

2018. 8. 1



▲ 반도체/디스플레이

Analyst 김선우

02. 6098-6688

sunwoo.kim@meritz.co.kr

RA 서승연

02. 6098-6676

sy.seo@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 59,000 원

현재주가 (7.31) 46,250 원

상승여력 27.6%

KOSPI 2,295.26pt

시가총액 2,968,938억원

발행주식수 641,932만주

유동주식비율 73.22%

외국인비중 52.47%

52주 최고/최저가 57,220원/44,620원

평균거래대금 6,412.4억원

주요주주(%)

삼성물산 외 12 인 19.78

국민연금 9.47

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -0.9 -7.3 -4.0

상대주가 0.5 3.6 0.4

주가그래프



삼성전자 005930

선두의 의욕 회복이 주는 시사점

- ✓ 2Q18 영업이익 14.9 조원은 종전 시장 기대를 소폭 하회한 수준. 3Q18 영업이익은 DRAM 출하량 급등, 애플 향 OLED 공급에 기반해 17.1조원으로 회복될 전망
- ✓ 과거 동사의 DRAM 시장 전망 및 대응 변화 시점은 업황 변곡점을 형성. 동사의 기회 손실 만회노력과 신규 capa 물량 증가에 기반해 2018 공급증가율은 24%로 예상됨
- ✓ 마찰적 평가 하락을 유발해 DRAM 업황은 4Q18 초에서 2Q19 까지 단기 둔화가 불가피할 전망. 주가 촉매는 1) 금융 계열사 오버행 이슈 해소, 2) 자사주 소각 실시

다소 아쉬운 2Q18 실적, 하지만 3Q18E에는 실적 개선세로 복귀

삼성전자의 2Q18 영업이익 14.9 조원은 1) DRAM 생산차질 이슈, 2) 갤럭시 S9 판매 둔화, 3) OLED 패널의 계절적 비수기로 종전 시장 기대를 하회했다. 하지만 3Q18 영업이익의 경우 17.1 조원으로 18% QoQ 증가하며 견조한 회복이 예상된다. 이는 1) DRAM 출하량 증가율이 19%로 급등하고, 2) 애플 향 OLED 공급이 본격 시작되며, 3) 세트 (스마트폰, TV, 가전) 사업의 안정적 흐름이 예상되기 때문이다. 특히, 원화 약세가 지속되는 가운데 특허 관련 일회성 비용의 발생 가능성이 제한되며 하반기 실적 개선 가시성은 매우 높을 전망이다. 2Q18 실적을 반영하여 2018E · 2019E 영업이익 추정치를 64.5 조원 · 61.6 조원으로 미세조정한다 (표 2).

하반기 DRAM 출하는 의욕적으로 회복될 전망 · 실적보다 중요한 이벤트

과거 동사의 DRAM 시장 전망 및 대응 변화 시점은 언제나 업황 변곡점이었다 (최근 발간 보고서 '야성은 살아있다' 참고, <https://bit.ly/2uVKSZT>). 동사는 시장성장률 이상의 3Q18 공급증가를 제시했으며, 기회손실 만회노력과 신규 capa 물량 증가를 감안 시 4Q18 에도 시장 예상치를 넘어설 가능성이 높다. 결국 동사의 연간 공급증가율은 24%에 육박하며 (vs 현 가이던스 '약 20%') 마찰적 평가 하락을 유발해 DRAM 업황은 4Q18 초에서 2Q19 까지 단기 둔화가 불가피할 전망이다. 비록 '초호황에서 호황으로'의 전환이 예상되지만, 주가는 방향성을 내포한다는 점을 투자자들이 유념할 필요가 있다. 역사적으로 DRAM 업황 조정 구간에서 동사 주가는 경쟁사 대비 상대적으로 양호한 흐름을 보여왔다. 하지만 현 상황에서는 개선되는 펀더멘털 불구, 1) 금융 계열사 보유 지분의 오버행 이슈 해소, 2) 잔여 자사주 소각 등 이벤트가 발생해야 동사 주가의 본격적 상승이 가능할 전망이다. Buy 투자 의견과 59,000 원 적정주가를 유지한다.

| (조원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|-------|------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2016 | 201.9 | 29.2 | 22.4 | 3,139 | 23.6 | 22,096 | 9.2 | 1.3 | 3.2 | 12.0 | 35.9 |
| 2017 | 239.6 | 53.6 | 41.3 | 6,198 | 97.5 | 25,235 | 6.3 | 1.6 | 3.8 | 20.0 | 40.7 |
| 2018E | 253.9 | 64.5 | 48.6 | 6,618 | 6.8 | 31,636 | 7.0 | 1.5 | 2.8 | 21.4 | 35.2 |
| 2019E | 263.2 | 61.6 | 48.9 | 6,663 | 0.7 | 37,231 | 6.9 | 1.2 | 2.5 | 18.4 | 32.5 |
| 2020E | 294.8 | 69.0 | 56.3 | 7,671 | 15.1 | 43,839 | 6.0 | 1.1 | 1.9 | 18.2 | 30.6 |

