

2023년 전망 시리즈

15

반도체/디스플레이

2Q Samsung Pivot

2023년 전망 시리즈 **15**
반도체/디스플레이

2Q Samsung Pivot

Overweight

Top Picks	투자판단	적정주가
삼성전자 (005930)	Buy	82,000원
SK하이닉스 (000660)	Buy	134,000원

관심 종목	투자판단	적정주가
삼성SDI (006400)	Buy	950,000원
LG디스플레이 (034220)	Buy	19,000원
AP시스템 (265520)	Buy	28,000원
에스에프에이 (056190)	Hold	45,000원



반도체/디스플레이
Analyst 김선우
02. 6454-4862
sunsoo.kim@meritz.co.kr

Contents

Part I	IT 전방시장 - 다양한 역풍 속 난관	07
Part II	반도체 - 2Q23 Supply Pivot	19
Part III	디스플레이 - Restructuring needed	59

기업분석	삼성전자 (005930)	74
	SK하이닉스 (000660)	79
	삼성SDI (006400)	83
	LG디스플레이 (034220)	86
	AP시스템 (265520)	89
	에스에프에이 (056190)	92

Summary	2Q Samsung Pivot	Overweight
---------	------------------	------------

IT 전방시장

다양한 역풍 속 난관

I

- IT 전방산업인 스마트폰, TV, 가전 등 세트는 연중 내내 출하량 전망치 하향조정을 경험. 주로 거시경제 불확실성, 코로나 시기 교체수요 집중 발생 후 되돌림, 중국 지역 봉쇄에 기인. 이에 시장조사기관의 23년 전망치는 극도로 낮아진 상태
- 스마트폰 수요는 1Q23 이후 매크로 변수의 상대적인 회복 → 소비 심리 회복 → 채널재고 소진의 상저하고 흐름을 예상
- 글로벌 세트 업체들은 1) 재고 정책을 낮게 유지 중이며, 2) 내년 업황에 대한 보수적인 빌드업을 하고 있기 때문에 바닥 국면에서 수요 탄력성은 강하게 발현 가능한 상황으로 판단
- 갤럭시 폴더블은 23년 대면적화. 애플의 XR은 2Q23 공개되며 신경험 선사. 애플 폴더블은 25년 상반기 예상

반도체

2Q23 Supply Pivot

: 삼성의 공급 전략 변화 예상

II

- (메모리) 수익성 둔화 국면에서 삼성전자의 투자 확대 기조가 불확실성을 생성. 삼성의 23년 생산 DRAM BG는 20%에 육박하며 재고는 1H23 내내 지속 증가할 전망. 막막한 상황에서 경쟁업체들의 추가적 투자 축소안 도출 예상
- 2Q23 삼성의 공급정책 변화 (Samsung Pivot)를 전망하며 업황은 이에 기반해 상승 반전. 이는 1) 경쟁사와의 수익성 격차 확인, 2) 업계 투자 재축소 움직임, 3) 실적 개선 필요성, 4) 재고 급증에 따른 위험 통제에 기반할 전망
- (이슈 체크) 수요 완화 속 파운드리 수주 경쟁 및 수출 전쟁 역시 잠잠해질 전망. 중국의 반도체 보복은 위협이자 기회 요인

디스플레이

Restructuring needed

: 대대적 재편 필요

III

- (LCD) 지정학적 리스크 및 중국의 지역봉쇄는 장기 교체주기 제품 수요에 더 큰 타격 발생 (가전, TV 등). TV 패널부터 현금 원가 이하로 하락하며 가동률 조절이 강하게 발생. 이전 탈출 전략을 모색할 때. 좋아질 때까지 참아도 실효성은 떨어짐
- (OLED) 대형 디스플레이 수요 둔화와 판가 하락 속 WOLED 역시 구조조정 대상. 애플 등 보장된 고객의 핵심 공급사로의 변모를 꾀할 시점. 스마트폰/폴더블/웨어블/Near-eye 디스플레이의 스페셜리스트로 거듭나는 전략 추구 필요

Top picks

IV

- 삼성전자 - 실적 둔화 불구, 위험/수익을 감안 시 최선호. 경영구조 변화 불구 사실상 주주환원 후퇴국면임에 따라 4Q22 실적에 추가 주주환원책 기대해 볼 시점. 보통주보다 우선주의 초과 성과가 예상
- SK하이닉스 - 주가는 1) 중국의 생산 제한 조치 발동 또는 2) 2Q23 Samsung Pivot이 발견될 경우 빠르게 재평가 가능

2023년 전망 시리즈 **15**
반도체/디스플레이

기업분석

종목	투자판단	적정주가
삼성전자 (005930)	Buy	82,000원
SK하이닉스 (000660)	Buy	134,000원
삼성SDI (006400)	Buy	950,000원
LG디스플레이 (034220)	Buy	19,000원
AP시스템 (265520)	Buy	28,000원
에스에프에이 (056190)	Hold	45,000원

삼성전자 (005930) 공급 정책 변화 + 주주가치 증대 예상

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

Buy

적정주가 (12개월)	82,000원
현재주가 (11.9)	62,000원
상승여력	32.3%

KOSPI	2,424.41pt
시가총액	3,701,265억원
발행주식수	596,978만주
유동주식비율	75.70%
외국인비중	49.92%
52주 최고/최저가	80,500원/52,600원
평균거래대금	8,300.3억원

주요주주(%)	
삼성생명보험 외 15인	20.75
국민연금공단	7.68
BlackRock Fund Advisors 외 15인	5.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.3	-6.2	-12.1
상대주가	1.6	1.0	7.5

주가그래프



반도체 점유율 전략 시동. 경쟁사와의 격차 확대 추구. 2Q23 조기성과에 기반해 공급정책 변화 예상

- 3Q22 실적보다 투자자들은 메모리 투자 축소에 선두업체의 동참 여부에 관심 집중. 동사는 1) 기존 투자 정책을 고수하며, 2) DRAM은 수익성 추구를 지속하지만 NAND Consolidation을 염두에 두는 정책을 제시
- 당사는 DRAM 역시 내년 생산 BG를 20% 내외로 예상하며 NAND 뿐 아니라 DRAM 또한 1H23 가파른 업황 훼손 예상. 결국 경쟁사들의 1) 실적 악화와 이익률 격차, 2) 투자 재축소 계획이 4Q22 실적설명회에 도출되리라 예상
- 그 외에 1) 신규 경영 구조 하에서의 수익성·경영능력 입증, 2) 배당정책과 오너그룹의 상속세 연부연납 연계성, 3) 주주중심 경영, 4) 메모리 격차 증명, 5) 업황 통제 필요성에 기반해, 결국 동사는 2Q23 Samsung Pivot (공급 축소 재결정)으로 선회하리라 예상
- 내년 스마트폰 출하량 2.73억대 예상. 전자 영업이익은 38.5조원으로 올해 48.2조원에서 크게 하락 예상

다운사이클에선 선두업체에 집중. 주가 핵심 드라이버는 결국 주주환원 정책. Buy 투자자의견과 적정주가 8.2만원 유지

- 동사의 메모리 경영 방침인 투자 지속은 주주환원 구성요소인 FCF의 차감 요소 (Capex) 증가를 의미. 주주 입장에서는 사실 상 배당 정책의 후퇴. 실질 주주환원 수익률도 빠르게 하락 중
- 막대한 순현금의 활용방안에 대해, 다양한 M&A 기회를 검토했으나 집행 여부는 막연한 상황. 불확실한 합병 시너지에 대한 기대보다는, 주가 부양이 투자자 및 새로운 경영 체계 모두에 긍정적일 전망

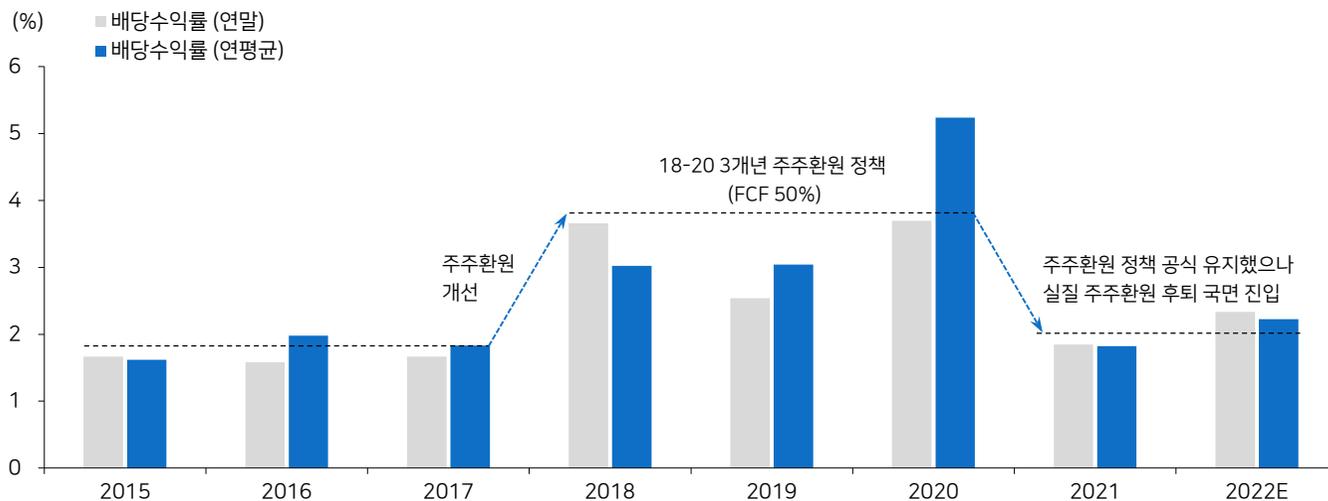
(조원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	236.8	36.0	26.1	4,370	21.3	36,687	14.2	1.69	4.2	9.7	37.1
2021	279.6	51.6	39.2	6,574	50.4	40,632	9.4	1.53	5.0	13.2	39.9
2022E	309.6	48.2	38.3	5,644	-14.1	45,732	11.0	1.36	3.0	12.2	37.6
2023E	313.9	38.5	29.0	4,273	-24.3	48,757	14.5	1.27	3.1	8.5	38.4
2024E	340.5	48.2	35.7	5,260	23.1	52,809	11.8	1.17	2.5	9.8	39.0

