

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김영우

hermes\_cmu@sk.com

02-3773-9244

## Company Data

자본금	8,975 억원
발행주식수	16,119 만주
자사주	2,243 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,236,801 억원
주요주주	
이건희(외9)	18.44%
삼성전자 자사주	13.48%
외국인지분율	50.80%
배당수익률	1.30%

## Stock Data

주가(16/10/18)	1,590,000 원
KOSPI	2027.61 pt
52주 Beta	1.33
52주 최고가	1,706,000 원
52주 최저가	1,126,000 원
60일 평균 거래대금	4,369 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.1%	2.7%
6개월	22.3%	21.5%
12개월	25.7%	25.9%

삼성전자 (005930/KS | 매수(유지) | T.P 2,000,000 원(유지))

## 2017 년, DS 부문의 무서운 약진을 확인하게 될 것

삼성전자 IM 사업부는 최악의 위기 대응으로 브랜드 이미지에 큰 타격을 입었으나

① 경쟁사를 압도하는 3D Nand Capa 가 현재 대비 2 배로 증가하며 놀라운 성장 견인

② Apple 의 Flexible OLED 채택 및 독점 공급으로 삼성디스플레이 실적 급증 예상

③ 1x 에 이은 1y nm DRAM 도입으로 DRAM 부문 수익성도 차별화 성공 가능

삼성전자 DS 부문 Super Cycle 진입중, 초대규모 투자는 사상최대 실적을 위한 전주곡

## 최악의 위기 대응으로 자멸한 IM 사업부, 갤럭시 S8 디자인은 완전히 다를 것

삼성전자는 2017 년 매출액 207.6 조원 (YoY 4.4%), 영업이익은 36 조원 (YoY 32.8%) 의 실적을 달성할 전망이다. 이는 ① DRAM 업황 개선 및 3D Nand 의 놀라운 수익성 에 기인한 반도체 부문의 실적 개선, ② 대형 LCD 수급 안정 및 Flexible OLED 판매 확대에 따른 삼성디스플레이(SDC)의 실적 호조를 기대하고 있기 때문이다. 이미지 개선 이 필요한 IM 사업부는 갤럭시 S8 에서, 기존 제품과 다른 새로운 디자인을 도입할 전망이다. 향후 노트시리즈는 장기적으로 Foldable 로 대체가 예상된다.

## 삼성전자의 성장을 이끄는 두개의 심장, 3D Nand 와 OLED 의 약진

삼성전자를 가치주가 아닌 성장주로 만들어 주는 두개의 심장은 3D Nand 와 Flexible OLED 이다. 지난 3 분기 삼성전자 IM 사업부는 BEP 를 하회하는 최악의 실적을 기록 하였지만, DS 부문의 대약진으로 5.2 조원이라는 양호한 실적을 거둘 수 있었다. 당사가 추정한 2017 년 DS 부문의 영업이익은 22.3 조에 달할 것으로 전망되며, 향후 삼성전자의 2017 년 영업이익이 36 조까지 성장할 수 있음을 보여주게 될 것으로 기대된다.

## 투자 의견 매수 및 목표주가 200 만원 유지

2017 년 삼성전자는 최고의 수익성과 압도적인 제품 경쟁력을 보유한 3D Nand 와 Flexible OLED 에 대한 사상 최고 수준의 투자가 예상된다. 3D Nand 는 이미 수요가 공급을 크게 초과하고 있으며, Apple 의 OLED 채택은 2017 년이 원년이다. 2017 년 하반기 영업이익 10 조 시대를 다시 열어갈 삼성전자에 대해 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가 200 만원을 유지한다.

## 영업 실적 및 투자 지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	228,693	206,206	200,653	198,891	207,637	209,346
yoy	%	13.7	-9.8	-2.7	-0.9	4.4	0.8
영업이익	십억원	36,785	25,025	26,413	27,150	36,057	36,718
yoy	%	26.6	-32.0	5.6	2.8	32.8	1.8
EBITDA	십억원	53,230	43,078	47,344	49,427	62,001	63,440
세전이익	십억원	38,364	27,875	25,961	30,639	37,061	38,410
순이익(지배주주)	십억원	29,821	23,083	18,695	22,269	26,783	27,781
영업이익률%	%	16.1	12.1	13.2	13.7	17.4	17.5
EBITDA%	%	23.3	20.9	23.6	24.9	29.9	30.3
순이익률	%	13.3	11.4	9.5	11.3	13.2	13.6
EPS	원	175,282	135,673	109,883	135,864	163,407	169,493
PER	배	7.8	9.8	11.5	11.7	9.7	9.4
PBR	배	1.6	1.4	1.2	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	3.6	4.1	3.4	3.9	2.9	2.5
ROE	%	22.8	15.1	11.2	12.4	13.5	12.5
순차입금	십억원	-43,335	-50,552	-58,619	-67,130	-80,592	-105,702
부채비율	%	42.7	37.1	35.3	33.3	33.6	31.7

## 1. IM의 위기와 DS의 Super Cycle 이 교차

### (1) IM 사업부 리스크 지속되나, 반도체 약진으로 만회 가능

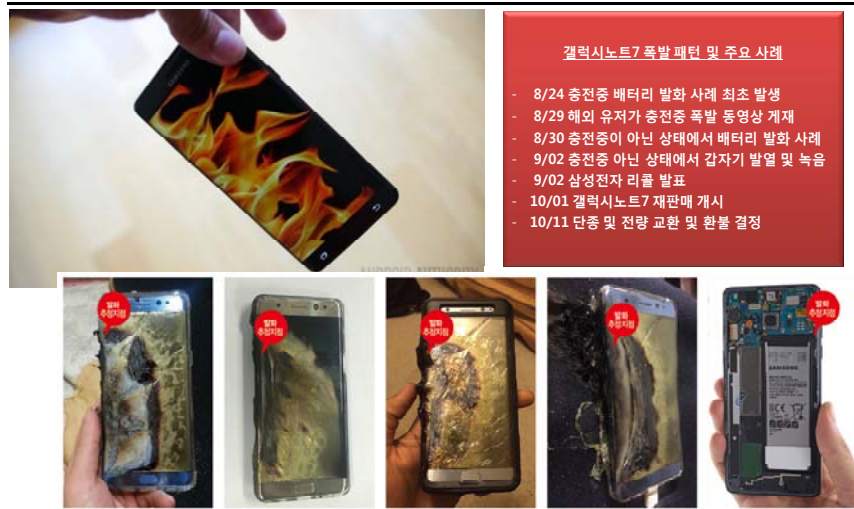
갤럭시노트7 대응은 매우 실망  
2017년 사업부 전사 실적에도  
부정적 영향을 줄 가능성 높음

DRAM 시장은 안정세 유지,  
3D Nand는 시장 석권을 위한  
공격적 투자로 실적 개선 주도

갤럭시노트7은 문제의 원인을 제대로 확인하지 않은 채, 서둘러 문제를 봉합하려다 갤럭시의 브랜드 이미지를 폭발물로 만들게 된 최악의 사례이다. 이는 1) 배터리셀 자체의 극간의 눌림 현상 및 절연체의 문제로 한정하고, 2) 제품 자체는 문제가 없다고 단정지었으며, 3) 재판매를 결정 후 리콜 제품의 폭발 문제를 경시하다가, 4) 미국에서 2차 강제 리콜이 결정되기 직전에 단종을 결정한 듯한 모양새를 보여주었기 때문이다. 삼성전자는 Toyota, Volkswagen 사례와 비견될 정도로 브랜드 이미지에는 큰 타격을 받았으며, 2017년 하반기 노트 시리즈를 대체할 제품 출시가 가능할지 의심스럽다.

IM 사업부의 미래가 불투명한 상황에서, 2017년 삼성전자의 성장은 메모리가 이끌어야만 한다. 삼성전자는 1x nm DRAM 공정 전환을 더욱 가속화할 것이며, 1y nm DRAM 조기 도입도 검토하게 될 것이다. 그러나 DRAM 시장의 안정세 유지를 바라고 있기 때문에, 공격적인 투자는 자제하면서 기술 격차만 확대할 것으로 전망된다. 이와 반대로 3D Nand는 매우 공격적인 투자가 예상된다. 현재 48단 TLC 제품을 성공적으로 양산하는 업체는 삼성전자 외에는 없다. 이러한 양산경험을 바탕으로, 삼성전자는 2017년 64단 TLC/QLC 3D Nand 양산을 준비하고 있다. 64단 3D Nand의 수율이 높아지게 되면, 1GB 당 가격은 1 Cent로 하락하게 된다. 이는 하드디스크(HDD) 시대의 종언을 의미한다. 경쟁자가 단기에 진입할 수 없는, 황금 시장을 독점할 수 있는 절호의 기회가 삼성전자 앞에 펼쳐져 있다.

