

Company Basic

Analyst 김운호

02) 6915-5656

unokim88@ibks.com

매수 (신규)

목표주가 3,500,000원

현재가 (9/26) 2,583,000원

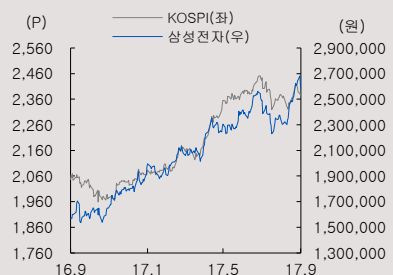
KOSPI (9/26)	2,374.32pt
시가총액	373,650십억원
발행주식수	148,187천주
액면가	5,000원
52주 최고가	2,681,000원
최저가	1,535,000원
60일 일평균거래대금	550십억원
외국인 지분율	53.4%
배당수익률 (2017F)	1.2%

주주구성	
삼성물산 외 9 인	20.01%
국민연금	9.72%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	10%	14%	42%
절대기준	10%	24%	65%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	3,500,000	-	-
EPS(17)	263,046	-	-
EPS(18)	292,118	-	-

삼성전자 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

삼성전자 (005930)

前人未踏의 세계

사상 최대 분기 실적 갱신은 진행형

삼성전자는 2016년 4분기부터 분기 사상 최대 영업이익을 매 분기 갱신하고 있다. 2017년 4분기까지 지속될 것으로 기대한다. 부진할 것으로 예상했던 3분기 영업이익도 2분기 대비 증익할 것으로 예상되고, 4분기는 영업이익이 17조원을 상회할 것으로 기대한다. 실적 개선은 반도체 사업부와 디스플레이 사업부가 주도하고 있다. 4분기에는 성장이 둔화될 것으로 예상되는 반도체에 비해서 디스플레이 사업부의 OLED 실적 개선이 본격화될 것으로 예상된다.

前人未踏의 매출, 영업이익, 주가

삼성전자의 주가와 이익 수준은 모두가 사상 최대 수준이다. 메모리가 먼저 미지의 세계에 먼저 진입하였다. DRAM, NAND 모두 같은 모습을 보이고 있다. 공급 증가의 속도가 크게 둔화되고 기대 이상의 수요가 발생하면서 가격이 가파르게 상승하고 있고 이로 인해 사상 최대 실적을 매 분기 갱신하고 있다. 디스플레이도 신세계 진입을 목전에 두고 있다. F-OLED 매출이 본격화되는 2017년 4분기부터 분기 매출액이 10조 원대로 진입할 것으로 예상된다. 분기 영업이익은 2조원대에 진입할 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 3,500,000원 제시

삼성전자에 대한 투자의견은 매수를 제시한다. 이는 반도체 사업부의 영업이익이 당분간 성장세를 지속할 것으로 기대되고, OLED 매출액 및 수익성이 4분기부터 본격적으로 개선될 것으로 기대되고, 4분기 및 2018년 영업이익 증가에 큰 폭으로 기대할 것으로 예상하고, 최근 가파른 주가 상승에도 불구하고 현재 주가는 이익 개선을 충분히 반영하지 않은 수준인 것으로 판단하기 때문이다. 목표주가는 3,500,000원으로 제시한다. 이는 2018년 예상 BPS에 적정 PBR 2.2배를 적용한 수준이다.

(단위:십억원 배)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	200,653	201,867	245,335	286,865	293,556
영업이익	26,413	29,241	55,933	63,712	59,964
세전이익	25,961	30,714	57,563	63,816	60,784
지배주주순이익	18,695	22,416	42,401	47,087	44,790
EPS(원)	109,883	136,760	263,046	292,118	277,865
증가율(%)	-19.0	24.5	92.3	11.1	-4.9
영업이익률(%)	13.2	14.5	22.8	22.2	20.4
순이익률(%)	9.5	11.3	17.7	16.8	15.7
ROE(%)	11.2	12.5	21.1	20.0	16.3
PER	11.5	13.2	10.2	9.2	9.6
PBR	1.2	1.6	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	3.4	4.4	4.2	3.5	3.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

CONTENTS

실적 전망: 사상 최대 실적은 계속된다.....	3
3분기 매출액은 62조 8,020억원으로 예상.....	3
3분기 영업이익은 14조 6,270억원으로 예상.....	4
2018년까지 매출액 성장은 지속될 전망.....	7
영업이익 개선도 추세적.....	8
사업부별 전망.....	9
반도체: 전인미답의 신세계.....	9
반도체(DRAM): Big Cycle 진입.....	11
반도체(NAND): Box 대역에서 탈출.....	19
Display: F-OLED(Flexible)로 새로운 역사를 쓴다.....	25
중소형 AMOLED의 기술적 장벽: 증착기, FMM.....	28
Mobile: 脫 Galaxy를 고민할 시점.....	30
CE: QLED 자신감일까 고집일까.....	34
투자전략.....	37
투자의견 매수, 목표주가 350만원 제시.....	37

실적 전망: 사상 최대 실적은 계속된다.

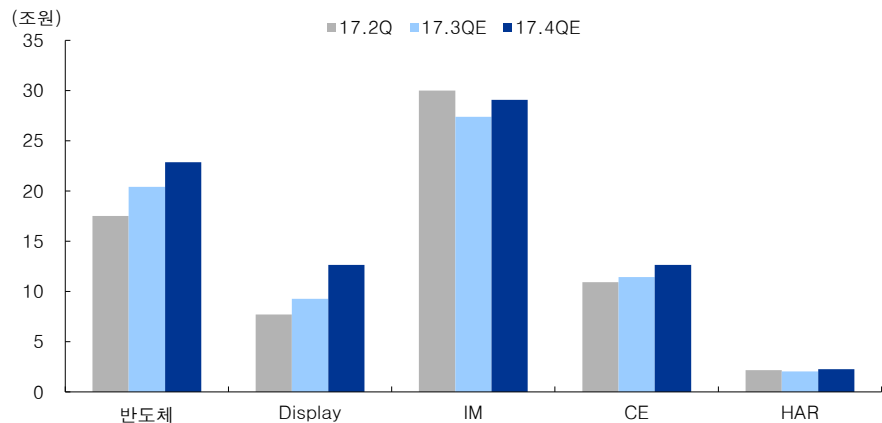
3분기 매출액은 62조 8,020억원으로 예상

3분기 매출 반도체,
디스플레이, CE 2분기
대비 증가. IM은 2분기
대비 감소

삼성전자의 3분기 매출액은 2분기 대비 2.9% 증가한 62조 8,020억원으로 예상된다. 반도체, 디스플레이, CE 매출액은 2분기 대비 증가하고 IM 사업부 매출액은 2분기 대비 감소할 전망이다. 사업부별로는

- 1) 반도체 사업부 매출액은 2분기 대비 16.4% 증가한 20조 3,970억원으로 예상된다. 메모리는 2분기 대비 19.8% 증가한 16조 6,950억원으로 예상된다. 3분기 DRAM B/G(Bit Growth)는 11.0%, ASP는 6.0% 상승할 것으로 가정한다. NAND B/G는 20%, ASP는 1% 상승할 것으로 전망한다. NAND 가격 상승은 2D에서 3D로 공정 전환 과정에서 출하량 증가가 크지 않기 때문인 것으로 추정한다.
- 2) 디스플레이 사업부 매출액은 2분기 대비 19.9% 증가한 9조 2,440억원으로 예상된다. LCD 매출액은 2분기 대비 13.2% 감소한 2조 5,110억원으로 예상하고, OLED 매출액은 2분기 대비 39.7% 증가한 6조 7,330억원으로 예상된다. 신제품 출시에 따른 OLED 매출액 증가가 예상된다. 이전 제품에 비해 ASP가 높아서 매출 기여도가 높을 것으로 추정한다.
- 3) IM사업부 매출액은 2분기 대비 8.7% 감소한 27조 4,040억원으로 예상된다. 무선 매출은 2분기 대비 7.9% 감소할 전망이다. 출하량은 2분기 대비 소폭 증가할 것으로 예상되지만 제품믹스 부진으로 2분기 대비 ASP는 10% 가까이 하락할 것으로 예상된다.
- 4) CE사업부 매출액은 2분기 대비 4.6% 증가한 11조 4,220억원으로 예상된다. VD 매출액은 2분기 대비 12.5% 증가할 전망이다. 물량 증가는 2분기 대비 15% 증가하고, ASP는 2분기 대비 소폭 하락할 것으로 예상된다.

그림 1. 삼성전자 분기별 사업부별 매출액 추이 및 전망



자료: 삼성전자, IBK투자증권

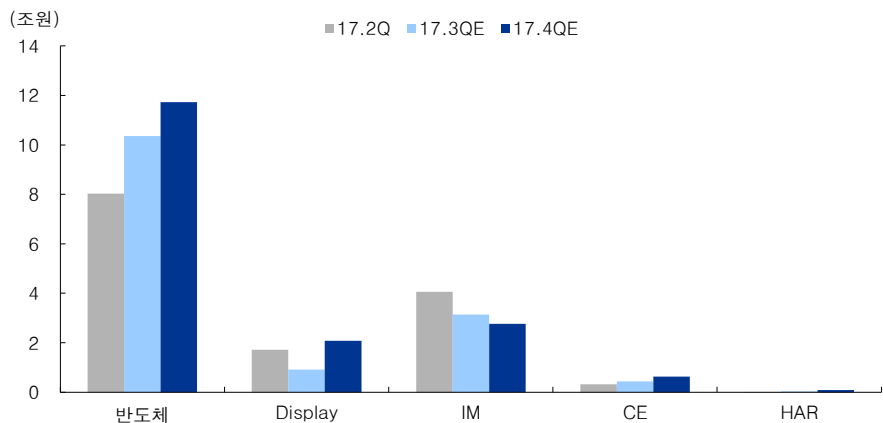
3분기 영업이익은 14조 6,270억원으로 예상

반도체 개선이 나머지
부진을 상쇄할 전망

삼성전자의 3분기 영업이익은 2분기 대비 3.5% 증가한 14조 6,270억원으로 예상된다. 반도체는 2분기 대비 증가하지만 디스플레이와 IM 사업부 영업이익은 2분기 대비 큰 폭으로 감소할 것으로 예상된다. 사업부별로는

- 1) 반도체 사업부 영업이익은 2분기 대비 27.8% 증가한 10조 2,690억원으로 예상된다. DRAM 및 NAND 가격 상승으로 2분기 대비 영업이익률이 상승할 것으로 전망되기 때문이다.
- 2) 디스플레이 사업부 영업이익은 2분기 대비 28.2% 감소한 1조 2,280억원으로 예상된다. 영업이익률이 2분기 대비 하락하는 것은 1) LCD 패널 가격 하락 2) OLED 신제품 수익성 부진 3) Rigid OLED 가격 인하 등의 복합적인 요인에 따른 것으로 추정한다.
- 3) IM사업부 영업이익은 2분기 대비 32.2% 감소한 2조 7,540억원으로 예상된다. 2분기 대비 영업이익률이 하락할 것으로 전망하기 때문이다. 영업이익률이 하락하는 것은 제품믹스 악화, 신제품 출시에 따른 마케팅 비용 증가, 원재료 비중 상승 등이 원인으로 추정된다.
- 4) CE사업부 영업이익은 2분기 4.8% 증가할 것으로 예상된다. 2분기 대비 VD 영업이익률이 2분기 대비 개선될 것으로 기대하기 때문이다. 이는 패널 가격 하락 및 신제품 출시에 따른 영향으로 추정된다.

그림 2. 삼성전자 사업부별 분기별 영업이익 추이 및 전망



자료: 삼성전자, IBK투자증권

표 1. 삼성전자 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016				2017				3분기 증감률		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	QoQ(%)	YoY(%)	
매출액	반도체	11,150	12,000	13,150	14,860	15,660	17,528	20,397	22,866	16.4	55.1
	Display	6,040	6,420	7,060	7,420	7,290	7,710	9,244	12,645	19.9	30.9
	IM	27,600	26,560	22,540	23,610	23,500	30,012	27,404	29,066	-8.7	21.6
	CE	10,620	11,550	11,240	13,640	10,340	10,918	11,422	12,639	4.6	1.6
	HAR						2,150	2,043	2,247	-5.0	NA
	합계	49,782	50,937	47,816	53,332	50,548	61,018	62,802	70,985	2.9	31.3
영업이익	반도체	2,630	2,640	3,374	4,952	6,306	8,032	10,354	11,723	28.9	206.9
	Display	-270	140	1,023	1,342	1,293	1,710	919	2,084	-46.3	-10.2
	IM	3,890	4,320	98	2,502	2,070	4,059	3,137	2,763	-22.7	3100.8
	CE	510	1,030	770	322	380	320	437	632	36.4	-43.2
	HAR						10	40	90	300	NA
	합계	6,760	8,130	5,265	9,118	10,049	14,132	14,886	17,292	5.3	182.7
영업이익률	반도체	23.6%	22.0%	25.7%	33.3%	40.3%	45.8%	50.8%	51.3%		
	Display	-4.5%	2.2%	14.5%	18.1%	17.7%	22.2%	9.9%	16.5%		
	IM	14.1%	16.3%	0.4%	10.6%	8.8%	13.5%	11.4%	9.5%		
	CE	4.8%	8.9%	6.9%	2.4%	3.7%	2.9%	3.8%	5.0%		
	HAR						0.5%	2.0%	4.0%		
	합계	13.6%	16.0%	11.0%	17.1%	19.9%	23.2%	23.7%	24.4%		

자료: 삼성전자, IBK투자증권

주: 매출액, 영업이익 합계는 내부거래 제외된 숫자임.

표 2. 삼성전자 실적 추정 주요 가정

		2016				2017				2016	2017E	2018E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE			
원/달러	평균	1,201	1,163	1,121	1,156	1,155	1,129	1,131	1,130	1,161	1,140	1,155
	기말	1,147	1,171	1,108	1,181	1,135	1,130	1,129	1,130	1,181	1,160	1,150
DRAM	B/G	-2.1%	18.0%	26.1%	2.1%	-10.9%	6.2%	11.0%	9.0%	34.0%	18.2%	15.7%
	ASP	-10.6%	-9.0%	-3.7%	8.4%	12.5%	11.0%	6.0%	4.0%	-28.0%	29.0%	-1.8%
NAND	B/G	8%	14%	21%	12%	-8%	11%	20%	4%	65%	35.0%	35.7%
	ASP	-6%	-4%	-2%	5%	12%	6%	1%	1%	-23%	22%	-18%
스마트폰	출하	79.0	77.6	75.3	77.8	80.2	79.2	81.6	85.0	309.7	326.0	331.2
	QoQ/YoY	-3%	-2%	-3%	3%	3%	-1%	3%	4%	-7%	5%	2%
OLED	출하	86.0	101.0	102.0	104.0	108.0	111.5	121.0	147.0	393.0	487.5	685.0
	QoQ/YoY	4%	17%	1%	2%	4%	3%	9%	21%	57%	24%	41%
TV	출하	10.0	10.6	11.0	16.0	10.0	9.5	10.5	13.5	47.6	43.1	42.3
	QoQ/YoY	-38%	6%	4%	45%	-38%	-2%	26%	0%	-17%	-9%	-2%