삼성전자 – 주주 환원 정책 수립의 갈림길. 결국 주주 중심 선택 전망

2023년 전망 시리즈 15
반도체/디스플레이

- 메모리 다운사이클과 전방 시장 둔화와 함께 삼성전자 주주 환원에도 변화가 발생할 수 있는 시점으로 판단
- 동사는 지난 18-20년 3개년 주주환원계획 (FCF의 50%)으로 기존 분기 배당 2.4조원 외에 20년말 대규모 특별배당 (10.7조원 가량)을 실시. 하지만 2Q22 실적을 기점으로, 이제 특별배당 여력은 사라진 상태
- 현재 평균주가 배당수익률 기준으로 2015-17년 평균 1.8%의 배당수익률은 18-20년 3.8%로 개선되었다가 현재 2.0%로 퇴보한 상황
- 동사의 경영구조 변화 및 오너 그룹의 배당 필요성, 주주 중심의 경영을 감안 시 23년 특별배당은 재추진 가능성 높음

삼성전자는 사실 상 주주 환원 후퇴 국면에 진입



자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전자 – 분기 이익은 1H23까지 조정 국면

2023년 전망 시리즈 15

반도체/디스플레이

삼성전자 실적추정

(조원)	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	77.8	77.2	76.8	77.8	75.4	77.1	77.3	84.0	236.8	279.6	309.6	313.9
DS	26.9	28.5	23.0	22.9	22.2	24.6	25.4	28.5	72.9	94.2	101.3	100.7
DRAM	12.0	13.1	9.2	9.0	8.3	9.2	9.6	10.9	32.0	43.9	43.2	38.1
NAND	8.1	8.0	6.0	5.7	5.7	6.0	6.2	7.2	23.6	28.8	27.9	25.1
비메모리	6.8	7.4	7.8	8.2	8.2	9.4	9.6	10.4	17.3	21.5	30.2	37.5
SDC	8.0	7.7	9.4	10.3	8.7	8.1	9.3	9.6	30.6	31.7	35.4	35.7
LCD	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	4.9	1.9	1.3	1.5
OLED	7.6	7.4	9.1	10.0	8.3	7.8	9.0	9.2	25.7	29.8	34.1	34.3
MX/네트워크	32.4	29.3	32.2	30.9	31.8	32.4	29.9	32.8	99.6	109.2	124.8	126.9
핸드셋	31.2	28.0	30.9	29.5	30.4	30.9	28.4	31.2	96.0	104.7	119.6	120.9
피쳐폰	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.4	0.3	0.2
스마트폰	27.8	24.9	27.8	26.2	28.0	28.6	26.0	27.9	84.0	92.7	106.7	110.5
테블릿	3.3	3.0	3.1	3.2	2.4	2.3	2.3	3.2	11.4	11.6	12.6	10.2
VD/가전	15.5	14.8	14.7	16.9	15.8	15.1	14.9	16.5	48.2	55.8	61.9	62.3
하만	2.7	3.0	3.6	3.2	3.0	3.3	4.0	3.5	9.2	10.0	12.4	13.8
기타	-7.6	-6.1	-6.2	-6.3	-6.2	-6.3	-6.2	-6.8	-23.6	-21.4	-26.3	-25.5
영업이익	14.1	14.1	10.9	9.1	8.3	9.0	9.8	11.4	36.0	51.6	48.2	38.5
영업이익률 (%)	18.2%	18.3%	14.1%	11.7%	11.0%	11.7%	12.7%	13.6%	15.2%	18.5%	15.6%	12.3%
DS	8.5	10.0	5.1	4.1	3.5	4.5	4.9	6.5	18.8	29.2	27.6	19.4
DRAM	6.0	7.0	3.5	3.0	2.4	3.1	3.3	4.5	12.7	20.9	19.4	13.4
NAND	1.8	2.1	0.7	0.2	0.2	0.2	0.2	0.9	4.8	7.0	4.9	1.5
비메모리	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9	1.1	1.3	1.1	1.3	1.2	3.4	4.5
SDC	1.1	1.1	2.0	1.8	0.7	0.8	1.3	1.2	2.2	4.5	5.9	4.0
LCD	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-1.1	-0.3	-1.3	-0.9
OLED	1.5	1.4	2.3	2.1	0.9	1.0	1.5	1.4	3.3	4.8	7.3	4.9
MX/네트워크	3.8	2.6	3.2	2.7	3.3	3.1	2.9	2.7	11.5	13.7	12.4	12.1
핸드셋	3.7	2.4	3.0	2.6	3.2	2.9	2.7	2.6	11.0	13.0	11.8	11.4
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	3.5	2.3	2.9	2.4	3.1	2.8	2.6	2.5	10.1	12.1	11.1	10.9
테블릿	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.9	0.9	0.6	0.5
VD/가전	0.8	0.4	0.3	0.3	0.7	0.4	0.5	0.7	3.6	3.6	1.7	2.3
하만	0.1	0.1	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.0	0.6	0.7	0.7
기타	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.1	-0.2	0.0
지배주주 순이익	11.1	11.0	9.1	7.1	6.3	6.8	7.2	8.6	26.1	39.2	38.3	29.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전자 – 메모리 전망 주요 가정

2023년 전망 시리즈 15
반도체/디스플레이

삼성전자 – 메모리 출하량 및 평가 전망 가정치

		1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	20,622	21,653	17,972	19,769	19,176	21,477	22,981	23,900	64,783	81,077	80,017	87,535
	% QoQ	2%	5%	-17%	10%	-3%	12%	7%	4%				
	% YoY	10%	4%	12%	-2%	-7%	-1%	12%	21%	21%	25%	-1%	9%
	NAND	555,967	512,602	466,467	508,449	533,872	587,259	645,985	723,503	1,443,653	2,027,277	2,043,485	2,490,619
	% QoQ	7%	-8%	-9%	9%	5%	10%	10%	12%				
	% YoY	19%	1%	-13%	-2%	-4%	15%	38%	42%	28%	40%	1%	22%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.48	0.48	0.38	0.33	0.31	0.32	0.34	0.37	0.42	0.47	0.42	0.33
	% QoQ	-3%	-1%	-20%	-15%	-5%	3%	6%	9%				
	% YoY	19%	1%	-25%	-34%	-36%	-33%	-12%	13%	-17%	13%	-12%	-20%
	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	-4%	2%	-22%	-17%	-5%	-1%	3%	4%				
	% YoY	5%	3%	-27%	-37%	-37%	-39%	-20%	1%	-2%	-11%	-16%	-26%

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전자 (005930)

2023년 전망 시리즈 15

반도체/디스플레이

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	236,807.0	279,604.8	309,578.4	313,879.1	340,531.0
매출액증가율(%)	2.8	18.1	10.7	1.4	8.5
매출원가	144,488.3	166,411.3	192,701.9	205,063.4	215,987.8
매출총이익	92,318.7	113,193.5	116,876.5	108,815.7	124,543.3
판매비와관리비	56,324.8	61,559.6	68,710.6	70,291.8	76,368.5
영업이익	35,993.9	51,633.9	48,164.5	38,523.9	48,174.7
영업이익률(%)	15.2	18.5	15.6	12.3	14.1
금융손익	949.5	838.6	1,397.1	436.4	-206.1
중속/관계기업관련손익	506.5	729.6	1,010.2	1,036.9	1,036.9
기타영업외손익	1,456.1	1,568.3	2,957.9	1,473.3	830.9
세전계속사업이익	36,345.1	53,351.8	51,123.8	39,997.2	49,005.6
법인세비용	9,937.3	13,444.4	12,007.9	10,195.1	12,493.6
당기순이익	26,407.8	39,907.5	39,115.9	29,802.1	36,512.0
지배주주지분 손이익	26,090.9	39,243.8	38,335.9	29,022.2	35,732.0
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	198,215.6	218,163.2	235,304.9	253,388.6	281,959.3
현금및현금성자산	29,382.6	39,031.4	39,482.0	24,865.6	17,221.6
매출채권	30,965.1	40,713.4	41,376.8	44,691.7	49,475.4
재고자산	32,043.2	41,384.4	42,058.7	45,428.3	50,290.8
비유동자산	180,020.1	208,458.0	232,032.4	244,411.1	255,584.7
유형자산	128,952.9	149,928.5	169,174.6	178,174.6	185,174.6
무형자산	18,468.5	20,236.2	19,974.1	19,525.3	18,812.1
투자자산	8,076.8	8,932.3	13,044.3	14,481.2	15,918.2
자산총계	378,235.7	426,621.2	467,337.3	497,799.7	537,544.0
유동부채	75,604.4	88,117.1	90,914.5	101,141.1	113,923.0
매입채무	9,739.2	13,453.4	13,672.6	14,767.9	16,348.7
단기차입금	16,553.4	13,687.8	12,489.2	10,489.2	8,489.2
유동성장기부채	716.1	1,330.0	1,351.6	1,459.9	1,616.2
비유동부채	26,683.4	33,604.1	36,728.1	36,866.0	37,020.7
사채	948.1	508.2	553.8	553.8	553.8
장기차입금	1,999.7	2,866.2	8.5	108.5	208.5
부채총계	102,287.7	121,721.2	127,642.5	138,007.0	150,943.7
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	-8,726.0	-2,215.2	3,217.7	3,217.7	3,217.7
이익잉여금	271,068.2	293,064.8	322,004.9	342,102.7	368,910.4
비지배주주지분	8,277.7	8,662.2	9,076.1	9,076.1	9,076.1
자본총계	275,948.0	304,899.9	339,694.8	359,792.6	386,600.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	65,287.0	65,105.5	77,306.6	69,909.1	76,833.4
당기순이익(손실)	26,407.8	39,907.5	39,115.9	29,802.1	36,512.0
유형자산감가상각비	27,115.7	31,285.2	37,000.0	40,000.0	42,000.0
무형자산상각비	3,219.9	2,962.2	3,073.9	3,114.9	3,379.2
운전자본의 증감	122.4	-16,286.9	-2,871.0	-5,567.9	-8,035.0
투자활동 현금흐름	-53,628.6	-33,047.8	-67,715.5	-73,002.1	-73,002.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-37,592.0	-47,122.1	-54,000.0	-49,000.0	-49,000.0
투자자산의 감소(증가)	4,081.8	3,206.4	-2,022.7	-400.0	-400.0
재무활동 현금흐름	-8,327.8	-23,991.0	-11,490.1	-11,523.3	-11,475.3
차입금증감	1,340.7	-3,453.4	-1,652.0	-1,791.7	-1,743.7
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	2,496.6	9,648.8	450.6	-14,616.4	-7,644.0
기초현금	26,886.0	29,382.6	39,031.4	39,482.0	24,865.6
기말현금	29,382.6	39,031.4	39,482.0	24,865.6	17,221.6
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	34,862	41,163	45,575	46,209	50,132
EPS(지배주주)	4,370	6,574	5,644	4,273	5,260
CFPS	368	1,420	66	-2,152	-1,125
EBITDAPS	9,765	12,643	12,990	12,019	13,773
BPS	36,687	40,632	45,732	48,757	52,809
DPS	1,423	1,444	1,444	1,444	1,444
배당수익률(%)	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	14.2	9.4	11.0	14.5	11.8
PCR	168.7	43.6	934.7	-28.8	-55.1
PSR	1.8	1.5	1.4	1.3	1.2
PBR	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
EBITDA	66,329.5	85,881.2	88,238.4	81,638.8	93,553.9
EV/EBITDA	4.2	5.0	3.0	3.1	2.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.7	13.2	12.2	8.5	9.8
EBITDA이익률	42.2	51.6	44.0	34.2	40.8
부채비율	37.1	39.9	37.6	38.4	39.0
금융비용부담률	-0.6	-0.3	-0.4	-0.1	0.1
이자보상배율(x)	61.7	119.7	102.7	107.7	156.2
매출채권회전율(x)	7.2	7.8	7.5	7.3	7.2
재고자산회전율(x)	4.9	4.5	4.6	4.7	4.5