삼성전자 IM 사업부 리스크 증가로, 2017년 성장전략의 중심은 더욱 DS 부문으로 이동



자료 : 삼공, SK 증권

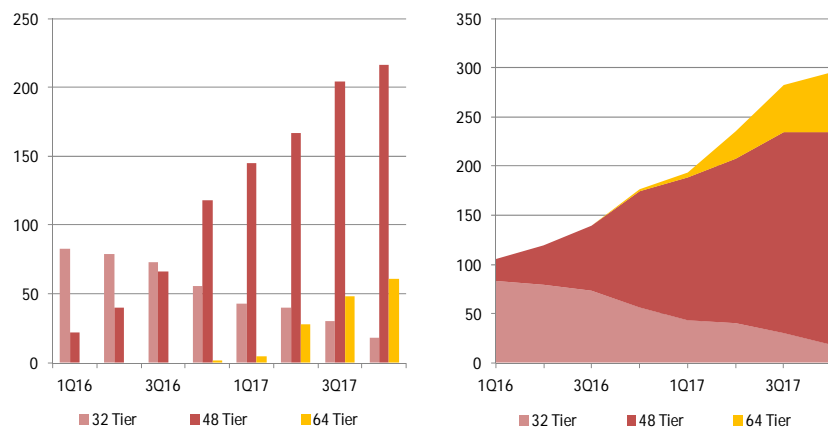
**글로벌 경쟁업체들도 64 단 3D Nand 양산 위한 공격적 투자 불가피하나, 낮은 수율로 인해 양산성 및 수익성 모두 확보 어려움**

지난 7 월말, 일본의 Toshiba 는 BiCS (Bit Cost Scalable) 방식의 64 단 3D Nand 샘플을 출하하였다. 양산은 2017 년 2 분기를 타겟으로 하고 있다. 그러나 32 단과 48 단에서 아직 양산제품을 제대로 보여주지 못하고 있는 Toshiba 가, 64 단에서 갑자기 성공할 가능성은 낮은 것으로 판단된다. 3D Nand 경쟁의 핵심은 적층수가 높은 것도 중요하겠지만, 그보다는 높은 수율이 훨씬 더 중요하다. 64 단 제품을 양산한다고 해도, 수율이 낮은 수준에 머물러 있다면 원가는 떨어지지 않기 때문이다. Toshiba 가 초조할 수 밖에 없는 이유이다. 3D Nand 는 하드디스크(HDD)만 대체하는 것이 아니고, 궁극적으로는 2D Nand 도 대체하게 된다. 따라서 2D Nand 의 강자였지만 3D Nand 에서 존재감을 보여주지 못하고 있는 Toshiba 의 입장에서는, 양산성과 수익성 확보가 어려움에도 불구하고 투자는 어쩔 수 없이 대규모로 진행해야만 할 것이다.

**Micron 은 INTEL, XMC 와 연합해 Data Center 및 Automotive 부문 3D Nand 시장 적극적 공략 전략**

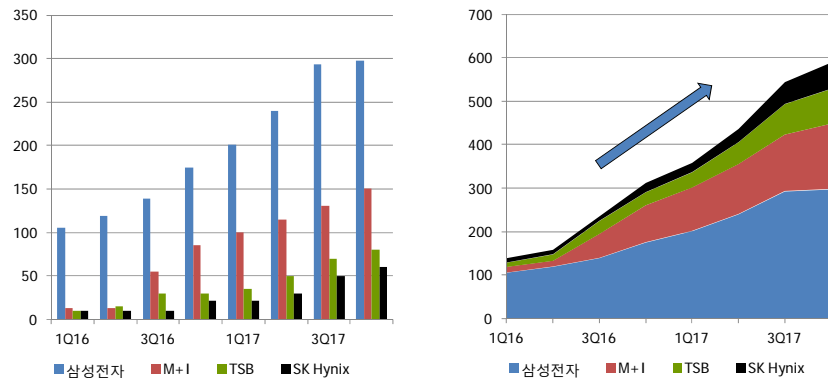
3D Nand 시대가 열리면 오히려 Micron 이 Toshiba 를 제칠 가능성도 있다. 3D Nand 에 적극적인 진입을 노리고 있는 Intel 이 Micron 과의 기술협력을 절실히 원하고 있기 때문이다. Intel 은 중국 칭화유니그룹의 3 대주주이며 (지분율 20%), 칭화유니그룹은 XMC 를 인수했다. 기술력은 없지만 중국내 판매처를 강력하게 확보할 수 있는 칭화유니그룹과 Intel-Micron 진영이 손을 잡게 된다면, Nand 시장에서 새로운 판도가 벌어지게 될 가능성도 제기된다. Micron 의 32 단 3D Nand 수율은 74~78% 수준이며, 64 단 Pilot 은 32~36% 수준에 머물고 있다. Micron 은 Data Center 용 E-SSD 및 자신들의 강점인 Automotive eMMC 위주로 시장을 확대해 나갈 것이다. 그러나 Toshiba 와 마찬가지로 Micron 도 아직 64 단에 대한 양산성은 검증되지 않았다. 이미 검증이 끝난 삼성전자는 경쟁사들을 압도하기 위해, 매우 공격적인 투자를 감행할 것이다. 아울러 96 단 조기 양산을 위한 행보도 더욱 빨라질 것으로 판단된다.

**삼성전자의 3D Nand 는 3Q16 대비 2017 년 2 배로 증가 예상, Nand 부문 영업이익 급증할 것**



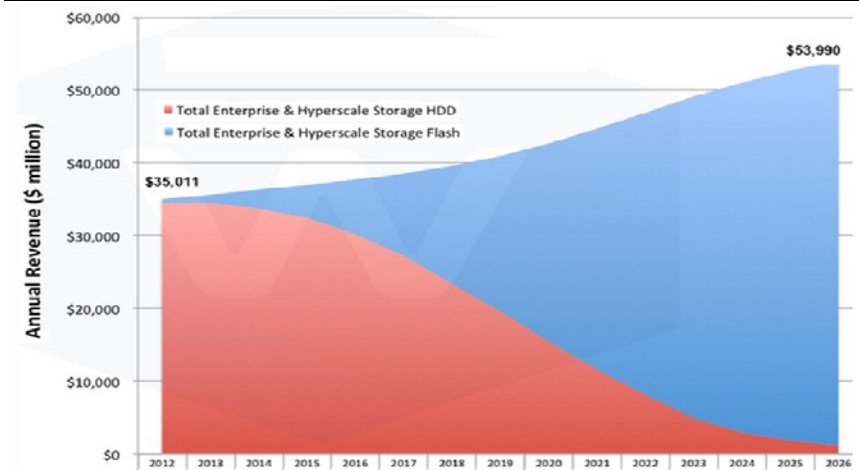
자료 : SK 증권

## 삼성전자 독주 기대되며, Micron과 INTEL 진영이 3D Nand에서 Toshiba 넘어설 가능성



자료 : SK 증권

## 3D Nand의 Storage 시장 석권을 위한 공격적 투자는 완전한 초기 국면, 2017년 공격적 투자 경쟁



자료 : 업계자료, SK 증권

## 삼성 2017년말 96단 가능성 부각, 도시바와 Micron 64단 공격적 투자, SK Hynix 72단으로 승부

Manufacturers	2012	2013	1H14	2H14	1H15	2H15	2016	2017	2018
<b>SAMSUNG</b>	21 nm	19 nm	16 nm	16 nm	(14 nm)	12 nm	12 nm	12 nm	12 nm
	MLC TLC	MLC TLC	MLC	TLC SSD	(14 nm)	12 nm	12 nm	12 nm	12 nm
	3D NAND	24 L	MLC SSD	32 L	48 L	64 L	64 L	64 L	96 L
<b>TOSHIBA SanDisk</b>	24 nm	19 nm	A-19 nm	15 nm	12 nm	12 nm	12 nm	12 nm	12 nm
	SSD	SSD	eMMC	SSD	SSD	SSD	SSD	SSD	SSD
	3D NAND	MLC TLC	MLC TLC	MLC TLC	MLC TLC	MLC TLC	MLC TLC	MLC TLC	MLC TLC
<b>Micron intel</b>	20 nm	16 nm	16 nm	16 nm	12 nm	12 nm	12 nm	12 nm	12 nm
	TLC SSD	TLC SSD	TLC SSD	TLC SSD	TLC SSD	TLC SSD	TLC SSD	TLC SSD	TLC SSD
	3D NAND	MLC TLC	MLC TLC	MLC TLC	MLC TLC	MLC TLC	MLC TLC	MLC TLC	MLC TLC
<b>SK hynix</b>	25 nm	20 nm	16 nm	16 nm	12 nm	12 nm	12 nm	12 nm	12 nm
	TLC SSD	TLC SSD	TLC SSD	TLC SSD	TLC SSD	TLC SSD	TLC SSD	TLC SSD	TLC SSD
	3D NAND	MLC	MLC	MLC	MLC	MLC	MLC	MLC	MLC

자료 : techinsights

## (2) Flexible OLED 의 Super cycle 과 대형 LCD 회복

Apple 의 Flexible OLED 채택  
결정으로 삼성의 대규모 투자  
진행중, 노트시리즈 대체가 절실한  
삼성 Foldable 투자 확대 불가피

2017 년 Apple 의 Flexible OLED 채택은 이미 지난해에 확정되었고, 올해부터 삼성디스플레이는 계약된 물량을 공급하기 위한 6 세대 Flexible OLED 투자를 진행하고 있다. Apple 의 신제품 출시 스케줄과 약속한 물량을 반드시 충족시켜야만 하기 때문에, 시장의 우려와 달리 투자계획 및 장비반입 일정에 대한 변화는 전혀 없다. 2018 년에는 iPhone 의 모든 기종이 Flexible OLED 를 채택하게 된다. 한편 삼성전자는 갤럭시노트 시리즈의 존폐 위기에 처해있다. 늦어도 2018 년에는 완전히 새로운 Foldable 시리즈의 채택이 불가피하며, 안전도 문제를 제거하기 위한 검사 공정 추가가 요구된다.