| 표1 삼성전자 2Q18P 실적 Review | | | | | | | | | |
|-------------------------|-------------|-------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|
| (조원) | 2Q18P | 2Q17 | (% YoY) | 1Q18 | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff.) | 당사예상치 | (% diff.) |
| 매출액 | 58.5 | 61.0 | -4% | 60.6 | -3% | 59.6 | -2% | 64.4 | -9% |
| 반도체 | 22.0 | 17.6 | 25% | 20.8 | 6% | | | 22.5 | -2% |
| 디스플레이 | 5.7 | 7.7 | -26% | 7.5 | -25% | | | 8.5 | -34% |
| 무선 | 24.0 | 30.0 | -20% | 28.4 | -16% | | | 28.3 | -15% |
| 가전 | 10.4 | 10.9 | -5% | 9.7 | 7% | | | 10.9 | -5% |
| 하만 | 2.1 | 2.2 | -1% | 1.9 | 10% | | | 2.5 | -13% |
| 기타 | -5.7 | -7.4 | nm | -7.9 | nm | | | -8.3 | nm |
| 영업이익 | 14.9 | 14.1 | 6% | 15.6 | -5% | 15.1 | -2% | 14.8 | 1% |
| 반도체 | 11.6 | 8.0 | 45% | 11.5 | 0% | | | 11.8 | -1% |
| 디스플레이 | 0.1 | 1.7 | -92% | 0.4 | -67% | | | 0.1 | 13% |
| 무선 | 2.7 | 4.1 | -34% | 3.8 | -29% | | | 2.6 | 4% |
| 가전 | 0.5 | 0.3 | 59% | 0.3 | 80% | | | 0.5 | 9% |
| 하만 | 0.0 | 0.0 | 300% | 0.0 | nm | | | 0.0 | 113% |
| 세전이익 | 15.4 | 14.4 | 7% | 16.2 | -5% | 15.7 | -2% | 16.2 | -5% |
| 순이익(지배) | 11.0 | 11.1 | 0% | 11.7 | -6% | 11.4 | -3% | 11.5 | -4% |
| 영업이익률(%) | 25.4% | 23.1% | | 25.8% | | 25.3% | 0% | 22.9% | 2% |
| 순이익률(%) | 18.9% | 18.1% | | 19.3% | | 19.1% | 0% | 17.8% | 1% |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

| 표2 삼성전자 실적 추정치 변경 | | | | | | | | | |
|-------------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|
| (조원) | New | | | Old | | | 차이 (%) | | |
| | 3Q18E | 2018E | 2019E | 3Q18E | 2018E | 2019E | 3Q18E | 2018E | 2019E |
| 매출액 | 66.6 | 253.9 | 263.2 | 70.9 | 269.7 | 287.5 | -6% | -6% | -8% |
| 반도체 | 25.2 | 93.4 | 97.3 | 25.3 | 93.7 | 97.2 | 0% | 0% | 0% |
| 디스플레이 | 9.6 | 32.0 | 39.1 | 11.1 | 38.9 | 49.4 | -13% | -18% | -21% |
| 무선 | 24.4 | 101.2 | 96.4 | 29.6 | 117.0 | 120.9 | -18% | -13% | -20% |
| 가전 | 11.3 | 44.7 | 45.8 | 11.5 | 45.5 | 46.7 | -2% | -2% | -2% |
| 하만 | 2.6 | 9.3 | 9.3 | 2.6 | 9.6 | 9.6 | 0% | -3% | -3% |
| 기타 | -6.5 | -26.7 | -25.6 | -9.2 | -35.0 | -37.3 | nm | nm | nm |
| 영업이익 | 17.1 | 64.5 | 61.6 | 17.0 | 64.3 | 63.5 | 1% | 0% | -3% |
| 반도체 | 13.2 | 49.5 | 46.7 | 13.1 | 48.9 | 45.1 | 1% | 1% | 3% |
| 디스플레이 | 1.1 | 2.8 | 3.7 | 1.1 | 2.9 | 4.5 | -4% | -3% | -18% |
| 무선 | 2.2 | 10.7 | 9.3 | 2.5 | 11.3 | 11.8 | -9% | -6% | -22% |
| 가전 | 0.6 | 1.9 | 1.7 | 0.3 | 1.6 | 1.8 | 83% | 20% | -2% |
| 하만 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0% | 38% | 38% |
| 세전이익 | 16.2 | 67.0 | 66.1 | 17.6 | 66.4 | 67.7 | -8% | 1% | -2% |
| 순이익(지배) | 13.4 | 48.6 | 48.9 | 13.2 | 48.8 | 50.1 | 1% | 0% | -2% |
| 영업이익률 (%) | 25.7% | 25.4% | 23.4% | 23.9% | 23.8% | 22.1% | 2% | 2% | 1% |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 삼성전자 실적추정