Buy

적정주가 (12개월) 134,000원

현재주가 (11.9) 89,200원

상승여력 50.2%

KOSPI	2,424.41pt
시가총액	649,378억원
발행주식수	72,800만주
유동주식비율	73.83%
외국인비중	50.82%
52주 최고/최저가	133,000원/80,800원
평균거래대금	2,711.2억원

주요주주(%)

에스케이스퀘어 외 9인	20.07
국민연금공단	8.17
The Capital Group Companies, Inc. 외	5.00

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.2	-17.0	-18.2
상대주가	-9.9	-10.6	0.0

주가그래프



흥분과 공포만 교차되는 DRAM 사이클. 합리적 투자 판단이 필요

- 메모리 사이클의 구성요소 중 수요는 통제 불가. 공급 정책이 수요에도 영향을 미침. 이런 관점에서 동사의 2023년 설비투자 50% 감소는 충분히 합리적. 다만 선두업체의 미동참이 관찰되는 만큼 동사는 투자 재축소 공식화가 필요
- 다만 현재의 위험요인은 내년 상반기 1) 선두업체의 폭주, 2) 전방시장 수요 침체 지속, 3) 재고 통제 여력
- 특히 서버업체들은 전략적 재고 활용을 통해 원가 절감에 집중. 공급업체들의 동조화가 필수적

단기 위험요인이 된 Intel Inside (솔리다임). 과감한 결정은 역설적 기회. Buy 투자의견과 13.4만원 적정주가 유지

- 다수의 경쟁자가 포진한 NAND에서 규모의 경제와 서버 응용처 확보 목적의 솔리다임 인수는 적절했음
- 다만 다운사이클에서 비용 증가 요인으로 변모. 특히 동사 Reclaim (저수율물량) 매출이 리테일/모듈 시장에 부담으로 작용 중. 매출 억제와 판가 인하 통제 통한 시장 안정이 필수. 8세대 이상 NAND 원가 축소에 집중
- 결국 지금의 공급자 부조화 상태는 오래 지속되지 못할 전망. 선두업체도 결국 통제 목적의 2Q23 전략 수정이 발생할 전망. 역설적으로 동사 주가는 그와 함께 빠르게 회복 가능
- 다만, 중국의 지도부에서 미국 반도체 수출 통제 대응책이 머지않아 발표될 수 있음. 만약 생산 억제안이 도출된다면 이는 메모리 사이클에 긍정적임을 명심할 필요. 생산 억제는 동사에 더 큰 긍정 요인

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	31,900.4	5,012.6	4,755.1	6,532	137.0	71,275	13.7	1.25	4.8	9.2	37.1
2021	42,997.8	12,410.3	9,602.3	13,190	101.9	85,380	6.8	1.04	4.2	15.4	55.0
2022E	46,489.9	8,855.3	6,631.4	9,109	-30.9	93,521	9.8	0.95	4.2	10.2	49.6
2023E	39,536.7	-15.1	651.6	895	-90.2	93,296	99.7	0.96	6.2	1.0	49.3
2024E	50,588.4	5,460.3	4,687.3	6,439	619.3	98,019	13.9	0.91	4.3	6.7	49.7

SK하이닉스 – 분기 실적은 지속 악화되나, 주가 영향력은 축소될 것

2023년 전망 시리즈 15
반도체/디스플레이

SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	12,156.0	13,811.0	10,982.9	9,540.0	9,010.9	9,569.9	9,966.5	10,989.4	31,900.4	42,997.8	46,489.9	39,536.7
DRAM	7,853.0	8,759.0	6,967.0	6,258.4	5,767.1	6,243.5	6,504.4	7,302.5	23,233.1	31,146.3	29,837.5	25,817.6
NAND	3,822.8	4,399.3	3,285.7	2,825.0	2,656.9	2,713.9	2,798.7	2,997.9	7,473.4	10,486.6	14,332.7	11,167.5
영업이익	2,860.0	4,192.6	1,655.6	147.1	-201.2	-241.2	-76.3	503.6	5,012.6	12,410.3	8,855.3	-15.1
DRAM	2,799.8	3,875.8	2,335.9	1,520.8	1,246.5	1,266.1	1,543.1	2,124.5	6,626.1	12,228.1	10,532.2	6,180.2
NAND	17.2	251.2	-688.2	-1,387.3	-1,471.2	-1,538.0	-1,665.8	-1,689.8	-1,744.7	37.4	-1,807.1	-6,364.7
기타	43.0	65.6	7.9	13.7	23.5	30.6	46.4	68.9	131.5	145.5	130.2	169.4
세전이익	2,774.3	3,966.7	1,683.2	891.5	-249.2	210.4	-104.5	989.8	6,237.0	13,416.0	9,315.8	846.4
지배주주순이익	1,978.8	2,871.5	1,106.7	674.2	-198.5	158.8	-77.4	768.7	4,755.1	9,602.3	6,631.4	651.6
영업이익률 (%)	24%	30%	15%	2%	-2%	-3%	-1%	5%	16%	29%	19%	0%
DRAM	36%	44%	34%	24%	22%	20%	24%	29%	29%	39%	35%	24%
NAND	0%	6%	-21%	-49%	-55%	-57%	-60%	-56%	-23%	0%	-13%	-57%

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스 – 메모리 전망 주요 가정

2023년 전망 시리즈 15
반도체/디스플레이

SK하이닉스 – 메모리 출하량 및 판가 전망 가정치

		1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	13,240	14,564	13,982	14,121	13,698	14,931	15,976	16,455	45,630	54,795	55,908	61,059
	% QoQ	-9%	10%	-4%	1%	-3%	9%	7%	3%				
	% YoY	1%	7%	4%	-3%	3%	3%	14%	17%	23%	20%	2%	9%
	NAND	226,873	247,292	220,090	217,889	215,710	230,810	251,583	259,130	396,500	631,923	912,144	957,232
	% QoQ	19%	9%	-11%	-1%	-1%	7%	9%	3%				
	% YoY	69%	79%	30%	14%	-5%	-7%	14%	19%	43%	59%	44%	5%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.49	0.48	0.37	0.32	0.30	0.31	0.33	0.36	0.43	0.50	0.41	0.32
	% QoQ	-4%	-3%	-22%	-15%	-5%	3%	6%	9%				
	% YoY	16%	-5%	-31%	-38%	-39%	-35%	-12%	13%	-9%	15%	-17%	-21%
	NAND	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01
	% QoQ	2%	1%	-21%	-17%	-5%	-1%	3%	4%				
	% YoY	3%	-6%	-28%	-32%	-37%	-38%	-20%	1%	0%	-9%	-17%	-26%

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스 (000660)