자료: IBK투자증권

표 3. 삼성전자 사업부별 세부 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	49,782	50,937	47,816	53,332	50,548	61,018	62,802	70,985	201,867	245,352	286,865
반도체	11,150	12,000	13,150	14,860	15,660	17,528	20,397	22,866	51,160	76,451	86,310
메모리	7,940	8,430	9,860	11,620	12,120	13,938	16,695	18,568	37,850	61,321	68,643
DRAM	4,764	4,904	5,761	6,527	7,006	8,075	9,552	10,968	21,957	35,601	40,199
NAND	3,176	3,526	4,099	5,093	5,114	5,863	7,143	7,600	15,893	25,720	28,445
비메모리	3,210	3,570	3,290	3,240	3,540	3,590	3,702	4,298	13,310	15,130	17,667
Display	6,040	6,420	7,060	7,420	7,290	7,710	9,244	12,645	26,940	36,889	56,983
LCD	2,425	2,568	2,780	3,080	2,737	2,892	2,511	2,443	10,853	10,583	8,050
OLED	3,615	3,852	4,280	4,340	4,553	4,818	6,733	10,203	16,087	26,306	48,933
IM	27,600	26,560	22,540	23,610	23,500	30,012	27,404	29,066	100,310	109,982	119,938
무선	26,940	26,070	22,090	22,650	22,470	28,920	26,640	28,263	97,750	106,293	116,498
NW/기타	660	490	450	960	1,030	1,092	764	802	2,560	3,689	3,439
CE	10,620	11,550	11,240	13,640	10,340	10,918	11,422	12,639	47,050	45,319	43,908
VD	6,420	6,610	6,602	9,090	6,460	6,180	6,952	8,044	28,722	27,636	25,924
가전/기타	3,794	4,618	4,382	4,376	3,827	4,738	4,470	4,595	17,170	17,631	17,985
HAR	0	0	0	0	0	2,150	2,043	2,247	0	6,439	9,200
기타	-5,628	-5,593	-6,174	-6,198	-6,242	-5,150	-5,665	-6,232	-23,593	-23,289	-22,772
영업이익	6,676	8,144	5,200	9,221	9,898	14,062	14,776	17,192	29,241	55,928	63,712
반도체	2,630	2,640	3,374	4,952	6,306	8,032	10,354	11,723	13,596	36,415	39,570
메모리	2,445	2,442	3,202	4,800	6,065	7,689	9,999	11,309	12,889	35,063	38,196
DRAM	1,873	1,745	2,190	3,021	3,912	4,934	6,256	7,309	8,829	22,411	25,951
NAND	572	697	1,012	1,779	2,153	2,755	3,743	4,000	4,061	12,652	12,245
SLSI	185	198	172	152	241	343	354	414	707	1,352	1,375
Display	-270	140	1,023	1,342	1,293	1,710	919	2,084	2,235	6,005	9,326
LCD	-740	-515	82	496	383	601	288	157	-678	1,430	305
OLED	470	655	941	846	910	1,108	631	1,926	2,913	4,575	9,022
IM	3,890	4,320	98	2,502	2,070	4,059	3,137	2,763	10,810	12,029	13,040
무선	3,901	4,295	11	2,409	1,960	3,754	3,064	2,685	10,615	11,462	12,729
NW/기타	-11	25	87	93	110	306	73	78	195	567	312
가전	510	1,030	770	322	380	320	437	632	2,632	1,769	1,895
VD	470	705	535	394	332	226	348	563	2,104	1,468	1,213
가전/기타	48	336	248	32	47	95	89	69	663	300	682
HAR	0	0	0	0	0	10	40	90	0	140	387
기타	-84	14	-65	103	-151	-60	-70	-10	-32	-291	-120
영업이익률	13.4%	16.0%	10.9%	17.3%	19.6%	23.0%	23.5%	24.2%	14.5%	22.8%	22.2%
반도체	23.6%	22.0%	25.7%	33.3%	40.3%	45.8%	50.8%	51.3%	26.6%	47.6%	45.8%
메모리	30.8%	29.0%	32.5%	41.3%	50.0%	55.2%	59.9%	60.9%	34.1%	57.2%	55.6%
DRAM	39.3%	35.6%	38.0%	46.3%	55.8%	61.1%	65.5%	66.6%	40.2%	63.0%	64.6%
NAND	18.0%	19.8%	24.7%	34.9%	42.1%	47.0%	52.4%	52.6%	25.6%	49.2%	43.0%
SLSI	5.8%	5.5%	5.2%	4.7%	6.8%	9.6%	9.6%	9.6%	5.3%	8.9%	7.8%
Display	-4.5%	2.2%	14.5%	18.1%	17.7%	22.2%	9.9%	16.5%	8.3%	16.3%	16.4%
LCD	-30.5%	-20.1%	2.9%	16.1%	14.0%	20.8%	11.5%	6.4%	-6.2%	13.5%	3.8%
OLED	13.0%	17.0%	22.0%	19.5%	20.0%	23.0%	9.4%	18.9%	18.1%	17.4%	18.4%
IM	14.1%	16.3%	0.4%	10.6%	8.8%	13.5%	11.4%	9.5%	10.8%	10.9%	10.9%
무선	14.5%	16.5%	0.0%	10.6%	8.7%	13.0%	11.5%	9.5%	10.9%	10.8%	10.9%
NW/기타	-1.6%	5.2%	19.4%	9.7%	10.7%	28.0%	9.6%	9.7%	7.6%	15.4%	9.1%
가전	4.8%	8.9%	6.9%	2.4%	3.7%	2.9%	3.8%	5.0%	5.6%	3.9%	4.3%
VD	7.3%	10.7%	8.1%	4.3%	5.1%	3.7%	5.0%	7.0%	7.3%	5.3%	4.7%
가전/기타	1.3%	7.3%	5.7%	0.7%	1.2%	2.0%	2.0%	1.5%	3.9%	1.7%	3.8%
HAR						0.5%	2.0%	4.0%		2.2%	4.2%

자료: IBK투자증권

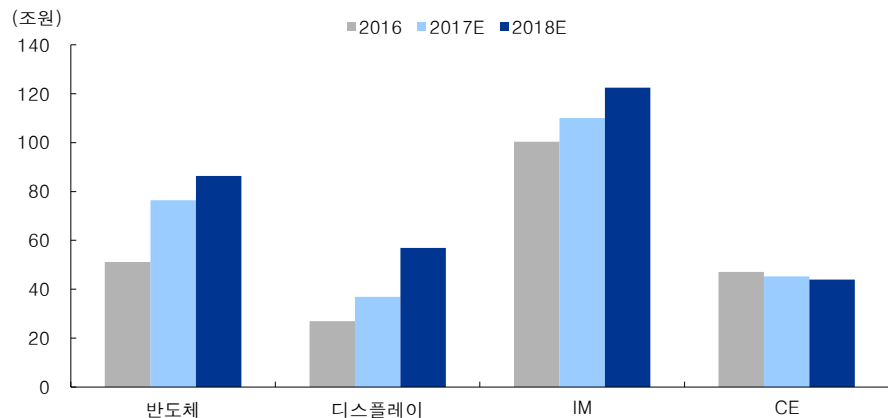
2018년까지 매출액 성장은 지속될 전망

2017년은 반도체
2018년은 디스플레이가
성장 주도

2017년 삼성전자 매출액은 전년 대비 21.5% 증가한 245조 3,520억원으로 예상된다. 반도체 사업부 증가율이 가장 높을 것으로 기대한다. 2018년 매출액은 2017년 대비 16.9% 증가한 286조 8,650억원으로 예상된다. 매출액 증가는 디스플레이 사업부가 주도할 전망이다. 사업부별로는

- 1) 반도체 사업부 2017년 매출액은 전년 대비 49.4% 증가한 76조 4,510억원으로 예상된다. DRAM B/G 18.2% 증가, ASP는 29.0% 상승할 것으로 추정한다. NAND는 B/G 35.0%, ASP는 22% 상승할 것으로 추정한다. 2018년 매출액은 2017년 대비 12.9% 증가한 86조 7,840억원으로 예상된다. DRAM B/G는 15.7% 증가, ASP는 1.8% 하락할 것으로 추정한다. NAND B/G는 35.7%, ASP는 18% 하락할 것으로 추정한다.
- 2) 디스플레이 사업부 2017년 매출액은 전년 대비 36.9% 증가한 36조 8,890억원으로 예상된다. OLED가 63.5% 증가, LCD는 2.5% 감소할 것으로 추정한다. 2018년 매출액은 2017년 대비 54.5% 증가한 56조 9,830억원으로 예상된다. OLED는 86.0% 증가, LCD는 23.9% 감소할 것으로 추정한다.
- 3) IM 사업부 2017년 매출액은 전년 대비 9.6% 증가한 109조 9,820억원으로 예상된다. 스마트폰 출하량은 5.3% 증가한 3억 2600만대로 추정한다. 2018년 매출액은 2017년 대비 9.1% 증가한 119조 9,380억원으로 예상된다. 스마트폰 출하량은 1.6% 증가한 3억 3,120만대로 추정한다.
- 4) CE 사업부 2017년 매출액은 전년 대비 3.7% 감소한 45조 3,190억원으로 예상된다. VD는 3.8% 감소할 것으로 예상된다. 2018년 매출액은 2017년 대비 3.1% 감소한 43조 9,080억원으로 예상된다. VD는 6.2% 감소할 것으로 예상된다.

그림 3. 삼성전자 사업부별 매출액 추이 및 전망



자료: 삼성전자, IBK투자증권

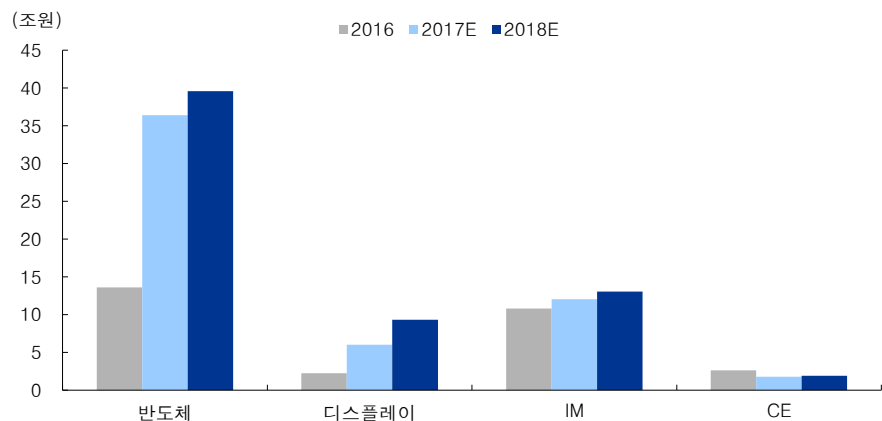
영업이익 개선도 추세적

2017년은 반도체가 주역
2018년은 디스플레이가
주역

삼성전자의 2017년 영업이익은 2016년 대비 91.3% 증가한 55조 9,280억원으로 예상된다. CE사업부를 제외한 전 사업부의 영업이익이 2016년 대비 증가할 전망이다. 그 중에서 반도체와 디스플레이 사업부의 증가율이 가장 높을 전망이다. 2018년 영업이익은 2017년 대비 13.9% 증가할 것으로 예상된다. 디스플레이 사업부 영업이익이 50% 이상 증가할 것으로 추정한다. 사업부별로는

- 1) 2017년 반도체 사업부 영업이익은 2016년 대비 167.8% 증가한 36조 4150억원으로 예상된다. DRAM, NAND 모두 큰 폭으로 증가할 전망이다. NAND의 영업이익 증가율이 DRAM에 비해서 더 높을 전망이다. 2018년 영업이익은 2017년 대비 8.7% 증가할 전망이다. DRAM, NAND의 ASP가 하락할 것으로 예상하기 때문이다.
- 2) 2017년 디스플레이 사업부 영업이익은 2016년 대비 2배 이상 증가한 6조 50억원으로 예상된다. LCD 영업이익이 흑자전환하고 OLED 영업이익이 57.1% 증가할 것으로 예상하기 때문이다. 2018년 영업이익은 2017년 대비 55.3% 증가할 전망이다. OLED 매출 본격화에 따른 영향으로 추정한다.
- 3) 2017년 IM사업부 영업이익은 2016년 대비 11.3% 증가한 12조 290억원으로 예상된다. 영업이익 증가는 2016년 Galaxy Note 7 사고 처리 비용으로 부진했던 2016년 실적의 기저효과인 것으로 추정한다. 2018년 영업이익은 2017년 대비 8.4% 증가할 것으로 전망한다.
- 4) 2017년 CE사업부 영업이익은 2016년 대비 32.8% 감소한 1조 7,690억원으로 예상된다. 이익 감소는 패널 가격 상승에 따른 VD의 수익성이 크게 악화된 것이 주요 원인으로 추정한다. 2018년 영업이익은 VD사업부 수익성 개선으로 2017년 대비 7.1% 증가할 것으로 예상된다.

그림 4. 삼성전자 사업부별 영업이익 추이 및 전망



자료: 삼성전자, IBK투자증권

사업부별 전망

반도체: 전인미답의 신세계

아무도 가보지 못한
새로운 길을 걷는 중

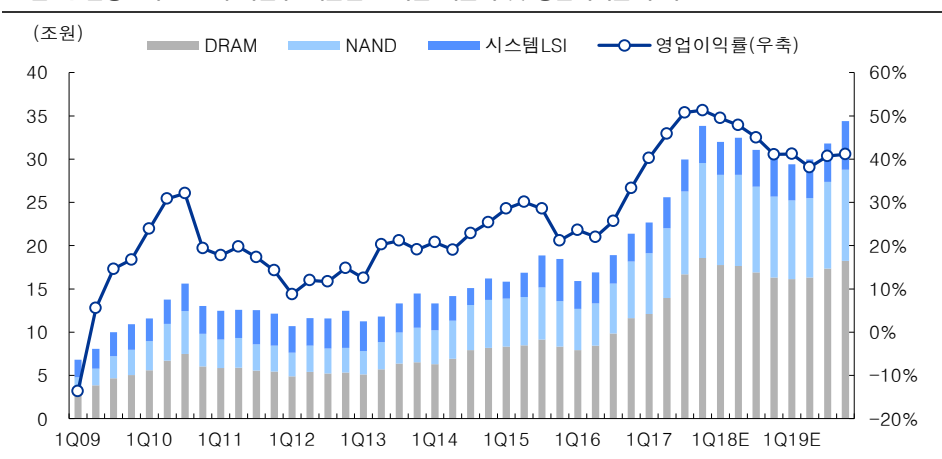
2017년 삼성전자 반도체 사업부 매출액과 영업이익의 규모는 사상 최대 규모가 될 전망이다. 분기 매출액도 2017년 4분기까지 사상 최고 규모 행진을 지속할 것으로 예상된다. 이는 DRAM, NAND 물량증가와 ASP 상승이 동반되고 있기 때문이다. 2015년, 2016년 모두 B/G는 전년 대비 상승했으나 큰 폭의 ASP 하락으로 외형 성장이 크지 않았으나 2017년에는 DRAM, NAND 가격이 상승한 효과이다.

반도체 사업부 영업이익도 이전과는 차별화된 규모로 증가하고 있다. 이미 2016년부터 추세적으로 개선되는 모습을 보이고 있다. 영업이익 증가는 2018년까지 지속될 것으로 예상된다.

이렇게 과거와 다른 양상을 보이는 것은 수요와 공급의 요인들이 과거와 다르기 때문이다. 제품별로 보면

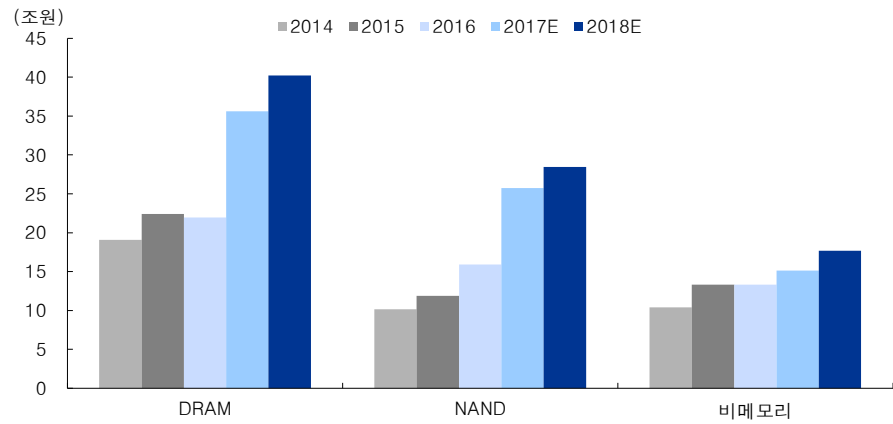
- 1) DRAM의 수급이 빠듯한 것은 공급이 예전처럼 큰 폭의 B/G를 기대하기 어려울 전망이다. 공정 전환의 효율성이 떨어지고 시장점유율 확대에 따른 장점을 기대하기 어렵기 때문에 투자 규모도 크게 증가하기 어렵기 때문이다. 수요는 둔화된 Mobile을 Server가 대체하고 있다.
- 2) NAND의 공급이 제한적인 것은 후발업체들의 개발 지연에 따른 영향과 2D에서 3D로 전환에 따른 효율성이 낮기 때문이다. DRAM 보다는 공격적으로 투자가 진행되고 있지만 3D NAND는 2D 대비 투자 효율성이 낮아서 2017년 이후 B/G는 2015년, 2016년 수준인 54~65%에는 크게 못 미칠 것으로 예상된다. 수요는 SSD 시장이 가파르게 성장하고 있다. IDC용 제품 수요가 빠르게 증가할 것으로 기대한다.

그림 5. 삼성전자 반도체 사업부 제품별 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



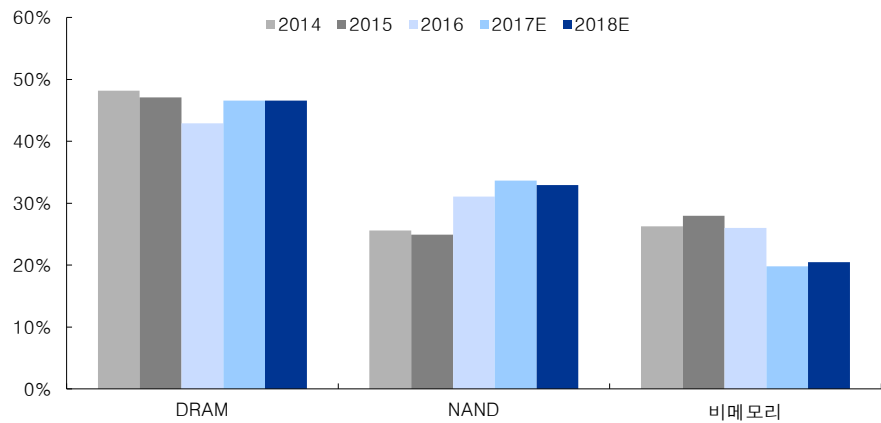
자료: 삼성전자, IBK투자증권

그림 6. 삼성전자 반도체 사업부 제품별 연도별 매출액 추이



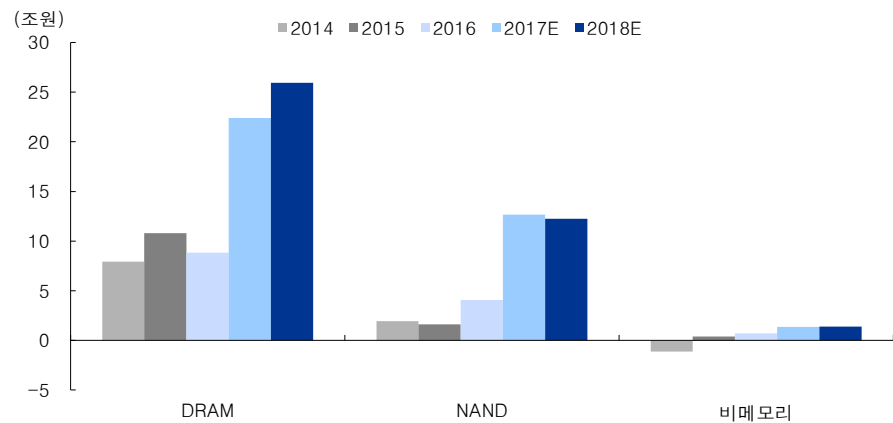
자료: 삼성전자, IBK투자증권

그림 7. 삼성전자 반도체 사업부 제품별 매출 비중(2017)



자료: 삼성전자, IBK투자증권

그림 8. 삼성전자 반도체 사업부 제품별 영업이익 추이



자료: 삼성전자, IBK투자증권

반도체(DRAM): Big Cycle 진입

신세계

세계 DRAM 매출액은 사상 최고치를 경신하고 있다. 상승세가 언제까지 갈 것인지에 대한 정답은 없지만 현 상황은 예상했던 것과는 다른 상황이라는 점에는 이견이 없다. 2017년 초에 예상했던 기간 보다 매출액 증가 속도와 기간이 훨씬 길어지고 있다. 매출액 증가는 2018년까지 지속될 것으로 예상된다.