| (조원) | 1Q18 | 2Q18P | 3Q18E | 4Q18E | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2017 | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 60.6 | 58.5 | 66.6 | 68.2 | 61.2 | 62.9 | 67.4 | 71.7 | 239.6 | 253.9 | 263.2 |
| 반도체 | 20.8 | 22.0 | 25.2 | 25.4 | 24.5 | 23.9 | 24.4 | 24.4 | 74.3 | 93.4 | 97.3 |
| DRAM | 11.1 | 11.9 | 14.7 | 15.2 | 14.8 | 13.9 | 13.5 | 13.5 | 36.8 | 52.8 | 55.8 |
| NAND | 6.3 | 6.6 | 6.6 | 6.7 | 6.1 | 6.2 | 6.4 | 6.8 | 23.5 | 26.2 | 25.5 |
| 비메모리 | 3.5 | 3.5 | 4.0 | 3.5 | 3.6 | 3.8 | 4.6 | 4.0 | 14.0 | 14.4 | 16.0 |
| 디스플레이 | 7.5 | 5.7 | 9.6 | 9.2 | 8.0 | 8.3 | 10.8 | 12.0 | 34.5 | 32.0 | 39.1 |
| LCD | 2.2 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 1.9 | 1.9 | 10.6 | 7.9 | 7.5 |
| OLED | 5.4 | 3.8 | 7.7 | 7.3 | 6.1 | 6.5 | 8.9 | 10.1 | 23.9 | 24.1 | 31.6 |
| 무선통신 | 28.4 | 24.0 | 24.4 | 24.4 | 22.7 | 23.6 | 24.2 | 26.0 | 106.7 | 101.2 | 96.4 |
| 핸드셋 | 27.7 | 22.7 | 23.5 | 23.4 | 21.7 | 22.6 | 23.1 | 24.8 | 103.6 | 97.2 | 92.2 |
| 피쳐폰 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 2.0 | 0.9 | 0.7 |
| 스마트폰 | 26.0 | 21.0 | 21.6 | 21.4 | 19.9 | 20.7 | 21.1 | 22.6 | 94.3 | 90.1 | 84.2 |
| 테블릿 | 1.4 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 1.6 | 1.7 | 1.9 | 2.0 | 7.3 | 6.2 | 7.3 |
| 가전 | 9.7 | 10.4 | 11.3 | 13.2 | 9.9 | 10.8 | 11.6 | 13.5 | 45.1 | 44.7 | 45.8 |
| 하만 | 1.9 | 2.1 | 2.6 | 2.6 | 2.2 | 2.4 | 2.9 | 2.9 | 7.1 | 9.3 | 10.3 |
| 기타 | -7.9 | -5.7 | -6.5 | -6.7 | -6.0 | -6.1 | -6.5 | -7.0 | -28.0 | -26.7 | -25.6 |
| 영업이익 | 15.6 | 14.9 | 17.1 | 16.9 | 16.1 | 14.4 | 15.0 | 16.1 | 53.6 | 64.5 | 61.6 |
| 영업이익률 (%) | 25.8% | 25.4% | 25.7% | 24.7% | 26.2% | 22.9% | 22.3% | 22.5% | 22.4% | 25.4% | 23.4% |
| 반도체 | 11.5 | 11.6 | 13.2 | 13.1 | 12.5 | 11.6 | 11.3 | 11.4 | 35.2 | 49.5 | 46.7 |
| DRAM | 7.8 | 8.1 | 10.3 | 10.4 | 10.1 | 9.0 | 8.6 | 8.4 | 23.1 | 36.6 | 36.1 |
| NAND | 3.2 | 3.1 | 2.5 | 2.4 | 2.0 | 2.1 | 2.1 | 2.5 | 10.4 | 11.1 | 8.8 |
| 비메모리 | 0.6 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.4 | 1.6 | 1.7 | 1.9 |
| 디스플레이 | 0.4 | 0.1 | 1.1 | 1.2 | 0.5 | 0.5 | 1.2 | 1.4 | 5.4 | 2.8 | 3.7 |
| LCD | 0.0 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 1.3 | -0.1 | 0.2 |
| OLED | 0.4 | 0.2 | 1.1 | 1.2 | 0.5 | 0.5 | 1.2 | 1.4 | 4.1 | 2.8 | 3.5 |
| 무선통신 | 3.8 | 2.7 | 2.2 | 2.0 | 2.7 | 2.0 | 2.0 | 2.6 | 11.8 | 10.7 | 9.3 |
| 핸드셋 | 3.7 | 2.6 | 2.2 | 2.0 | 2.7 | 1.9 | 2.0 | 2.6 | 11.5 | 10.5 | 9.2 |
| 피쳐폰 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 스마트폰 | 3.7 | 2.6 | 2.1 | 1.9 | 2.6 | 1.8 | 1.9 | 2.5 | 11.3 | 10.3 | 8.8 |
| 테블릿 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.3 |
| 가전 | 0.3 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 1.7 | 1.9 | 1.7 |
| 하만 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 기타 | -0.3 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -0.5 | -0.4 | 0.0 |
| 순이익(지배) | 11.7 | 11.0 | 13.4 | 13.2 | 12.8 | 11.5 | 12.2 | 13.0 | 41.3 | 48.6 | 48.9 |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

