

2020. 9. 28



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

삼성전자 005930

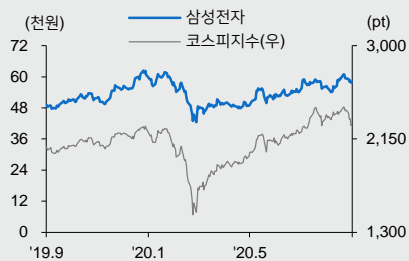
실적 개선과 우선주 매력 증가

- ✓ 3Q20 영업이익 11.4 조원은 세트사업 비용통제와 견조한 메모리 출하에 기반
- ✓ 4Q20 영업이익은 디스플레이 회복과 함께 10.9 조원으로 컨센서스 (9.4 조원) 지속 상회
- ✓ 다양한 투자포인트 (실적개선, 파운드리 기회 확대, 메모리 저점 근접) 외 단기 강력 모멘텀은 특별주주환원. 현 실적 개선은 4Q20 특별주주환원의 급등을 의미. 분기배당 354원/주 외 특별배당 1,380원/주 예상. 4분기 주주환원수익률은 보통주 3.0%, 우선주 3.4%
- ✓ 현 3개년 주주환원정책 이후, 21년 신규 주주환원 역시 단년 기준 긍정적 결과 도출 예상. BUY 유지하며, 실적추정치 변경 반영해 적정주가 76,000원으로 소폭 상향 조정

Buy

적정주가 (12개월)	76,000 원
현재주가 (8.18)	57,900 원
상승여력	31.3%
KOSPI	2,278.79pt
시가총액	3,456,504억원
발행주식수	596,978만주
유동주식비율	74.62%
외국인비중	55.92%
52주 최고/최저가	62,400원/42,500원
평균거래대금	11,454.0억원
주요주주(%)	
이건희 외 14 인	21.20
국민연금공단	10.96
BlackRock Fund Advisors 외 15 인	5.03
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	2.7 19.0 18.4
상대주가	6.6 -11.0 7.7

주가그래프



실적 성장세 진입 - 2H20 세트부문 비용축소, 1Q21부터 DRAM 업사이클

삼성전자의 3Q20 영업이익은 11.4조원으로 전분기 8.1조원 대비 크게 증가할 전망이다 (vs 컨센서스 10.1조원). 이러한 호실적은 Top-line의 개선보다는 세트 사업을 중심으로한 대폭 비용 효율화 (판매촉진비와 광고선전비 감소) 영향이 더 크게 작용한다. 부문별 영업이익의 경우 1) 반도체는 5.2조원으로 전분기 5.4조원에서 소폭 하락하는데 그친다. 2) IM은 실적 개선의 주역이다. 영업이익은 4.5조원으로 전분기 2.0조원 대비 크게 증가한다. 견조한 스마트폰 출하량 (7,700만대)과 변화된 판매환경 속 대폭 비용 절감이 주효했다. 3) CE 역시 비용축소에 기반해 1.3조원을 기록하며 DP의 실적부진 (0.2조원)을 상당부분 만회할 전망이다. 동사 4Q20 실적 역시 비용축소 기조가 유지되며 10.9조원의 견조한 영업이익이 예상된다.

DRAM 사이클 반전 가속화 요인 발생 중. 모바일 수요회복 가시화

모바일 수요 약세를 빌미로 서버업체들의 DRAM 판가 인하 압력은 고조돼왔다. 하지만 중국을 중심으로 최근 스마트폰 수요회복 징후가 관찰되고 있으며 9월 데이터부터 출하량 회복이 도출될 가능성이 높다 (그림2). 4Q20부터 서버의 압박전략은 무력화되며 당사의 기존 전망대로 DRAM 판가는 내년 3월부터 반등이 예상된다.

실적 개선, 그 이상 반영될 가치 - 의미있는 규모의 4Q20 특별주주환원

현재 발생하고 있는 실적 개선은 특별주주환원의 급등을 의미한다. 18-20년 누적 FCF를 기반으로 잔여 재원을 환원하는 4Q20 분기배당은 시장의 기대를 크게 능가할 전망이다. 분기배당 354원/주 외 특별배당 1,380원/주를 전망한다 (표1). 차별화된 주주환원수익률을 감안 시 보통주 대비 우선주가 더 매력적이다. Buy 투자의 견을 유지하며 적정주가는 76,000원으로 소폭 상향 조정한다 (표7).

(조원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	243.8	58.9	43.9	6,871	10.9	30,906	8.6	1.9	3.0	18.3	37.0
2019	230.4	27.8	21.5	3,602	-47.6	34,480	16.4	1.7	3.9	8.4	34.1
2020E	234.4	36.8	27.3	4,017	11.5	37,721	14.7	1.6	2.7	10.3	35.4
2021E	259.3	43.9	36.8	5,419	34.9	42,251	10.9	1.4	1.9	12.8	39.6
2022E	292.6	57.1	48.5	7,134	31.6	48,581	8.3	1.2	1.8	15.1	40.7