2023년 전망 시리즈 15

반도체/디스플레이

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	31,900.4	42,997.8	46,489.9	39,536.7	50,588.4
매출액증가율(%)	18.2	34.8	8.1	-15.0	28.0
매출원가	21,089.8	24,045.6	29,044.6	32,300.8	35,857.6
매출총이익	10,810.6	18,952.2	17,445.3	7,235.9	14,730.8
판매비와관리비	5,798.0	6,541.9	8,590.3	7,250.9	9,270.5
영업이익	5,012.6	12,410.3	8,855.3	-15.1	5,460.3
영업이익률(%)	15.7	28.9	19.0	0.0	10.8
금융손익	1,347.5	907.7	153.8	618.5	317.1
증속/관계기업관련손익	-36.3	162.3	214.2	243.0	243.0
기타영업외손익	1,311.2	1,069.9	460.8	861.5	560.1
세전계속사업이익	6,237.0	13,416.0	9,315.8	846.4	6,020.4
법인세비용	1,478.1	3,799.8	2,675.8	186.2	1,324.5
당기순이익	4,758.9	9,616.2	6,640.0	660.2	4,695.9
지배주주지분 손익	4,755.1	9,602.3	6,631.4	651.6	4,687.3
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	16,571.0	26,870.5	27,516.0	31,990.6	42,016.2
현금및현금성자산	2,976.0	5,058.0	625.5	1,697.8	4,152.7
매출채권	4,931.3	8,267.1	9,372.3	9,796.3	11,602.0
재고자산	6,136.3	8,916.6	14,873.0	17,132.6	22,039.6
비유동자산	54,602.9	69,516.0	74,431.0	69,481.1	64,883.3
유형자산	41,230.6	53,034.3	58,858.8	53,358.8	48,858.8
무형자산	3,400.3	5,065.1	5,071.6	5,055.7	5,127.6
투자자산	1,166.2	1,410.4	1,787.8	2,030.0	2,272.2
자산총계	71,173.9	96,386.5	101,947.0	101,471.7	106,899.6
유동부채	9,072.4	14,769.4	11,322.5	13,596.1	16,561.6
매입채무	1,046.2	1,359.3	1,047.7	1,206.9	1,552.6
단기차입금	179.6	233.2	2,203.4	2,203.4	2,203.4
유동성장기부채	2,934.7	2,647.6	2,040.8	2,350.8	2,524.1
비유동부채	10,192.4	19,426.1	22,496.1	19,911.1	18,935.3
사채	3,624.0	7,256.5	8,254.4	7,495.8	7,495.8
장기차입금	4,535.0	7,563.0	9,115.6	7,278.0	6,278.0
부채총계	19,264.8	34,195.4	33,818.6	33,507.1	35,496.8
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,143.7	4,334.6	4,336.2	4,336.2	4,336.2
기타포괄이익누계액	-405.5	675.3	1,692.6	1,692.6	1,692.6
이익잉여금	46,995.7	55,784.1	60,715.2	60,551.4	63,989.5
비지배주주지분	20.6	34.0	44.6	44.6	44.6
자본총계	51,909.1	62,191.1	68,128.4	67,964.6	71,402.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	12,314.6	19,797.7	11,959.5	14,181.6	16,038.7
당기순이익(손실)	4,758.9	9,616.2	6,640.0	660.2	4,695.9
유형자산감가상각비	8,811.6	9,862.6	13,500.0	14,500.0	15,000.0
무형자산상각비	960.6	795.9	747.1	415.9	328.2
운전자본의 증감	-1,649.9	-3,018.4	-6,228.0	-1,795.8	-4,785.0
투자활동 현금흐름	-11,840.4	-22,392.3	-17,914.4	-9,999.2	-11,499.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-10,068.7	-12,486.6	-17,900.0	-9,000.0	-10,500.0
투자자산의 감소(증가)	-482.7	-74.5	-77.0	0.8	0.8
재무활동 현금흐름	252.1	4,492.3	1,076.1	-3,110.1	-2,084.5
차입금증감	1,251.7	5,612.8	2,889.8	-2,286.2	-826.7
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	669.9	2,082.0	-4,432.5	1,072.3	2,455.0
기초현금	2,306.1	2,976.0	5,058.0	625.5	1,697.8
기말현금	2,976.0	5,058.0	625.5	1,697.8	4,152.7
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	43,819	59,063	63,859	54,308	69,489
EPS(지배주주)	6,532	13,190	9,109	895	6,439
CFPS	920	2,860	-6,089	1,473	3,372
EBITDAPS	20,309	31,688	31,734	20,468	28,555
BPS	71,275	85,380	93,521	93,296	98,019
DPS	1,170	1,540	768	1,577	1,603
배당수익률(%)	1.3	1.7	0.9	1.8	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	13.7	6.8	9.8	99.7	13.9
PCR	96.9	31.2	-14.7	60.6	26.5
PSR	2.0	1.5	1.4	1.6	1.3
PBR	1.3	1.0	1.0	1.0	0.9
EBITDA	14,784.8	23,068.8	23,102.4	14,900.8	20,788.4
EV/EBITDA	4.8	4.2	4.2	6.2	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.2	15.4	10.2	1.0	6.7
EBITDA이익률	36.4	50.7	28.7	3.4	26.3
부채비율	37.1	55.0	49.6	49.3	49.7
금융비용부담률	0.7	0.6	0.8	1.1	0.8
이자보상배율(x)	19.8	47.7	21.4	0.0	13.0
매출채권회전율(x)	6.9	6.5	5.3	4.1	4.7
재고자산회전율(x)	3.7	3.2	2.4	2.0	1.8

삼성SDI (006400) 실적 입증기

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

Buy

적정주가 (12개월)	950,000원
현재주가 (11.9)	738,000원
상승여력	28.7%
KOSPI	2,424.41pt
시가총액	507,482억원
발행주식수	6,876만주
유동주식비율	73.05%
외국인비중	46.92%
52주 최고/최저가	763,000원/481,000원
평균거래대금	1,687.0억원

주요주주(%)	
삼성전자 외 5인	20.55
국민연금공단	8.54
BlackRock Fund Advisors 외 13인	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	24.9	24.9	-1.3
상대주가	15.0	34.5	20.6

주가그래프



성장을 입증한 분기 실적. 향후 개선세는 지속 이어질 전망

- 3Q22 영업이익 5,695억원 (+32% QoQ)은 시장 기대치를 소폭 능가
- 반도체/디스플레이 전방 시장 부진으로 전자재료 부문 실적은 아쉬웠으나 전지 부분 호실적이 이를 모두 만회
- 중대형전지 내 xEV Gen5 매출은 외형과 내실 성장을 견인. 4Q22 영업이익은 6,015억원으로 재차 성장

2023년에도 성장은 지속된다

- 동사의 2023년 영업이익은 2.32조원으로 2022년 1.92조원 대비 21% 성장할 전망
- 중대형전지 신규 매출처 비중 증가와 신규 수주가 예상되는 가운데, 소형전지의 수익성 유지, 전자재료의 성장이 예상됨. 단 중대형 전지의 경쟁적 수주 확보 및 대규모 투자와는 궤를 달리하는 전략이 지속될 전망

성장 영역의 모멘텀 입증. 투자의견 Buy 및 적정주가 950,000원

- 북미 EV 업체 향 수주 기회 모멘텀은 주가에 지속 긍정적으로 작용할 전망. 비록 경쟁적 수주 전쟁에서는 빗겨나 있으나 장기적으로는 전고체 등 고부가 신제품 사업화가 발생할 경우 본격적 주가 재평가 발생 가능
- 적정주가 950,000원은 SOTP 밸류에이션에 기반

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	11,294.8	671.3	574.7	8,357.9	61.2	188,725.5	88.3	3.9	16.2	4.4	61.2
2021	13,553.2	1,067.6	1,169.8	17,011.7	103.5	213,835.0	43.4	3.5	21.9	8.0	70.0
2022E	20,171.5	1,918.7	1,828.6	26,592.1	56.3	242,531.0	27.8	3.0	11.7	11.7	100.7
2023E	22,977.8	2,315.6	1,239.2	18,021.3	-32.2	259,235.1	41.0	2.8	9.8	7.2	100.0
2024E	23,650.5	2,573.3	1,449.6	21,081.0	17.0	279,833.2	35.0	2.6	8.8	7.8	100.6

삼성SDI – 분기 실적 추정

2023년 전망 시리즈 15
반도체/디스플레이

삼성SDI 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	4,049.4	4,740.8	5,368.0	6,013.3	5,678.2	5,762.7	5,544.7	5,992.2	11,294.8	13,553.2	20,171.5	22,977.8
에너지솔루션	3,320.6	4,064.3	4,824.4	5,250.2	4,944.4	5,083.5	4,990.2	5,192.0	8,728.7	10,952.5	17,459.5	20,210.1
소형전지	1,481.0	1,829.0	2,034.6	2,194.1	1,885.9	1,960.9	1,986.4	1,995.3	4,055.0	4,891.0	7,538.6	7,828.5
중대형전지(EV+ESS)	1,839.6	2,235.3	2,789.9	3,056.2	3,058.6	3,122.7	3,003.7	3,196.7	4,673.7	6,061.5	9,920.9	12,381.6
소재 사업부	730.5	669.2	534.0	763.1	733.8	679.2	554.5	800.2	2,566.1	2,606.2	2,696.9	2,767.7
영업이익	322.3	429.0	565.9	601.5	484.1	551.0	626.3	654.1	671.3	1,067.6	1,918.7	2,315.6
영업이익률(%)	8.0%	9.0%	10.5%	10.0%	8.5%	9.6%	11.3%	10.9%	5.9%	7.9%	9.5%	10.1%
에너지솔루션	162.2	245.4	484.4	468.4	348.7	401.0	516.0	507.3	241.3	535.9	1,360.3	1,773.0
소형전지	142.2	177.4	256.4	230.4	186.7	202.0	298.0	279.3	357.3	533.9	806.3	966.0
중대형전지(EV+ESS)	20.0	68.0	228.0	238.0	162.0	199.0	218.0	228.0	-116.0	2.0	554.0	807.0
소재 사업부	159.8	184.1	81.1	133.1	135.4	150.1	110.3	146.8	430.0	531.6	558.1	542.6
지분법이익	156.1	143.9	255.6	231.1	85.3	106.2	174.0	155.5	292.7	530.0	764.2	521.0
세전이익	453.9	528.8	866.0	663.0	248.6	346.4	509.5	638.5	803.4	1,663.3	2,511.7	1,743.0
세전이익률(%)	11.2%	11.2%	16.1%	11.0%	4.4%	6.0%	9.2%	10.7%	7.1%	12.3%	12.5%	7.6%
지배주주순이익	356.6	391.3	602.9	477.8	182.9	245.4	351.8	459.2	574.7	1,169.8	1,828.6	1,239.2
순이익률(%)	8.8%	8.3%	11.2%	7.9%	3.2%	4.3%	6.3%	7.7%	5.1%	8.6%	9.1%	5.4%

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성SDI (006400)