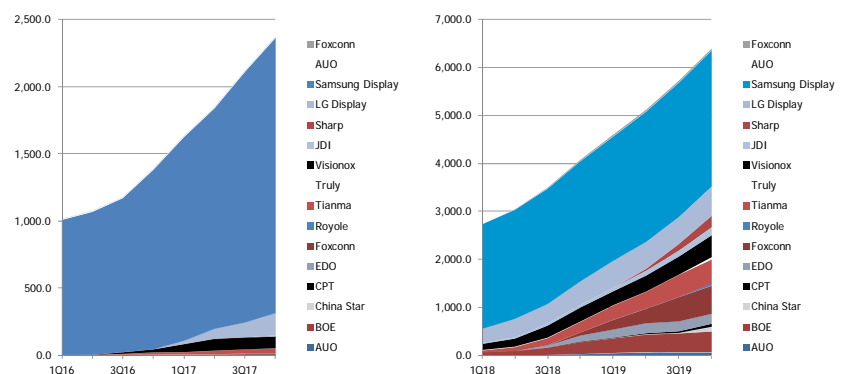
삼성디스플레이의 Tokki 증착장비  
독점으로 경쟁업체들의 High-end  
OLED 시장 진입은 단기 불가능,  
대형 LCD 수급 안정으로  
디스플레이 실적 급격히 개선될 것

Apple 은 Flexible OLED 의 Supply Chain 다변화를 노리고 있다. 그러나 이를 위해서는 삼성디스플레이가 양산하는 Flexible OLED 수준에 필적해야만 한다는 중요한 품질 이슈가 발생한다. 이에 대한 최소한의 필요충분조건이, 삼성디스플레이가 양산라인에 채용하고 있는 일본 Tokki 의 증착기를 사용해야만 한다는 것이다. 그런데 삼성디스플레이는 이미 Tokki 가 2017 년까지 생산 가능한 증착기의 83.3% (150K/180K)를 확보해 놓았다. 경쟁업체들이 투자를 하고 싶어도, 본격적인 투자는 2018 년에나 가능한 것이다. 따라서 삼성디스플레이는 최소 2018 년까지 Apple 에 대해서 독점에 가까운 수혜를 누릴 수 있을 것이다. 한편 2017 년 TV 용 LCD 패널의 면적 수요는 8% 증가하는데 반해, 공급 증가는 6~7%선에 머물 전망이다. 따라서 TV 용 LCD 패널의 수급은 안정적인 것이며, 삼성디스플레이의 실적은 급속하게 개선될 것으로 기대된다.

Apple OLED 채택으로 LTPS LCD 글로벌 투자 마감, High-end 표준은 Flexible OLED (단위: 1,000m<sup>2</sup>)

### 중소형 Flexible OLED는 Super Cycle 진입

2017년까지 삼성디스플레이 공격적 투자, 2018년 이후 중국 및 경쟁사들 공격적 투자 개시



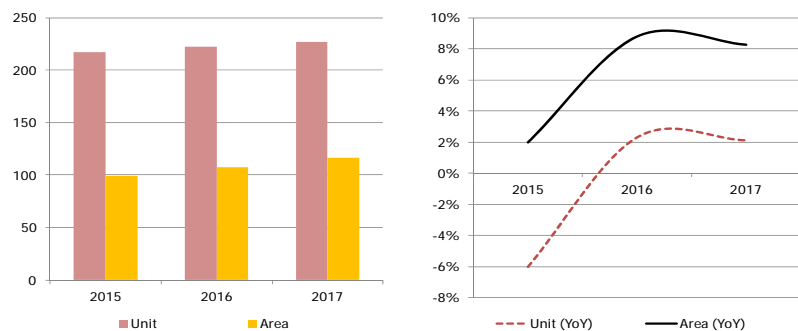
자료 : IHS, SK 증권

### 삼성전자의 고민은 노트시리즈 공백이 우려되는 2017년 하반기, 2018년 Foldable로 대체될 것



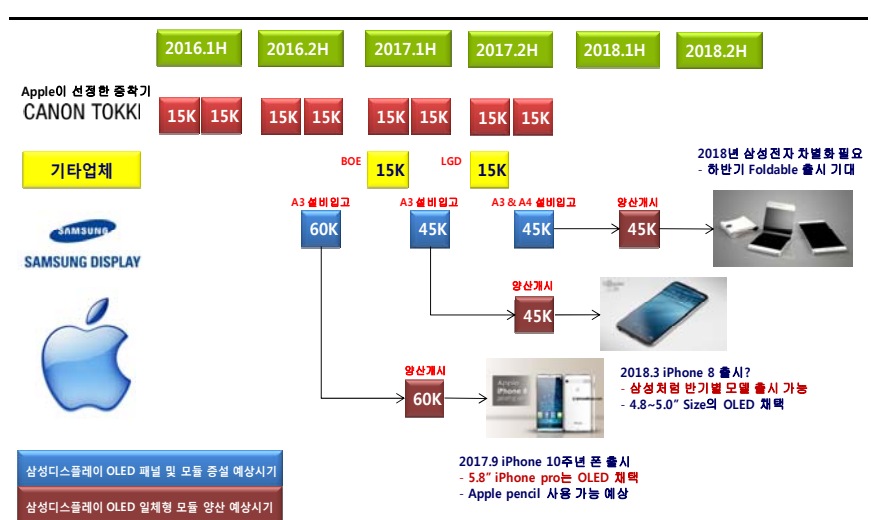
자료 : Patently Apple, Patently Mobile, 삼성디스플레이, SK 증권

### 2017년 대형 LCD TV는 Unit 2%, 면적 8% 수준 증가 → 공급 증가는 6% 수준, 호황 지속



자료 ; SK 증권

### 삼성의 Apple에 대한 Flexible OLED 공급은 2017년 2분기 시작, 향후 Foldable 투자 이어질 것



자료 ; SK 증권



### (3) 통합적 H/W 개발 강화 전략

노트 7 사태는 단편적 H/W 개발의  
한계와 위험성을 그대로 노출,  
2017년부터 ALL NEW Design 과  
Perfect Safety 로 패러다임 변화

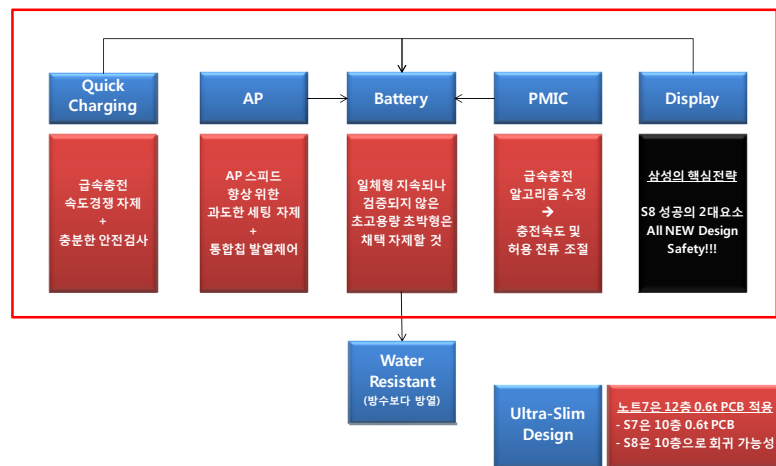
최근에 발생한 노트 7 폭발 사태는 삼성전자 스스로에게도 충격이었을 것이다. 심지어 삼성전자 IM 사업부는 폭발의 원인도 파악하지 못한 채 단종해야만 했다. 노트 7 폭발의 원인은 배터리, PCB, 급속충전기, PMIC, AP 등 다양한 원인이 거론되고 있다. 중요한 것은, 이제 H/W Spec 경쟁에서 벗어날 수 밖에 없다는 것이다. 갤럭시 S8은 S7과는 전혀 다른 ALL NEW Design 으로 출시되어야만 하며, 향후 노트 시리즈는 Foldable OLED를 적용한 제품으로 대체되어야만 한다. 그리고 H/W Spec을 빨리빨리 높이는 경쟁에서 벗어나, Perfect Safety를 마케팅 소구점으로 활용하여 소비자들에게 감증을 받아야만 하는 것이다. 발열현상을 초래할 수 있는 모든 부품은 총체적으로 관리되어야만 하며, 이에 대한 통합 개발과 검사프로세스 혁신은 불가피할 것이다.

INTEL-Micron의 Storage Class  
Memory 전략의 위력을 깨달은  
삼성전자, ARM, SK Hynix 등  
반도체, 스토리지 업체들 Gen-Z  
컨소시엄 결성, 통합개발 가속화

차세대 메모리와 스토리지 시장에서도 격변은 예고되고 있다. 지난해 INTEL과 Micron이 SCM(Storage Class Memory) 시장을 석권하기 위한 3D Xpoint를 발표했을 때, 많은 SI 전문가들은 환호했지만 메모리 전문가들은 비판적이었다. 그러나 INTEL의 SCM 전략이 위력적이라는 것을 깨달은 경쟁업체들이 모여서, 차세대 SCM 아키텍처를 개발하기 위해 Gen-Z라는 이름의 컨소시엄을 결성하였다. 이 컨소시엄의 중심에는 삼성전자, ARM, SK Hynix 등 반도체, 스토리지 업체들과 IBM, Huawei, Dell 등 서버 업체들까지 포함되어 있다. 서버용 CPU와 아키텍처는 INTEL이 완전히 석권하고 있다. 과연 ARM과 삼성전자가 서버용 CPU를 함께 준비하고, 이를 메모리 및 스토리지 업체들이 제품화하여 독점화되는 세상을 막을 수 있을지 기대된다.