실적 성장세 진입 - 2H20 세트부문 비용축소, 1Q21부터 DRAM 업사이클

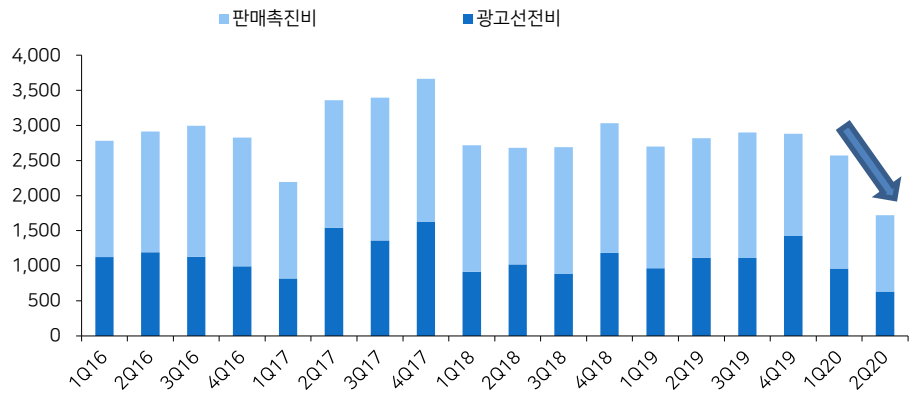
삼성전자의 3Q20 영업이익은 11.4조원으로 전분기 8.1조원 대비 크게 증가할 전망이다 (vs 컨센서스 10.1조원). 이러한 호실적은 Top-line의 개선보다는 세트 사업을 중심으로 대폭 비용 효율화 (판매촉진비와 광고선전비 감소) 영향이 더 크게 작용한다.

부문별 영업이익의 세부 내용은 아래와 같다.

1) 반도체 3Q20 영업이익은 5.2조원으로 전분기 5.4조에서 소폭 하락하는데 그친다. 올해 하반기 메모리 판가 하락이 진행중인 가운데 화웨이 수출제한 영향으로 모바일 주문이 크게 증가하며 DRAM과 NAND 출하량이 예상을 상회 (+1%, +18% QoQ)할 전망이다. 판가는 각각 전분기 대비 공히 9% 하락이 예상된다. LSI의 경우 부진했던 전분기 대비 다소 개선될 전망이다. 특히 Nvidia로부터 수주해 관심을 모은 RTX 30 시리즈 빅사이즈칩 파운드리 제조 안정화가 관찰된다. 동사는 생소한 대형 칩 제조에도 불구하고 생산 안정화에 집중하고 있으며 수출은 수익발생 영역으로 무난히 개선 중이다. 현재 동사의 선단공정인 5nm 캐파는 풀 캐파 가동으로 파악되며, 최근 미국의 중국 반도체 산업 진출 견제가 SMIC로도 확대되는 움직임을 보이는 만큼 삼성전자의 파운드리 수주 및 실적 기여는 중장기적으로도 지속 견조하게 성장할 전망이다.

2) IM은 실적 개선의 주역이다. 영업이익은 4.5조원으로 전분기 2.0조원 대비 크게 증가할 전망이다. 견조한 스마트폰 출하량 (7,700만대 vs 2분기 5,400만대) 증가하며 전분기 대비 매출이 성장하는 가운데 코로나19로 인해 변화된 판매환경 속 마케팅비용 중심의 대규모 비용 절감이 진행 중이다. 특히 갤럭시탭S와 A 판매는 예상을 뛰어넘는 970만대 (vs 전분기 570만대)를 기록하며 실적 개선세에 일조할 전망이다.

그림1 삼성전자 판매촉진비, 광고홍보비 추이 - 1Q20부터 가파른 하락세



자료: 삼성전자, 메리츠증권 리서치센터

다만 아쉬운 점은 갤럭시노트20 등 플래그십 스마트폰의 매출 비중이 수년째 의미있게 성장하지 못하고 있다는 점이다. 동사는 갤럭시S와 노트 라인업에 중가모델을 포함시키며 넓은 소비자영역을 흡수하려 노력하고 있으나, 판매는 전작 대비 지속 축소되고 있다. 당사는 갤럭시노트20은 530만대 수준을 출하하며 목표치 600-650만대를 하회하리라 전망한다. 갤럭시Z폴드2 역시 제품 완성도는 높은 수준을 보여주었으나, 3분기 출하량은 30-40여만대 수준에 그칠 전망이다.

3) CE 역시 비용축소에 기반해 1.3조원을 기록하며 DP의 실적부진 (0.2조원)을 상당부분 만회하리라 예상된다. 가전 역시 스마트폰과 마찬가지로 계절적 판매 호조에 마케팅 비용 축소가 더해지며 견조한 실적에 기여할 전망이다.

DP는 아이폰 출시 및 판매가 4Q20으로 다소 지연되며 해당 OLED 패널의 출하가 이월된 탓에 애플 향 매출 및 영업이익이 4Q20에 상당부분 인식될 전망이다. 최근 LCD 패널 판가 상승에도 불구하고 동사는 사업 축소를 단행한 탓에 향후 모바일 OLED 위주의 계절적 실적 등락이 예상된다. 한편 동사가 야심차게 준비한 QD-Display (QD-OLED)의 사업이 구체화되지 못하고 있다는 점은 아쉽다. 내부 고객인 VD를 제외한 소니 등 주력 고객과의 협력이 예상됐으나 진전이 관찰되지 않고 있다. 당사는 QD-OLED의 양산개시 및 실적 기여는 2021년부터 발생하리라 예상한다.