2023년 전망 시리즈 15

반도체/디스플레이

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	11,294.8	13,553.2	20,171.5	22,977.8	23,650.5
매출액증가율(%)	11.9	20.0	48.8	13.9	2.9
매출원가	8,914.2	10,475.6	15,587.2	17,613.9	17,933.3
매출총이익	2,380.6	3,077.6	4,584.3	5,363.9	5,717.3
판매비와관리비	1,709.2	2,010.0	2,665.6	3,048.4	3,144.0
영업이익	671.3	1,067.6	1,918.7	2,315.6	2,573.3
영업이익률(%)	5.9	7.9	9.5	10.1	10.9
금융손익	-97.5	-41.4	-488.9	-1,093.5	-1,068.1
중속/관계기업관련손익	292.7	530.0	764.2	521.0	514.7
기타영업외손익	195.2	488.7	593.0	-572.5	-553.4
세전계속사업이익	803.4	1,663.3	2,511.7	1,743.0	2,019.9
법인세비용	172.4	412.9	597.6	418.3	484.8
당기순이익	631.0	1,250.4	1,914.1	1,324.7	1,535.1
지배주주지분 손이익	574.7	1,169.8	1,828.6	1,239.2	1,449.6
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	5,657.4	7,444.9	13,234.4	14,253.0	15,704.0
현금및현금성자산	1,546.0	2,325.7	5,261.8	6,307.8	7,282.0
매출채권	1,605.7	1,945.7	3,066.1	3,055.3	3,243.2
재고자산	1,810.8	2,487.3	3,919.6	3,905.8	4,146.1
비유동자산	15,876.8	18,388.3	21,266.3	22,424.8	23,925.3
유형자산	6,128.1	7,636.0	8,446.0	9,056.0	9,806.0
무형자산	793.6	798.9	752.9	690.6	625.3
투자자산	7,143.4	7,885.4	8,808.6	9,430.9	10,047.0
자산총계	21,534.2	25,833.2	34,500.7	36,677.8	39,629.3
유동부채	4,983.6	6,461.3	11,878.8	12,307.5	13,238.0
매입채무	868.9	1,271.9	2,004.3	1,997.3	2,120.1
단기차입금	1,377.5	2,234.8	1,853.7	1,863.7	1,873.7
유동성장기부채	1,050.0	275.4	433.9	432.4	459.0
비유동부채	3,191.7	4,175.2	5,429.7	6,029.4	6,634.0
사채	220.0	220.0	220.0	220.0	220.0
장기차입금	1,264.7	1,888.0	2,559.8	3,159.8	3,759.8
부채총계	8,175.3	10,636.5	17,308.5	18,337.0	19,872.0
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	546.0	1,174.2	1,322.4	1,322.4	1,322.4
이익잉여금	7,418.1	8,516.5	10,341.6	11,490.2	12,906.6
비지배주주지분	381.3	492.4	514.7	514.7	514.7
자본총계	13,358.9	15,196.7	17,192.2	18,340.9	19,757.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	1,948.8	2,176.0	4,676.9	2,925.0	3,067.8
당기순이익(손실)	631.0	1,250.4	1,914.1	1,324.7	1,535.1
유형자산감가상각비	985.2	1,173.1	1,390.0	1,590.0	1,750.0
무형자산상각비	98.3	79.1	75.4	84.9	87.8
운전자본의 증감	391.5	-24.6	1,653.5	13.0	-227.1
투자활동 현금흐름	-1,778.4	-1,949.5	-2,143.0	-2,299.3	-2,599.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,728.3	-2,254.7	-2,100.0	-2,200.0	-2,500.0
투자자산의 감소(증가)	-29.0	-23.3	-92.0	-101.4	-101.4
재무활동 현금흐름	240.6	582.7	304.5	420.2	505.7
차입금증감	330.7	648.3	381.6	608.5	636.6
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	389.7	779.7	2,936.1	1,046.0	974.2
기초현금	1,156.3	1,546.0	2,325.7	5,261.8	6,307.8
기말현금	1,546.0	2,325.7	5,261.8	6,307.8	7,282.0
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	164,253	197,096	293,342	334,153	343,935
EPS(지배주주)	8,358	17,012	26,592	18,021	21,081
CFPS	5,667	11,339	42,699	15,211	14,168
EBITDAPS	25,519	33,735	49,214	58,030	64,147
BPS	188,725	213,835	242,531	259,235	279,833
DPS	1,000	1,000	2,659	1,802	2,108
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.4	0.2	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	88.3	43.4	27.8	41.0	35.0
PCR	130.2	65.1	17.3	48.5	52.1
PSR	4.5	3.7	2.5	2.2	2.1
PBR	3.9	3.5	3.0	2.8	2.6
EBITDA	1,755	2,320	3,384	3,990	4,411
EV/EBITDA	16.2	21.9	11.7	9.8	8.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.4	8.0	11.7	7.2	7.8
EBITDA이익률	37.4	57.4	64.1	33.6	34.5
부채비율	61.2	70.0	100.7	100.0	100.6
금융비용부담률	0.5	0.3	0.1	0.0	-0.1
이자보상배율(x)	9.7	18.7	30.3	30.3	30.1
매출채권회전율(x)	6.7	7.6	8.0	7.5	7.5
재고자산회전율(x)	5.1	4.9	4.9	4.5	4.5

Buy

적정주가 (12개월)	19,000원
현재주가 (11.9)	14,250원
상승여력	33.3%
KOSPI	2,424.41pt
시가총액	50,989억원
발행주식수	35,782만주
유동주식비율	59.76%
외국인비중	19.67%
52주 최고/최저가	25,800원/11,950원
평균거래대금	247.9억원
주요주주(%)	
LG전자 외 1인	37.91
국민연금공단	5.33

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.4	-15.9	-30.5
상대주가	-3.9	-9.5	-15.1

주가그래프



현금원가를 하회하는 LCD 패널 판가 하락세. 생존을 걱정해야 할 때

- 패널가가 현금원가를 하회하며 패널업체들은 2Q22 말부터 과감한 생산 축소를 단행. 결국 10월부터 하락세는 중단되었으나 실적 악화 우려 요인은 그대로 상존
- 당분간은 스포츠 이벤트와 계절성에 기반한 수요 회복이 가능하겠지만 지속성에 대해서는 의구심이 남아있는 상황

통제 범위 바깥의 커머디티 패널. 과감한 결정이 필요한 상황

- 순환적 관점에서 생각한다면? LCD 패널의 현금원가 수준 하락은 결국 업사이클로 귀결되어온 교훈
- 하지만 해당 전방시장이 성장은 커녕 축소된다면? 원가 축소 자신감에 기반한 결정이 필요
- 커머디티가 어렵다면 성장하는 전방시장 향 스페셜티에 집중해야 할 때. 향후 폴더블, 초고해상도 Near-eye 디스플레이, 전장/웨어러블용 디스플레이 시장에 이에 해당

위험회피 전략이 구사된다면 내년 대규모 적자 축소 가능한 상황. 리스크 요인을 면밀히 관찰할 필요

- 올해 영업손실은 2.0조원으로 막대한 수준이나 이는 내년 700억원 수준으로 축소될 전망. 단 커머디티 (대형 디스플레이)의 과감한 탈출 전략이 구사돼야 할 것. 장기적 관점에서 투자의견 Buy와 적정주가 19,000원 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	24,261.6	-36.5	-94.9	-265	적자축소	31,847	-53.8	0.45	3.6	-0.8	175.4
2021	29,878.0	2,230.6	1,186.2	3,315	흑자전환	36,664	4.3	0.39	2.4	9.0	158.5
2022E	26,309.3	-1,997.2	-2,088.8	-5,838	적자전환	31,090	-2.4	0.46	5.6	-17.2	179.7
2023E	26,055.5	-70.3	208.4	583	흑자전환	31,565	24.5	0.45	2.8	1.9	149.7
2024E	23,138.9	457.1	506.5	1,415	143.0	33,092	10.1	0.43	2.3	4.4	141.2

LG디스플레이 – 분기 실적 추정

2023년 전망 시리즈 15

반도체/디스플레이

LG 디스플레이 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	6,471.0	5,606.9	6,771.1	7,460.3	7,426.1	6,781.0	5,894.8	5,953.7	24,352.4	29,961.6	26,309.3	26,055.5
% YoY	-6.0%	-20.5%	-6.3%	-15.3%	14.8%	20.9%	-12.9%	-20.2%	3.7%	23.0%	-12.2%	-1.0%
% QoQ	-26.5%	-13.4%	20.8%	10.2%	-0.5%	-8.7%	-13.1%	1.0%				
투입면적 ('000 m ²)	11,420.9	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 ²)	8,214.6	7,864.7	7,497.3	7,816.3	7,703.5	7,151.7	6,768.6	6,768.6	30,395.9	35,040.3	31,392.9	28,392.4
% YoY	-1.7%	-12.5%	-10.3%	-16.3%	-6.2%	-9.1%	-9.7%	-13.4%	-20.9%	15.3%	-10.4%	-9.6%
% QoQ	-12.0%	-4.3%	-4.7%	4.3%	-1.4%	-7.2%	-5.4%	0.0%				
평균단가(달러)	653.8	566.0	675.0	681.8	688.6	702.3	702.3	709.4	677.5	745.6	644.1	700.7
% YoY	-11.5%	-19.1%	-9.6%	-14.5%	5.3%	24.1%	4.1%	4.1%	28.6%	10.1%	-13.6%	8.8%
% QoQ	-18.0%	-13.4%	19.3%	1.0%	1.0%	2.0%	0.0%	1.0%				
매출총이익	817.8	275.6	18.9	82.6	734.6	643.2	782.9	922.7	2,635.2	5,305.1	1,194.8	3,083.4
매출총이익률 (%)	12.6%	4.9%	0.3%	1.1%	9.9%	9.5%	13.3%	15.5%	10.9%	17.8%	4.5%	11.8%
영업이익	38.4	-488.4	-759.3	-788.0	-172.0	-187.3	81.2	207.8	-36.5	2,230.6	-1,997.2	-70.3
영업이익률 (%)	0.6%	-8.7%	-11.2%	-10.6%	-2.3%	-2.8%	1.4%	3.5%	-0.2%	7.5%	-7.6%	-0.3%
경상이익	37.4	-512.1	-1,099.1	-1,375.0	-112.9	46.7	248.8	35.2	-602.5	1,718.9	-2,948.7	217.8
경상이익률 (%)	0.6%	-9.1%	-16.2%	-18.4%	-1.5%	0.7%	4.2%	0.6%	-2.5%	5.8%	-11.2%	0.8%
지배주주순이익	20.0	-404.6	-700.6	-1,003.6	-32.5	38.5	175.7	26.7	-94.9	1,186.2	-2,088.8	208.4
순이익률 (%)	0.8%	-6.8%	-11.4%	-13.8%	-1.2%	0.5%	3.3%	0.5%	-0.3%	4.5%	-8.1%	0.7%
EPS (원)	56	-1,131	-1,958	-2,805	-91	108	491	75	-265	3,315	-5,838	583