과거 5번의 성장구간

과거 매출 증가 구간은 1991년부터 5차례가 있었다. 매출 증가 구간 및 증가폭도 다른 양상이었다. 가장 큰 폭으로 증가하고 기간도 길었던 구간은 1991년부터 1995년 11월까지였다. 이 당시는 Window 및 Intel의 사양 제고가 가파르게 진행되던 시기다. PC 보급률도 빠르게 성장하던 시기였다. 이후 공급 과잉에 따른 가격 하락으로 약 3년 동안 매출액은 감소하였다.

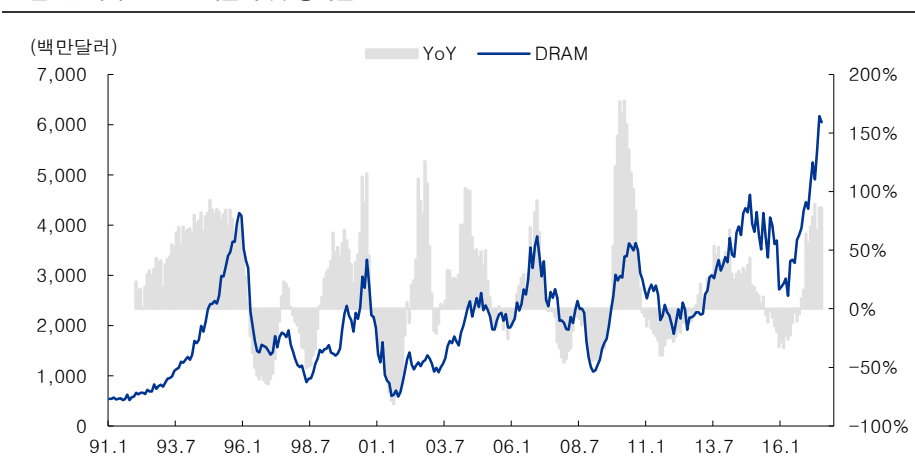
2차 구간은 1998년 5월에서 2000년 8월까지이다. DRAM 매출액은 약 4배 증가하였다. 밀레니엄 이벤트 영향인 것으로 분석된다. 3차 상승 구간은 2001년 8월에서 2006년 11월까지 5년 동안 6배 가까운 매출 증가를 기록했다. 그 사이 잠깐 하락하는 구간도 있었지만 상승 사이클에서 벗어난 구간으로 보기는 어렵다고 판단한다.

4차 구간은 2009년 2월부터 2010년 9월까지인데 역대 가장 짧은 기간이었다. 매출액은 3배 이상 증가하였다. 5차 구간은 2012년 1월부터 2014년 11월까지 인데 매출액은 2.5배 증가하였다.

이번엔 길고, 높다

이번 구간은 2016년 4월에서 시작해서 현재 진행형이다. 매번 상승구간별 특징이 달랐기 때문에 이번 구간도 지난 번과 같은 행태를 보이지는 않을 것으로 예상된다. 이번 구간에 대해서 좀 더 관심이 가는 것은 예년과는 달리 기간이 장기화 되고 매출 증가 폭이 기대 이상일 것으로 전망되기 때문이다.

그림 9. 세계 DRAM 매출액 및 증가율



자료: WSTS, IBK투자증권

공급 증가의 한계

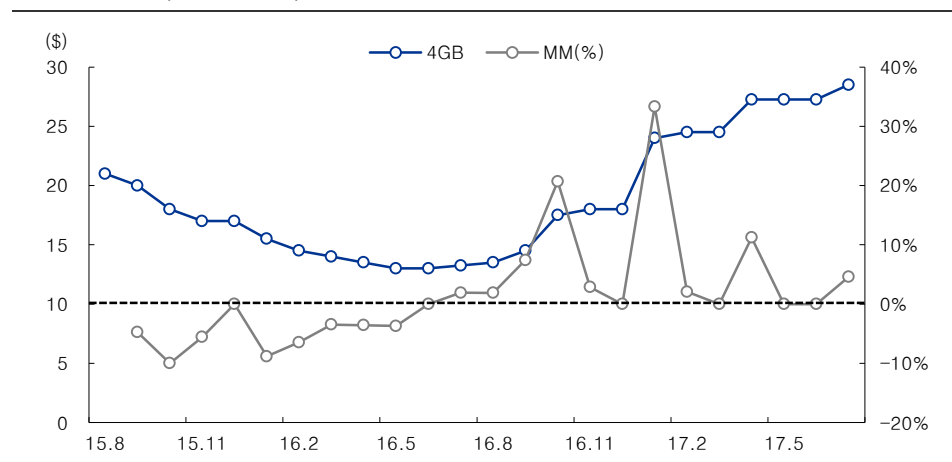
DRAM의 가격이 이례적으로 강세를 보이는 것은 제한된 공급에 기대 이상의 수요가 발생하고 있기 때문인 것으로 추정한다. 공급이 제한적인 것은 투자 매력도가 낮아짐에 따라 DRAM에 대한 투자 보다는 NAND에 투자가 집중되고 DRAM에 대한 투자는 현상 유지 하는 수준에 그치고 있기 때문이다. 또한 공정 개선을 통한 생산 효율성을 기대하기도 어려워지고 있기 때문이다.

기대 이상의 수요

수요도 가격 상승에 영향을 미치고 있다. 수요에서 가장 높은 비중을 차지하는 제품은 Mobile인데 전체 DRAM 수요의 40%대를 차지하고 있다. Server는 15%의 비중을 차지하고 있다. 최근 가장 높은 증가율을 보이고 있는 제품은 Server이다. Server의 시스템당 소요 Bit는 170GB로 Mobile의 3GB를 크게 상회한다.

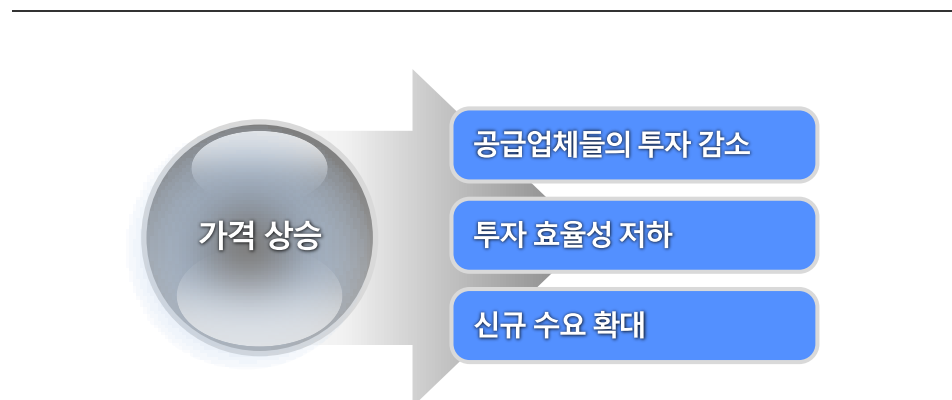
Server가 성장 동력이 된다는 것은 수요가 BtoC에서 BtoB로 바뀐다는 것을 의미한다. BtoB 시장은 가격 탄력성이 BtoC 시장 대비 낮다. 이로 인해 가격 상승에 따른 물량 감소는 크지 않을 것으로 기대한다.

그림 10. DRAM(PC DDR4 4G) 가격 추이



자료: WSTS, IBK투자증권

그림 11. DRAM 가격 상승 배경



자료: IBK투자증권

Mobile 성장 한계

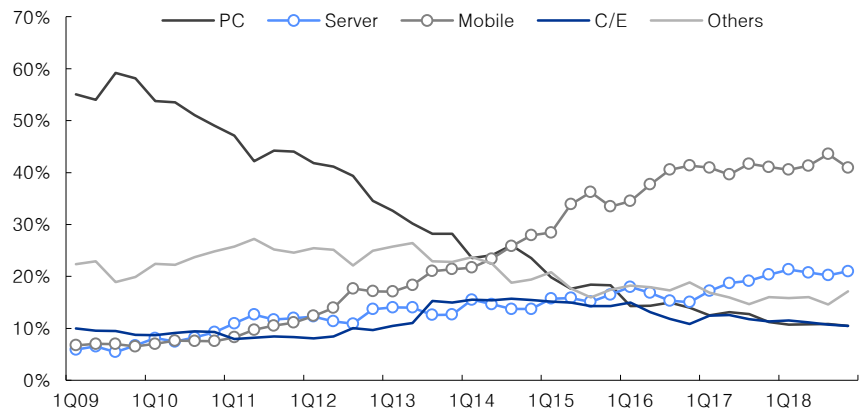
DRAM 수요에서 가장 높은 비중을 차지하는 것은 Mobile이다. 2017년 2분기 기준으로 DRAM 출하의 39.6%를 차지하고 있다. 2011년 4분기부터 10%를 상회하기 시작했다. 2014년에 20%대로 진입해서 2015년엔 30%대, 2016년에 40%로 빠르게 성장해 왔다. 더 이상의 점유율을 기대하기는 어려울 것으로 예상된다.

Server는 스펀지처럼
DRAM을 흡수 중

서버가 차기 수요처로 주목 받고 있다. 가트너에 따르면 2017년 2분기 기준으로 19.1%를 차지하고 있어 비중이 아주 높지는 않지만 전년 동기 대비 증가율은 압도적으로 높은 수준을 보이고 있다. 상대적으로 Mobile 성장세는 빠르게 하락하고 있다.

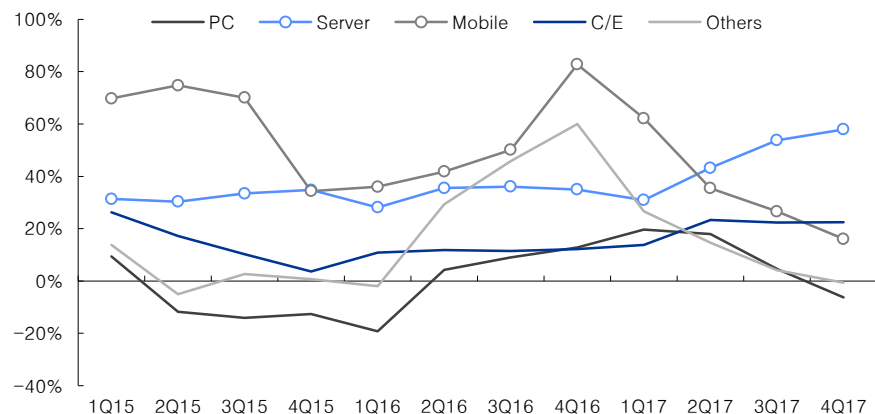
다소 다르게 볼 수 있는 시각은 서버시장에 대한 정확한 정보가 없다는 점이다. 예전부터 관리해 오던 서버와 전혀 새로운 방식의 서버 시장이 생기고 있기 때문이다. 가장 대표적인 것이 구글의 서버이다. 이들의 서버는 자체 소비가 목적이기 때문에 출하 데이터에 포함되지 않는다. 최근 서버의 비중이 상승하고 있고, 증가율이 최근에 상승한다는 것 이상의 수요가 서버로 몰리고 있다고 판단할 수 밖에 없다.

그림 12. DRAM 수요별 비중 추이



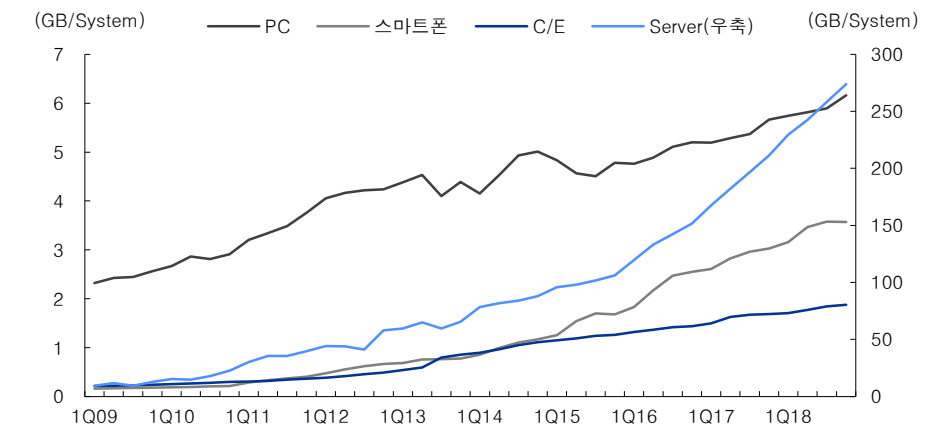
자료: Gartner, IBK투자증권

그림 13. DRAM 수요별 전년 동기 대비 증가율



자료: Gartner, IBK투자증권

그림 14. DRAM 수요별 GB/System



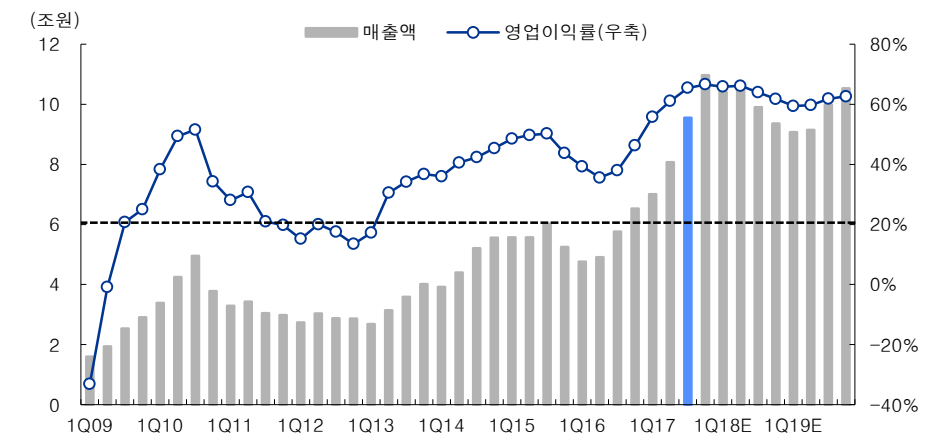
자료: Gartner, IBK투자증권

2017년 DRAM 매출액
전년 대비 62.1% 증가

삼성전자 DRAM 실적도 이에 동조할 것으로 전망한다. 2016년 4분기 매출액이 6조를 돌파하면서 매 분기 매출액이 증가하고 있다. 2017년 매출액은 2016년 대비 62.1% 증가할 것으로 예상된다. B/G는 예년에 비해서 낮지만 ASP가 전년 대비 29.0% 상승할 것으로 예상하기 때문이다.

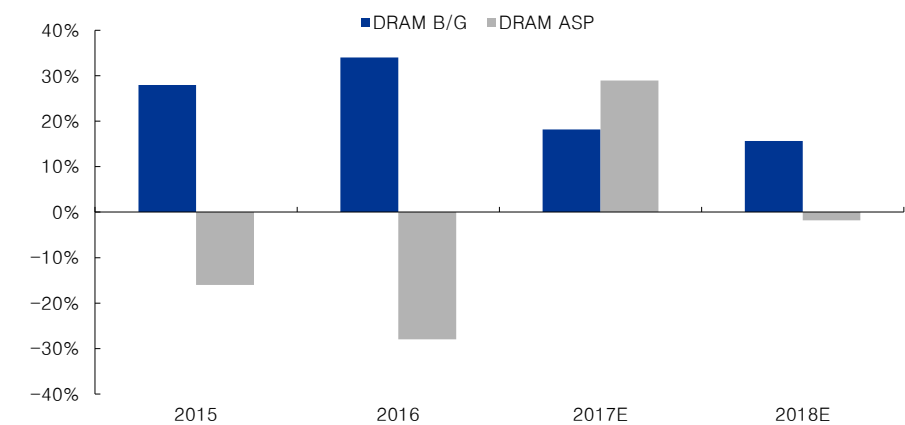
2017년 영업이익은 2016년 대비 172.0% 증가할 전망이다. 2016년에는 2015년 대비 감익하였다. 2018년에도 증익이 가능할 것으로 기대한다. 가격 하락폭이 제한적일 것으로 예상하기 때문이다.

그림 15. 삼성전자 DRAM 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: IBK투자증권

그림 16. 삼성전자 DRAM B/G 및 ASP 변화



자료: IBK투자증권

삼성전자의 DRAM B/G는 예년 수준의 높은 상승률을 보이기는 어려울 것으로 예상된다. 투자 규모도 제한적이고 투자 효율성도 높지 않을 것으로 예상하기 때문이다.

FAB 라인 변경 중
2017년 말 KWPM은 320

삼성전자가 보유하고 있는 DRAM FAB은 16년 말 기준 4개 라인이다. 이중 11라인은 CIS 생산으로 전용되고, 현재 NAND를 생산하고 있는 16라인을 일부 전용하여 DRAM으로 전환할 예정이다. 11라인의 40K/m가 빠지는 대신 NAND 16라인에서 80K/m를 DRAM 25K/m로 전환하고, 웨이퍼 투입 증가를 통해서 17라인 생산능력을 60K/m로 확대할 계획이다. 웨이퍼 투입에 비해서 물량 증가는 크지 않을 것으로 예상된다. 2016년 말 기준으로 350K/m에서 2017년에도 350K/m 수준의 생산능력은 유지할 수 있을 전망이다.