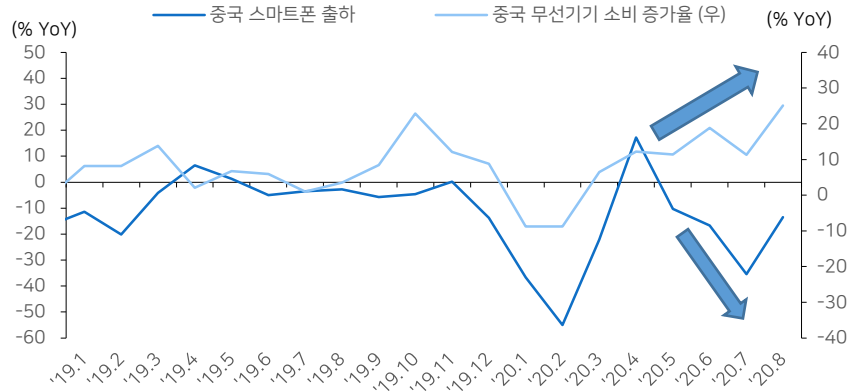
동사 4Q20 실적 역시 비용축소 기조가 유지되며 10.9조원의 견조한 영업이익이 예상된다. 부문별로는 반도체 4.2조원, DP 1.8조원, IM 3.4조원, CE 1.3조원으로, 반도체와 IM의 이익 감소를 DP가 만회할 전망이다.

DRAM 사이클 반전 가속화 요인 발생 중. 모바일 수요회복 가시화

2Q20부터 모바일 수요 약세를 빌미로 서버업체들의 DRAM 판가 인하 압력이 고조됐으며, 투자자들은 이를 크게 우려했다. 하지만 당사 조사에 따르면 최근 스마트폰 수요회복 징후가 관찰되고 있다.

특히 스마트폰 시장 중 큰 비중을 차지하는 중국의 회복이 예상된다. 8월 스마트폰 출하 부진 불구 (-13% YoY), 무선기기 소비는 크게 증가 (+25% YoY)했으며, 각각 Sell-in과 Sell-through 데이터라는 사실과 재고 보충 시차를 감안 시 중국 내 스마트폰 유통재고는 대폭 감소했을 가능성이 높다.

그림2 삼성전자 - 중국 스마트폰 출하량 vs 무선통신기기 소비



자료: CAICT, 메리츠증권 리서치센터

자연스레 9월부터 스마트폰 출하 데이터는 지속 개선될 전망이다. 단숨에 전년 대비 증가세로 전환되지는 못할지라도 역성장폭은 완화될 가능성이 높다. 이러한 중국 위주 스마트폰 출하회복세 가운데, 삼성전자 등 스마트폰 업체들의 실적호조는 탑재량 확대 여력으로 해석되며 서버업체들의 DRAM 판가 압박 전략에도 변화가 도출되리라 예상된다.

18-20년 3개년 주주환원정책 마무리 단계. 4Q20은 그 마침표가 찍힐 분기

투자자들은 현재 실적 개선에 주목하고 있지만, 이는 주가 측면에서 또 다른 더 큰 의미를 지니고 있다. 바로 실적 (잉여현금흐름, FCF)에 기반한 주주환원정책의 마무리 분기가 4Q20이기 때문이다.

동사는 2017년 10월 31일 공시를 통해 18-20년에 걸친 3개년 주주환원정책을 공개했으며, 세부 내용은 아래와 같다.

1) 2018년 배당지급 규모 9.6조원

18-20년 같은 규모 배당지급으로 총 29조원(28.8조원) 배당

2) FCF 계산시 M&A를 차감하지 않아 주주환원 비율이 상향되는 효과

3) FCF의 50% 환원을 기존 1년에서 3년 단위로 적용

그림3 삼성전자 - 3개년 주주환원정책 종료 임박

수시공시의무관련사항(공정공시)	
공시제약	'18~'20년 주주환원 정책 <input type="checkbox"/> 기본 방향: 투자자의 주주환원 규모에 대한 예측가능성 제고 ① 배당 확대 - '17년 총 배당 전년 대비 20% 상향, '18년은 '17년 대비 100% 상향, '19~'20년은 '18년과 동일 규모 유지 ② Free Cash Flow 계산시 M&A 제외감 - 대규모 M&A로 인한 주주환원 재원 감소 방지 및 예측가능성 제고 ③ Free Cash Flow 50% 환원 기준을 기존 1년에서 3년 단위로 변경 - Free Cash Flow의 변동에 따른 연도별 주주환원 규모의 급격한 변동 방지 ※ 3년간 Free Cash Flow의 최소 50% 중 배당 집행 후 잔여재원 발생시 추가 현금배당 또는 자사주 매입/소각
1. 정보내용	관련 수시공시내용
예정 공시 일시	-
정보제공자	IR그룹
정보제공대상자	국내외 투자자 및 언론 등
정보제공(예정)일시	2017년 10월 31일 오전 10시 예정
행사명(장소)	2017년 3분기 삼성전자 경영설명회 - Conference Call - 한국어/영어 동시 진행
3. 연락처(관련부서/전화번호)	IR그룹 (02-2255-8125)
4. 기타 투자관련과 관련한 중요사항	-
※ 관련공시	-

자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

결국 최근 실적 호조를 바탕으로 18-20년 누적 FCF를 기반으로 잔여 재원을 환원하는 4Q20 분기배당은 시장의 기대를 크게 능가할 전망이다. 당사는 3개년 누적 FCF로 76.4조원을 추정하며, 이는 영업현금흐름에서 설비투자액 및 기타현금 유출을 감안한 수치이다. 이중 50%인 38.2조원이 3개년 주주환원 총여력이며 올해말까지 지급될 누적 분기배당 28.8조원을 차감 시 9.4조원이 특별주주환원으로 지급될 전망이다. 당사는 지배구조 특수성을 감안 시 자사주매입보다는 특별배당 형식의 주주환원을 예상한다. 물론 다양한 주주 수요를 감안 해 자사주 매입 형태로 일부 도출될 수 있다.

