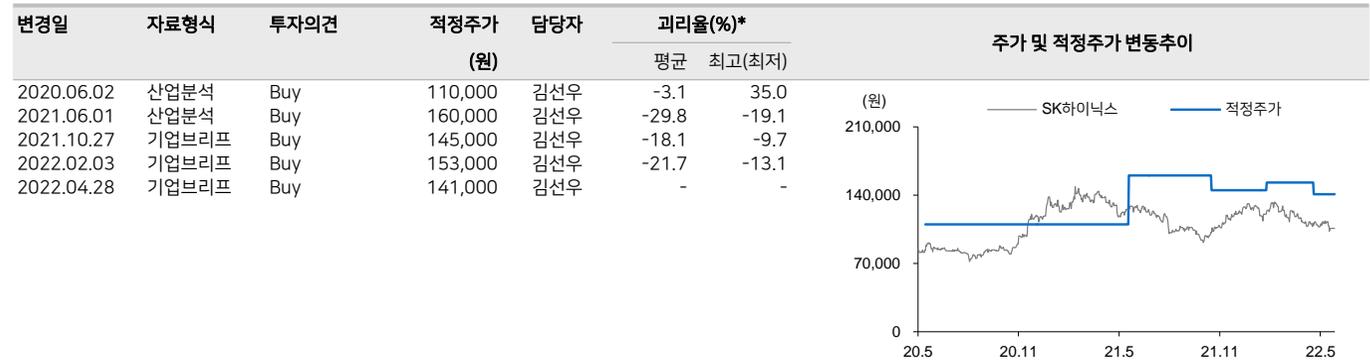
### 삼성전자(005930) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.06.02	산업분석	Buy	64,000	김선우	-17.0	-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	0.5	19.7	
2021.06.01	산업분석	Buy	96,000	김선우	-22.0	-13.6	
2022.04.29	기업브리프	Buy	84,000	김선우	-	-	

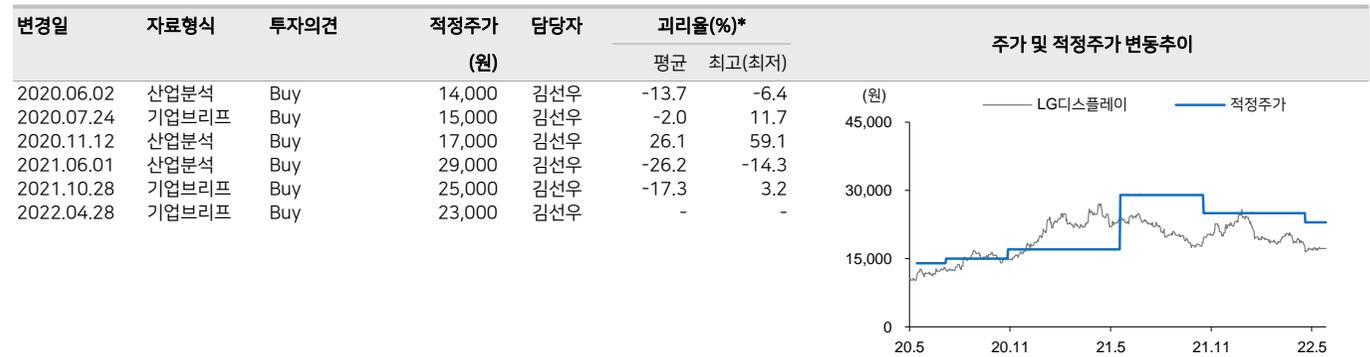
### SK하이닉스(000660) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



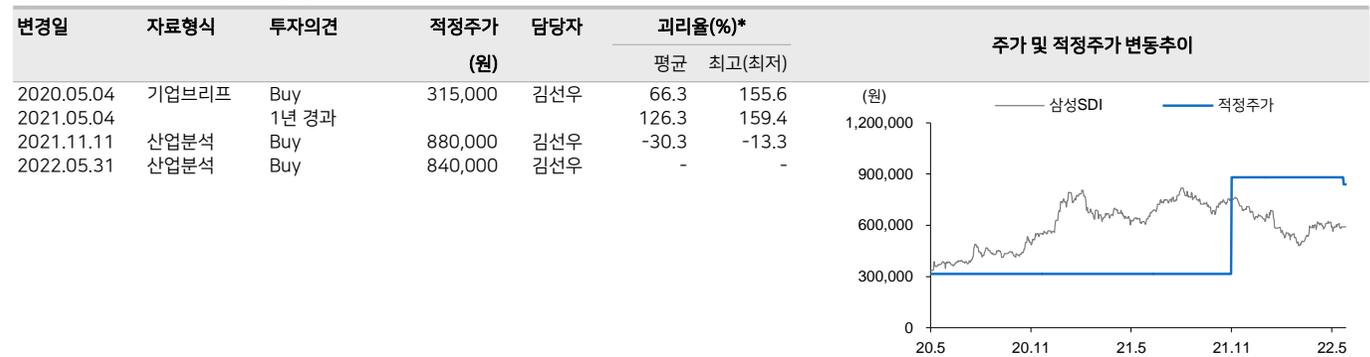
### LG디스플레이(034220) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



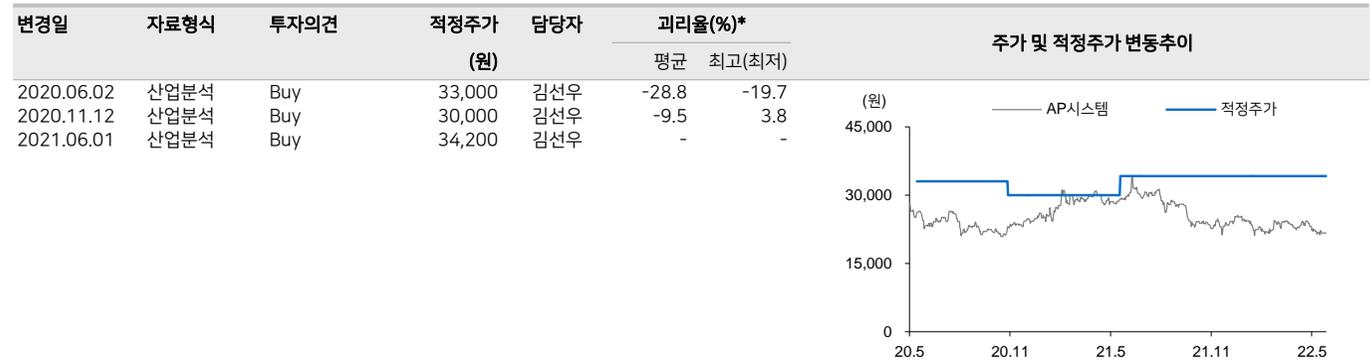
### 삼성SDI(006400) 투자등급변경 내용

\* 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