표 4. 삼성전자 DRAM FAB 현황

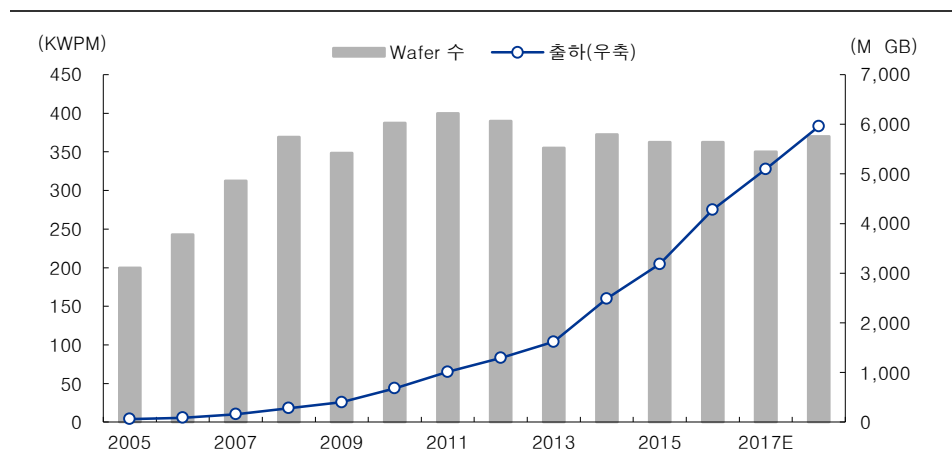
FAB	위치	Capacity(KWPM)		비고
		2016년 말	2017년 말	
11라인	화성	40	0	CIS로 전환
13라인		100	100	
15라인		120	120	
15-2라인		45	45	NAND에서 공정 전환 웨이퍼 물량 증가(35K)
16라인		0	25	
17라인		45	60	
합계		350	350	

자료: IBK투자증권
주: KWPM(K Wafer Per Month)

웨이퍼 출하 규모는 변화가 거의 없음

삼성전자의 DRAM 웨이퍼는 출하 GB에 비해서 크게 늘어나지 않았다. 2008년부터 월간 32~35만장 수준을 유지하고 있다. 그에 비해서 출하량은 빠른 속도 증가하고 있다. 이는 공정 전환에 따른 생산 효율성 개선으로 가능했던 것으로 추정한다. 최근 선평 개선 효율성이 낮아짐에 따라 B/G 성장률도 점차 낮아질 것으로 예상된다.

그림 17. 삼성전자 DRAM Wafer 출하 및 GBPW 추이 및 전망



자료: IBK투자증권
주: Wafer는 12인치 전환 기준.

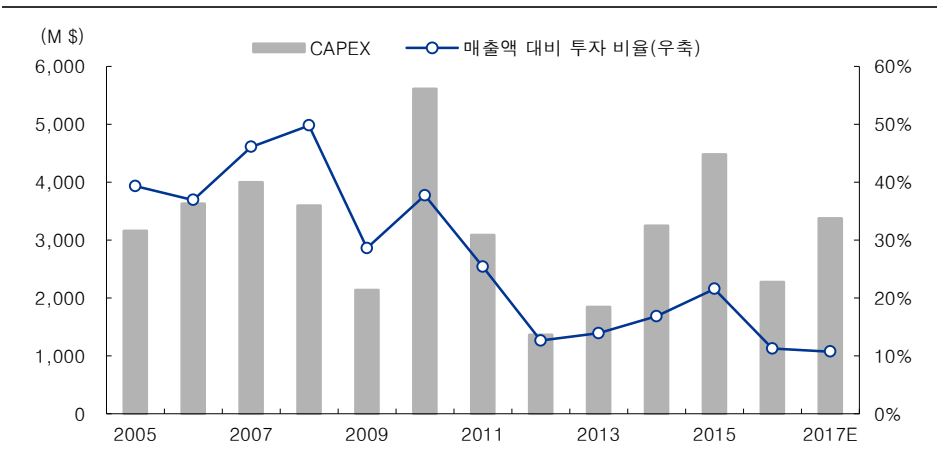
매출액 대비 CAPEX
하향 추세

DRAM에 대한 투자 효율성은 CAPEX 대비 출하 증가율을 통해서도 알 수 있는데 최근 들어 매출액 대비 투자비율이 10%대로 하락하고 있고, CAPEX 집행 이후 출하 증가율이 2007년 80%대에서 2017년에는 20%로 하락하고 있다. 이는 자금의 집행을 통한 물량 증가가 어려워졌다는 점을 방증한다. 이로 인해 DRAM에 대한 투자는 현상 유지하는 수준에 그칠 수 밖에 없다.

출하 증가율은 빠르게
하락 중

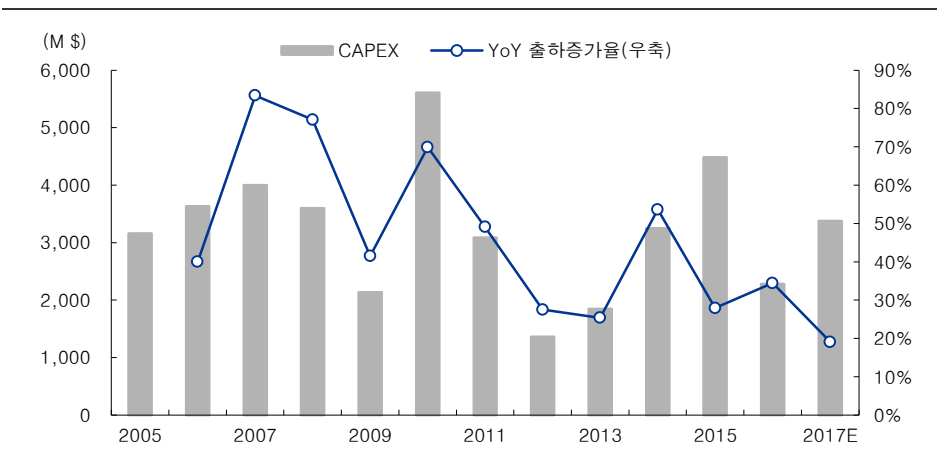
투자 효율성이 떨어지는 가장 큰 이유는 공정개선을 통해서 확보할 수 있는 chip 수의 증가가 한계점에 와 있기 때문이다. 과거 100nm에서 46nm로 개선되는 줄어드는 기간이 5년이 소요된 것에 비해, 최근 5년 동안은 2012년 35nm에서 2017년 18nm로 감소하였다. 18nm이후의 추가 공정개선 속도는 과거 대비 상당히 느릴 것으로 예상된다.

그림 18. 삼성전자 DRAM CAPEX 및 매출액 대비 투자비율 추이



자료: IBK투자증권

그림 19. 삼성전자 DRAM CAPEX 및 출하 증가율 추이



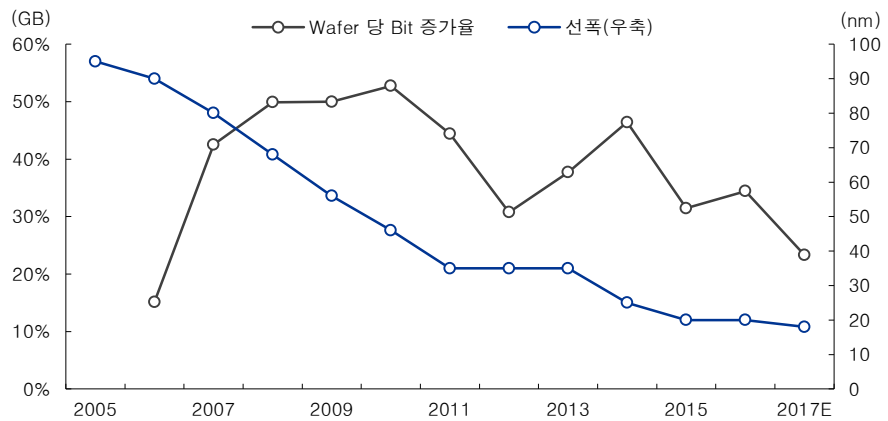
자료: IBK투자증권

선폭 감소 효과는 점차
감소 중

삼성전자 DRAM의 웨이퍼당 출하 규모는 2017년 기준으로 약 1,213GB/m으로 추정된다. 이는 2005년의 26GB/m에 비하면 46배 증가하였다. 웨이퍼는 20만장에서 35만장으로 50% 증가하였을 뿐이다. 공정은 보다 큰 폭으로 개선되었는데 구간별 차이는 있지만 2005년 평균 선폭은 약 95nm였던 반면 2017년에는 81% 감소한 18nm가 주력 제품이다.

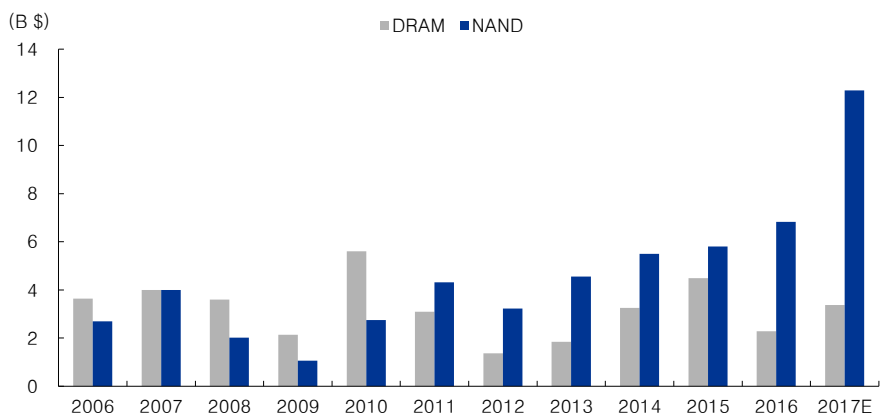
2018년 이후에는 공정개선을 통한 효율성 제고는 점차 어려워질 것으로 예상된다. 30nm에서 20nm로 공정 전환할 때 투입 마스크는 35% 이상 증가, 각 공정당 핵심 공정수는 110% 이상 증가, 클린룸 공간은 80% 이상 증가할 것으로 추정한다.

그림 20. 삼성전자 DRAM 월간 Wafer당 GB 출하 및 선폭 추이



자료: IBK투자증권

그림 21. 삼성전자 Memory CAPEX 추이



자료: Gartner, 업계 자료, IBK투자증권

반도체(NAND): Box 대역에서 탈출

새로운 영역으로 진입 중

NAND 시장의 최근 모습은 긴 Box권에서 탈출하는 모습이다. 월 매출액 15억~25억 달러 정도의 구간이 2010년부터 2016년 8월까지 지속되었다. 2016년 9월에 처음으로 30억 달러를 돌파하였다. 이후 예년과는 다르게 NAND 매출액은 상승세를 보이고 있다. 가격이 상승세로 전환한 이후 지속적인 상승세를 보이고 있기 때문이다.

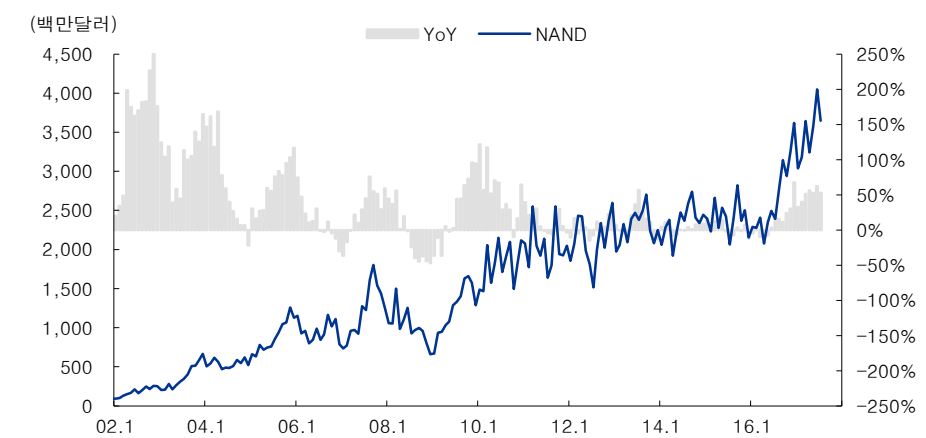
DRAM과 마찬가지로 공급과 수요 모두에서 그 원인을 찾을 수 있다. 우선 공급 변수는

- 1) 경쟁사의 투자지연에 따른 영향이다. 경쟁사의 투자 지연은 도시바의 매각 지연에 따른 영향이다. 매각이 완료되더라도 실제 투자 집행과 양산까지는 상당한 시간이 소요될 것으로 전망한다.
- 2) DRAM은 CAPEX가 줄어 들지만, NAND는 큰 규모의 투자가 진행되고 있다. 그럼에도 불구하고 출하 규모의 증가가 제한적이라는 점은 투자효율성에 문제가 있는 것으로 추정된다. 후발업체들의 2D에서 3D로의 전환이 예상보다 원활하지 않게 진행되고 있는 것으로 판단된다.

수요의 요인은

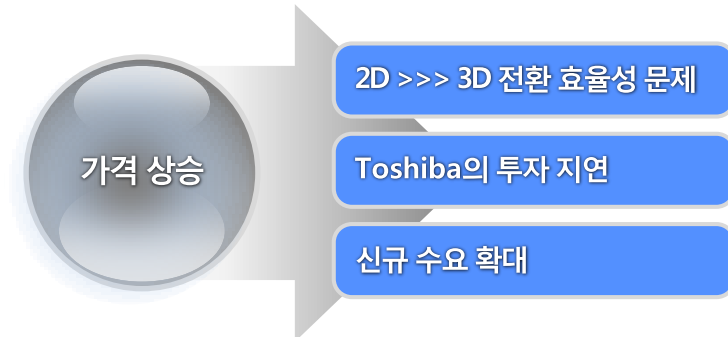
- 1) DRAM과 마찬가지로 BtoB에서 BtoC로 수요의 중심축이 이동하고 있다. 이로 인해 가격탄력성이 낮아지고 가격 상승에 따른 수요 둔화가 크지 않은 모습을 보이고 있다.
- 2) 서버시장의 확장 속도가 예상보다 빠르게 진행되고 있다. 2016년까지 최대 수요처는 Mobile이었으나 2017년 들어 SSD 비중이 Mobile을 상회하기 시작했다. 2018년에는 SSD 물량이 Mobile을 크게 상회할 전망이다.

그림 22. 세계 NAND 매출액 및 증가율



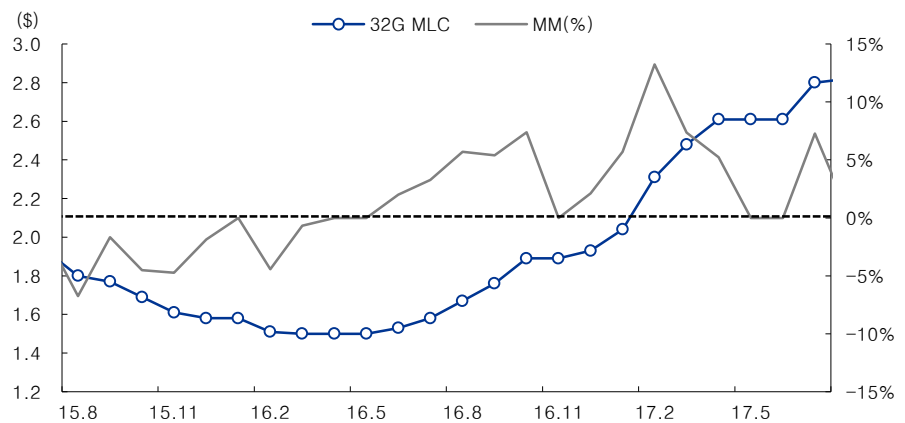
자료: WSTS

그림 23. NAND 가격 상승 배경



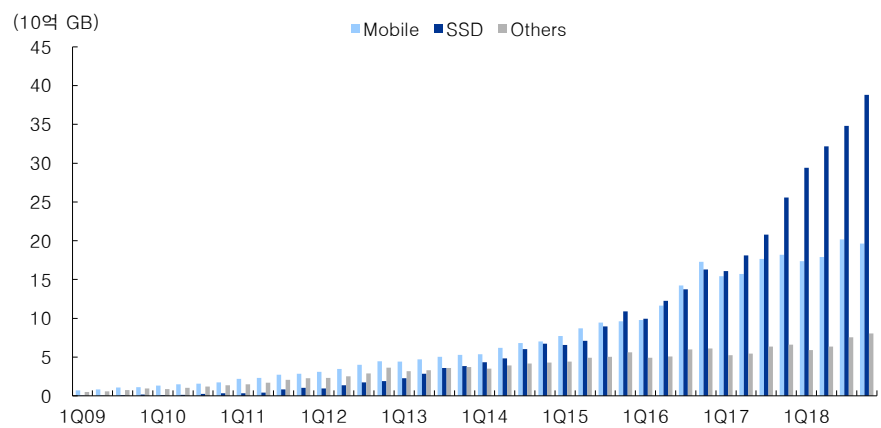
자료: IBK투자증권

그림 24. NAND (32G MLC) 가격 추이



자료: WSTS, IBK투자증권

그림 25. NAND 제품별 분기별 소요량 추이



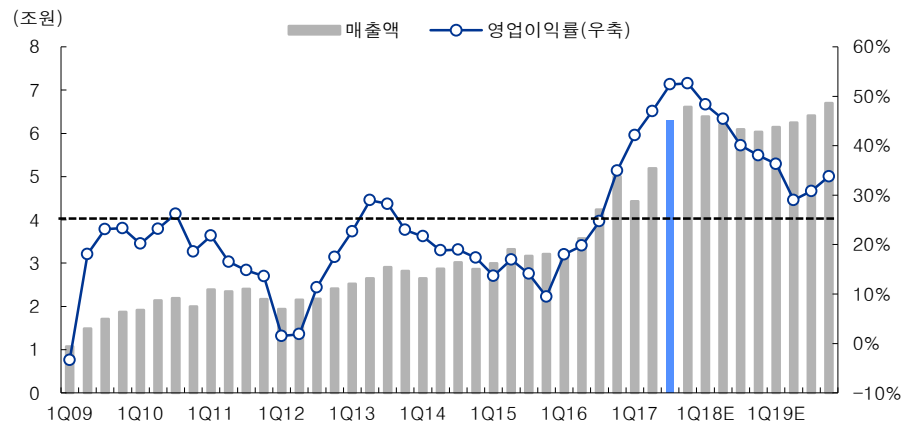
자료: Gartner, IBK투자증권

7년간의 지루한 성장 이후
파격적 증가세

삼성전자 NAND 분기 매출액은 2009년 1분기부터 2016년 3분기까지 233% 증가하였다. 7년이라는 기간을 고려할 때 그 폭은 높은 수준은 아닌 것으로 판단한다. 성장폭이 크지 않았던 NAND가 2016년 하반기부터 과거와는 다른 양상을 보이면서 가파르게 성장하고 있다. 삼성전자 2017년 4분기 NAND 매출액은 2016년 2분기 대비 94.2% 증가할 것으로 예상한다.