특별주주환원이 전액 배당 형식으로 분배됨을 바탕으로 주주들에게 지급될 4Q20 특별배당은 1,380원/주를 전망한다 (표 1). 여기에 분기배당 354원/주를 감안 시 분기 배당 수익률은 보통주를 기준으로 3.0%에 달한다 (4Q20 기준).

실적 개선과 높은 주주환원을 기반으로 향후 삼성전자 주가는 양호한 흐름이 예상된다. 그 중에서도 차별화된 주주환원수익률을 감안 시 보통주 대비 우선주가 매력적이다. 보통주 보다 양호한 3.4%의 분기 배당수익률 외에도 현금흐름을 추종하는 글로벌 자금 유입 가능성이 더 높기 때문이다.

표1 삼성전자 - 3개년 주주환원정책 기반 4Q20 특별배당 추정

(십억원)	2018	2019	2020E	3년 누적
잉여현금흐름 (영업현금흐름 - 설비투자 및 기타)	35,475	18,015	22,864	76,354
3년 누적 FCF의 50% (A)				38,177
분기배당 지급액 (B)	9,600	9,600	9,600	28,800
4Q20 특별주주환원 (C = A - B)				9,377
유통주식수 (백만주, D)				6,793
4Q20 분기배당 (E, 원)				354
4Q20 특별배당 (F = C / D, 원)				1,380
4Q20 총배당금 (E + F, 원)				1,734
주가 (보통주)				57,900
주가 (우선주)				50,700
분기배당수익률 (4Q20, 보통주)				3.0%
분기배당수익률 (4Q20, 우선주)				3.4%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 삼성전자 실적 추정치 변경

(조원)	New			Old			차이 (%)		
	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E
매출액	63.8	234.4	259.3	65.9	239.7	269.2	-3.1%	-2.2%	-3.7%
반도체	19.0	72.6	85.3	19.5	74.1	87.7	-2.7%	-2.1%	-2.7%
디스플레이	7.6	31.2	38.6	7.8	31.5	39.6	-3.0%	-1.1%	-2.5%
무선	27.9	98.3	99.9	29.3	101.9	106.9	-4.6%	-3.5%	-6.6%
가전	11.7	44.9	46.3	11.8	45.1	46.7	-1.0%	-0.3%	-0.8%
하만	2.9	9.6	10.6	2.9	9.6	10.6	0.7%	-0.1%	0.4%
기타	-5.3	-22.1	-21.5	-5.4	-22.6	-22.4	nm	nm	nm
영업이익	11.4	36.8	43.9	8.9	32.5	40.9	27.9%	13.4%	7.4%
반도체	5.2	18.8	24.1	5.4	19.6	26.0	-4.2%	-4.2%	-7.1%
디스플레이	0.2	2.1	4.4	0.4	1.8	4.5	-41.8%	14.9%	-2.7%
무선	4.5	12.6	11.8	2.2	8.8	8.5	106.5%	42.7%	38.7%
가전	1.3	3.8	3.6	0.8	2.8	1.9	60.6%	34.4%	87.1%
하만	0.1	0.0	0.1	0.1	(0.1)	0.0	46.0%	nm	nm
세전이익	12.1	37.9	50.1	9.4	33.0	43.8	28.2%	15.0%	14.5%
순이익(지배)	8.8	27.3	36.8	6.8	23.7	32.1	29.4%	15.1%	14.7%
영업이익률 (%)	17.8%	15.7%	16.9%	13.5%	13.6%	15.2%	4.3%	2.1%	1.7%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성전자 실적추정

(조원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	52.4	56.1	62.0	59.9	55.3	53.0	63.8	62.3	230.4	234.4	259.3
반도체	14.5	16.1	17.6	16.8	17.6	18.2	19.0	17.7	64.9	72.6	85.3
DRAM	7.7	7.8	8.4	7.7	7.5	8.6	7.7	7.1	31.7	30.9	35.3
NAND	3.8	4.5	4.9	5.4	5.7	6.0	6.3	6.3	18.6	24.3	29.2
비메모리	3.0	3.8	4.3	3.6	4.5	3.6	5.0	4.3	14.7	17.4	20.8
디스플레이	6.1	7.6	9.3	8.0	6.6	6.7	7.6	10.3	31.0	31.2	38.6
LCD	1.5	1.6	1.2	1.2	1.1	0.9	1.0	1.0	5.5	4.1	2.2
OLED	4.6	6.0	8.0	6.9	5.5	5.8	6.5	9.3	25.5	27.1	36.5
무선통신	27.2	25.9	29.3	24.9	26.0	20.8	27.9	23.6	107.3	98.3	99.9
핸드셋	25.9	24.3	28.1	24.0	25.0	19.8	26.8	22.3	102.4	93.8	94.5
피쳐폰	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.8	0.5	0.4
스마트폰	24.2	22.8	26.5	21.6	23.1	17.6	23.2	18.7	95.1	82.5	83.0
테블릿	1.5	1.3	1.4	2.3	1.7	2.1	3.5	3.5	6.4	10.8	11.1
가전	10.0	11.1	10.9	12.7	10.3	10.2	11.7	12.8	44.7	44.9	46.3
하만	2.2	2.5	2.6	2.7	2.1	1.5	2.9	3.0	10.1	9.6	10.6
기타	-7.6	-7.0	-7.7	-5.4	-7.3	-4.4	-5.3	-5.1	-27.7	-22.1	-21.5
영업이익	6.2	6.6	7.8	7.2	6.4	8.1	11.4	10.9	27.8	36.8	43.9
영업이익률 (%)	11.9%	11.8%	12.5%	12.0%	11.7%	15.4%	17.8%	17.4%	12.1%	15.7%	16.9%
반도체	4.1	3.4	3.0	3.5	3.9	5.4	5.2	4.2	14.0	18.8	24.1
DRAM	3.7	3.2	2.7	2.7	2.5	3.8	3.2	2.6	12.2	12.1	16.4
NAND	0.2	-0.1	0.0	0.5	1.0	1.4	1.5	1.3	0.5	5.2	6.0
비메모리	0.2	0.3	0.4	0.3	0.4	0.2	0.5	0.4	1.3	1.5	1.7
디스플레이	-0.6	0.8	1.2	0.2	-0.3	0.3	0.2	1.8	1.6	2.1	4.4
LCD	-0.2	-0.2	-0.3	-0.6	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2	-1.3	-1.3	0.0
OLED	-0.3	0.9	1.5	0.8	0.1	0.7	0.5	2.0	2.8	3.4	4.4
무선통신	2.3	1.6	2.9	2.5	2.7	2.0	4.5	3.4	9.3	12.6	11.8
핸드셋	2.1	1.2	2.8	2.4	2.4	1.8	4.4	3.3	8.5	11.9	11.3
피쳐폰	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
스마트폰	2.0	1.2	2.8	2.3	2.4	1.7	4.0	3.0	8.2	11.1	10.6
테블릿	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.3	0.3	0.9	0.7
가전	0.5	0.7	0.5	0.8	0.5	0.7	1.3	1.3	2.6	3.8	3.6
하만	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.2	-0.1	0.1	0.1	0.3	0.0	0.1
기타	-0.2	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.0
순이익(지배)	5.0	5.2	6.3	5.2	4.9	5.6	8.8	8.3	21.5	27.3	36.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 삼성전자 사업부문별 매출액 및 영업이익률 추정