| 표4 삼성전자 사업부문별 매출액 및 영업이익률 추정 | | | | | | | | | | | |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (조원) | 1Q18 | 2Q18P | 3Q18E | 4Q18E | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2017 | 2018E | 2019E |
| 매출액 | 60.6 | 58.5 | 66.6 | 68.2 | 61.2 | 62.9 | 67.4 | 71.7 | 239.6 | 253.9 | 263.2 |
| 반도체 | 20.8 | 22.0 | 25.2 | 25.4 | 24.5 | 23.9 | 24.4 | 24.4 | 74.3 | 93.4 | 97.3 |
| DRAM | 11.1 | 11.9 | 14.7 | 15.2 | 14.8 | 13.9 | 13.5 | 13.5 | 36.8 | 52.8 | 55.8 |
| NAND | 6.3 | 6.6 | 6.6 | 6.7 | 6.1 | 6.2 | 6.4 | 6.8 | 23.5 | 26.2 | 25.5 |
| 비메모리 | 3.5 | 3.5 | 4.0 | 3.5 | 3.6 | 3.8 | 4.6 | 4.0 | 14.0 | 14.4 | 16.0 |
| 디스플레이 | 7.5 | 5.7 | 9.6 | 9.2 | 8.0 | 8.3 | 10.8 | 12.0 | 34.5 | 32.0 | 39.1 |
| LCD | 2.2 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 1.9 | 1.9 | 10.6 | 7.9 | 7.5 |
| OLED | 5.4 | 3.8 | 7.7 | 7.3 | 6.1 | 6.5 | 8.9 | 10.1 | 23.9 | 24.1 | 31.6 |
| 무선통신 | 28.4 | 24.0 | 24.4 | 24.4 | 22.7 | 23.6 | 24.2 | 26.0 | 106.7 | 101.2 | 96.4 |
| 핸드셋 | 27.7 | 22.7 | 23.5 | 23.4 | 21.7 | 22.6 | 23.1 | 24.8 | 103.6 | 97.2 | 92.2 |
| 피쳐폰 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 2.0 | 0.9 | 0.7 |
| 스마트폰 | 26.0 | 21.0 | 21.6 | 21.4 | 19.9 | 20.7 | 21.1 | 22.6 | 94.3 | 90.1 | 84.2 |
| 테블릿 | 1.4 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 1.6 | 1.7 | 1.9 | 2.0 | 7.3 | 6.2 | 7.3 |
| 가전 | 9.7 | 10.4 | 11.3 | 13.2 | 9.9 | 10.8 | 11.6 | 13.5 | 45.1 | 44.7 | 45.8 |
| 하만 | 1.9 | 2.1 | 2.6 | 2.6 | 2.2 | 2.4 | 2.9 | 2.9 | 7.1 | 9.3 | 10.3 |
| 기타 | -7.9 | -5.7 | -6.5 | -6.7 | -6.0 | -6.1 | -6.5 | -7.0 | -28.0 | -26.7 | -25.6 |
| 영업이익률(%) | 25.8% | 25.4% | 25.7% | 24.7% | 26.2% | 22.9% | 22.3% | 22.5% | 22.4% | 25.4% | 23.4% |
| 반도체 | 55.6% | 52.8% | 52.4% | 51.5% | 50.9% | 48.3% | 46.2% | 46.7% | 47.4% | 53.0% | 48.0% |
| DRAM | 70.6% | 68.2% | 70.4% | 68.2% | 68.0% | 64.5% | 63.3% | 62.5% | 62.8% | 69.3% | 64.7% |
| NAND | 50.5% | 46.7% | 37.6% | 35.9% | 33.5% | 34.1% | 32.9% | 37.0% | 44.4% | 42.6% | 34.4% |
| 비메모리 | 16.5% | 11.5% | 10.5% | 9.2% | 10.0% | 12.0% | 14.0% | 10.0% | 11.7% | 11.9% | 11.6% |
| 디스플레이 | 5.5% | 2.4% | 11.0% | 12.7% | 6.4% | 6.0% | 11.3% | 11.9% | 15.7% | 8.6% | 9.4% |
| LCD | 1.9% | -4.0% | -1.0% | -0.1% | 1.1% | 2.5% | 3.5% | 3.3% | 12.0% | -0.7% | 2.6% |
| OLED | 6.9% | 5.5% | 14.0% | 16.0% | 8.0% | 7.0% | 13.0% | 13.5% | 17.3% | 11.7% | 11.0% |
| 무선통신 | 13.3% | 11.1% | 9.2% | 8.2% | 11.8% | 8.3% | 8.3% | 10.2% | 11.1% | 10.6% | 9.6% |
| 핸드셋 | 13.5% | 11.6% | 9.4% | 8.4% | 12.2% | 8.6% | 8.5% | 10.5% | 11.1% | 10.9% | 10.0% |
| 피쳐폰 | 3.0% | 1.0% | 3.0% | 2.0% | 3.0% | 2.0% | 3.0% | 2.0% | 2.5% | 2.3% | 2.5% |
| 스마트폰 | 14.1% | 12.3% | 9.9% | 8.7% | 13.0% | 8.9% | 9.0% | 11.0% | 12.0% | 11.4% | 10.5% |
| 테블릿 | 4.0% | 3.0% | 4.0% | 6.0% | 4.0% | 5.0% | 4.0% | 6.0% | 2.8% | 4.3% | 4.8% |
| 가전 | 2.9% | 4.9% | 5.6% | 3.9% | 3.0% | 3.5% | 4.0% | 4.5% | 3.7% | 4.3% | 3.8% |
| 하만 | 4.0% | 0.8% | 0.2% | 2.8% | 4.3% | 1.1% | 0.5% | 3.1% | 0.9% | 0.8% | 2.2% |
| 기타 | 4.3% | 1.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.7% | 1.6% | 0.0% |

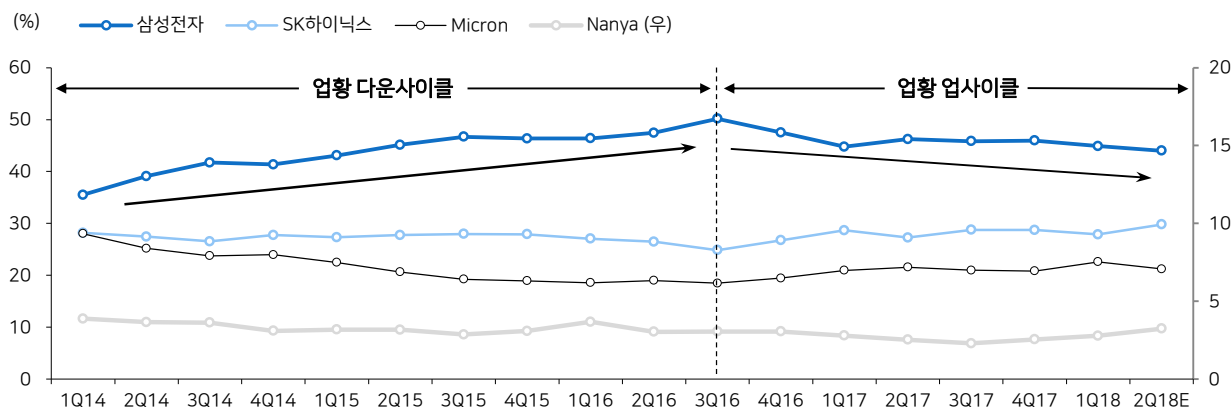
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 삼성전자 플래그십 스마트폰 출하량 전망

| (백만대) | 2017 | | | | | 2018E | | | | |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | | 1Q | 2QP | 3QE | 4QE | |
| Galaxy S6 | 1.0 | | | | 1.0 | | | | | |
| Galaxy Note5 | 0.0 | 0.0 | | | 0.0 | | | | | |
| Galaxy S7 | 8.0 | 3.0 | 3.0 | 2.0 | 16.0 | 2.0 | 1.0 | | | 3.0 |
| Galaxy Note7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | | 0.0 |
| Galaxy S8 | 2.0 | 18.3 | 9.5 | 8.0 | 37.8 | 5.0 | 3.0 | 2.0 | | 10.0 |
| Galaxy Note8 | | | 4.0 | 6.0 | 10.0 | 2.0 | 1.0 | | | 3.0 |
| Galaxy S9 | | | | | 0.0 | 10.3 | 9.4 | 6.1 | 5.9 | 31.7 |
| Galaxy Note9 | | | | | 0.0 | | | 5.0 | 4.0 | 9.0 |
| Galaxy derivatives | 9.0 | 8.0 | 9.0 | 10.0 | 36.0 | 10.0 | 10.0 | 10.0 | 12.0 | 42.0 |
| Sub total | 20.0 | 29.3 | 25.5 | 26.0 | 100.8 | 29.3 | 24.4 | 23.1 | 21.9 | 98.7 |