자료: 메리츠증권 리서치센터

LG디스플레이 (034220)

2023년 전망 시리즈 15

반도체/디스플레이

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	24,261.6	29,878.0	26,309.3	26,055.5	23,138.9
매출액증가율(%)	3.3	23.1	-11.9	-1.0	-11.2
매출원가	21,626.3	24,572.9	25,114.4	22,972.1	19,892.7
매출총이익	2,635.2	5,305.1	1,194.8	3,083.4	3,246.2
판매비와관리비	2,671.7	3,074.5	3,192.1	3,153.7	2,789.1
영업이익	-36.5	2,230.6	-1,997.2	-70.3	457.1
영업이익률(%)	-0.2	7.5	-7.6	-0.3	2.0
금융손익	-214.6	-28.7	-488.2	324.9	252.7
종속/관계기업관련손익	12.6	7.8	8.2	8.2	8.2
기타영업외손익	-202.1	-20.9	-951.5	288.1	243.6
세전계속사업이익	-602.5	1,718.9	-2,948.7	217.8	700.7
법인세비용	-526.3	385.3	-815.7	47.9	154.1
당기순이익	-76.2	1,333.6	-2,133.0	169.9	546.5
지배주주지분 손이익	-94.9	1,186.2	-2,088.8	208.4	506.5
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	11,099.5	13,187.1	9,293.4	6,915.8	7,865.5
현금및현금성자산	4,218.1	3,541.6	820.9	-39.6	979.6
매출채권	3,517.5	4,574.8	3,875.4	3,092.8	3,054.1
재고자산	2,170.7	3,350.4	2,838.2	2,265.0	2,236.7
비유동자산	23,966.5	24,967.5	26,582.3	25,528.2	24,803.1
유형자산	20,139.7	20,558.5	21,743.9	19,643.9	17,443.9
무형자산	1,020.1	1,644.9	2,109.5	2,859.1	3,608.7
투자자산	114.6	126.7	494.7	1,242.2	1,989.8
자산총계	35,066.0	38,154.5	35,875.7	32,444.1	32,668.6
유동부채	11,007.0	13,994.8	13,819.4	10,999.9	10,677.9
매입채무	3,779.3	4,814.1	4,078.1	3,254.6	3,213.9
단기차입금	394.9	613.7	1,654.0	1,664.0	1,674.0
유동성장기부채	2,705.7	3,393.5	3,374.7	2,693.2	2,659.5
비유동부채	11,327.6	9,397.2	9,231.2	8,449.2	8,449.2
사채	1,948.5	996.0	1,207.0	1,096.1	1,096.1
장기차입금	9,019.7	7,660.6	7,300.3	6,629.5	6,629.5
부채총계	22,334.6	23,392.0	23,050.6	19,449.1	19,127.1
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	-163.5	537.1	816.7	816.7	816.7
이익잉여금	7,518.8	8,541.5	6,267.7	6,437.6	6,984.1
비지배주주지분	1,335.9	1,643.7	1,700.6	1,700.6	1,700.6
자본총계	12,731.4	14,762.5	12,825.1	12,995.0	13,541.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	2,278.8	5,753.5	2,433.5	3,936.7	4,286.7
당기순이익(손실)	-76.2	1,333.5	-2,133.0	169.9	546.5
유형자산감가상각비	4,134.0	4,500.7	4,100.0	4,000.0	4,000.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-1,477.1	-1,016.0	-700.9	117.5	5.8
투자활동 현금흐름	-2,311.2	-4,263.1	-5,418.9	-3,276.9	-3,176.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,595.4	-3,141.4	-4,300.0	-1,900.0	-1,800.0
투자자산의 감소(증가)	27.0	-630.9	-540.2	-739.4	-739.4
재무활동 현금흐름	931.8	-2,466.1	171.6	-1,520.2	-90.6
차입금증감	833.2	-2,399.2	494.0	-1,453.3	-23.7
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	882.1	-676.5	-2,720.7	-860.5	1,019.2
기초현금	3,336.0	4,218.1	3,541.6	820.9	-39.6
기말현금	4,218.1	3,541.6	820.9	-39.6	979.6
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	67,805	83,501	73,527	72,818	64,667
EPS(지배주주)	-265	3,315	-5,838	583	1,415
CFPS	2,465	-1,891	-7,604	-2,405	2,848
EBITDAPS	11,452	18,812	5,877	10,983	12,456
BPS	31,847	36,664	31,090	31,565	33,092
DPS	0	650	-1,168	117	283
배당수익률(%)	0.0	4.6	-8.2	0.8	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	-53.8	4.3	(2.4)	24.5	10.1
PCR	5.8	-7.5	-1.9	-5.9	5.0
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
EBITDA	4,098	6,731	2,103	3,930	4,457
EV/EBITDA	3.6	2.4	5.6	2.8	2.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.8	9.0	-17.2	1.9	4.4
EBITDA이익률	-2.9	21.9	-47.3	6.9	12.1
부채비율	175.4	158.5	179.7	149.7	141.2
금융비용부담률	1.2	1.2	1.2	1.5	1.5
이자보상배율(x)	-0.1	5.1	-5.3	-0.2	1.3
매출채권회전율(x)	7.3	7.4	6.2	7.5	7.5
재고자산회전율(x)	10.2	8.9	8.1	9.0	8.8

AP시스템 (265520) 실적 대비 저평가. 결국은 수주

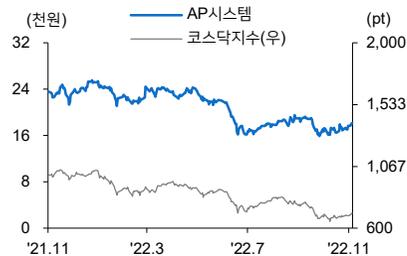
Analyst 김선우 02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	28,000원
현재주가 (11.9)	18,150원
상승여력	54.3%
KOSDAQ	714.60pt
시가총액	2,774억원
발행주식수	1,528만주
유동주식비율	73.29%
외국인비중	6.63%
52주 최고/최저가	25,550원/15,900원
평균거래대금	13.3억원
주요주주(%)	
APS홀딩스 외 4인	25.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.8	-19.9	-21.9
상대주가	3.4	-3.5	10.2

주가그래프



3Q22 훌륭한 실적 시현. 다만 아쉬움이 남는 신규 수주

- 동사의 3Q22 매출 1,480억원 (+22% QoQ), 영업이익 290억원 (+30% QoQ)는 시장 기대치를 능가하는 실적
- 비록 신규 수주는 340억원으로 전분기 610억원 대비 크게 하락했으나, 수주잔고는 2,020억원으로 최근 1년동안 유지되어 온 1,900-2,200억원 수준에서 안정적으로 유지되는 중
- 전방시장 수요 부진 속에 신규 수주 및 반도체 신장비 매출 본격화까지 단기 수요 공백기

폴더블 기기 성장과 SDC 투자 모멘텀은 연말부터 재개될 전망

- 삼성전자의 폴더블 스마트폰 모델들은 23년부터 3종 이상으로 확대될 전망
- 아울러 삼성 그룹 경영 구조 변경 이후 12월 사장단 인사와 함께 신규 투자는 본격 논의될 전망
- SDC의 A5, 8세대 1/2차 투자, QD디스플레이 등 투자 가능 여력은 여전히 상존해있는 상황

투자의견 Buy, 적정주가 28,000원. 결국 주가 드라이버는 수주 모멘텀

- 장비주 특성 상 과거 주가는 수주 모멘텀이 크게 선행 발현되어옴. 현 주가는 22E, 23E P/E 3.0배, 3.9배로 크게 저평가 상태. 연말 SDC 투자 검토 시 동사 주가의 가파른 상승 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	591.8	46.3	25.0	1,723	159.1	9,541	10.5	1.9	7.3	18.1	168.8
2021	528.7	64.3	57.2	3,889	125.7	13,030	4.7	1.4	5.3	29.8	123.8
2022E	508.4	78.3	92.3	6,037	55.2	18,348	3.0	1.0	2.1	39.1	85.4
2023E	583.1	81.1	70.4	4,604	-23.7	22,952	3.9	0.8	1.2	22.3	71.9
2024E	650.2	90.1	78.1	5,111	11.0	28,063	3.6	0.6	0.2	20.0	63.8

AP시스템 – 분기 실적 추정

2023년 전망 시리즈 15
반도체/디스플레이

AP시스템 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	80.2	121.7	148.0	158.5	97.0	133.9	174.6	177.5	591.8	528.7	508.4	583.1
LCD	2.4	2.4	2.6	2.7	2.4	2.6	2.6	2.7	9.5	9.8	10.2	10.4
반도체	7.3	7.3	7.9	8.2	7.3	7.6	7.9	8.2	28.8	29.0	30.5	30.9
디스플레이	68.2	103.5	133.2	142.7	82.5	112.5	157.2	159.8	534.9	449.4	447.5	511.9
기타	2.3	8.6	4.3	5.0	4.9	11.2	6.9	6.9	18.6	40.5	20.1	29.9
영업이익	11.5	22.4	29.0	15.4	12.6	21.4	29.5	17.6	46.3	64.3	78.3	81.1
영업이익률(%)	14.3%	18.4%	19.6%	9.7%	13.0%	16.0%	16.9%	9.9%	7.8%	12.2%	15.4%	13.9%
세전이익	17.2	35.2	55.0	13.9	14.0	29.6	33.2	15.9	34.6	75.5	121.3	92.6
세전이익률(%)	21.4%	29.0%	37.2%	8.8%	14.4%	22.1%	19.0%	8.9%	5.9%	14.3%	23.9%	15.9%
지배주주순이익	12.9	26.7	42.0	10.6	10.6	22.5	25.2	12.1	25.0	57.2	92.3	70.4
순이익률(%)	16.1%	21.9%	28.4%	6.7%	11.0%	16.8%	14.4%	6.8%	4.2%	10.8%	18.1%	12.1%