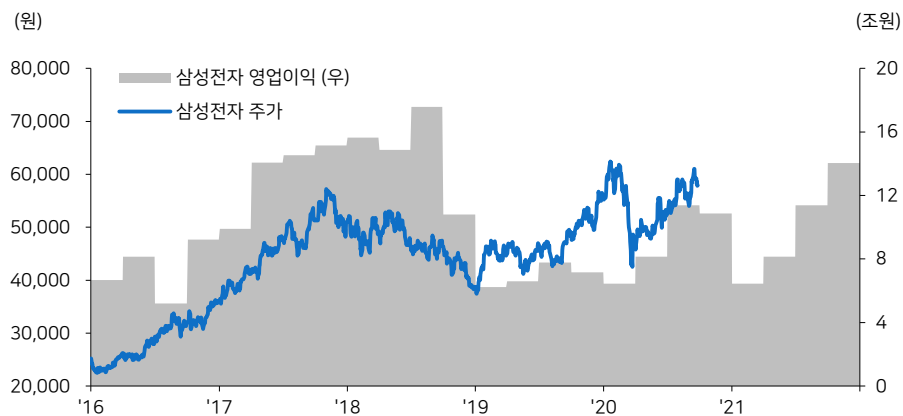
(조원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	52.4	56.1	62.0	59.9	55.3	53.0	63.8	62.3	230.4	234.4	259.3
반도체	14.5	16.1	17.6	16.8	17.6	18.2	19.0	17.7	64.9	72.6	85.3
DRAM	7.7	7.8	8.4	7.7	7.5	8.6	7.7	7.1	31.7	30.9	35.3
NAND	3.8	4.5	4.9	5.4	5.7	6.0	6.3	6.3	18.6	24.3	29.2
비메모리	3.0	3.8	4.3	3.6	4.5	3.6	5.0	4.3	14.7	17.4	20.8
디스플레이	6.1	7.6	9.3	8.0	6.6	6.7	7.6	10.3	31.0	31.2	38.6
LCD	1.5	1.6	1.2	1.2	1.1	0.9	1.0	1.0	5.5	4.1	2.2
OLED	4.6	6.0	8.0	6.9	5.5	5.8	6.5	9.3	25.5	27.1	36.5
무선통신	27.2	25.9	29.3	24.9	26.0	20.8	27.9	23.6	107.3	98.3	99.9
핸드셋	25.9	24.3	28.1	24.0	25.0	19.8	26.8	22.3	102.4	93.8	94.5
피쳐폰	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.8	0.5	0.4
스마트폰	24.2	22.8	26.5	21.6	23.1	17.6	23.2	18.7	95.1	82.5	83.0
테블릿	1.5	1.3	1.4	2.3	1.7	2.1	3.5	3.5	6.4	10.8	11.1
가전	10.0	11.1	10.9	12.7	10.3	10.2	11.7	12.8	44.7	44.9	46.3
하만	2.2	2.5	2.6	2.7	2.1	1.5	2.9	3.0	10.1	9.6	10.6
기타	-7.6	-7.0	-7.7	-5.4	-7.3	-4.4	-5.3	-5.1	-27.7	-22.1	-21.5
영업이익률(%)	11.9%	11.8%	12.5%	12.0%	11.7%	15.4%	17.8%	17.4%	12.1%	15.7%	16.9%
반도체	28.5%	21.1%	17.3%	20.6%	22.4%	29.8%	27.3%	23.9%	21.6%	25.9%	28.3%
DRAM	47.8%	40.6%	32.2%	34.3%	33.8%	43.9%	41.8%	36.1%	38.6%	39.1%	46.6%
NAND	5.0%	-2.2%	-0.9%	8.8%	17.8%	23.6%	23.4%	20.0%	2.8%	21.3%	20.7%
비메모리	8.0%	8.5%	9.1%	8.8%	9.0%	6.5%	9.6%	9.1%	8.7%	8.7%	8.0%
디스플레이	-9.1%	9.9%	12.6%	2.7%	-4.4%	4.4%	3.1%	17.8%	5.1%	6.6%	11.3%
LCD	-15.0%	-10.0%	-25.0%	-47.0%	-35.0%	-42.0%	-28.0%	-22.0%	-22.7%	-31.7%	0.9%
OLED	-7.2%	15.1%	18.3%	11.4%	1.9%	11.7%	8.0%	22.0%	11.1%	12.4%	12.0%
무선통신	8.3%	6.0%	10.0%	10.1%	10.2%	9.4%	16.3%	14.4%	8.6%	12.8%	11.8%
핸드셋	8.0%	5.0%	10.0%	10.1%	9.8%	9.1%	16.4%	14.8%	8.3%	12.7%	12.0%
피쳐폰	3.0%	1.0%	3.0%	2.0%	3.0%	1.0%	3.0%	2.0%	2.3%	2.4%	2.5%
스마트폰	8.3%	5.2%	10.4%	10.6%	10.3%	9.7%	17.3%	15.9%	8.7%	13.4%	12.7%
테블릿	4.0%	3.0%	4.0%	6.0%	4.0%	5.0%	11.0%	9.0%	4.5%	8.1%	6.7%
가전	5.4%	6.4%	5.0%	6.4%	4.4%	7.2%	11.0%	10.1%	5.8%	8.4%	7.7%
하만	0.6%	3.6%	3.7%	3.3%	-9.0%	-3.0%	5.0%	3.6%	3.2%	-0.3%	0.5%
기타	2.0%	-1.3%	0.0%	-0.7%	1.6%	3.8%	0.0%	0.0%	0.1%	1.3%	0.0%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 삼성전자 DRAM과 NAND 생산 추정 가정												
		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	10,058	11,868	15,678	15,991	15,088	15,389	15,543	16,010	53,594	62,030	72,647
	% QoQ	-1%	18%	32%	2%	-6%	2%	1%	3%			
	% YoY	-2%	10%	12%	57%	50%	30%	12%	0%	23%	16%	17%
	NAND	208,696	275,479	308,537	333,220	326,555	320,024	377,628	415,391	1,125,932	1,439,599	1,959,611
	% QoQ	4%	32%	12%	8%	-2%	-2%	18%	10%			
% YoY	36%	53%	41%	66%	56%	16%	22%	25%	50%	28%	36%	
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.68	0.55	0.45	0.41	0.42	0.46	0.42	0.38	0.51	0.42	0.43
	% QoQ	-26%	-20%	-18%	-8%	1%	10%	-9%	-8%			
	% YoY	-32%	-47%	-56%	-55%	-39%	-16%	-7%	-7%	-49%	-18%	2%
	NAND	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
	% QoQ	-26%	-14%	-5%	5%	5%	6%	-9%	-7%			
% YoY	-58%	-59%	-53%	-36%	-10%	10%	6%	-6%	-52%	0%	-8%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 삼성전자 - 주가와 분기 영업이익의 역사적 동행성은 매우 높음