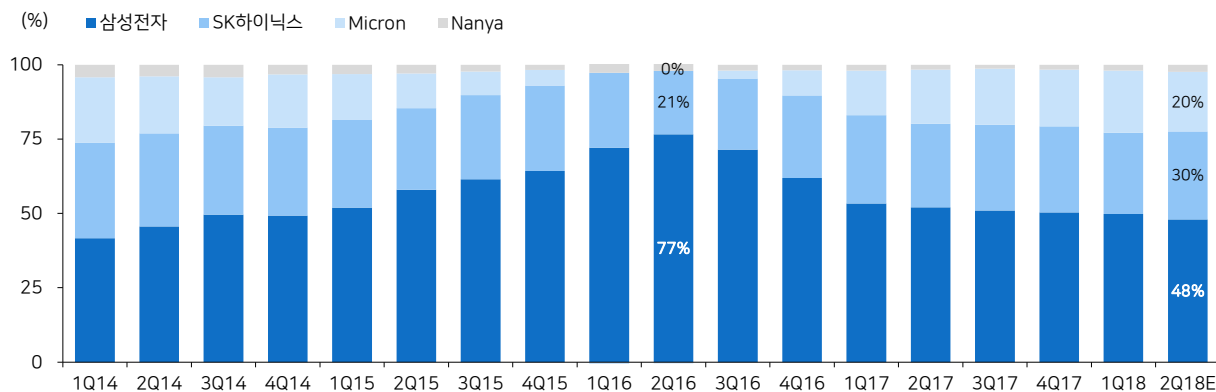
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 DRAM 시장 점유율 차트 - 삼성전자의 점유율은 다운사이클에서 상승. 업사이클에서 하락



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 삼성전자의 영업이익 점유율은 4년만에 최저점으로 하락



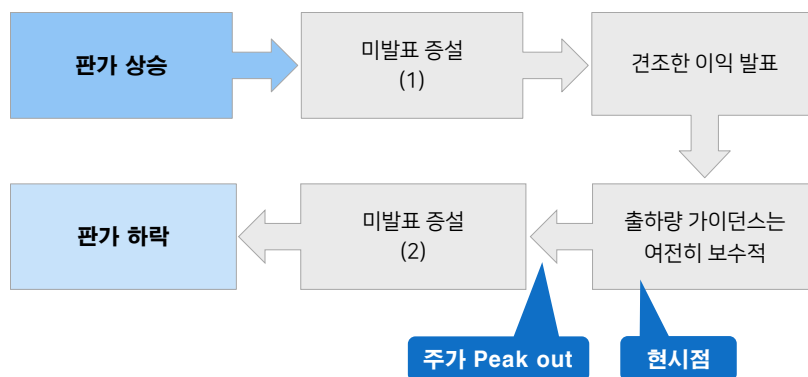
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표6 삼성전자의 DRAM 공급증가율 가이드선과 실제치의 비교 - 가이드선의 변화 시점은 업황의 변곡점

| | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E |
|-------------------|--------|--------|---------|------------|---------|--------------------|
| 연초 삼성전자 가이드선 | Market | 20% 중반 | 20% 중반 | 20% 중반 | 10% 후반 | 20% |
| | 삼성전자 | 시장 상회 | 시장 상회 | 시장 수준 | 시장 수준 | 시장 수준 |
| 실제 공급증가율 (메리츠 추정) | 삼성전자 | 54.1% | 30.5% | 36.6% | 14.8% | 24.1% |
| 업황 전개 구도 | | 고점 형성 | 공급과잉 전개 | 2H16 저점 형성 | 공급부족 전개 | 연말~1H19 단기 공급과잉 예상 |

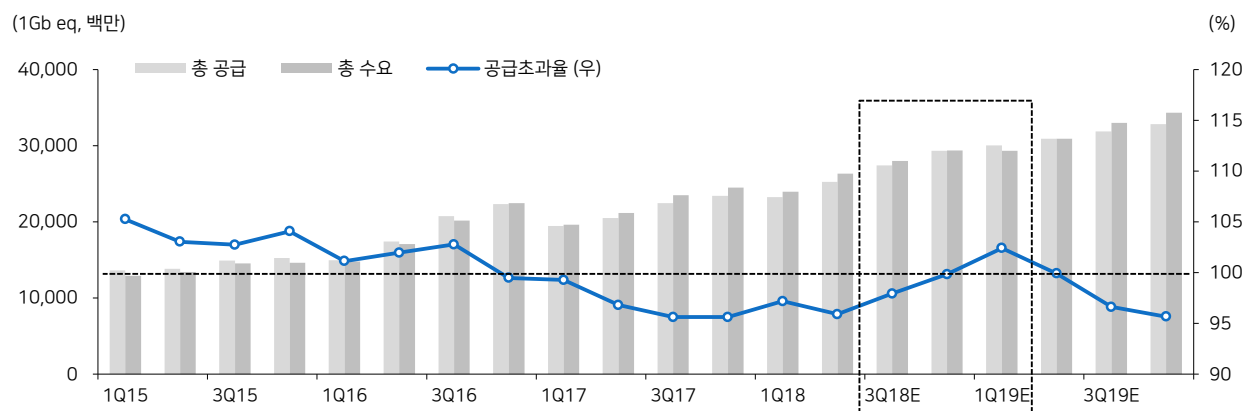
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 DRAM 업황의 현 시점 - 건조한 이익에서의 흥분 vs 증설의 두려움



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 글로벌 DRAM 수급 전망 - 4Q18에서 2Q19까지의 단기 약세구간 예상



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표7 삼성전자 적정주가 산출

| (원) | 2018-19E 평균 |
|-------------|---------------|
| BVPS | 34,433 |
| 적정배수 (배) | 1.71 |
| 적정가치 | 58,930 |
| 적정주가 | 59,000 |
| 현재주가 | 46,250 |
| 상승여력 (%) | 27.6% |