#### H/W Spec 경쟁 시대의 종언, ALL NEW Design 과 Perfect Safety 중요성 증가

##### High-end 스마트폰 H/W 개발 방향

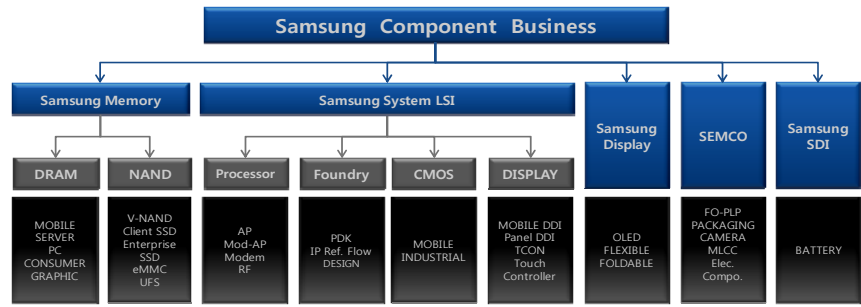


자료 : SK 증권

### 삼성그룹 전자계열사 부품 전략은 독립 개발에서 시너지 극대화 창출 및 리스크 관리로 전환중

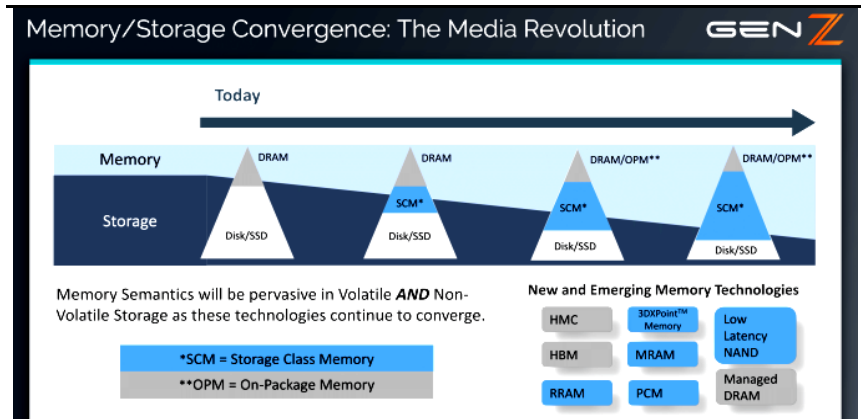
계열사 독립 개발체제에서 시너지 극대화를 창출하는 종합포트폴리오 체제로 변화

- 전자부품 종합포트폴리오 : 메모리, LSI, Foundry, 디스플레이, 패키징(FO-PLP), 카메라, 전자부품, 배터리
- 스마트폰에 이어, IT 부품 산업에서도 과점 구조 전망. 핵심은 3D NAND, Flexible OLED, FO-PLP (Fan-out Panel Level Packaging)



자료 : SK 증권

### Intel-Micron-XMC 진영에 대항하기 위한 Gen Z 결성, 차세대 메모리와 스토리지 시장 위한 격돌

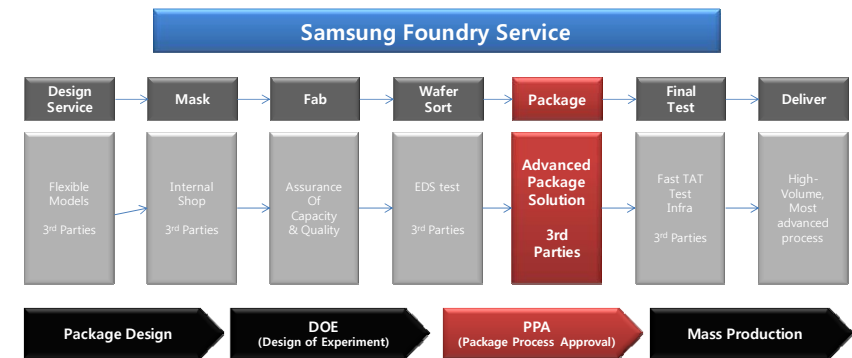


자료 : SK 증권

### 삼성전자 LSI 설계 및 제조 경쟁력 강화로 SCM은 물론 Server, Storage 시장 적극 공략

LSI 설계 및 제조능력 활용 극대화 전략. 패키징 경쟁력이 핵심부품 수주를 좌우할 것

- 스마트 디바이스용 통합칩, 차량용 반도체(ADAS), 사물인터넷(IoT) 관련된 기능에 대한 통합 개발 경쟁력의 중요성 확대



자료 : SK 증권



## 2. 지배구조 관점에서 삼성전자 주가 상승이 최대주주에 유리

### 삼성그룹 지배구조 개편 골든타임 임박

삼성그룹의 지배구조 개편이 임박한 것으로 판단한다. 삼성그룹은 7 개의 순환출자를 보유하고 있으며 중간금융지주회사가 허용되지 않은 현행법상 금융자회사에 대한 처리도 고민거리이다. 또한 승계를 위해 이재용 부회장의 삼성그룹 내 지배력 확대 및 상속세 재원 확보 등 삼성그룹은 선행해야 할 지배구조 개편 이슈가 산적해 있다. 반면 20 대 국회에서는 삼성그룹을 겨냥한 지배구조 개편 관련 법률안 개정안이 논의되고 있어 내년 대선까지 고려한다면 지배구조 개편을 위한 골든타임은 임박해 가고 있다고 판단한다.

### 기업지배구조 개편 관련 주요 법률 개정안 내용

발의자	법안	주요 내용
김종인	독점규제 및 공정거래에 관한 법률	기존 순환출자를 3년 내 해소
박영선	상법	자사주 처분 시 주주평등주의 원칙, 백기사 동원 금지
	독점규제 및 공정거래에 관한 법률	재벌 대기업이 공익법인에 기부한 계열사 주식에 대한 의결권 행사 금지
박용진	상법	회사 분할 시 분할신설법인이 존속법인에 자사주 교부 금지
박찬대	독점규제 및 공정거래에 관한 법률	지주회사의 자회사 주식보유 기준을 20%에서 30%로 상향
이종걸	보험업법	보험회사의 자산운용 비율 산정 시 취득원가에서 시가로 변경

자료: SK 증권

### 엘리엇 공개서한으로 지주회사 전환 명분 확보

삼성그룹의 산적한 지배구조 관련 이슈 중 가장 임박한 것은 삼성홀딩스 전환이 될 전망이다. 삼성홀딩스 전환으로 이재용 부회장의 삼성그룹 내 지배력이 확대될 수 있기 때문이다. 특히 엘리엇의 공개서한을 통해 삼성전자의 인적분할 및 지주회사 전환에 대한 명분을 확보한 것도 삼성그룹에는 유리한 환경이다.

### 엘리엇은 공개서한을 통해 삼성전자 인적분할을 공개적으로 요구함

#### 엘리엇의 공개서한 주요 내용 요약

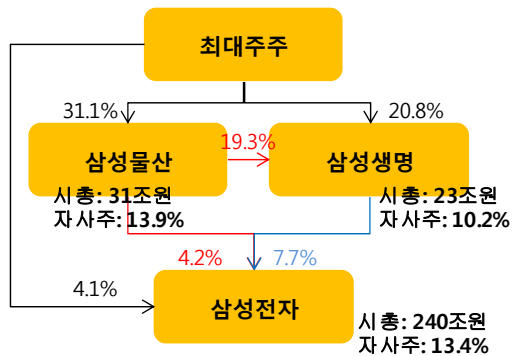
- Increased capital management efficiency via a special cash dividend of KRW30 trillion or KRW245,000 per ordinary share  
- 30조원 규모 특별 현금 배당 실시 또는 보통주 당 245,000원 배당
- A NASDAQ listing (in addition to KRX) for Samsung Opco\_ The lack of an effective international equity listing for Samsung Electronics' core operating businesses  
- 삼성전자 사업회사 나스닥 상장 (상당히 사이즈 크고 글로벌화 되어있는 기업인데도 불구하고 국제기업상장을 이용한 효율적 대처가 부족)
- Unlocking the value of Samsung Electronics' treasury shareholding as part of a streamlining of the Samsung group structure  
- 기업가치 제고 위한 지배구조 개편  
→ Demerging Samsung Electronics (the "Demerger") into a listed holding company ("Samsung Holdco") and a separately listed operating company ("Samsung Opco");  
→ 삼성전자 인적분할 (지주+사업회사)
- Board improvements at Samsung Holdco and Samsung Opco  
- 삼성전자 지주, 사업회사 이사회에 사외이사 3명추가

자료: SK 증권

### 삼성전자 인적분할 이후 삼성물산과 합병 유력

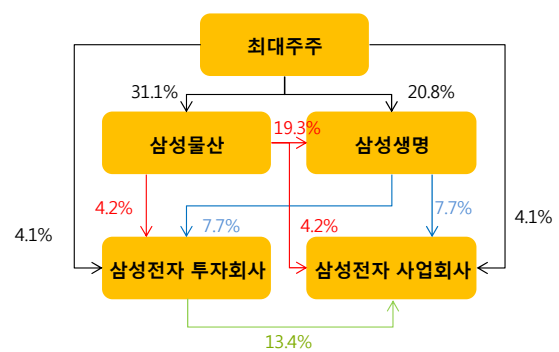
삼성전자는 삼성전자 투자회사와 삼성전자 사업회사로 인적분할 한 이후 최대주주는 삼성전자 사업회사 지분을 삼성전자 투자회사로 현물출자할 전망이다. 이후 삼성물산과 삼성전자 사업회사가 합병을 통해 삼성홀딩스 체제가 출범하게 될 것으로 예상된다.