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표6 삼성전자 플래그십 스마트폰 출하량 전망

(백만대)	2019				2020E				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QE	
Galaxy S9	4.0	3.0			7.0				
Galaxy Note9	3.0	1.0			4.0				
Galaxy S10	11.6	9.2	6.5	5.5	32.8	4.0	3.0	7.0	
Galaxy Note10			6.1	4.0	10.1	2.0	1.0	3.0	
Galaxy S20						8.6	3.8	3.6	6.0
Galaxy Note20								5.4	2.0
Galaxy derivatives	10.0	11.0	10.0	9.0	40.0	10.0	10.0	10.0	9.0
Sub total	28.6	24.2	22.6	18.5	93.9	24.6	17.8	19.0	17.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표7 삼성전자 적정주가 (실적 추정 변경 반영해 72,000원에서 76,000원으로 상향조정)

(원)	2020E-21E 평균
BVPS	39,986
적정배수 (배)	1.90
적정가치	75,974
적정주가	76,000
현재주가	57,900
상승여력 (%)	31.3%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표8 삼성전자 과거 밸류에이션 1

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
주가 (원)								
High	12,760	13,400	14,860	13,740	15,280	16,580	19,060	21,680
Low	7,980	8,670	10,820	10,000	8,060	8,770	14,660	13,440
Average	9,647	10,739	12,758	11,544	11,476	12,840	16,071	17,926
PER (배)								
High	10.1	14.9	15.9	15.8	23.5	14.6	10.3	13.8
Low	6.3	9.7	11.6	11.5	12.4	7.7	7.9	8.5
Average	7.7	12.0	13.7	13.2	17.7	11.3	8.7	11.4
EPS (원)	1,259	898	932	872	650	1,134	1,857	1,573
PBR (배)								
High	3.2	2.9	2.8	2.3	2.3	2.1	2.0	2.0
Low	2.0	1.9	2.0	1.7	1.2	1.1	1.5	1.2
Average	2.4	2.3	2.4	1.9	1.7	1.7	1.7	1.6
BVPS (원)	4,020	4,668	5,321	5,991	6,739	7,751	9,735	11,019
ROE (%)	33.8%	20.6%	18.7%	15.3%	10.1%	15.4%	18.5%	13.8%