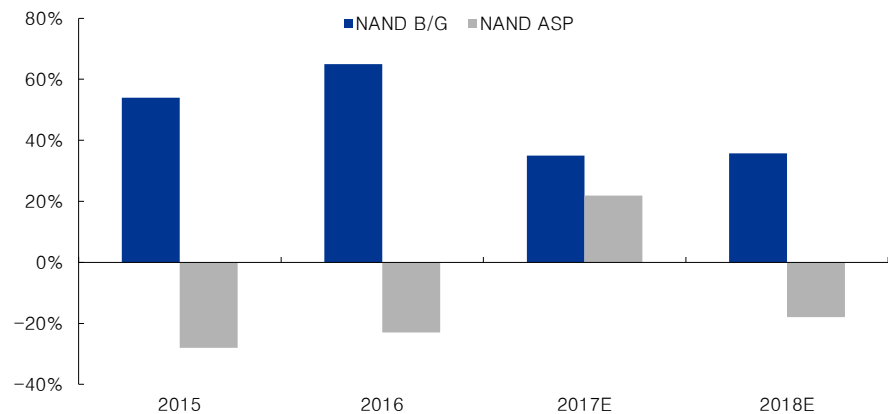
영업이익률도 7년 동안 적자에서 25% 사이를 반복해 왔다. 2016년 3분기부터 영업이익률도 과거 정체 구간 대비 한 단계 레벨업될 것으로 예상된다. 2017년 NAND 영업이익률은 49.6%, 2018년 영업이익률은 45.8%로 전망한다. 가격 상승효과에 따른 것으로 추정한다.

그림 26. 삼성전자 NAND 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: IBK투자증권

그림 27. 삼성전자 NAND B/G 및 ASP 변화



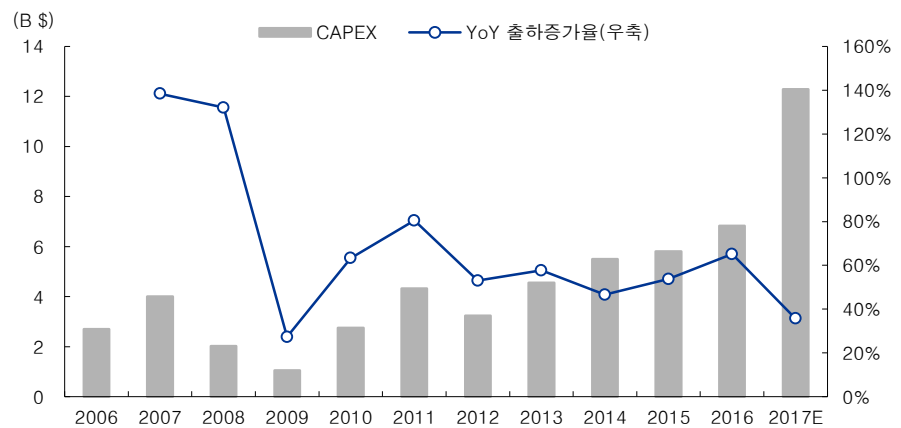
자료: IBK투자증권

CAPEX 규모 대비 출하량
증가는 제한적

삼성전자의 NAND B/G는 2017년 들어 큰 폭으로 하락하고 있다. 2015년 B/G 54%, 2016년 65%에서 2017년은 35.7%로 하락할 전망이다. 2018년에도 40%를 조금 넘기는 수준일 것으로 예상된다. 투자 규모는 점차 확대되고 있지만 상대적으로 물량 증가는 크지 않을 전망이다. 점차 투자 효율성이 떨어지고 있기 때문이다.

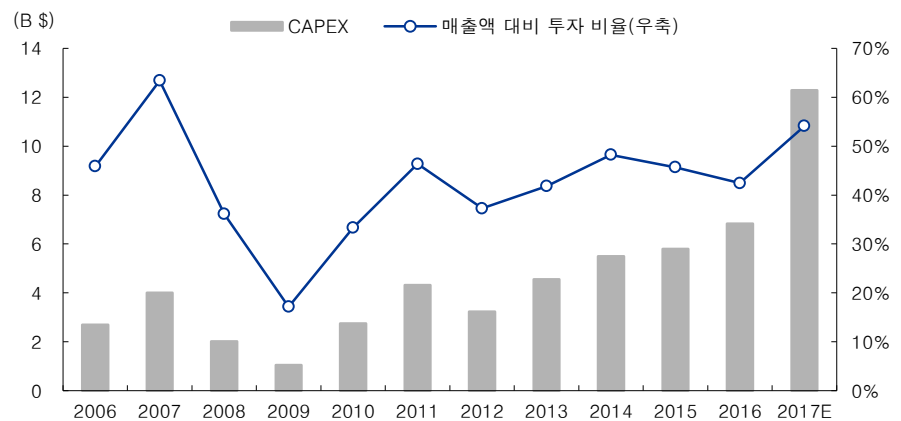
NAND 투자 효율성에 영향을 미치는 변수는 2D에서 3D로 전환하는 것이다. 기존의 2D라인을 3D로 전환할 때 발생하는 생산능력 손실 문제와 3D 라인 증설이 이전 2D 증설과는 다른 양상을 보이고 있기 때문이다.

그림 28. 삼성전자 NAND CAPEX 및 출하 증가율 추이



자료: IBK투자증권

그림 29. 삼성전자 NAND CAPEX 및 매출액 대비 투자 비율 추이



자료: IBK투자증권

FAB은 빠르게 확장 중

삼성전자가 보유하고 있는 NAND FAB은 16년 말 기준 3개 라인이다. 3D를 생산하는 라인은 중국 시안 팹이다. 2017년에 16라인을 2D에서 3D로 전환해서 월 10만 정도의 생산 능력을 확보할 것으로 예상된다. 연말까지 3D 웨이퍼의 비중은 62% 수준일 것으로 추정한다.

17라인은 연말에 월 4만장 규모의 생산능력을 확보할 전망이다. 17라인은 LSI의 공간을 일부 차용해서 생산 능력을 추가할 계획이다. DRAM도 일부 생산하고 있다. 18라인은 평택에 신규로 착공하는 팹이다. 연말까지 월 6만장 규모의 생산 능력을 확보할 것으로 예상된다. 2018년 말에는 월 10만장까지 생산능력이 확대될 것으로 예상된다.

표 5. 삼성전자 NAND FAB 현황

FAB	위치	Capacity(KWPM)		비고
		2016년 말	2017년 말	
12라인	화성	120	120	
16라인	화성	180	100	2D에서 3D로 전환
시안	중국 시안	115	115	3D 전용
17라인	화성	0	40	혼용 라인 3D
18라인	평택	0	60	3D 전용
합계		415	435	

자료: IBK투자증권

주: KWPM(K Wafer Per Month)

3D가 주력

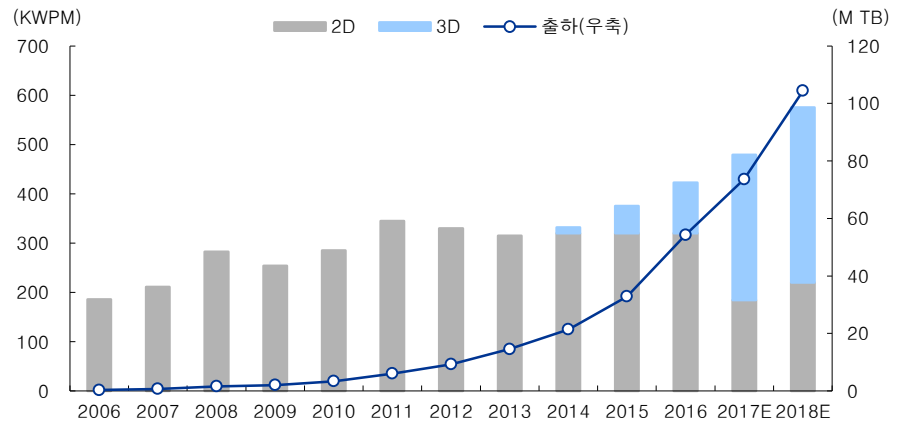
3D 방식은 2D에 비해서 공간 효율성이 높아 2014년부터 3D로 전환하기 시작했고 선풍 개선을 위한 추가 투자는 하지 않고 있다. 3D 초기 제품은 24층이었으나 2017년은 64층이 메인 제품이다. 64층 3D NAND는 2D 19nm NAND에 비해서 약 3배 수준의 집적도가 높아지는 것으로 추정된다.

표 6. NAND 제품별 특징

	10nm MLC	10nm TLC	3D TLC
Die Density(GB)	64	128	128
Page Size(Byte)	8K+768	8K+1024	16K+2048
Block Size(Byte)	1M+96K	6M+768K	6M+768K
Page Program Time(ms)	1.3	1.65	0.8
Block Erase Time(ms)	5	5	3.5
P/E Cycle(K) @85 deg C	18	4.5	20

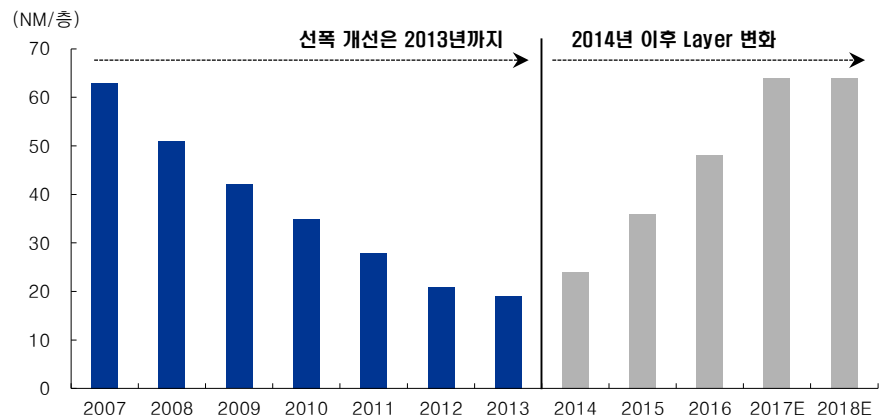
자료: EETimes

그림 30. 삼성전자 NAND Wafer 출하 및 GBPW 추이 및 전망



자료: IBK투자증권

그림 31. 삼성전자 NAND 2D 선폭 및 3D Layer(연말 기준)



자료: IBK투자증권

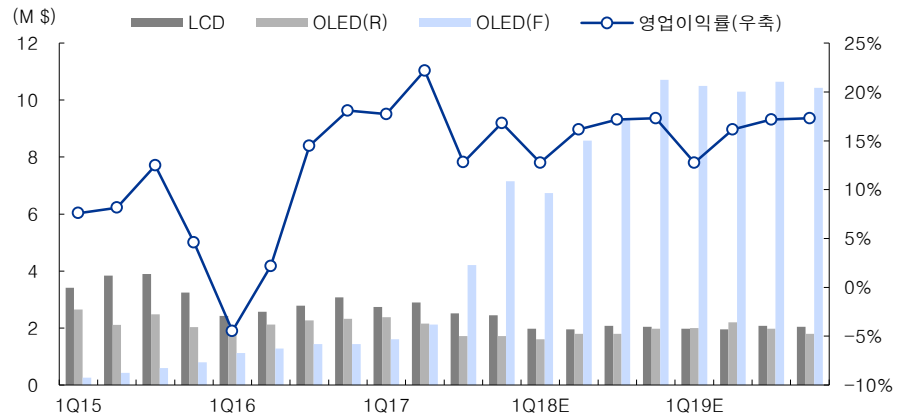
Display: F-OLED(Flexible)로 새로운 역사를 쓴다

F-OLED 본격 성장 개시

삼성전자 디스플레이 사업부 매출액은 2018년부터 새로운 역사를 쓸 것으로 예상된다. 2017년 2분기까지 OLED 분기 매출액은 5조를 상회하지 못했다. 2017년 3분기부터 매출액은 가파른 속도로 증가해서 4분기에는 10조를 상회할 것으로 기대한다. 이는 A3 라인의 본격 가동에 따른 것으로 추정한다.

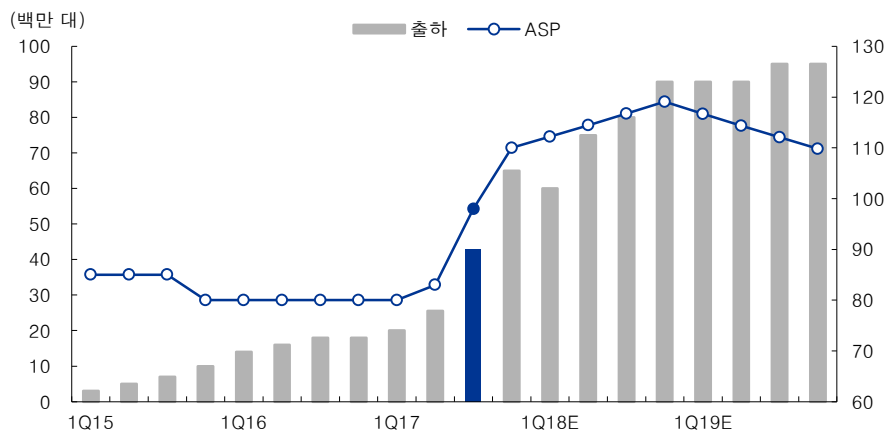
A3라인의 본격 가동은 F-OLED의 출하량과 ASP를 크게 상승하는 효과를 가져올 것으로 추정한다. 면적이 넓어지고 사양이 높아져서 기존 제품에 대비 단가가 높게 형성될 것으로 예상되고 연간 105k/월이 지속적으로 가동될 것으로 예상하기 때문이다. 다만 아직 수율과 관련된 이슈는 여전히 존재하고 있는 것으로 판단한다. 수율 개선 속도에 따라서 2018년 영업이익 규모의 변화폭도 클 것으로 전망한다.

그림 32. 삼성전자 디스플레이 사업부 매출액 및 영업이익률 추이



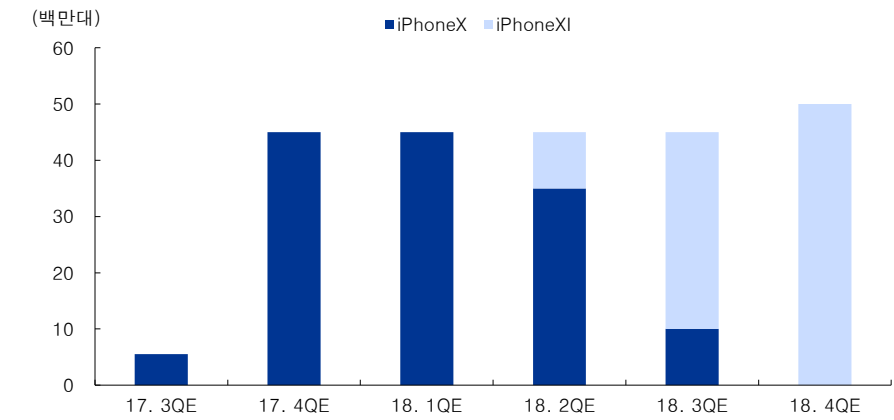
자료: IBK투자증권

그림 33. OLED 패널 분기별 출하 및 ASP 전망



자료: IBK투자증권

그림 34. 애플향 OLED 패널 분기별 출하 전망



자료: IBK투자증권

LCD 라인 투자는 보수적

삼성전자 디스플레이는 LCD에 대해서는 보수적으로 접근하고 있다. 변동성과 수익성을 고려할 때 바람직한 전략으로 판단된다. 삼성전자는 LCD 5세대, 6세대, 7세대 생산 라인을 철수했다. 특히 L7-1 라인 폐쇄는 LCD 패널 가격에 엄청난 파급 효과를 불러왔다.

8세대 이상의 LCD 라인에 대한 투자는 없을 것으로 예상된다. 대형 생산라인을 확보한 업체를 이용해서 대형 인치 시장에 접근할 것으로 예상된다. 대형 OLED에 대한 투자도 가능성이 낮다고 판단한다. VD에서 지나치게 QLED에 집착하는 모습을 보이고 있고 디스플레이 사업부 입장에서는 수익성이 가장 높은 소형 F-OLED에 투자하는 것이 가장 합리적인 방향이기 때문이다.

표 7. 삼성디스플레이 LCD 생산라인 구조조정

Location	Fab	Gen	Tech	Capacity	Application	Future planning
Cheonan	L5	5	a-Si	-	-	Sold Out
	L6	5	a-Si/Oxide	175 → 60	Automotive, NB, Monitor	Reducing Capacity and considering to sell
Tanjung	L7-1	7	a-Si	0	TV (40"mainly)	Shut down and changing to OLED
	L7-2	7	a-Si	110	TV and IT(55%)	
	L8-1	8	a-Si	150	TV(48"/49" and 55"mainly)	
	L8-2	8	a-Si/Oxide	168	TV and IT(20%)	
Suzhou		8	a-Si	120K	TV(48"/49",55" and 65/32"mainly)	Fully run from 3Q16

자료:IHS

OLED 절대 강자

삼성디스플레이 AMOLED 생산능력은 세계 최대 규모이다. 특히 F-OLED는 생산 기술 격차가 경쟁사와 아주 많이 벌어져 있어서 향후 수년간 그 격차가 좁혀지기는 어려울 것으로 판단한다. LGD와 중국업체들이 F-OLED의 양산을 목표로 하고 있으나 QHD급 양산 기술은 아직 확보되지 않은 것으로 판단한다. 일부 업체들은 삼성전자와 동일한 증착장비를 확보했으나 수율 개선에는 어려움을 갖고 있으며, FMM 확보도 여전히 원활하지 않은 것으로 판단한다.