#### 1. 삼성그룹 현 지배구조



자료 : SK 증권

#### 2. 삼성전자 인적분할



자료 : SK 증권

### 분할비율은 사업회사가 79% 이상으로 예상

삼성전자의 인적분할은 삼성전자 투자부문과 삼성전자 사업부문으로 나누어질 것이다. 순자산 비율에 근거하여 분할비율이 결정되기 때문에 정확한 분할비율을 예측하기 어려우나 삼성전자 투자부문이 삼성전자가 보유하고 있는 타법인출자 금액을 모두 보유한다고 가정하면 분할 비율은 삼성전자 투자부문 21%, 삼성전자 사업회사 79% 수준이 될 전망이다. 삼성전자 분할 시 모든 자회사를 삼성전자 투자부문이 인수할 가능성은 낮기 때문에 실제 분할 비율은 사업회사 비중이 좀 더 커질 것으로 예상된다.

## 삼성전자가 보유하고 있는 상장 자회사 지분가치

(단위: %, 억원)

상장 법인명	지분율	시가총액	지분가치
삼성전기(주)	23.7	36,286	8,596
삼성에스디에스(주)	22.6	124,191	28,042
삼성중공업(주)	17.6	23,203	4,086
호텔신라(주)	5.1	23,767	1,214
제일기획(주)	12.6	18,924	2,384
에이테크솔루션	15.9	1,000	159
(주)아이마켓코리아	1.8	4,942	89
(주)케이티스카이라이프	0.5	8,225	41
삼성SDI(주)	19.6	65,439	12,813
원익아이피에스	4.5	9,741	436
원익홀딩스(舊원익PS)	4.5	5,329	239
(주)용평리조트	0.8	4,611	38
Rambus	4.4	14,622	636
SEAGATE	4.2	11,958	502
<b>합계</b>			<b>59,277</b>

자료: SK 증권 삼성전자

주: 2016년 6월말 기준 지분율

## 삼성전자 시가총액 내용

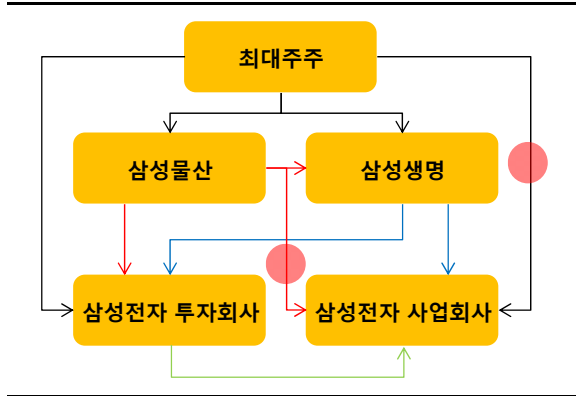
(단위: 억원)

항목	가치	비중
삼성전자 시가총액	2,254,626	100.0%
보유 자회사 가치	480,486	21.3%
보유 상장사 시가총액	59,277	2.6%
보유 비상장사 시가총액	421,209	18.7%
사업가치	1,774,140	78.7%

자료: SK 증권 삼성전자

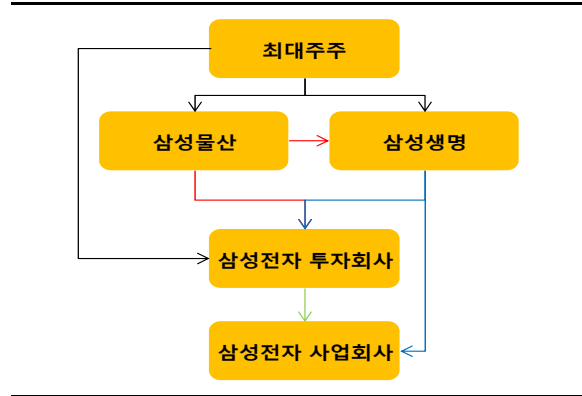
주: 비상장 자회사는 장부가액 기준

## 3. 삼성전자 사업회사를 투자회사로 현물출자



자료 : SK 증권

## 4. 삼성물산 및 최대주주의 삼성전자 투자회사 지분을 확대



자료 : SK 증권

사업회사 지분 현물출자 통해  
삼성물산과 최대주주는 투자회사  
지분 추가 확보

이후 최대주주와 삼성물산은 보유하고 있는 삼성전자 사업회사의 지분을 삼성전자 투자회사로 현물출자하여 삼성전자 투자회사 지분을 추가적으로 확보할 수 있을 전망이다.

## 삼성전자 인적분할 이후 지분 구성

(단위: 주)

삼성전자 투자회사			삼성전자 사업회사		
주주	주식수	지분율	주주	주식수	지분율
이건희	1,062,458	3.5%	이건희	3,923,006	3.5%
삼성물산	1,273,630	4.2%	삼성물산	4,702,732	4.2%
삼성복지재단	19,112	0.1%	삼성복지재단	70,571	0.1%
삼성문화재단	8,016	0.0%	삼성문화재단	29,599	0.0%
홍라희	230,815	0.8%	홍라희	852,257	0.8%
이재용	179,099	0.6%	이재용	661,304	0.6%
삼성생명	2,263,840	7.4%	삼성생명	8,358,974	7.4%
삼성생명(특별계정)	97,134	0.3%	삼성생명(특별계정)	358,658	0.3%
삼성화재	395,613	1.3%	삼성화재	1,460,757	1.3%
국민연금공단	2,648,680	8.7%	국민연금공단	9,779,948	8.7%
자기주식	4,051,409	13.3%	자기주식	14,959,367	13.3%
기타	18,238,557	59.9%	기타	67,343,801	59.9%
합계	30,468,364	100.0%	합계	112,500,973	100.0%

자료: SK 증권

주: 분할 비율은 투자회사 21.3, 사업회사 78.7 가정

삼성전자 사업회사 현물출자 이후 지분 구성

(단위: 주)

삼성전자 투자회사			삼성전자 사업회사		
주주	주식수	지분율	주주	주식수	지분율
이건희	4,985,464	12.3%	이건희	-	0.0%
삼성물산	5,976,362	14.7%	삼성물산	-	0.0%
삼성복지재단	19,112	0.0%	삼성복지재단	70,571	0.1%
삼성문화재단	8,016	0.0%	삼성문화재단	29,599	0.0%
홍라희	1,083,072	2.7%	홍라희	-	0.0%
이재용	840,403	2.1%	이재용	-	0.0%
삼성생명	2,263,840	5.6%	삼성생명	8,358,974	7.4%
삼성생명(특별계정)	97,134	0.2%	삼성생명(특별계정)	358,658	0.3%
삼성화재	395,613	1.0%	삼성화재	1,460,757	1.3%
국민연금공단	2,648,680	6.5%	국민연금공단	9,779,948	8.7%
자기주식	4,051,409	10.0%	삼성전자 투자회사	25,098,666	22.3%
기타	18,238,557	44.9%	기타	67,343,801	59.9%
합계	40,607,663	100.0%	합계	112,500,973	100.0%

자료: SK 증권

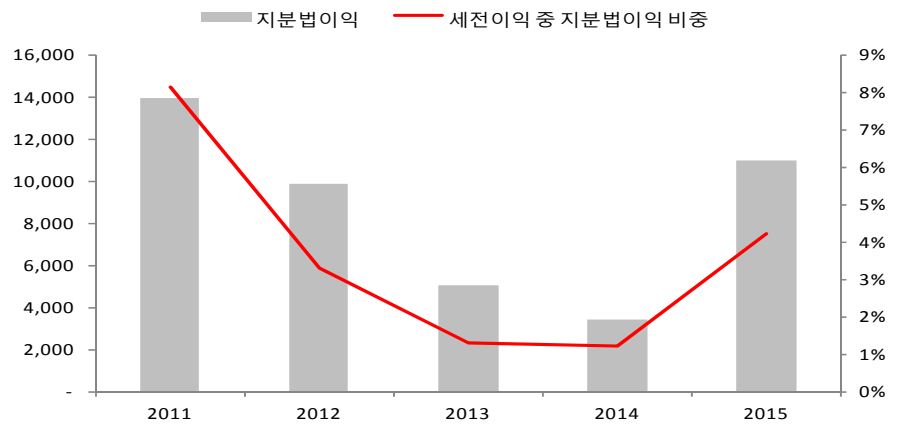
주: 현물출자 시 현가액 가정. 이진희, 이재용, 홍라희, 삼성물산만 현물출자에 참여하는 것으로 가정

**삼성전자 주가는 사업가치에 의해  
좌우  
사업가치 분할 비율 높을수록  
최대주주에 유리함**

현물출자 이후 삼성물산의 삼성전자 투자회사 지분율은 4.2%에서 14.7%로 상승하게 되며 이진희 회장, 이재용 부회장의 삼성전자 투자회사의 지분율도 각각 12.3%(기존: 3.5%), 2.1%(0.6%)로 상승하게 된다. 만약 삼성전자의 분할 과정에서 삼성전자 사업회사의 분할비율이 높게 분할된다면 현물출자에 참여하는 최대 주주의 투자회사 지분율은 추가적으로 상승하게 될 전망이다. 현재 삼성전자의 시가총액은 투자자산에 대한 가치보다는 사업가치가 훨씬 크게 반영되어 있으므로 향후 삼성전자의 주가 상승은 현물출자까지 고려한다면 최대주주의 지배구조 관점에서 유리하다고 판단한다. 사업회사의 인적분할 비율을 78.7%로 가정 시 삼성전자 투자회사의 삼성전자 사업회사에 대한 지분율은 22.3%로 지주회사의 자회사 지분요건을 충족하게 된다.