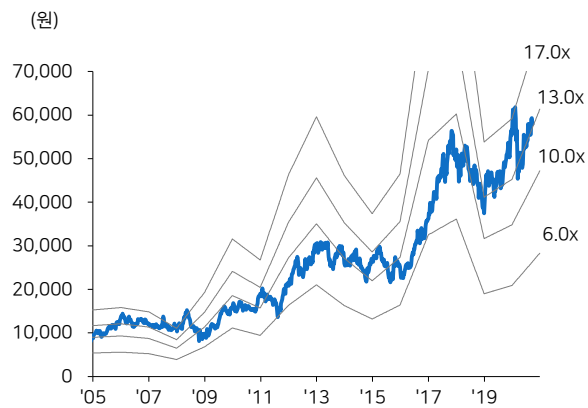
자료: 메리츠증권 리서치센터

표9 삼성전자 과거 밸류에이션 2

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
주가 (원)								
High	30,720	31,680	29,900	30,200	36,600	57,520	54,140	56,700
Low	20,220	24,180	21,560	20,660	21,760	35,540	38,250	36,850
Average	25,215	28,579	25,836	25,984	28,800	46,415	46,861	46,555
PER (배)								
High	11.3	9.0	11.0	13.7	13.4	10.6	9.1	17.9
Low	7.4	6.9	7.9	9.4	8.0	6.6	6.3	11.6
Average	9.3	8.2	9.5	11.8	10.5	8.6	7.8	14.7
EPS (원)	2,726	3,506	2,713	2,198	2,735	5,421	6,024	3,166
PBR (배)								
High	2.3	1.9	1.6	1.5	1.7	2.3	1.8	1.6
Low	1.5	1.5	1.2	1.0	1.0	1.4	1.2	1.1
Average	1.9	1.7	1.4	1.3	1.3	1.8	1.5	1.4
BVPS (원)	13,327	16,512	18,503	19,688	22,096	25,235	30,906	34,480
ROE (%)	19.8%	20.6%	14.2%	10.8%	12.0%	20.0%	18.3%	8.4%

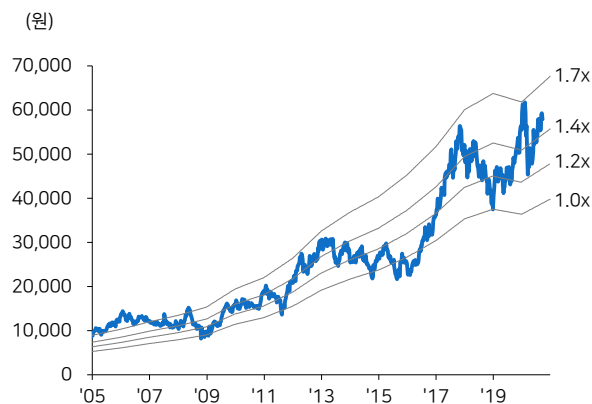
참고: 4년평균은 2013-2016년
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 삼성전자 PER 밴드



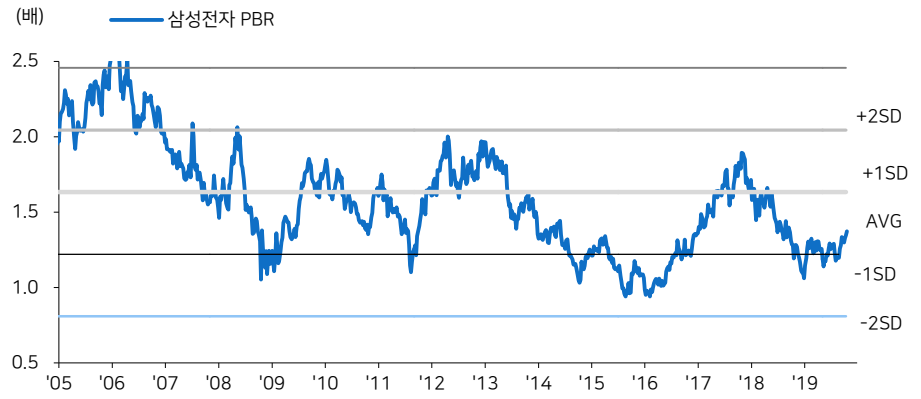
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 삼성전자 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 삼성전자 역사적 PBR 변화