자료: 메리츠증권 리서치센터

표8 삼성전자 과거 밸류에이션 1

| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 주가 (원) | | | | | | | |
| High | 9,690 | 12,760 | 13,400 | 14,860 | 13,740 | 15,280 | 16,580 |
| Low | 5,190 | 7,980 | 8,670 | 10,820 | 10,000 | 8,060 | 8,770 |
| Average | 7,455 | 9,647 | 10,739 | 12,758 | 11,544 | 11,476 | 12,840 |
| PER (배) | | | | | | | |
| High | 14.3 | 10.1 | 14.9 | 15.9 | 15.8 | 23.5 | 14.6 |
| Low | 7.7 | 6.3 | 9.7 | 11.6 | 11.5 | 12.4 | 7.7 |
| Average | 11.0 | 7.7 | 12.0 | 13.7 | 13.2 | 17.7 | 11.3 |
| EPS (원) | 676 | 1,259 | 898 | 932 | 872 | 650 | 1,134 |
| PBR (배) | | | | | | | |
| High | 3.2 | 2.9 | 2.8 | 2.3 | 2.3 | 2.1 | 2.0 |
| Low | 2.0 | 1.9 | 2.0 | 1.7 | 1.2 | 1.1 | 1.5 |
| Average | 2.4 | 2.3 | 2.4 | 1.9 | 1.7 | 1.7 | 1.7 |
| BVPS (원) | 4,020 | 4,668 | 5,321 | 5,991 | 6,739 | 7,751 | 9,735 |
| ROE(%) | 33.8% | 20.6% | 18.7% | 15.3% | 10.1% | 15.4% | 18.5% |

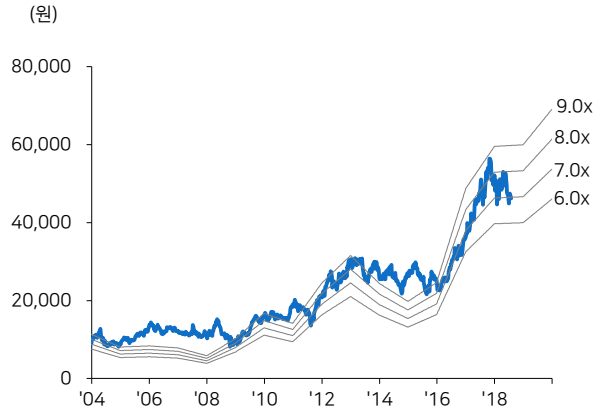
자료: 메리츠증권 리서치센터

표9 삼성전자 과거 밸류에이션 2

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 5년 평균 |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------|
| 주가 (원) | | | | | | | | |
| High | 21,680 | 30,720 | 31,680 | 29,900 | 30,200 | 36,600 | 57,520 | |
| Low | 13,440 | 20,220 | 24,180 | 21,560 | 20,660 | 21,760 | 35,540 | |
| Average | 17,926 | 25,215 | 28,579 | 25,836 | 25,984 | 28,800 | 46,415 | |
| PER (배) | | | | | | | | |
| High | 13.8 | 11.3 | 9.0 | 11.0 | 13.7 | 13.4 | 10.6 | 11.8 |
| Low | 8.5 | 7.4 | 6.9 | 7.9 | 9.4 | 8.0 | 6.6 | 7.7 |
| Average | 11.4 | 9.3 | 8.2 | 9.5 | 11.8 | 10.5 | 8.6 | 9.8 |
| EPS (원) | 1,573 | 2,726 | 3,506 | 2,713 | 2,198 | 2,735 | 5,421 | |
| PBR (배) | | | | | | | | |
| High | 2.0 | 2.3 | 1.9 | 1.6 | 1.5 | 1.7 | 2.3 | 2.1 |
| Low | 1.2 | 1.5 | 1.5 | 1.2 | 1.0 | 1.0 | 1.4 | 1.4 |
| Average | 1.6 | 1.9 | 1.7 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.8 | 1.7 |
| BVPS (원) | 11,019 | 13,327 | 16,512 | 18,503 | 19,688 | 22,096 | 25,235 | |
| ROE(%) | 13.8% | 19.8% | 20.6% | 14.2% | 10.8% | 12.0% | 20.0% | |

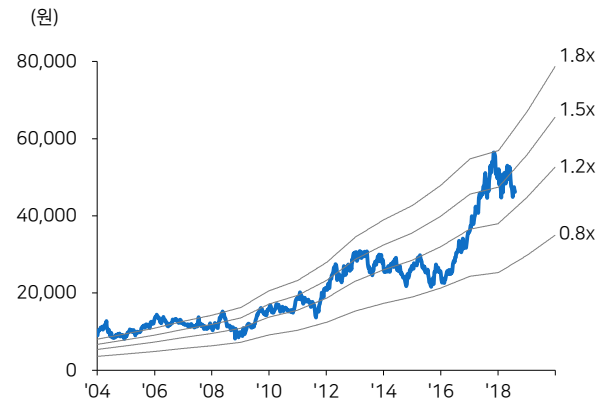
참고: 5년평균은 2009-2013년 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 삼성전자 PER 밴드



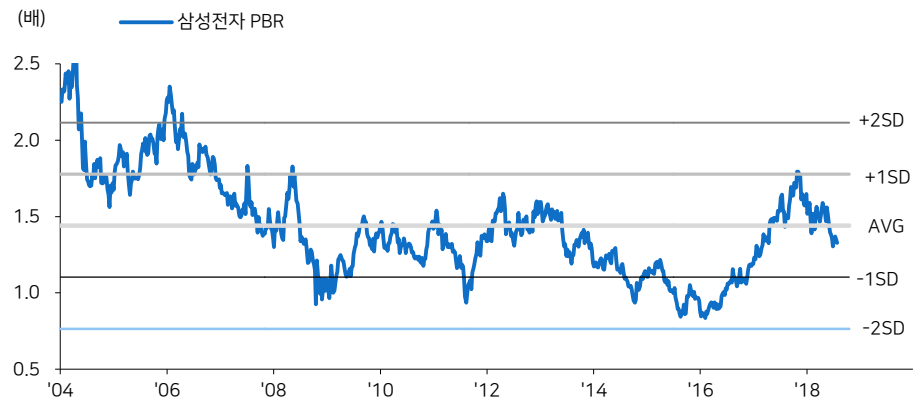
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 삼성전자 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 삼성전자 역사적 PBR 변화