## 삼성전자 지분법 이익의 세전이익 비중은 미미한 수준

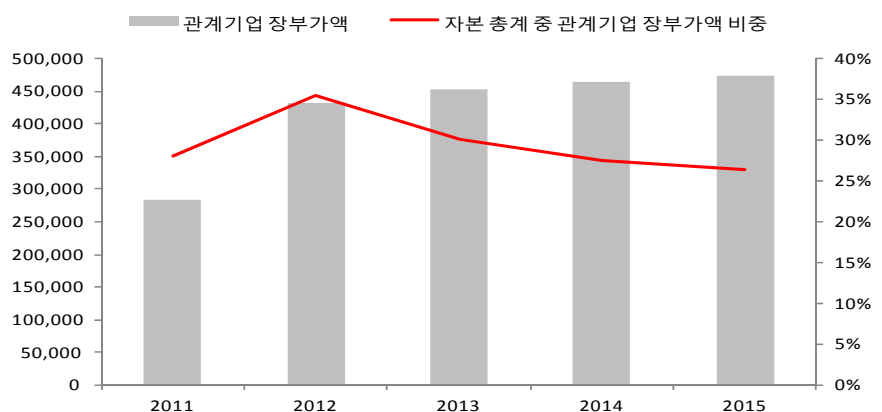
(단위 : 억원)



자료 : SK 증권 삼성전자

## 삼성전자 자본총계 중 관계기업 장부가 비중은 하락 추세

(단위 : 억원)



자료 : SK 증권 삼성전자

## 삼성전자 사업회사 분할비율에 따른 현물출자 이후 삼성전자 투자회사 지분율 민감도 분석

삼성전자 사업회사 분할비율	60.0%	70.0%	78.7%	80.0%	90.0%
주요주주 삼성전자 사업회사 지분율					
이건희	7.7%	9.6%	12.3%	12.8%	19.3%
이재용	1.3%	1.6%	2.1%	2.2%	3.2%
삼성물산	9.2%	2.1%	14.7%	15.4%	23.1%

자료 : SK 증권



## 삼성물산과 삼성전자 투자회사 합병

현물출자가 완료된 이후 삼성물산과 삼성전자 사업부문이 합병을 통해 삼성홀딩스 체제가 출범할 전망이다(합병 이전 삼성생명이 보유하고 있는 삼성전자 투자회사 및 사업회사 지분과 삼성물산이 보유하고 있는 삼성생명 지분 교환 가능성 있으나 중감금융지주회사 설립 유무 및 보험업법 개정 등의 변수가 많아 이번 자료에서 이부문은 논의에서 제외하기도 한다). 삼성물산이 삼성전자 투자회사의 지분을 이미 14.7% 확보하고 있으므로 삼성물산이 삼성전자 투자회사를 흡수합병하여 삼성전자 투자회사 주주에게 신주를 발행할 전망이다. 이 과정에서 삼성전기와 삼성 SDI가 보유하고 있는 삼성물산 지분처리도 선행되어야 한다.

삼성물산과 삼성전자 투자회사 합병 이전 주주구성

(단위: 주)

삼성물산			삼성전자 투자회사		
주주	주식수	지분율	주주	주식수	지분율
이재용	32,674,500	17.2%	이건희	4,985,464	12.3%
이건희	5,425,733	2.9%	삼성물산	5,976,362	14.7%
이부진	10,456,450	5.5%	삼성복지재단	19,112	0.0%
이서현	10,456,450	5.5%	삼성문화재단	8,016	0.0%
삼성전기	5,000,000	2.6%	홍라희	1,083,072	2.7%
삼성SDI	4,042,758	2.1%	이재용	840,403	2.1%
삼성문화재단	1,144,086	0.6%	삼성생명	2,263,840	5.6%
삼성화재	2,617,297	1.4%	삼성생명(특별계정)	97,134	0.2%
삼성복지재단	80,946	0.0%	삼성화재	395,613	1.0%
삼성생명공익재단	2,000,000	1.1%	국민연금공단	2,648,680	6.5%
삼성생명	130,626	0.1%	자기주식	4,051,409	10.0%
KCC	17,009,518	9.0%	기타	18,238,557	44.9%
국민연금공단	10,964,453	5.8%	합계	40,607,663	100.0%
우리사주조합	4,463,019	2.4%			
자기주식	26,225,503	13.8%			
기타	56,998,704	30.0%			
합계	189,690,043	100.0%			

자료: SK 증권

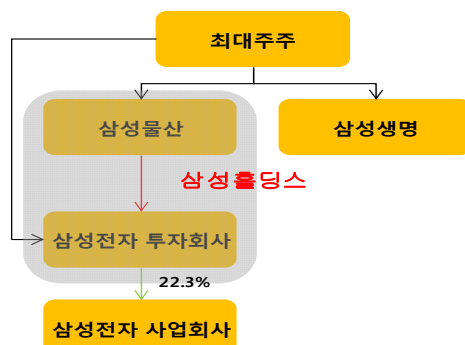
## 삼성물산과 삼성전자 투자회사 합병법인 주주구성

(단위: 주)

삼성물산 + 삼성전자 투자회사		
주주	주식수	지분율
이재용	40,780,405	7.8%
이건희	53,511,829	10.2%
이부진	10,456,450	2.0%
이서현	10,456,450	2.0%
홍라희	10,446,511	2.0%
삼성전기	5,000,000	1.0%
삼성SDI	4,042,758	0.8%
삼성문화재단	1,221,404	0.2%
삼성화재	6,433,089	1.2%
삼성복지재단	265,291	0.1%
삼성생명공익재단	2,000,000	0.4%
삼성생명	21,965,955	4.2%
삼성생명(특별계정)	936,886	0.2%
KCC	17,009,518	3.2%
국민연금공단	36,511,656	7.0%
우리사주조합	4,463,019	0.9%
자기주식	65,302,394	12.5%
기타	232,914,327	44.5%
합계	523,717,943	100.0%

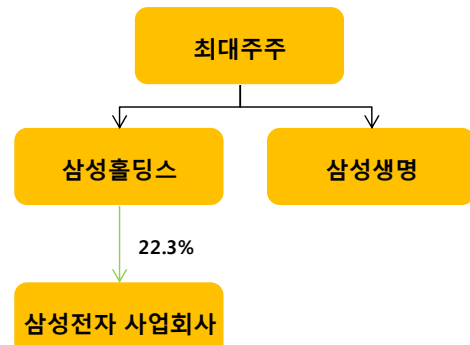
자료: SK 증권

## 5. 삼성물산과 삼성전자 투자회사 합병



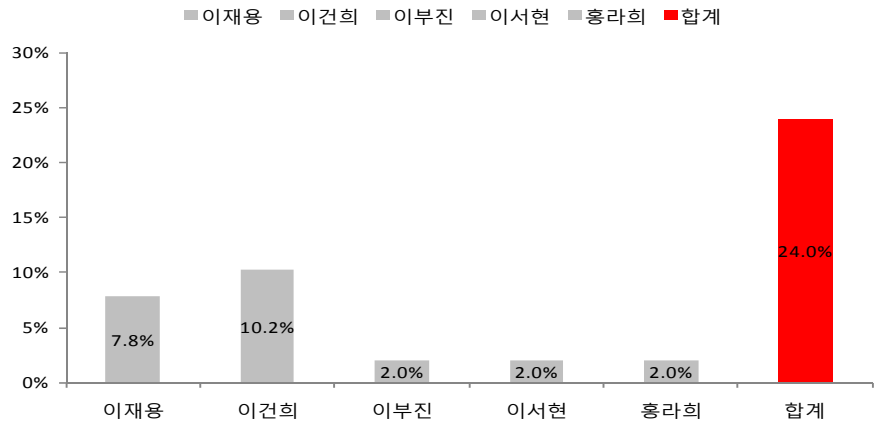
자료: SK 증권

## 6. 삼성홀딩스 체제 출범



자료: SK 증권

## 삼성홀딩스에 대한 최대주주 최종 지분율 전망



자료 : SK 증권

### 3. 실적 및 Valuation

투자의견 매수 및 목표주가

200 만원 유지, IM 부문 리스크에도,

2017 년 강력한 실적 개선 기대

2017 년 삼성전자는 최고의 수익성과 압도적인 제품 경쟁력을 보유한 3D Nand 와 Flexible OLED 에 대한 사상 최고 수준의 투자가 예상된다. 그리고 사상 최고 수준의 투자에도 불구하고, 이미 수요처는 확보가 되어 있는 상태다. 3D Nand 는 이미 수요가 공급을 크게 초과하고 있으며, Apple 의 Flexible OLED 채택은 2017 년이 원년이다. 향후 High-end 스마트폰의 디자인은 Flexible OLED 가 적용된 디자인으로 표준화될 것이다. 이러한 DS 부문의 약진은 IM 사업부의 리스크를 충분히 상쇄할 수 있는 수준이다. 따라서 삼성전자의 2017 년 영업이익은 36 조에 달할 것으로 전망된다. 두 개의 심장으로서 성장을 지속하게 될 삼성전자에 대해 투자의견 매수 및 목표주가를 200 만원을 유지한다.