자료: 메리츠증권 리서치센터

AP시스템 (265520)

2023년 전망 시리즈 15

반도체/디스플레이

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	591.8	528.7	508.4	583.1	650.2
매출액증가율(%)	28.1	-10.7	-3.8	14.7	11.5
매출원가	493.1	414.3	372.1	436.5	487.3
매출총이익	98.7	114.4	136.4	146.6	162.9
판매비와관리비	52.5	50.1	58.1	65.4	72.8
영업이익	46.3	64.3	78.3	81.1	90.1
영업이익률(%)	7.8	12.2	15.4	13.9	13.9
금융손익	-6.7	9.7	10.0	11.4	12.7
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	4.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-6.7	9.7	43.1	11.4	12.7
세전계속사업이익	34.6	75.5	121.3	92.6	102.8
법인세비용	9.7	18.4	29.1	22.2	24.7
당기순이익	25.0	57.2	92.3	70.4	78.1
지배주주지분 손이익	25.0	57.2	92.3	70.4	78.1
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	222.3	291.3	389.3	471.4	569.3
현금및현금성자산	58.4	135.7	241.8	294.8	361.8
매출채권	72.1	78.1	71.1	79.6	89.1
재고자산	58.5	42.8	39.0	43.6	48.9
비유동자산	149.1	137.5	130.6	131.5	133.2
유형자산	80.0	74.5	68.6	62.6	56.6
무형자산	4.6	3.4	2.8	2.1	1.2
투자자산	0.0	0.0	4.9	6.1	7.3
자산총계	371.3	428.7	519.9	602.9	702.5
유동부채	153.3	135.6	181.1	193.7	215.2
매입채무	71.1	55.1	100.2	162.2	231.6
단기차입금	31.9	14.0	38.0	28.0	18.0
유동성장기부채	4.4	12.5	11.4	12.7	14.3
비유동부채	79.9	101.6	58.4	58.5	58.5
사채	19.7	19.8	0.0	0.0	0.0
장기차입금	49.9	73.0	51.5	51.5	51.5
부채총계	233.2	237.2	239.6	252.2	273.7
자본금	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
자본잉여금	63.7	64.4	64.4	64.4	64.4
기타포괄이익누계액	-0.1	0.3	0.5	0.5	0.5
이익잉여금	69.5	124.7	213.3	283.6	361.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	138.2	191.5	280.4	350.7	428.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	63.6	63.2	110.4	83.9	97.6
당기순이익(손실)	25.0	57.2	92.3	70.4	78.1
유형자산감가상각비	9.2	8.0	10.0	10.0	10.0
무형자산상각비	1.5	0.7	0.7	0.8	0.9
운전자본의 증감	1.5	-6.0	49.7	45.7	51.2
투자활동 현금흐름	0.9	4.5	-6.2	-17.2	-17.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-1.7	-0.7	-3.0	-4.0	-4.0
투자자산의 감소(증가)	0.0	0.0	-0.9	-1.2	-1.2
재무활동 현금흐름	-33.7	6.1	-7.2	-13.6	-13.5
차입금증감	-29.4	13.2	1.4	-8.6	-8.5
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	28.4	77.3	106.1	53.0	67.0
기초현금	30.0	58.4	135.7	241.8	294.8
기말현금	58.4	135.7	241.8	294.8	361.8
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	40,869	34,600	33,271	38,157	42,548
EPS(지배주주)	1,723	3,889	6,037	4,604	5,111
CFPS	1,958	5,057	6,943	3,470	4,382
EBITDAPS	3,934	4,780	5,822	6,016	6,608
BPS	9,541	13,030	18,348	22,952	28,063
DPS	120	240	302	230	256
배당수익률(%)	0.7	1.3	1.7	1.3	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	10.5	4.7	3.0	3.9	3.6
PCR	9.3	3.6	2.6	5.2	4.1
PSR	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
PBR	1.9	1.4	1.0	0.8	0.6
EBITDA	57.0	73.0	89.0	91.9	101.0
EV/EBITDA	7.3	5.3	2.1	1.2	0.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.1	29.8	39.1	22.3	20.0
EBITDA이익률	50.0	87.9	113.9	77.8	81.0
부채비율	168.8	123.8	85.4	71.9	63.8
금융비용부담률	0.5	0.5	2.0	2.0	2.0
이자보상배율(x)	13.5	22.6	6.9	6.1	6.1
매출채권회전율(x)	10.2	7.0	6.8	7.7	7.7
재고자산회전율(x)	5.1	8.2	9.1	10.6	10.5

에스에프에이 (056190) 대응 여력의 확대와 성장성

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

Hold

적정주가 (12개월)	45,000원		
현재주가 (11.9)	38,000원		
상승여력	18.4%		
KOSDAQ	714.60pt		
시가총액	13,645억원		
발행주식수	3,591만주		
유동주식비율	41.45%		
외국인비중	14.10%		
52주 최고/최저가	43,600원/32,900원		
평균거래대금	38.3억원		
주요주주(%)			
디와이홀딩스 외 8 인	43.87		
삼성디스플레이	10.15		
베어링자산운용 외 2 인	8.13		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.1	-1.0	8.4
상대주가	-4.3	19.2	53.0
주가그래프			



성공적인 사업구조 변경 지속 → 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
- 연말 삼성디스플레이 등 디스플레이 투자 본격화될 경우 핵심사업에서도 가파른 재성장 가능

SDC 투자 모멘텀은 연말부터 재개. 신규팹 및 대면적 투자가 관건

- 삼성 그룹 경영 구조 변경 이후 12월 사장단 인사와 함께 신규 투자는 본격 논의될 전망
- SDC의 A5, 8세대 1/2차 투자, QD디스플레이 등 투자 가능 여력은 여전히 상존해있는 상황 하반기부터 신규 디스플레이 팹 결정이 본격화될 경우 전통적 주가 상승 기제로 작동할 전망

기존 투자의견 유지하나 적정주가 45,000원으로 소폭 하향조정

- 2022년/23년 영업이익은 2,072억원/2,565억원으로 전년 대비 10%/24% 성장할 전망
- 신사업을 통한 체질 변화가 지속되며, 디스플레이 산업 불황기 성공적 대처 방향 보여주는 중

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,551.2	167.3	108.3	3,015	-18.0	28,838	12.6	1.3	4.3	10.5	40.6
2021	1,564.9	188.9	116.9	3,254	7.9	31,081	11.7	1.2	5.0	10.5	36.0
2022E	1,718.9	207.2	112.6	3,135	-3.7	32,453	12.1	1.2	4.7	9.9	38.8
2023E	1,920.9	256.5	163.8	4,561	45.5	37,236	8.3	1.0	3.9	13.1	38.1
2024E	2,158.8	285.1	185.7	5,171	13.4	42,199	7.3	0.9	3.6	13.0	38.8

에스에프에이 – 분기 실적 추정

2023년 전망 시리즈 15
반도체/디스플레이

에스에프에이 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	410.9	402.1	415.6	490.4	452.4	481.1	454.8	532.7	1,551.2	1,564.9	1,718.9	1,920.9
SFA(모회사)	208.9	233.5	200.6	258.8	232.9	294.8	222.5	280.2	835.4	849.7	901.8	1,030.4
공정장비	37.4	68.2	90.4	90.3	37.4	71.6	95.8	94.8	249.1	293.9	286.3	299.6
물류장비	171.5	165.3	110.2	168.5	195.5	223.2	126.8	185.4	586.2	555.9	615.5	730.8
SFA 반도체 (자회사)	174.3	186.4	172.6	188.4	191.7	205.0	189.9	207.2	573.1	641.1	721.7	793.8
기타	27.7	-17.8	42.3	43.2	27.7	-18.7	42.3	45.3	142.8	140.0	95.4	96.7
영업이익	50.5	41.8	52.2	62.7	56.4	73.4	65.4	61.2	167.3	188.9	207.2	256.5
영업이익률	12.3%	10.4%	12.6%	12.8%	12.5%	15.3%	14.4%	11.5%	10.8%	12.1%	12.1%	13.4%
SFA (모회사)	22.8	22.8	32.1	38.8	32.6	44.2	40.1	39.2	105.7	94.5	116.4	156.1
SFA반도체 (자회사)	22.5	21.1	10.5	13.8	13.2	18.0	15.0	11.4	34.3	66.5	67.9	57.7
지배주주순이익	25.2	16.5	29.9	41.0	33.1	50.5	40.0	40.2	108.3	116.9	112.6	163.8
신규수주 (SFA)	150.6	275.5	103.2	846.6	164.6	296.8	116.9	818.4	769.9	1,172.7	1,375.8	1,396.7
수주잔고 (SFA)	1,131.8	1,173.8	1,076.4	1,664.1	1,595.8	1,597.8	1,492.2	2,030.4	867.2	1,190.2	1,664.1	2,030.4

주: 2016년부터 SFA반도체 연결 편입
자료: 메리츠증권 리서치센터

에스에프에이 (056190)