삼성전자의 A3 라인은 6G 135k/월을 목표로 증설 중이다. 초기 계획은 120k/월이었으나 15k/월이 추가되었다. 2017년말을 목표로 진행 중이나 실제 135k/월이 가능한 시점은 2018년이 될 것으로 예상된다. A3를 완성하게 되면 이 중 120k/월은 Apple이 사용할 것으로 예상된다.

삼성전자가 확보하고 있는 Flexible 물량은 A2 Phase3,5,7라인의 22k/월, A3의 15k/월에 불과하다. 이로 인해 A3 T 라인의 투자를 계획하고 있으며 이는 LCD L7-1을 이용해서 진행하고 있다. 이를 통해 30k/월 규모를 추가할 것으로 예상된다.

해외 거래선의 추가 물량에 대응하고 삼성전자의 AMOLED 적용 모델 확대에 대응하기 위해서 추가 증설이 필요하다고 판단된다. 이를 위해서 A4 라인을 건설할 것으로 예상된다. 규모는 A3 라인(135k/월)을 상회할 것으로 전망한다.

표 8. 삼성디스플레이 AMOLED FAB 투자 계획 및 출하량 추이

Factory	Phase	OLED Gen	Substrate	Install	MP Ramp	Q116	Q216	Q316	Q416	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	6G 월 환산
SD A3	1	Half G6	Flexible	Oct-14	Apr-15	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	15
	2	Half G6	Flexible	Apr-16	Sep-16			12	72	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	15
	3	Half G6	Flexible	Jul-16	Jan-17					60	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	15
	4	Half G6	Flexible	Oct-16	Mar-17					45	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	15
	5	Half G6	Flexible	Nov-16	Apr-17						60	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	15
	6	Half G6	Flexible	Dec-16	May-17						30	72	90	90	90	90	90	90	90	90	90	15
	7	Half G6	Flexible	Feb-17	Jul-17							60	90	90	90	90	90	90	90	90	90	15
	8	Half G6	Flexible	Apr-17	Sep-17							30	60	90	90	90	90	90	90	90	90	15
	9	Half G6	Flexible	Jun-17	Nov-17								48	72	90	90	90	90	90	90	90	15
SDI A1	1	Half G4	Rigid	Apr-06	Sep-07	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	102	8.5
	2	Half G4	Rigid/Flex	Aug-08	May-09	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	6.5
	3	Half G4	Rigid	Jan-10	Jun-10	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	12.5
	4	Half G4	Rigid/Flex	Feb-18	Jun-18										30	60	90	90	90	90	90	7.5
SMD A2	1	Quarter G5.5	Rigid	Dec-10	May-11	234	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	17.5
	2	Quarter G5.5	Rigid	Jul-11	Oct-11	432	432	432	492	492	492	492	492	492	492	492	492	492	492	492	492	28.7
	3	Quarter G5.5	Rigid/Flex	Aug-11	Aug-12	108	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	7
	4	Quarter G5.5	Rigid	Mar-12	Dec-12	216	216	240	276	288	288	288	288	288	288	288	288	288	288	288	288	16.8
	5	Quarter G5.5	Rigid	Mar-13	Aug-13	396	396	432	432	432	432	432	432	432	432	432	432	432	432	432	432	25.2
	6	Quarter G5.5	Rigid	Aug-13	Dec-13	258	276	276	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	17.5
	7	Quarter G5.5	Rigid/Flex	Sep-14	Dec-14	108	108	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	7
	8	Quarter G5.5	Rigid/Flex	Aug-15	Nov-15	54	78	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	7
SD A2-E (V-1 Pilot)	1	Quarter G5.5	Rigid	Feb-17	Jun-17					24	72	96		96	96	96	96	96	96	96	96	5.6
	2	Quarter G5.5	Rigid	Feb-18	Jun-18										24	72	96	96	96	96	96	5.6
SD A3 T-Line (L7-1)	1	Half G6	Flexible	Aug-17	Dec-17							30		60	90	90	90	90	90	90	90	15
	2	Half G6	Flexible	Oct-17	Mar-18									30	60	90	90	90	90	90	90	15
	3	Half G6	Flexible	Mar-18	Aug-18											45	90	90	90	90	90	15
	4	Half G6	Flexible	Jun-18	Dec-18												30	60	90	90	90	15
SD A4	1	Half G6	Flexible	Jun-19	Nov-19																30	5
Total						2,322	2,442	2,523	2,658	2,793	2,982	3,192	3,372	3,486	3,618	3,771	3,900	3,930	3,960	3,960	3,990	372.9

자료: IHS

중소형 AMOLED의 기술적 장벽: 증착기, FMM

양산까지는 예상보다
소요 기간이 길어질 전망

삼성디스플레이가 라인 세팅할 때 발주에서 평균 소요 시간은 14개월인데 후발업체들도 동일한 시간 내에 가능하다고 보기는 어렵다고 판단한다. 장비투자는 스케줄에 따라 진행될 가능성이 높지만 실제 양산 시점 및 물량 규모는 지금 계획하고 있는 것과는 다소 차이가 있을 전망이다.

후발업체들이 Mobile AMOLED 시장에 진입할 때 가장 크게 영향을 미친 것은 증착기였다. 삼성디스플레이의 전격적인 투자 결정으로 핵심업체인 Canon Tokki의 물량에 여유가 없었기 때문이다.

증착기 보유 업체는 확산

2017년에는 LG디스플레이와 BOE로 공급될 것으로 예상된다. 2018년에는 중국업체로 추가로 물량이 배분될 전망이다. 2019년 물량은 삼성디스플레이의 A4라인에서 집중적으로 구매할 가능성이 높은 것으로 판단한다.

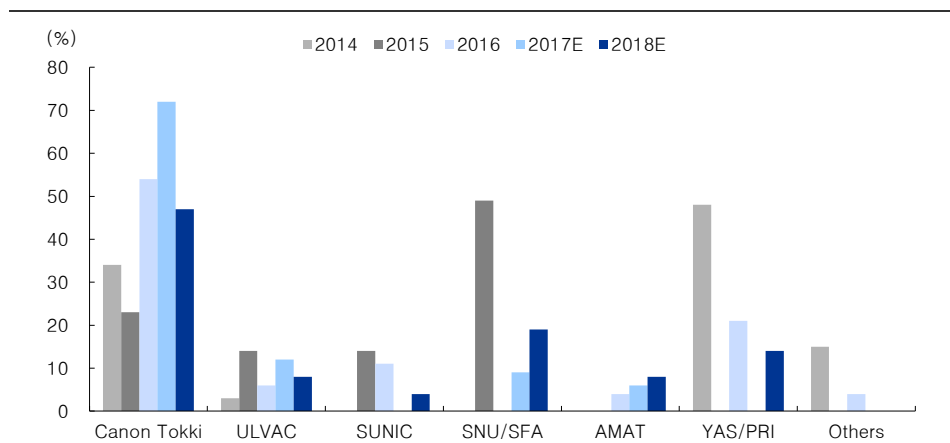
Canon Tokki가 아닌 다른 제품에 대한 수요도 점차 증가할 것으로 예상하나 아직 검증되지 않았다는 점은 변수로 작용할 전망이다.

표 9. Canon Tokki 증착기 유통 현황 및 전망

업체	생산라인	2016	2017	2018	비고
SDC	A3	5	4	Gen 5.5	
	V1		1		
	A3 T			2	
	A4			2	
LGD	E6		2	1	
BOE	B7		1	1	
CSOT				1	
Tianma				1	
Visionox				1	
Foxconn				1	
합계		5	8	10	

자료: 업계 자료

그림 35. 증착기 업체별 연도별 매출액 점유율 추이



자료: IHS

FMM 확보는 또 다른 과제

또 하나의 진입장벽은 FMM(Fine Metal Mask) 확보이다. Mobile AMOLED 디스플레이 생산에 증착기와 함께 FMM은 필수 부품이다. 향후 잉크젯 방식이 상용화되면 두 제품이 모두 필요없게 될 것으로 예상되나 당분간 증착기와 FMM에 대한 수요는 꾸준히 증가할 것으로 예상된다.

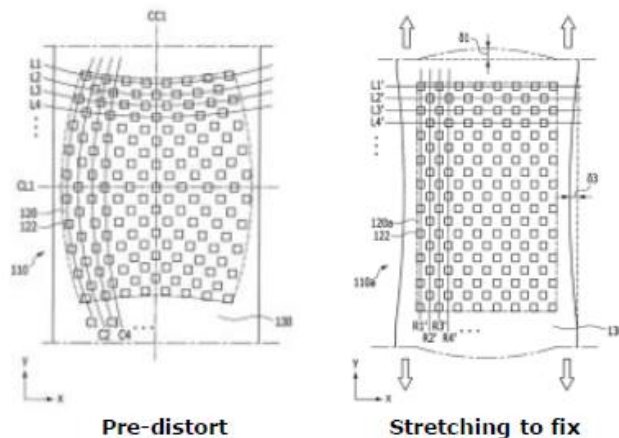
AMOLED용 FMM은 DNP의 입지가 독보적이다. 삼성디스플레이는 DNP로부터 공급 받고 있다. 아직 Mobile AMOLED를 의미있게 양산하는 업체가 많지 않기 때문에 시장 규모도 작지만 삼성디스플레이의 신제품 개발은 DNP와 공동으로 진행해 왔기 때문에 후발업체들이 동일한 제품을 공급받기는 쉽지 않을 것으로 예상된다. 삼성디스플레이는 QHD급을 양산하고 있지만 후발업체들은 FHD 생산에 집중하고 있다.

표 10. FMM 특징

구분	특징
무게	FMM Slit의 길이와 두께에 영향을 받음
폭	디스플레이의 폭은 FMM Slit에 결정됨
수	EML layer의 수에 따라 결정됨(5~8)
재활용	세척없이 300~500회 사용 가능

자료: IHS

그림 36. FMM 적용 방법



자료: IHS

Mobile: 脱 Galaxy를 고민할 시점

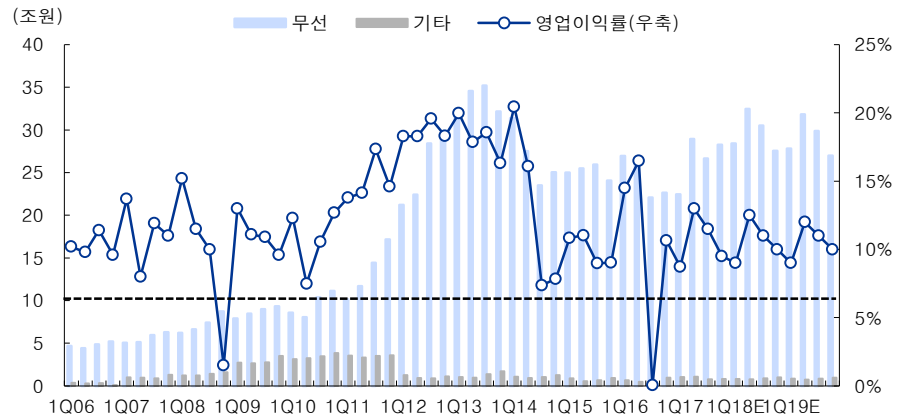
매출은 정체 국면 진입

삼성전자 스마트폰은 정체 국면에 진입한 것으로 판단한다. 2017년 매출액은 2016년 대비 7.3% 증가한 107조 6,400억원으로 예상되지만 지난 해 Galaxy Note 7 폭발에 따른 기저 효과를 제외하면 큰 폭의 성장은 아닌 것으로 판단한다. 2017년 출하량은 3억 2600만대로 2016년 대비 5.3% 증가할 것으로 예상한다. 이 역시 Galaxy Note 7 폭발에 따른 기저 효과에 따른 것으로 판단한다.

영업이익률도 정체 국면

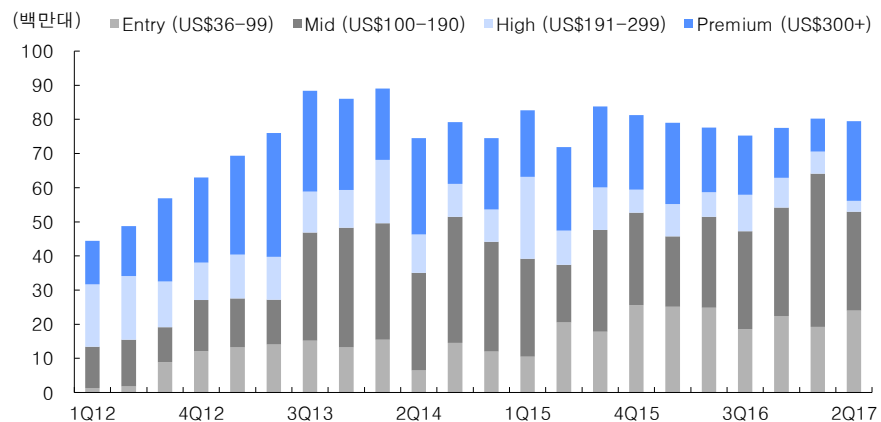
IM사업부의 영업이익률은 2014년부터 10%대에서 큰 변화가 없다. 2017년에도 10% 초반의 영업이익률이 예상된다. 이 역시 자력으로 확보한 수익성이라고 보기는 어렵다. 가격별 제품믹스와 지역별 제품믹스는 점차 수익성을 확보하기 어려운 구조인 것으로 판단한다.

그림 37. 삼성전자 IM 사업부 매출액 및 영업이익률 추이



자료: IBK투자증권

그림 38. 삼성전자 스마트폰 가격대별 분기별 출하량



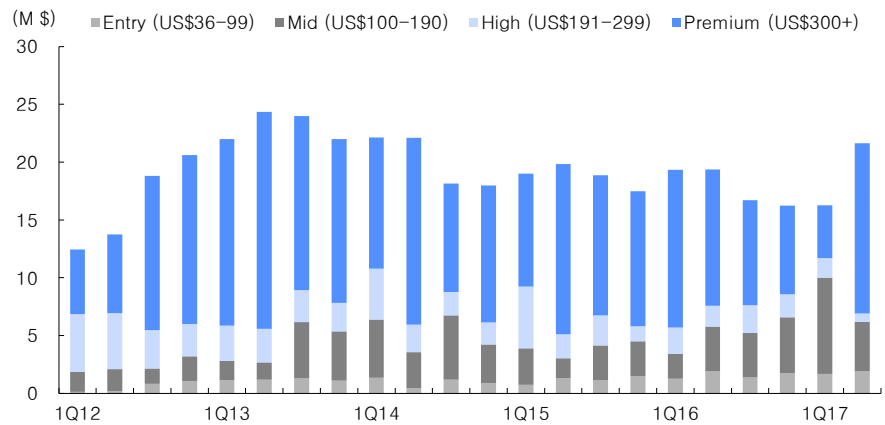
자료: Gartner, IBK투자증권

\$200 이상 제품 점유율
하락 중

삼성전자 스마트폰의 제품별 가격대는 \$100 이하에서 \$300 이상까지 스펙트럼이 넓다. 2017년 2분기 기준 출하비중은 \$100 이하 비중은 30%, \$190이하 비중은 36.5%이고 \$300 이상 제품의 비중은 29.4%를 차지하고 있다. 매출액은 \$300 이상 제품이 68.1%를 차지하고 있다. Galaxy S8 출시 효과인 것으로 판단한다. 이 효과가 장기적으로 지속될 수 있는지가 향후 성장성의 포인트가 될 것으로 판단한다.

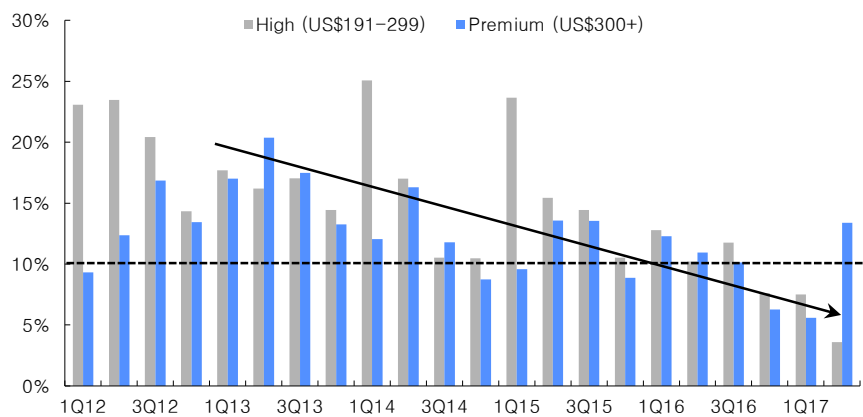
\$191 이상 제품의 비중은 2013년 이후로 감소세를 보이고 있다. \$190 이하 제품의 비중은 2014년부터 꾸준히 상승하고 있는 중이다. High End 시장에서 경쟁이 심해지면서 물량 증가를 위해서 목표시장을 확대한 것으로 판단한다. 수익성도 동시에 하락했다.