삼성전자 Valuation: 2017 년 하반기 214 만원까지 상승할 가능성도 존재, DS 부문의 약진과 IM 부문의 회생이 관건

	2015	2016F	2017F	2015	2016F	2017F
<b>A 사업부분별 Sum of the Parts Valuation (단위: 십억원)</b>	<b>Target Multiple (P/E)</b>			<b>237,049</b>	<b>257,853</b>	<b>370,523</b>
IT & Mobile Semiconductor	8.0	8.0	8.0	81,086	77,867	94,045
Memory				127,309	126,257	185,104
DRAM	10.0	10.0	10.0	120,987	118,545	180,006
NAND	10.0	10.0	12.0	106,907	99,032	124,202
System LSI	10.0	10.0	10.0	14,080	19,513	55,804
Display Panel				6,321	7,712	5,098
Large Panel (LCD)	6.0	6.0	6.0	21,149	34,898	79,266
Mobile (OLED)	12.0	15.0	18.0	6,367	(5,986)	2,694
Consumer Electronics				14,781	40,884	76,572
VD	6.0	6.0	6.0	7,506	18,831	12,109
CE & Etc.	6.0	6.0	6.0	5,732	14,016	8,510
B 유동자산 - 유동부채				1,774	4,815	3,599
A+B				76,735	91,631	106,319
발행주식수 대비 적정주가	166,662,764	159,782,764	159,782,764	1,422,329	1,613,772	2,318,920
EPS				128,105	160,705	193,572
BPS				1,057,747	1,280,000	1,400,000
Target P/E	11.0	10.0	11.0	1,409,154	1,607,052	2,129,292
Target P/B	1.4	1.3	1.4	1,480,845	1,664,000	1,960,000
Average				1,437,443	1,628,275	2,136,071

자료 : 삼성전자, SK 증권

삼성전자 부문별 실적 추정 : 3D Nand 와 OLED, 두개의 심장이 견인하는 놀라운 영업이익 증가 기대

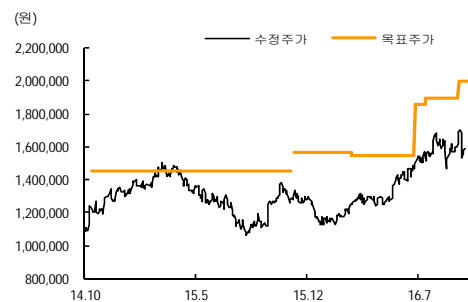
(단위 :십억원 %)

	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015F	2016F	2017F
<b>매출액 (십억원)</b>	<b>49,778</b>	<b>50,937</b>	<b>47,001</b>	<b>51,170</b>	<b>46,382</b>	<b>50,920</b>	<b>52,044</b>	<b>58,291</b>	<b>200,658</b>	<b>197,721</b>	<b>207,637</b>
IT & Mobile	27,598	26,563	23,916	22,387	23,555	25,337	24,330	24,590	103,562	100,465	97,811
무선사업부	26,939	26,073	23,236	21,511	22,996	24,746	23,646	23,715	100,499	97,759	95,103
네트워크/기타	659	490	680	876	559	590	684	875	3,063	2,705	2,707
Semiconductor	11,152	12,001	11,399	12,437	11,231	12,859	12,858	13,543	47,512	46,989	50,490
Memory	7,939	8,430	8,556	9,113	8,644	9,444	9,845	10,064	34,292	34,038	37,997
DRAM	4,879	5,231	5,525	5,960	5,430	5,875	6,029	5,852	21,756	21,594	23,185
NAND	3,060	3,199	3,032	3,153	3,215	3,569	3,815	4,212	12,536	12,444	14,812
System LSI	3,213	3,571	2,842	3,325	2,586	3,415	3,013	3,479	13,220	12,951	12,494
Display Panel	6,042	6,422	6,974	7,268	6,962	7,955	9,883	10,902	27,131	26,706	35,702
Large Panel (LCD)	2,523	2,549	2,976	3,469	3,201	3,066	3,283	3,510	14,717	11,517	13,060
Mobile (OLED)	3,519	3,873	3,999	3,799	3,761	4,889	6,600	7,392	12,414	15,189	22,643
Consumer Electronics	10,621	11,550	11,678	14,373	10,327	11,602	12,010	14,603	46,901	48,223	48,541
VD	6,420	6,610	6,912	9,771	6,061	6,517	7,085	9,852	29,221	29,713	29,515
CE & Etc.	4,202	4,940	4,766	4,602	4,266	5,085	4,924	4,752	17,680	18,510	19,027
내부조정	- 5,635	- 6,765	- 6,966	- 5,295	- 5,692	- 6,832	- 7,036	- 5,348	- 24,447	- 24,661	- 24,908
<b>매출원가 (십억원)</b>	<b>30,371</b>	<b>29,384</b>	<b>28,510</b>	<b>31,620</b>	<b>28,218</b>	<b>30,986</b>	<b>31,383</b>	<b>35,759</b>	<b>123,777</b>	<b>119,885</b>	<b>126,347</b>
매출원가율	61.0%	57.7%	60.7%	61.8%	60.8%	60.9%	60.3%	61.3%	61.7%	60.6%	60.8%
매출총이익	19,406	21,553	18,492	19,550	18,164	19,933	20,661	22,532	76,881	77,836	81,291
매출총이익율	39.0%	42.3%	39.3%	38.2%	39.2%	39.1%	39.7%	38.7%	38.3%	39.4%	39.2%
판매비 및 관리비	12726	12250	13289	12423	10,418	11,446	11,132	12,237	50,469	50,688	45,233
(SG&A 비율)	25.6%	24.1%	28.3%	24.3%	22.5%	22.5%	21.4%	21.0%	25.2%	25.6%	21.8%
영업이익	6,680	9,302	5,202	7,128	7,746	8,487	9,529	10,295	26,412	27,148	36,057
<b>영업이익 (십억원)</b>	<b>6,680</b>	<b>8,144</b>	<b>5,202</b>	<b>7,128</b>	<b>7,668</b>	<b>8,487</b>	<b>9,529</b>	<b>10,295</b>	<b>26,411</b>	<b>27,154</b>	<b>35,979</b>
IT & Mobile	3,887	4,320	(80)	1,607	2,516	3,207	3,019	3,012	10,136	9,733	11,756
Semiconductor	2,631	2,644	3,376	3,974	4,078	3,941	4,596	4,965	12,731	12,626	17,580
Memory	2,422	2,429	3,194	3,809	4,004	3,816	4,441	4,810	12,099	11,854	17,071
DRAM	2,108	2,032	2,635	3,129	3,140	2,971	3,173	3,136	10,691	9,903	12,420
NAND	314	397	559	681	864	845	1,268	1,673	1,408	1,951	4,650
System LSI	209	215	182	165	74	125	155	156	632	771	510
Display Panel	(270)	144	1,002	852	687	893	1,441	1,682	2,293	1,728	4,703
Large Panel (LCD)	(742)	(538)	94	187	63	62	121	203	1,061	(998)	449
Mobile (OLED)	471	682	908	665	624	831	1,320	1,478	1,232	2,726	4,254
Consumer Electronics	510	1,030	904	695	464	445	473	635	1,251	3,139	2,018
VD	414	806	642	474	351	284	306	477	955	2,336	1,418
CE & Etc.	96	224	262	221	113	161	167	158	296	803	600
<b>영업이익률(%)</b>	<b>13.4%</b>	<b>16.0%</b>	<b>11.1%</b>	<b>13.9%</b>	<b>16.5%</b>	<b>16.7%</b>	<b>18.3%</b>	<b>17.7%</b>	<b>13.2%</b>	<b>13.7%</b>	<b>17.3%</b>
IT & Mobile	14.1%	16.3%	-0.3%	7.2%	10.7%	12.7%	12.4%	12.3%	9.8%	9.7%	12.0%
Semiconductor	23.6%	22.0%	29.6%	32.0%	36.3%	30.6%	35.7%	36.7%	26.8%	26.9%	34.8%
Memory	30.5%	28.8%	37.3%	41.8%	46.3%	40.4%	45.1%	47.8%	35.3%	34.8%	44.9%
DRAM	43.2%	38.8%	47.7%	52.5%	57.8%	50.6%	52.6%	53.6%	49.1%	45.9%	53.6%
NAND	10.3%	12.4%	18.5%	21.6%	26.9%	23.7%	33.2%	39.7%	11.2%	15.7%	31.4%
System LSI	6.5%	6.0%	6.4%	5.0%	2.9%	3.7%	5.1%	4.5%	4.8%	6.0%	4.1%
Display Panel	-4.5%	2.2%	14.4%	11.7%	9.9%	11.2%	14.6%	15.4%	8.5%	6.5%	13.2%
Large Panel (LCD)	-29.4%	-21.1%	3.2%	5.4%	2.0%	2.0%	3.7%	5.8%	7.2%	-8.7%	3.4%
Mobile (OLED)	13.4%	17.6%	22.7%	17.5%	16.6%	17.0%	20.0%	20.0%	9.9%	17.9%	18.8%
Consumer Electronics	4.8%	8.9%	7.7%	4.8%	4.5%	3.8%	3.9%	4.3%	2.7%	6.5%	4.2%
VD	6.4%	12.2%	9.3%	4.9%	5.8%	4.4%	4.3%	4.8%	3.3%	7.9%	4.8%
CE & Etc.	-1.7%	-3.3%	-3.8%	-4.2%	-2.0%	-2.4%	-2.4%	-3.0%	-1.2%	-3.3%	-2.4%
<b>영업외 수익</b>	<b>443</b>	<b>546</b>	<b>673</b>	<b>1,997</b>	<b>453</b>	<b>548</b>	<b>157</b>	<b>23</b>	<b>451</b>	<b>3,659</b>	<b>1,135</b>
기타수익	380	450	990	2,714	388	459	490	714	2,195	4,534	2,050
기타비용	121	168	571	936	123	171	583	955	4,145	1,796	1,832
지분법이익	52	45	50	54	55	38	42	50	1,100	201	185
금융수익	2,380	2,265	2,450	2,360	2,416	2,299	2,487	2,395	9,105	9,455	9,597
금융비용	2,248	2,046	2,245	2,195	2,282	2,077	2,279	2,228	8,707	8,734	8,865
<b>법인세차감전순이익</b>	<b>7,123</b>	<b>8,690</b>	<b>5,876</b>	<b>9,125</b>	<b>8,121</b>	<b>9,035</b>	<b>9,686</b>	<b>10,271</b>	<b>25,960</b>	<b>30,814</b>	<b>37,114</b>
법인세비용	1,873	2,260	1,528	2,372	2,136	2,349	2,518	2,671	6,899	8,033	9,674
유효법인세율	26.3%	26.0%	26.0%	26.0%	26.3%	26.0%	26.0%	26.0%	26.6%	26.1%	26.1%
<b>당기순이익</b>	<b>5,250</b>	<b>5,847</b>	<b>4,348.1</b>	<b>6,752</b>	<b>5,985</b>	<b>6,686</b>	<b>7,168</b>	<b>7,601</b>	<b>19,061</b>	<b>22,780.9</b>	<b>27,440</b>
당기순이익률	10.5%	11.5%	9.3%	13.2%	12.9%	13.1%	13.8%	13.0%	9.5%	11.5%	13.2%