2023년 전망 시리즈 15

반도체/디스플레이

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,551.2	1,564.9	1,718.9	1,920.9	2,158.8
매출액증가율(%)	-1.7	0.9	9.8	11.8	12.4
매출원가	1,277.1	1,286.8	1,412.1	1,552.3	1,747.8
매출총이익	274.0	278.1	306.8	368.6	411.0
판매비와관리비	106.7	89.2	99.6	112.1	125.9
영업이익	167.3	188.9	207.2	256.5	285.1
영업이익률(%)	10.8	12.1	12.1	13.4	13.2
금융손익	-4.0	-15.0	7.8	6.6	6.8
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.0	-15.0	-9.0	6.6	6.8
세전계속사업이익	157.4	179.8	198.2	263.1	291.9
법인세비용	38.7	31.5	49.4	63.1	70.1
당기순이익	118.6	148.3	148.7	199.9	221.9
지배주주지분 손이익	108.3	116.9	112.6	163.8	185.7
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,084.2	1,126.5	1,168.0	1,331.6	1,512.2
현금및현금성자산	422.5	277.0	311.6	404.8	508.5
매출채권	203.3	223.3	241.2	262.0	284.7
재고자산	103.4	173.1	186.9	203.1	220.7
비유동자산	715.2	778.0	881.9	945.9	1,023.4
유형자산	477.5	480.3	499.4	497.4	498.4
무형자산	66.3	62.7	59.6	56.6	52.7
투자자산	0.0	0.0	-30.8	-92.4	-154.0
자산총계	1,799.4	1,904.4	2,049.9	2,277.4	2,535.6
유동부채	355.2	377.5	446.4	501.2	580.2
매입채무	83.5	120.8	130.5	141.7	154.0
단기차입금	30.8	57.4	18.1	18.1	18.1
유동성장기부채	1.8	7.2	7.8	108.4	217.9
비유동부채	164.7	126.6	126.3	127.2	128.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	128.2	91.0	87.4	87.4	87.4
부채총계	519.9	504.1	572.6	628.4	708.3
자본금	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0
자본잉여금	40.8	41.1	41.1	41.1	41.1
기타포괄이익누계액	-6.3	0.6	6.6	6.6	6.6
이익잉여금	983.1	1,066.9	1,156.2	1,327.9	1,506.1
비지배주주지분	244.0	284.3	312.0	312.0	312.0
자본총계	1,279.5	1,400.4	1,477.3	1,649.1	1,827.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	335.1	56.3	140.5	101.3	120.7
당기순이익(손실)	118.6	148.3	148.7	199.9	221.9
유형자산감가상각비	49.3	47.0	45.0	45.0	44.0
무형자산상각비	7.9	7.0	7.1	7.9	8.9
운전자본의 증감	141.5	-181.8	19.0	-55.6	-60.7
투자활동 현금흐름	-48.8	-151.2	-7.5	-68.0	-70.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-29.5	-38.5	-45.0	-43.0	-45.0
투자자산의 감소(증가)	-11.3	-44.8	68.0	61.6	61.6
재무활동 현금흐름	-67.8	-55.6	-101.8	59.8	53.0
차입금증감	-88.0	-8.7	-44.3	100.7	109.4
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	213.5	-145.5	34.6	93.1	103.7
기초현금	209.0	422.5	277.0	311.6	404.8
기말현금	422.5	277.0	311.6	404.8	508.5
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	43,198	43,581	47,869	53,495	60,118
EPS(지배주주)	3,015	3,254	3,135	4,561	5,171
CFPS	5,947	-4,052	964	2,593	2,888
EBITDAPS	6,255	6,766	7,220	8,616	9,411
BPS	28,838	31,081	32,453	37,236	42,199
DPS	950	1,170	784	1,140	1,293
배당수익률(%)	2.5	3.1	2.1	3.0	3.4
Valuation(Multiple)					
PER	12.6	11.7	12.1	8.3	7.3
PCR	6.4	-9.4	39.4	14.7	13.2
PSR	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
PBR	1.3	1.2	1.2	1.0	0.9
EBITDA	224.6	242.9	259.3	309.4	337.9
EV/EBITDA	4.3	5.0	4.7	3.9	3.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.5	10.5	9.9	13.1	13.0
EBITDA이익률	43.5	50.0	44.8	57.6	57.4
부채비율	40.6	36.0	38.8	38.1	38.8
금융비용부담률	0.2	-0.1	-0.4	-0.5	-0.4
이자보상배율(x)	18.2	34.6	28.5	29.6	26.7
매출채권회전율(x)	7.5	7.3	7.4	7.6	7.9
재고자산회전율(x)	11.2	9.3	7.8	8.0	8.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

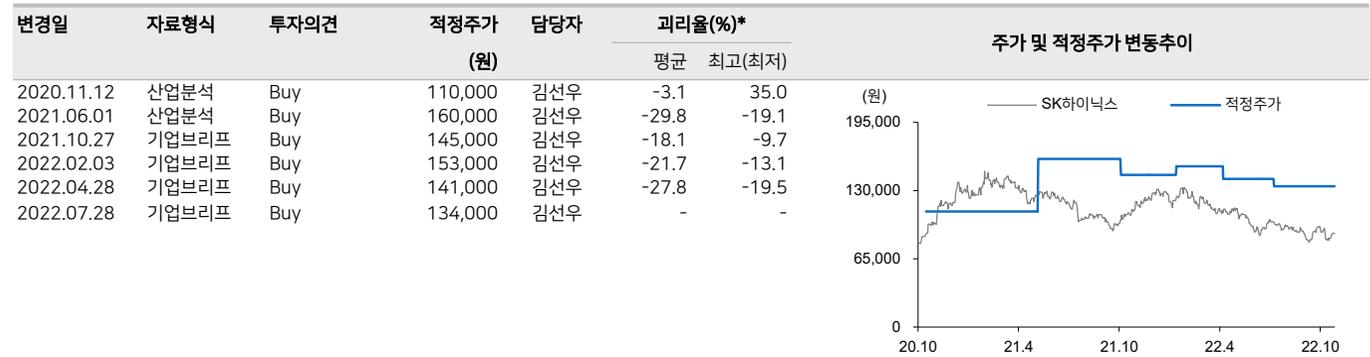
삼성전자(005930) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.11.12	산업분석	Buy	76,000	김선우	5.3	19.7	
2021.06.01	산업분석	Buy	96,000	김선우	-22.0	-13.6	
2022.04.29	기업브리프	Buy	84,000	김선우	-25.4	-18.9	
2022.07.29	기업브리프	Buy	82,000	김선우	-	-	

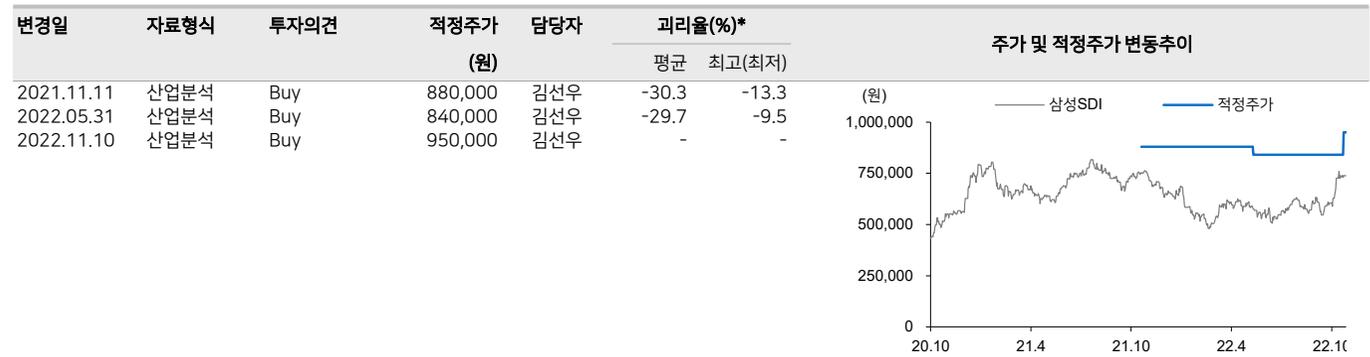
SK하이닉스(000660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



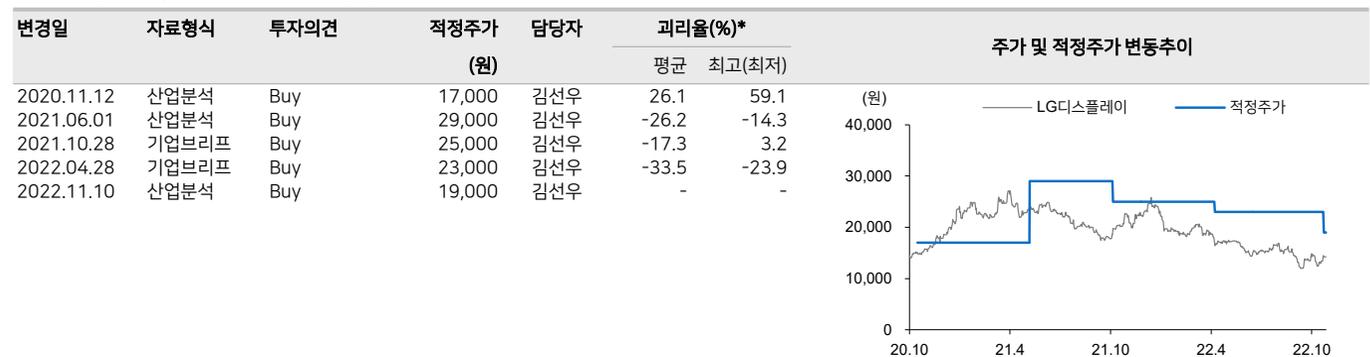
삼성SDI(006400) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



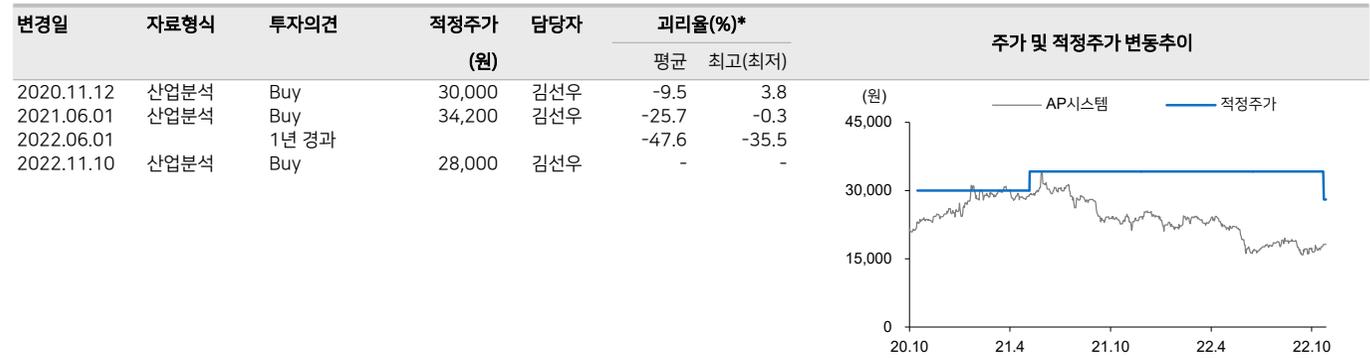
LG디스플레이(034220) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



AP시스템(265520) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



에스에프에이(056190) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