그림 39. 삼성전자 스마트폰 가격대별 매출액 추이



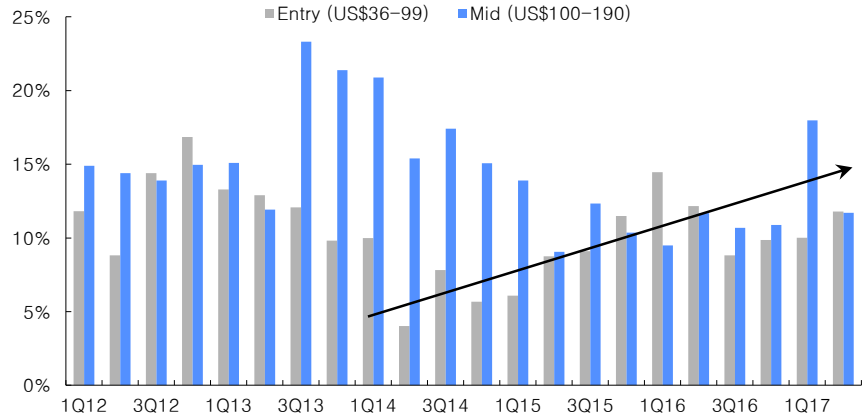
자료: Gartner, IBK투자증권

그림 40. 삼성전자 스마트폰(\$200 이상) 분기별 출하량 점유율 추이



자료: Gartner, IBK투자증권

그림 41. 삼성전자 스마트폰(\$ 200 이하) 분기별 출하량 점유율 추이



자료: Gartner, IBK투자증권

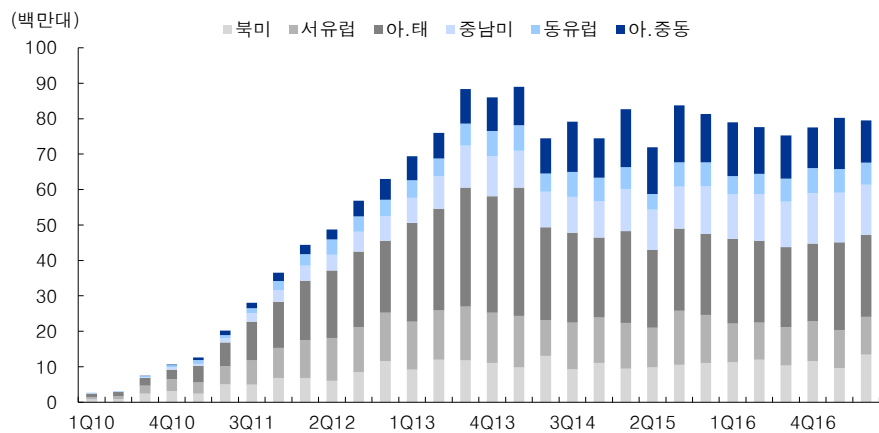
아/태 시장 점유율 빠르게 하락 중

삼성전자 스마트폰의 지역별 출하도 2013년 이후 전 지역에서 점유율이 낮아지는 추세이다. 북미 시장 내 점유율은 2017년 2분기 신제품 효과로 30%대로 높아졌으나 2013년 이후 20~30% 사이에서 유지하고 있다. 서유럽에서는 30% 대의 점유율을 안정적으로 유지하고 있다. 출하량에서 가장 큰 변화가 생긴 지역은 아시아/태평양 시장이다. 중국 내 시장점유율 급락이 주요 원인인 것으로 판단한다. 점유율뿐만 아니라 출하량도 큰 폭으로 감소하였다. 향후 이전 수준의 점유율을 확보하기는 어려울 것으로 판단한다.

중동/아프리카, 동유럽 점유율 하락세

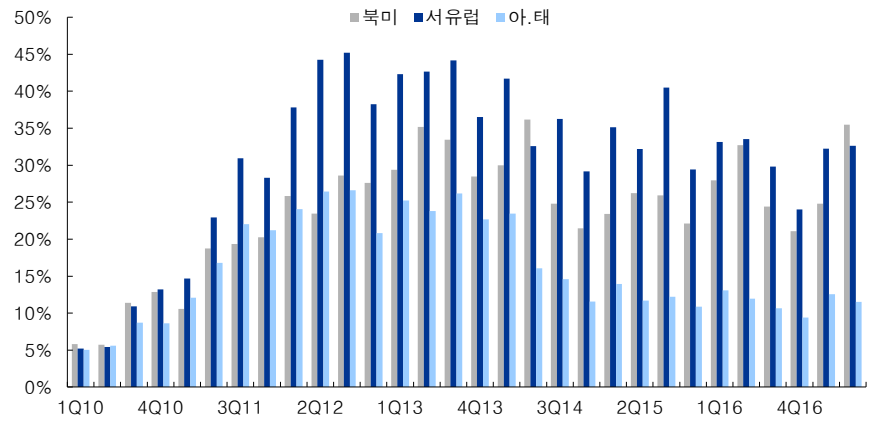
신흥시장에서는 30% 대의 점유율을 유지하고 있다. 하지만, 2013년에 비하면 추세는 하락세를 보이고 있는 중이다. 시장별로 차이가 있는데 남미는 잃었던 점유율을 회복하고 있는 중인데 중동/아프리카, 동유럽은 하락세를 지속하고 있는 것으로 판단한다.

그림 42. 삼성전자 지역별 분기별 출하량 추이



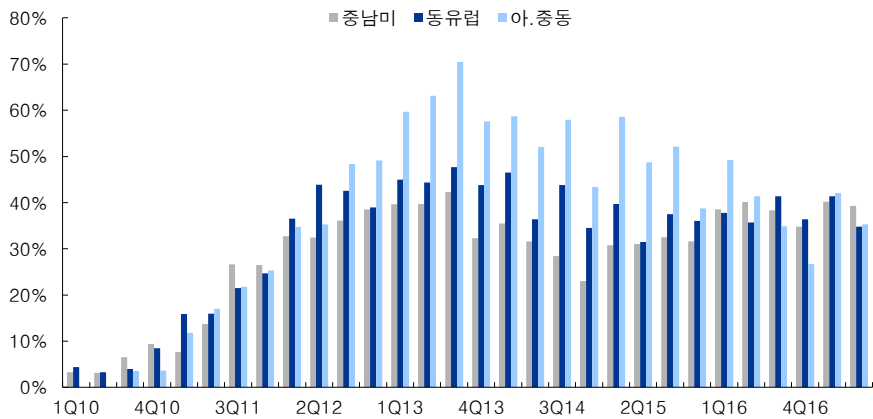
자료: Gartner, IBK투자증권

그림 43. 삼성전자 지역별(북미/서유럽/아.태) 분기별 점유율 추이



자료: Gartner, IBK투자증권

그림 44. 삼성전자 지역별(중남미/동유럽/아.중동) 분기별 점유율 추이



자료: Gartner, IBK투자증권

CE: QLED 자신감일까 고집일까

VD 부진 장기화 될 수도

삼성전자 CE사업부 매출액은 감소하는 추세이다. 가전부분은 꾸준히 증가하지만 매출에서 60%를 차지하는 VD사업부의 변동성으로 전체 사업부 매출액은 등락을 반복하고 있다. 2017년 CE사업부 매출액은 2016년 대비 6% 감소할 전망이다. VD 매출액이 2016년 대비 7% 이상 감소할 것으로 예상되기 때문이다.

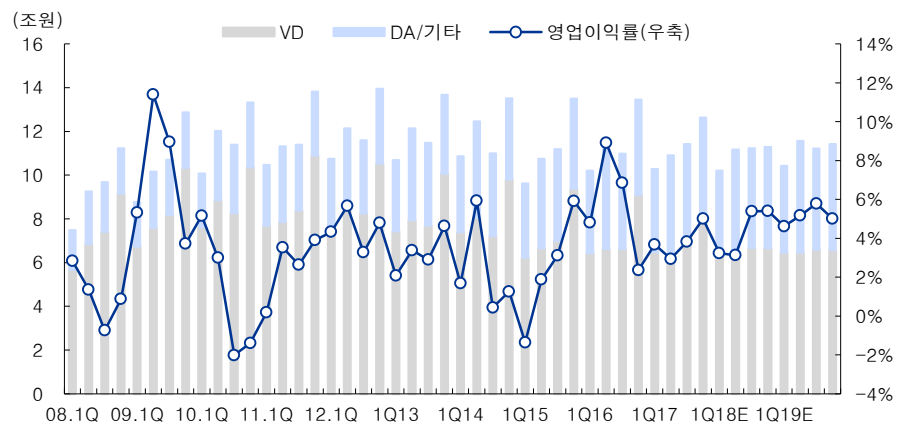
VD 매출이 부진한 것은 TV 판매 물량이 지난 해 대비 감소할 것으로 전망되기 때문이다. 이는 최근 패널 가격 상승에 따른 수익성 확보가 목적이다. 삼성전자의 패널 수요 감소로 최근 LCD 패널 가격은 하락세를 보이고 있다. 이로 인해 3분기 수익성은 소폭 개선될 것으로 기대한다.

하향 실적을 보이고 있는 VD 사업부의 근본적인 문제는 High End TV 전략에 있는 것으로 판단한다. 세계 시장 점유율은 2015년 1분기와 2017년 2분기간에 큰 차이가 없는 20%대를 유지하고 있다.

지역별로는 소폭 차이를 보이는데 북미, 서유럽 시장에서는 점유율을 유지하고 있지만 남미에서는 점유율이 10%p 상승하였고, 동유럽과 중동/아프리카에서는 10%p 이상 점유율이 하락하였다.

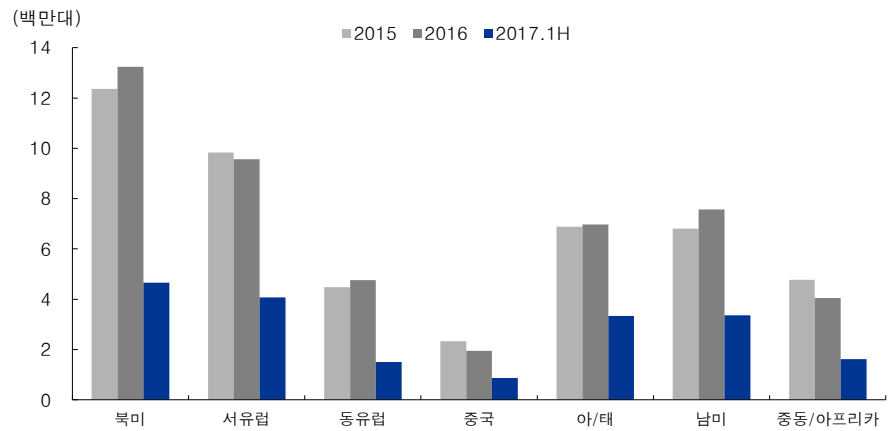
가격대별 점유율은 \$1000 이하 시장에서 점유율은 유지하거나 소폭 개선되고 있지만 \$3000 이상 시장에서 크게 하락하고 있다. OLED TV 점유율을 잃고 있기 때문이다. High End TV 시장에 OLED TV가 빠른 속도로 잠식할 것을 고려하면 새로운 대안이 필요한 시점인 것으로 판단한다.

그림 45. 삼성전자 CE 사업부 매출액 및 영업이익률 추이



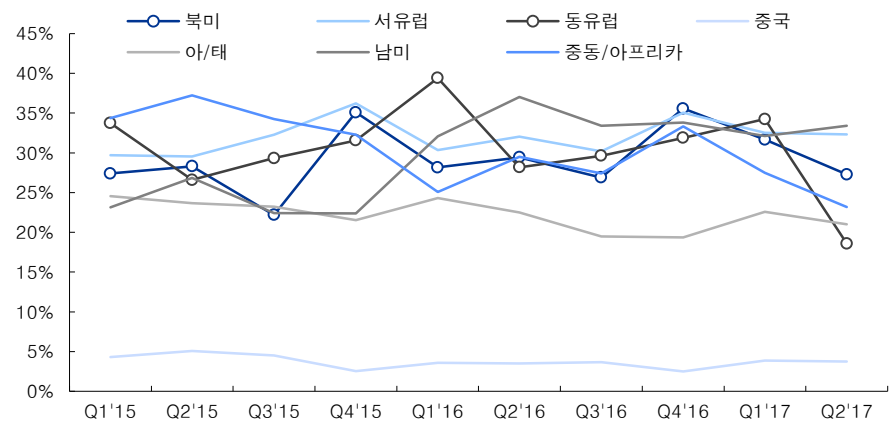
자료: IBK투자증권

그림 46. 삼성전자 LCD TV 지역별 출하량 추이



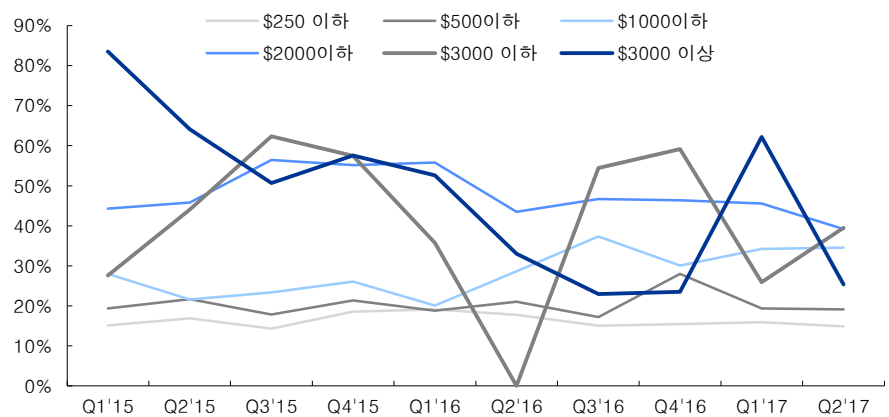
자료: IHS, IBK투자증권

그림 47. 삼성전자 LCD TV 지역별 점유율 추이



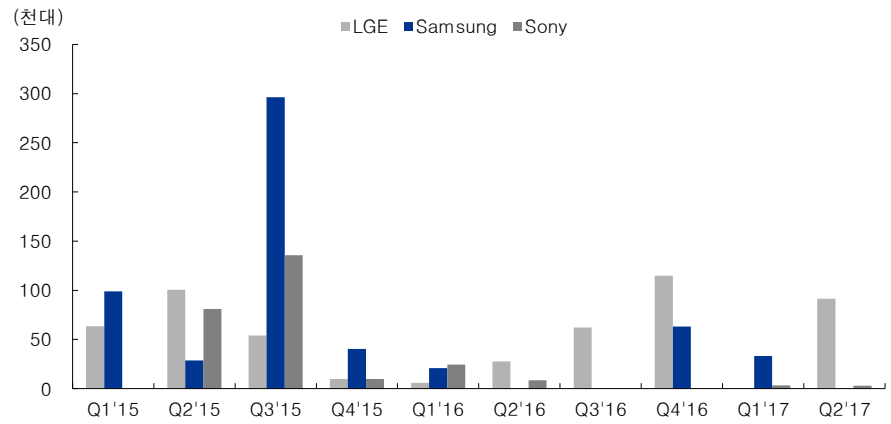
자료: IHS, IBK투자증권

그림 48. 삼성전자 LCD TV 가격대별 점유율 추이



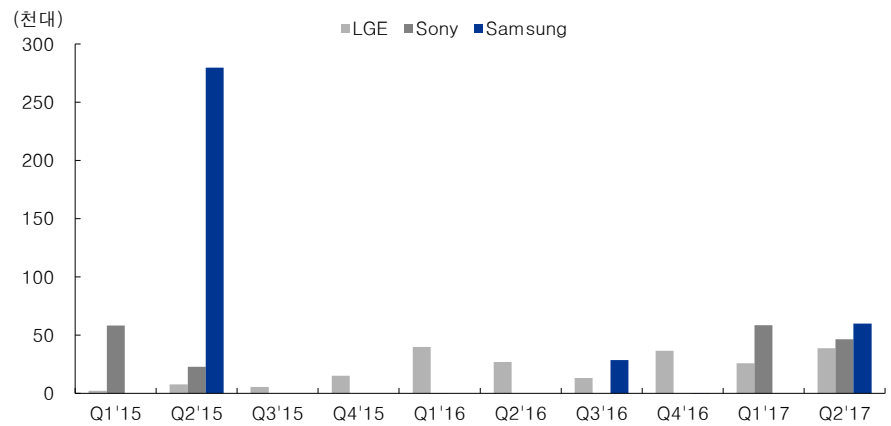
자료: IHS, IBK투자증권

그림 49. 주요 3사 TV 출하량 추이(\$2000~\$2500)



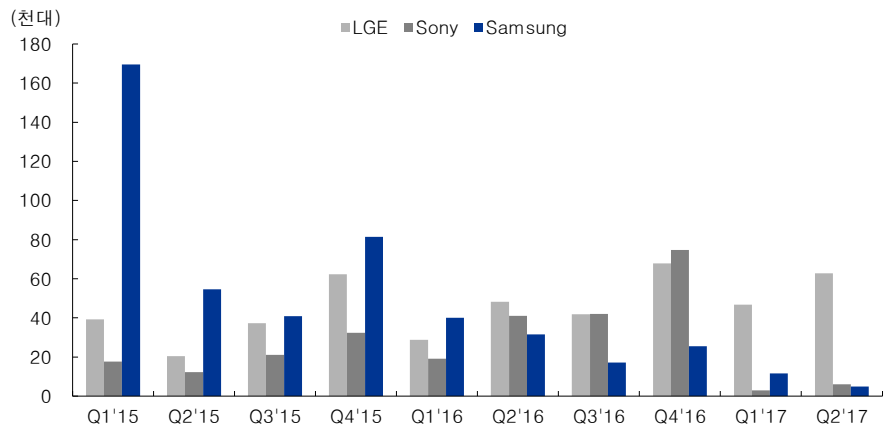
자료: 업계 자료, IBK투자증권

그림 50. 주요 3사 TV 출하량 추이(\$2500~\$3000)



자료: 업계 자료, IBK투자증권

그림 51. 주요 3사 TV 출하량 추이(\$3000~)



자료: 업계 자료, IBK투자증권

투자전략

투자의견 매수, 목표주가 350만원 제시

아직 싸다

삼성전자에 대한 투자의견은 매수를 제시한다. 이는

- 1) 반도체 사업부의 영업이익이 당분간 성장세를 지속할 것으로 기대되고
- 2) OLED 매출액 및 수익성이 4분기부터 본격적으로 개선될 것으로 기대되고, 4분기 및 2018년 영업이익 증가에 큰 폭으로 기대할 것으로 예상하고
- 3) 최근 가파른 주가 상승에도 불구하고 현재 주가는 이익 개선을 충분히 반영하지 않은 수준인 것으로 판단하기 때문이다.