자료 : 삼성전자, SK 증권

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.10.19	매수	2,000,000원
2016.10.05	매수	2,000,000원
2016.08.03	매수	1,900,000원
2016.07.13	매수	1,860,000원
2016.05.31	매수	1,550,000원
2016.03.15	매수	1,550,000원
2015.11.24	매수	1,570,000원
2015.11.23	담당자 변경	
2014.11.03	매수	1,450,000원



## Compliance Notice

- 작성자(김영우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 10 월 19 일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----



## 대차대조표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	115,146	124,815	135,641	161,800	188,744
현금및현금성자산	16,841	22,637	29,165	43,008	67,998
매출채권및기타채권	28,234	28,521	27,373	31,182	32,097
재고자산	17,318	18,812	22,149	29,894	30,770
<b>비유동자산</b>	115,277	117,365	122,427	128,885	130,703
장기금융자산	12,668	8,332	8,398	8,398	8,398
유형자산	80,873	86,477	89,674	94,705	95,488
무형자산	4,785	5,396	5,317	5,267	5,229
<b>자산총계</b>	230,423	242,180	258,068	290,685	319,447
<b>유동부채</b>	52,014	50,503	50,227	55,751	56,803
단기금융부채	9,808	11,377	12,675	12,973	12,772
매입채무 및 기타채무	18,233	15,052	14,446	16,456	16,939
단기충당부채	5,992	6,421	6,162	7,020	7,226
<b>비유동부채</b>	10,321	12,617	14,238	17,293	20,088
장기금융부채	1,458	1,497	591	673	756
장기매입채무 및 기타채무	2,562	3,042	4,058	5,074	6,091
장기충당부채	499	522	501	571	588
<b>부채총계</b>	62,335	63,120	64,465	73,044	76,891
<b>지배주주지분</b>	162,182	172,877	187,175	210,602	234,904
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
기타자본구성요소	-8,495	-13,592	-11,367	-11,367	-11,367
자기주식	-8,429	-13,441	-11,408	-11,408	-11,408
이익잉여금	169,530	185,132	197,100	220,231	244,239
비지배주주지분	5,906	6,183	6,428	7,040	7,652
<b>자본총계</b>	168,088	179,060	193,603	217,642	242,556
<b>부채외자본총계</b>	230,423	242,180	258,068	290,685	319,447

## 현금흐름표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	34,388	38,392	38,892	45,606	53,465
당기순이익(손실)	23,394	19,060	22,529	27,401	28,398
비현금성항목등	22,324	29,611	28,147	34,600	35,042
유형자산감가상각비	16,910	19,663	20,973	24,589	25,379
무형자산감가상각비	1,143	1,268	1,305	1,355	1,343
기타	1,568	3,065	-1,331	91	91
운전자본감소(증가)	-3,837	-4,682	-2,879	-7,487	-716
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-879	414	1,376	-3,809	-914
재고자산감소(증가)	267	-2,616	-4,012	-7,745	-877
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	787	-1,220	-1,022	2,010	483
기타	-4,012	-1,259	779	2,058	593
법인세납부	-7,493	-5,597	-8,905	-8,908	-9,260
<b>투자활동현금흐름</b>	-29,755	-24,750	-24,886	-28,725	-24,792
금융자산감소(증가)	-10,988	-294	-2,228	0	0
유형자산감소(증가)	-21,657	-25,523	-24,740	-29,620	-26,162
무형자산감소(증가)	-1,293	-1,501	-1,305	-1,305	-1,305
기타	4,182	2,568	3,386	2,199	2,675
<b>재무활동현금흐름</b>	-3,521	-7,322	-7,564	-3,038	-3,682
단기금융부채증가(감소)	1,833	3,202	270	298	-202
장기금융부채증가(감소)	-1,559	-1,609	249	82	82
자본의증가(감소)	-1,098	-5,012	-5,347	0	0
배당금의 지급	-2,234	-3,130	-3,069	-3,651	-3,773
기타	-464	-774	189	232	211
<b>현금의 증가(감소)</b>	556	5,796	6,528	13,843	24,991
기초현금	16,285	16,841	22,637	29,165	43,008
기말현금	16,841	22,637	29,165	43,008	67,998
FCF	16,536	11,147	12,805	14,061	25,556

자료 : 삼성전자, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	206,206	200,653	198,891	207,637	209,346
<b>매출원가</b>	128,279	123,482	120,113	126,347	127,395
<b>매출총이익</b>	77,927	77,171	78,778	81,291	81,951
매출총이익률 (%)	37.8	38.5	39.6	39.2	39.2
<b>판매비와관리비</b>	52,902	50,758	51,628	45,233	45,233
영업이익	25,025	26,413	27,150	36,057	36,718
영업이익률 (%)	12.1	13.2	13.7	17.4	17.5
비영업손익	2,850	-452	3,489	1,004	1,692
<b>순금융비용</b>	-1,240	-985	-1,048	-1,203	-1,656
외환관련손익	-250	-510	-299	-478	-243
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	343	1,102	117	185	185
세전계속사업이익	27,875	25,961	30,639	37,061	38,410
세전계속사업이익률 (%)	13.5	12.9	15.4	17.9	18.4
계속사업법인세	4,481	6,901	8,110	9,660	10,012
<b>계속사업이익</b>	23,394	19,060	22,529	27,401	28,398
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	23,394	19,060	22,529	27,401	28,398
<b>순이익률 (%)</b>	11.4	9.5	11.3	13.2	13.6
지배주주	23,083	18,695	22,269	26,783	27,781
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	11.19	9.32	11.2	12.9	13.27
<b>비지배주주</b>	312	366	260	617	617
<b>총포괄이익</b>	21,401	19,136	22,818	27,690	28,687
<b>지배주주</b>	20,991	18,804	22,563	27,078	28,075
<b>비지배주주</b>	410	332	255	612	612
EBITDA	43,078	47,344	49,427	62,001	63,440

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-9.8	-2.7	-0.9	4.4	0.8
영업이익	-32.0	5.6	2.8	32.8	1.8
세전계속사업이익	-27.3	-6.9	18.0	21.0	3.6
EBITDA	-19.1	9.9	4.4	25.4	2.3
EPS(계속사업)	-22.6	-19.0	23.6	20.3	3.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	15.1	11.2	12.4	13.5	12.5
ROA	10.5	8.1	9.0	10.0	9.3
EBITDA마진	20.9	23.6	24.9	29.9	30.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	221.4	247.1	270.1	290.2	332.3
부채비율	37.1	35.3	33.3	33.6	31.7
순차입금/자기자본	-30.1	-32.7	-34.7	-37.0	-43.6
EBITDA/이자비용(배)	72.7	61.0	68.4	79.1	78.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	135,673	109,883	135,864	163,407	169,493
BPS	953,266	1,016,129	1,141,085	1,283,901	1,432,056
CFPS	241,787	232,909	271,781	321,691	332,527
주당 현금배당금	20,000	21,000	30,000	30,000	31,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	10.8	13.7	12.6	10.4	10.1
PER(최저)	8.0	9.7	8.3	6.9	6.6
PBR(최고)	1.5	1.5	1.5	1.3	1.2
PBR(최저)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
PCR	5.5	5.4	5.9	4.9	4.8
EV/EBITDA(최고)	4.7	4.2	4.3	3.3	2.8
EV/EBITDA(최저)	3.2	2.7	2.6	1.9	1.5