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

삼성전자 (005930)

Income Statement

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 매출액 | 201,866.7 | 239,575.4 | 253,905.7 | 263,237.7 | 294,781.6 |
| 매출액증가율 (%) | 0.6 | 18.7 | 6.0 | 3.7 | 12.0 |
| 매출원가 | 120,277.7 | 129,290.7 | 134,274.0 | 144,286.1 | 161,561.7 |
| 매출총이익 | 81,589.0 | 110,284.7 | 119,631.7 | 118,951.6 | 133,219.9 |
| 판매비와관리비 | 52,348.4 | 56,639.7 | 55,110.7 | 57,329.5 | 64,255.7 |
| 영업이익 | 29,240.7 | 53,645.0 | 64,520.7 | 61,622.1 | 68,964.2 |
| 영업이익률 (%) | 14.5 | 22.4 | 25.4 | 23.4 | 23.4 |
| 금융수익 | 774.5 | 1,591.1 | 1,946.1 | 4,267.3 | 6,788.3 |
| 종속/관계기업관련손익 | 19.5 | 201.4 | 257.6 | 257.6 | 257.6 |
| 기타영업외손익 | 794.0 | 1,792.5 | 2,464.4 | 4,524.9 | 7,045.9 |
| 세전계속사업이익 | 30,713.7 | 56,196.0 | 66,985.4 | 66,147.0 | 76,010.1 |
| 법인세비용 | 7,987.6 | 14,009.2 | 17,707.2 | 16,536.8 | 19,002.5 |
| 당기순이익 | 22,726.1 | 42,186.8 | 49,278.2 | 49,610.3 | 57,007.6 |
| 지배주주지분 순이익 | 22,415.7 | 41,344.6 | 48,555.2 | 48,887.3 | 56,284.6 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 유동자산 | 141,429.7 | 146,982.5 | 172,760.8 | 205,863.8 | 254,006.6 |
| 현금및현금성자산 | 32,111.4 | 30,545.1 | 67,458.3 | 108,877.8 | 161,440.1 |
| 매출채권 | 24,279.2 | 27,696.0 | 28,633.8 | 30,097.9 | 33,253.8 |
| 재고자산 | 18,353.5 | 24,983.4 | 25,829.4 | 27,150.1 | 29,996.9 |
| 비유동자산 | 120,744.6 | 154,769.6 | 170,122.7 | 183,190.6 | 191,409.7 |
| 유형자산 | 91,473.0 | 111,665.6 | 124,509.5 | 137,009.5 | 144,009.5 |
| 무형자산 | 5,344.0 | 14,760.5 | 14,315.9 | 13,497.3 | 12,487.5 |
| 투자자산 | 12,642.2 | 14,554.6 | 17,041.5 | 17,699.1 | 18,356.7 |
| 자산총계 | 262,174.3 | 301,752.1 | 342,883.5 | 389,054.4 | 445,416.2 |
| 유동부채 | 54,704.1 | 67,175.1 | 68,348.2 | 74,388.1 | 83,198.0 |
| 매입채무 | 6,485.0 | 9,083.9 | 9,391.5 | 9,871.7 | 10,906.8 |
| 단기차입금 | 12,746.8 | 15,767.6 | 9,973.3 | 8,973.3 | 7,973.3 |
| 유동성장기부채 | 1,232.8 | 278.6 | 288.0 | 302.8 | 334.5 |
| 비유동부채 | 14,507.2 | 20,085.5 | 20,892.1 | 21,012.7 | 21,157.1 |
| 사채 | 58.5 | 953.4 | 961.8 | 961.8 | 961.8 |
| 장기차입금 | 1,179.1 | 1,756.9 | 1,910.5 | 2,010.5 | 2,110.5 |
| 부채총계 | 69,211.3 | 87,260.7 | 89,240.3 | 95,400.8 | 104,355.2 |
| 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 | -2,257.1 | -7,677.0 | -7,033.6 | -7,033.6 | -7,033.6 |
| 이익잉여금 | 193,086.3 | 215,811.2 | 248,000.1 | 288,010.3 | 335,417.9 |
| 비지배주주지분 | 6,538.7 | 7,278.0 | 7,375.4 | 7,375.4 | 7,375.4 |
| 자본총계 | 192,963.0 | 214,491.4 | 253,643.3 | 293,653.5 | 341,061.1 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 영업활동 현금흐름 | 47,385.6 | 62,162.0 | 79,275.1 | 80,972.8 | 89,598.6 |
| 당기순이익(손실) | 22,726.1 | 42,186.7 | 49,278.2 | 49,610.3 | 57,007.6 |
| 유형자산감가상각비 | 19,312.5 | 20,593.6 | 25,000.0 | 27,000.0 | 30,000.0 |
| 무형자산상각비 | 1,400.4 | 1,523.8 | 1,527.3 | 1,584.3 | 1,775.3 |
| 운전자본의 증감 | -1,181.0 | -10,620.5 | -459.6 | -2,157.6 | -4,650.7 |
| 투자활동 현금흐름 | -29,658.7 | -49,385.2 | -29,821.1 | -29,068.0 | -26,568.0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -24,143.0 | -42,792.2 | -39,000.0 | -39,500.0 | -37,000.0 |
| 투자자산의 감소(증가) | 1,756.6 | 727.9 | -4,053.2 | -400.0 | -400.0 |
| 재무활동 현금흐름 | -8,669.5 | -12,560.9 | -12,985.8 | -10,485.3 | -10,468.3 |
| 차입금증감 | 2,139.9 | 2,588.2 | -5,782.5 | -885.3 | -868.3 |
| 자본의증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의증가 | 9,474.7 | -1,566.3 | 36,913.2 | 41,419.5 | 52,562.4 |
| 기초현금 | 22,636.7 | 32,111.4 | 30,545.1 | 67,458.3 | 108,877.8 |
| 기말현금 | 32,111.4 | 30,545.1 | 67,458.3 | 108,877.8 | 161,440.1 |