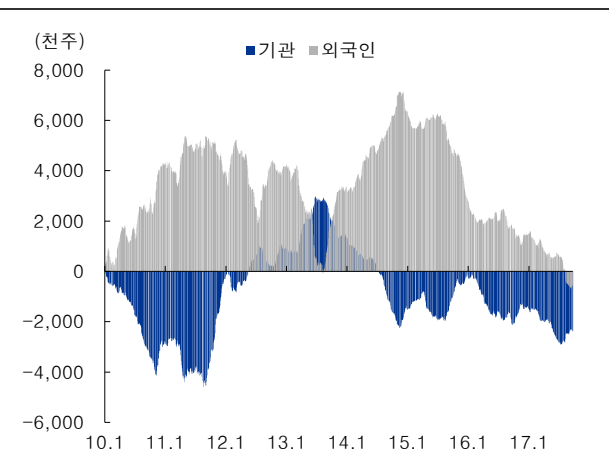
목표주가는 3,500,000원으로 제시한다. 이는 2018년 예상 BPS에 적정 PBR 2.2배를 적용한 수준이다. 현재 삼성전자의 투자 밸류에이션은 경쟁사 대비 매력적인 수준인 것으로 판단한다. 실적 모멘텀도 2017년 연말까지 개선될 것으로 전망되기 때문에 현재 시점에서 투자는 여전히 유효하다고 판단한다.

표 11. 삼성전자 적정 주가는 3,477,710원

투자 지표	내용	비고
Rf(%)	1.7	
Rm(%)	7.8	
베타	1.53	52주(주간)
g(%)	3.5	
Ke(%)	11.0	$Ke = Rf + (Rm - Rf) * \text{베타}$
ROE(%)	20.0	2018년 ROE
적정 PBR	2.2	$PBR = (ROE - g) / (Ke - g)$
예상 BPS	1,587,732	2018년
적정 주가	3,477,710	

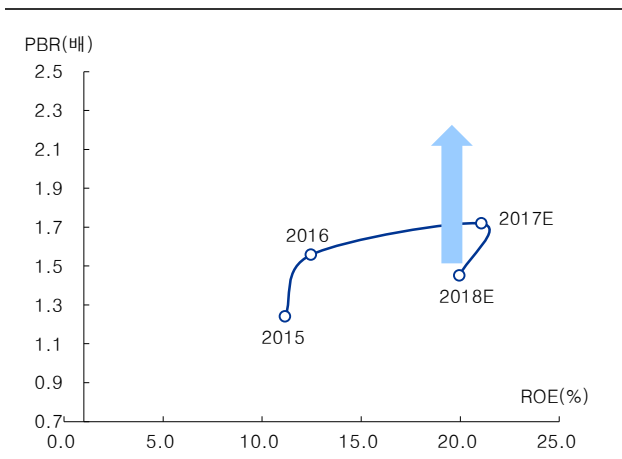
자료: IBK투자증권 리서치센터

그림 52. 삼성전자 투자자별 순매수 추이



자료: 와이즈에프엔

그림 53. 삼성전자 ROE vs PBR 추이



자료: IBK투자증권

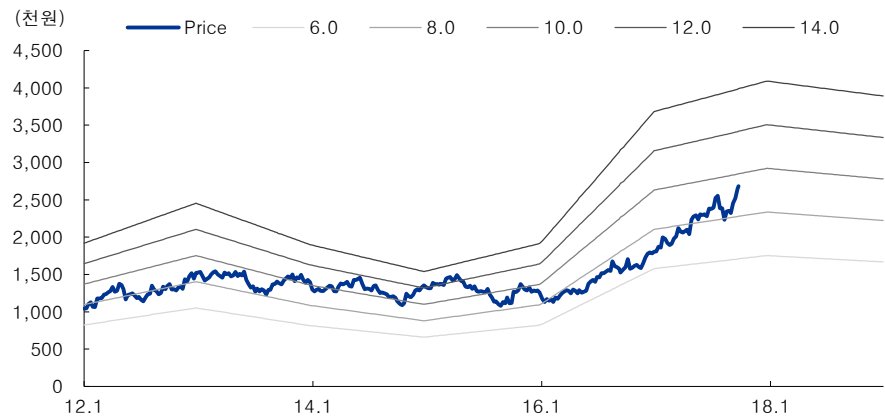
표 12. 글로벌 반도체 기업 Peer Valuation

		삼성전자	SK하이닉스	애플	인텔	TSMC	마이크론 테크놀로지	퀄컴	엔비디아	브로드컴	텍사스 인스트루먼트
국가		한국	한국	미국	미국	대만	미국	미국	미국	미국	미국
현재가(자국통화)		2,677,000	85,700	151.89	37.18	217.00	36.07	52.09	179.00	239.24	88.27
시가총액(백만USD)		306,270	55,191	784,546	174,709	186,824	40,184	76,888	107,400	97,605	87,391
매출액	2015	177,404	16,620	233,715	55,355	26,570	16,192	25,281	4,682	6,824	13,000
(백만USD)	2016	174,076	14,830	215,639	59,387	29,415	12,399	23,554	5,010	13,240	13,370
	2017	212,322	25,838	227,948	61,353	32,288	20,231	22,861	6,910	17,618	14,666
	2018	231,686	28,395	262,867	62,980	36,040	22,957	23,131	8,981	19,071	15,201
영업이익	2015	23,353	4,718	71,230	14,002	10,081	2,998	5,776	759	1,632	4,274
(백만USD)	2016	25,215	2,826	60,024	12,874	11,728	168	6,495	747	-409	4,799
	2017	47,445	11,691	60,772	17,894	12,749	5,951	6,920	1,934	7,924	5,778
	2018	52,276	12,344	71,382	18,890	14,314	8,187	6,131	2,982	8,815	6,115
순이익	2015	16,529	3,822	53,394	11,420	9,657	2,899	5,271	631	1,364	2,986
(백만USD)	2016	19,330	2,547	45,687	10,316	10,372	-276	5,705	614	-1,739	3,595
	2017	36,128	9,230	47,306	14,561	11,302	5,336	6,226	1,666	7,140	4,460
	2018	39,689	9,606	55,129	14,764	12,695	7,491	5,434	2,524	8,040	4,607
PER	2015	9.98	5.12	12.43	14.90	12.10	6.64	13.85	14.13	20.85	18.39
(배)	2016	11.41	10.68	13.65	15.26	14.08	N/A	16.62	21.34	N/A	19.86
	2017	9.17	5.93	16.83	12.36	16.52	7.62	12.73	42.21	15.12	20.67
	2018	7.99	5.70	13.80	11.94	14.71	5.53	14.39	44.35	13.62	20.03
ROE	2015	9.75	21.93	46.25	18.42	27.04	25.01	14.93	14.21	34.28	28.95
(%)	2016	10.94	13.01	36.90	15.98	25.60	-2.26	18.05	13.82	-14.73	34.78
	2017	20.30	36.29	35.29	19.51	23.20	32.94	27.43	32.57	32.70	38.93
	2018	19.45	28.35	36.85	18.99	23.41	30.97	35.61	36.83	27.04	37.64
EPS	2015	111.67	5.31	9.28	2.41	0.37	2.71	3.26	1.14	5.17	2.86
(USD)	2016	136.22	3.61	8.35	2.18	0.40	-0.27	3.84	1.13	-4.75	3.54
	2017	256.77	12.76	9.03	3.01	0.44	4.74	4.09	3.08	15.83	4.27
	2018	294.54	13.28	11.01	3.11	0.49	6.52	3.62	4.04	17.56	4.41
PBR	2015	0.93	1.02	5.36	2.67	3.04	1.46	2.58	2.55	7.22	5.57
(배)	2016	1.19	1.32	4.69	2.56	3.39	1.51	2.91	3.53	3.57	6.94
	2017	1.76	1.84	5.58	2.51	3.67	2.33	2.41	11.35	4.73	8.14
	2018	1.44	1.42	4.47	2.29	3.25	1.68	2.82	15.58	4.28	7.74
OPM	2015	13.16	28.39	30.48	25.29	37.94	18.52	22.85	16.21	23.92	32.88
(%)	2016	14.49	19.05	27.84	21.68	39.87	1.35	27.57	14.91	-3.09	35.89
	2017	22.35	45.25	26.66	29.17	39.48	29.42	30.27	27.99	44.98	39.40
	2018	22.56	43.47	27.16	29.99	39.72	35.66	26.51	0.33	46.22	40.23
EV/EBITDA	2015	2.03	2.14	6.04	6.90	6.00	3.64	8.74	8.24	13.90	10.42
(배)	2016	2.85	3.94	6.39	8.40	7.15	7.67	9.09	12.99	30.76	12.65
	2017	3.63	3.17	8.99	7.18	8.07	4.74	8.17	28.95	9.27	13.08
	2018	3.01	2.64	7.21	6.59	7.04	3.29	8.85	33.07	8.82	12.41

자료: Bloomberg, IBK투자증권

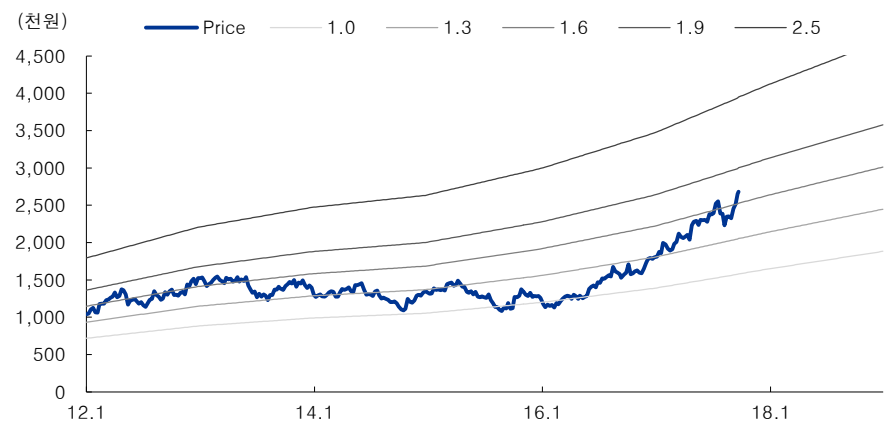
주: 엔비디아는 회계기간의 차이로 인해 2018년 수치부터 추정치

그림 54. 삼성전자 PER Band



자료: 업계 자료, IBK투자증권

그림 55. 삼성전자 PBR Band



자료: 업계 자료, IBK투자증권

그림 56. 삼성전자 영업이익 및 주가 추이



자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	200,653	201,867	245,335	286,865	293,556
증가율(%)	-2.7	0.6	21.5	16.9	2.3
매출원가	123,482	120,278	133,510	163,390	161,456
매출총이익	77,171	81,589	111,825	123,476	132,100
매출총이익률 (%)	38.5	40.4	45.6	43.0	45.0
판매비	50,758	52,348	55,892	59,764	72,136
판매비율(%)	25.3	25.9	22.8	20.8	24.6
영업이익	26,413	29,241	55,933	63,712	59,964
증가율(%)	5.5	10.7	91.3	13.9	-5.9
영업이익률(%)	13.2	14.5	22.8	22.2	20.4
순금융손익	483	679	1,214	-112	191
이자손익	985	916	806	788	1,087
기타	-502	-237	408	-900	-896
기타영업외손익	-2,037	774	340	130	530
중속/관계기업손익	1,102	20	77	86	99
세전이익	25,961	30,714	57,563	63,816	60,784
법인세	6,901	7,988	14,065	15,510	14,832
법인세율	26.6	26.0	24.4	24.3	24.4
계속사업이익	19,060	22,726	43,499	48,306	45,952
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	19,060	22,726	43,499	48,306	45,952
증가율(%)	-18.5	19.2	91.4	11.1	-4.9
당기순이익률 (%)	9.5	11.3	17.7	16.8	15.7
지배주주당순이익	18,695	22,416	42,401	47,087	44,790
기타포괄이익	76	1,991	-1,964	0	0
총포괄이익	19,136	24,717	41,535	48,306	45,952
EBITDA	47,344	49,954	79,258	89,360	88,481
증가율(%)	9.9	5.5	58.7	12.7	-1.0
EBITDA마진율(%)	23.6	24.7	32.3	31.2	30.1

투자지표

(12월 결산)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표 (원)					
EPS	109,883	136,760	263,046	292,118	277,865
BPS	1,016,129	1,156,530	1,339,717	1,587,732	1,819,162
DPS	21,000	28,500	28,000	28,000	28,000
밸류에이션(배)					
PER	11.5	13.2	10.2	9.2	9.6
PBR	1.2	1.6	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	3.4	4.4	4.2	3.5	3.3
성장성지표(%)					
매출증가율	-2.7	0.6	21.5	16.9	2.3
EPS증가율	-19.0	24.5	92.3	11.1	-4.9
수익성지표(%)					
배당수익률	1.7	1.6	1.2	1.2	1.2
ROE	11.2	12.5	21.1	20.0	16.3
ROA	8.1	9.0	15.2	14.6	12.3
ROIC	18.9	21.2	33.3	30.0	25.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	35.3	35.9	38.1	33.1	30.1
순차입금 비율(%)	-30.2	-35.9	-26.9	-32.0	-34.0
이자보상배율(배)	34.0	49.7	84.3	75.9	59.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.0	8.2	8.7	8.9	8.9
재고자산회전율	11.1	10.9	10.9	10.8	10.6
총자산회전율	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	124,815	141,430	153,721	182,309	208,960
현금및현금성자산	22,637	32,111	39,779	66,117	87,619
유가증권	44,229	52,432	38,556	40,121	41,751
매출채권	25,168	24,279	32,101	32,719	32,961
재고자산	18,812	18,354	26,789	26,310	29,155
비유동자산	117,365	120,745	155,145	170,245	185,769
유형자산	86,477	91,473	115,567	130,421	145,889
무형자산	5,396	5,344	14,913	14,710	14,526
투자자산	13,609	12,642	9,399	9,553	9,679
자산총계	242,180	262,174	308,867	352,555	394,730
유동부채	50,503	54,704	64,213	66,757	69,629
매입채무및기타채무	6,187	6,485	9,465	9,647	9,718
단기차입금	11,155	12,747	15,178	18,449	22,425
유동성장기부채	222	1,233	27	527	527
비유동부채	12,617	14,507	21,002	20,949	21,785
사채	1,230	59	1,051	551	1,151
장기차입금	194	1,179	1,918	2,018	2,118
부채총계	63,120	69,211	85,215	87,706	91,414
지배주주지분	172,877	186,424	215,953	255,931	293,236
자본금	898	898	892	892	892
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
자본조정등	-13,592	-9,706	-6,637	-6,637	-6,637
기타포괄이익누계액	-3,965	-2,257	-4,234	-4,234	-4,234
이익잉여금	185,132	193,086	221,528	261,506	298,811
비지배주주지분	6,183	6,539	7,699	8,918	10,080
자본총계	179,060	192,963	223,652	264,848	303,316
비이자부채	50,246	53,929	67,042	66,162	65,194
총차입금	12,874	15,282	18,173	21,544	26,220
순차입금	-53,992	-69,261	-60,162	-84,695	-103,150

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	40,062	47,386	52,344	74,707	71,730
당기순이익	19,060	22,726	43,499	48,306	45,952
비현금성 비용 및 수익	29,611	30,754	28,768	25,544	27,696
유형자산감가상각비	19,663	19,313	21,744	24,145	27,033
무형자산상각비	1,268	1,400	1,580	1,503	1,484
운전자본변동	-4,682	-1,181	-16,564	68	-3,006
매출채권등의 감소	208	1,474	-6,894	-618	-242
재고자산의 감소	-2,616	-2,831	-8,648	479	-2,845
매입채무등의 증가	-1,871	200	2,422	182	71
기타 영업현금흐름	-3,927	-4,914	-3,358	788	1,087
투자활동 현금흐름	-27,168	-29,659	-41,228	-42,773	-46,004
유형자산의 증가(CAPEX)	-25,880	-24,143	-45,144	-39,000	-42,500
유형자산의 감소	357	271	75	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1,501	-1,041	-910	-1,300	-1,300
투자자산의 감소(증가)	3,975	1,756	3,755	-68	-27
기타	-4,119	-6,502	997	-2,405	-2,177
재무활동 현금흐름	-6,574	-8,670	-2,596	-5,595	-4,225
차입금의 증가(감소)	0	0	-429	100	100
자본의 증가	0	0	-6	0	0
기타	-6,574	-8,670	-2,161	-5,695	-4,325
기타 및 조정	-524	417	-854	0	0
현금의 증가	5,796	9,475	7,667	26,338	21,502
기초현금	16,841	22,637	32,111	39,779	66,117
기말현금	22,637	32,111	39,779	66,117	87,619

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자익전 안내 (투자기간 12개월)

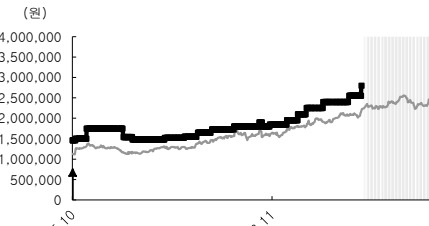
종목 투자익전 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자익전 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2016.07.01~2017.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	147	88.6
중립	19	11.4
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

삼성전자 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		
				평균	최고/최저				평균	최고/최저	
(원) 	2015.10.07	매수	1,500,000	-15.10	-12.80	2016.10.27	매수	1,850,000	-12.44	-9.35	
	2015.10.29	매수	1,750,000	-26.50	-20.97	2016.11.30	매수	1,950,000	-9.25	-7.08	
	2016.01.10	매수	1,540,000	-25.45	-23.70	2016.12.22	매수	2,100,000	-14.31	-13.14	
	2016.01.28	매수	1,480,000	-18.03	-11.35	2017.01.08	매수	2,250,000	-14.92	-11.33	
	2016.04.01	매수	1,520,000	-15.75	-14.14	2017.02.10	매수	2,400,000	-16.32	-11.33	
	2016.05.10	매수	1,550,000	-16.77	-11.16	2017.04.03	매수	2,550,000	-18.19	-16.08	
	2016.06.06	매수	1,650,000	-14.27	-11.15	2017.04.27	매수	2,800,000	-15.03	-4.25	
	2016.07.04	매수	1,730,000	-12.17	-9.31	2017.09.26	담당자변경	-	-	-	
	2016.08.17	매수	1,800,000	-10.76	-6.28	2017.09.26	매수	3,500,000			
	2016.10.06	매수	1,900,000	-13.49	-10.21						
	2016.10.12	매수	1,800,000	-11.56	-9.72						