자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전자 (005930)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	243,771.4	230,400.9	234,399.1	259,278.6	292,639.7
매출액증가율 (%)	1.8	-5.5	1.7	10.6	12.9
매출원가	132,394.4	147,239.6	139,993.9	152,014.9	164,121.8
매출총이익	111,377.0	83,161.3	94,405.2	107,263.6	128,517.9
판매비와관리비	52,490.3	55,392.8	57,564.7	63,343.3	71,440.3
영업이익	58,886.7	27,768.5	36,840.5	43,920.3	57,077.6
영업이익률 (%)	24.2	12.1	15.7	16.9	19.5
금융수익	1,390.4	1,886.8	1,598.2	5,870.5	7,959.5
중속/관계기업관련손익	539.9	413.0	319.3	344.9	344.9
기타영업외손익	1,930.3	2,299.7	1,098.4	6,215.3	8,304.4
세전계속사업이익	61,160.0	30,432.2	37,938.9	50,135.6	65,382.0
법인세비용	16,815.1	8,693.3	10,407.9	13,085.1	16,682.0
당기순이익	44,344.9	21,738.9	27,531.0	37,050.6	48,700.0
지배주주지분 순이익	43,890.9	21,505.1	27,287.9	36,807.5	48,456.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	174,697.4	181,385.3	215,087.2	259,669.4	314,505.1
현금및현금성자산	30,340.5	26,886.0	62,870.8	102,121.8	155,845.5
매출채권	33,867.7	35,131.3	36,534.6	42,775.1	47,121.2
재고자산	28,984.7	26,766.5	27,835.6	32,590.2	35,901.5
비유동자산	164,659.8	171,179.2	166,856.2	172,377.6	176,076.2
유형자산	115,416.7	119,825.5	123,052.1	127,052.1	131,052.1
무형자산	14,891.6	20,703.5	17,809.1	14,489.6	10,590.8
투자자산	7,313.2	7,591.6	2,015.3	2,760.2	3,505.1
자산총계	339,357.2	352,564.5	381,943.4	432,047.0	490,581.3
유동부채	69,081.5	63,782.8	73,598.5	97,067.9	116,344.0
매입채무	8,479.9	8,718.2	9,066.5	10,615.1	11,693.6
단기차입금	13,586.7	14,393.5	12,776.4	11,276.4	9,276.4
유동성장기부채	33.4	846.1	879.9	1,030.2	1,134.8
비유동부채	22,522.6	25,901.3	26,246.0	25,429.6	25,587.9
사채	939.3	957.7	1,010.2	1,010.2	1,010.2
장기차입금	85.1	2,197.2	2,109.4	1,209.4	1,309.4
부채총계	91,604.1	89,684.1	99,844.5	122,497.5	141,931.8
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	-7,991.2	-5,029.3	-3,751.7	-3,751.7	-3,751.7
이익잉여금	242,699.0	254,582.9	272,456.1	299,906.6	339,006.7
비지배주주지분	7,684.2	7,965.0	8,062.5	8,062.5	8,062.5
자본총계	247,753.2	262,880.4	282,098.8	309,549.4	348,649.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	67,031.9	45,382.9	56,863.6	66,599.1	80,617.5
당기순이익(손실)	44,344.9	21,738.9	27,531.0	37,050.6	48,700.0
유형자산감가상각비	25,167.1	26,573.8	28,000.0	29,000.0	29,000.0
무형자산상각비	1,314.9	3,023.8	4,240.2	4,802.9	5,382.3
운전자본의 증감	-9,924.4	-2,545.8	-7,009.7	-10,218.5	-7,116.6
투자활동 현금흐름	-52,240.5	-39,948.2	-9,696.0	-15,496.7	-15,496.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-29,556.4	-25,367.8	-32,000.0	-33,000.0	-33,000.0
투자자산의 감소(증가)	-7,473.9	-8,139.5	8,724.1	-400.0	-400.0
재무활동 현금흐름	-15,090.2	-9,484.5	-11,551.7	-11,851.4	-11,397.0
차입금증감	-4,029.5	156.4	-1,933.2	-2,249.7	-1,795.3
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-204.6	-3,454.5	35,984.8	39,251.0	53,723.8
기초현금	30,545.1	30,340.5	26,886.0	62,870.8	102,121.8
기말현금	30,340.5	26,886.0	62,870.8	102,121.8	155,845.5

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	33,458	33,919	34,508	38,170	43,082
EPS(지배주주)	6,871	3,602	4,017	5,419	7,134
CFPS	-28	-509	5,298	5,778	7,909
EBITDAPS	11,717	8,445	10,170	11,528	8,403
BPS	30,906	34,480	37,721	42,251	48,581
DPS	1,416	1,416	1,416	1,416	1,416
배당수익률(%)	3.7	2.4	2.4	2.4	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	8.6	16.4	14.7	10.9	8.3
PCR	-2100.7	-116.0	11.1	10.2	7.5
PSR	1.8	1.7	1.7	1.5	1.4
PBR	1.9	1.7	1.6	1.4	1.2
EBITDA	85,368.7	57,366.2	69,080.7	78,302.6	57,077.6
EV/EBITDA	3.0	3.9	2.7	1.9	1.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.3	8.4	10.3	12.8	15.1
EBITDA 이익률	54.5	30.1	43.2	49.9	71.6
부채비율	37.0	34.1	35.4	39.6	40.7
금융비용부담률	-0.7	-0.9	-0.8	-1.8	-2.7
이자보상배율(x)	87.3	40.5	81.1	110.7	165.5
매출채권회전율(x)	7.9	6.7	6.5	6.5	6.5
재고자산회전율(x)	4.9	5.3	5.1	5.0	4.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성전자 (005930) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.08.01	기업브리프	Buy	59,000	김선우	-23.5	-17.9	
2018.11.01	기업브리프	Buy	56,000	김선우	-26.3	-19.3	
2019.01.14	산업분석	Buy	49,000	김선우	-11.9	-5.3	
2019.02.01	기업브리프	Buy	52,000	김선우	-12.3	-8.7	
2019.05.02	기업브리프	Buy	55,000	김선우	-16.6	-6.7	
2019.11.01	기업브리프	Buy	60,000	김선우	-12.3	-10.5	
2019.11.19	산업분석	Buy	63,000	김선우	-14.8	-5.6	
2020.01.13	산업분석	Buy	70,000	김선우	-22.9	-10.9	
2020.04.30	기업브리프	Buy	64,000	김선우	-19.7	-13.3	
2020.07.07	기업브리프	Buy	66,000	김선우	-16.9	-10.6	
2020.07.31	기업브리프	Buy	72,000	김선우	-20.0	-15.3	
2020.09.28	기업브리프	Buy	76,000	김선우	-	-	