Key Financial Data

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 24,632 | 31,414 | 34,630 | 35,929 | 40,234 |
| EPS(지배주주) | 3,139 | 6,198 | 6,618 | 6,663 | 7,671 |
| CFPS | 1,156 | -205 | 5,035 | 5,653 | 7,174 |
| EBITDAPS | 6,095 | 9,934 | 12,418 | 12,312 | 13,750 |
| BPS | 22,096 | 25,235 | 31,636 | 37,231 | 43,839 |
| DPS | 590 | 955 | 1,416 | 1,416 | 1,416 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 3.1 | 3.1 | 3.1 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 9.2 | 6.3 | 7.0 | 6.9 | 6.0 |
| PCR | 24.9 | -190.6 | 9.2 | 8.2 | 6.4 |
| PSR | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.1 |
| PBR | 1.3 | 1.6 | 1.5 | 1.2 | 1.1 |
| EBITDA | 49,954 | 75,762 | 91,048 | 90,206 | 100,740 |
| EV/EBITDA | 3.2 | 3.8 | 2.8 | 2.5 | 1.9 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 12.0 | 20.0 | 21.4 | 18.4 | 18.2 |
| EBITDA 이익률 | 46.1 | 65.8 | 58.2 | 53.9 | 59.0 |
| 부채비율 | 35.9 | 40.7 | 35.2 | 32.5 | 30.6 |
| 금융비용부담률 | -0.5 | -0.4 | -0.8 | -1.7 | -2.3 |
| 이자보상배율(x) | 49.7 | 81.9 | 154.9 | 173.1 | 208.9 |
| 매출채권회전율(x) | 8.2 | 9.2 | 9.0 | 9.0 | 9.3 |
| 재고자산회전율(x) | 6.5 | 6.0 | 5.3 | 5.4 | 5.7 |

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 8월 1일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 8월 1일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 8월 1일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김선우,서승연)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

| 기업 | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 | |
|------------------------------|--|---------------------------------------|
| 추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급 | Buy | 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상 |
| | Trading Buy | 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 |
| | Hold | 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 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 | 97.1% |
| 중립 | 2.9% |
| 매도 | 0.0% |

2018년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성전자 (005930) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

| 추천 확정일자 | 자료 형식 | 투자 의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 과리율(%)* | | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|----------|-------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
| | | | | | 평균 | 최고(최저) | |
| 2016.09.19 | 산업분석 | Buy | 2,070,000 | 김선우 | -23.3 | -21.8 | |
| 2016.10.06 | 기업브리프 | Buy | 2,070,000 | 김선우 | -22.5 | -17.6 | |
| 2016.10.10 | 산업분석 | Buy | 2,070,000 | 김선우 | -22.7 | -17.6 | |
| 2016.10.13 | 기업브리프 | Buy | 2,070,000 | 김선우 | -22.9 | -17.6 | |
| 2016.10.28 | 기업브리프 | Buy | 2,070,000 | 김선우 | -22.5 | -17.6 | |
| 2016.11.15 | 기업브리프 | Buy | 2,070,000 | 김선우 | -22.5 | -17.6 | |
| 2016.11.25 | 산업분석 | Buy | 2,070,000 | 김선우 | -22.4 | -17.6 | |
| 2016.11.29 | 기업브리프 | Buy | 2,070,000 | 김선우 | -19.4 | -11.9 | |
| 2017.01.09 | 산업분석 | Buy | 2,330,000 | 김선우 | -19.4 | -16.7 | |
| 2017.01.25 | 기업브리프 | Buy | 2,330,000 | 김선우 | -16.5 | -9.0 | |
| 2017.03.20 | 기업브리프 | Buy | 2,720,000 | 김선우 | -23.1 | -21.8 | |
| 2017.03.30 | 기업브리프 | Buy | 2,720,000 | 김선우 | -23.4 | -21.8 | |
| 2017.04.24 | 산업브리프 | Buy | 2,720,000 | 김선우 | -23.1 | -19.4 | |
| 2017.04.28 | 기업브리프 | Buy | 2,830,000 | 김선우 | -19.6 | -16.9 | |
| 2017.06.07 | 산업분석 | Buy | 2,830,000 | 김선우 | -16.7 | -9.5 | |
| 2017.07.28 | 기업브리프 | Buy | 3,040,000 | 김선우 | -22.6 | -19.4 | |
| 2017.08.24 | 기업브리프 | Buy | 3,040,000 | 김선우 | -22.8 | -19.4 | |
| 2017.09.08 | 산업분석 | Buy | 3,040,000 | 김선우 | -17.9 | -9.4 | |
| 2017.11.01 | 기업브리프 | Buy | 3,400,000 | 김선우 | -18.8 | -15.9 | |
| 2017.12.04 | 산업분석 | Buy | 3,400,000 | 김선우 | -22.5 | -15.9 | |
| 2018.01.15 | 산업분석 | Buy | 3,400,000 | 김선우 | -23.4 | -15.9 | |
| 2018.02.01 | 기업브리프 | Buy | 3,300,000 | 김선우 | -25.8 | -20.0 | |
| 2018.04.27 | 기업브리프 | Buy | 3,300,000 | 김선우 | -24.8 | -19.7 | |
| 2018.06.01 | 산업분석 | Buy | 66,000 | 김선우 | -25.8 | -19.7 | |
| 2018.07.23 | 산업브리프 | Buy | 59,000 | 김선우 | -21.2 | -20.5 | |
| 2018.08.01 | 기업브리프 | Buy | 59,000 | 김선우 | - | - | |