

2021. 10. 29



▲ 반도체/디스플레이

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

RA 홍석현  
02. 6454-4880  
seokhyun.hong@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 96,000 원

현재주가 (10.28) 70,700 원

상승여력 35.8%

KOSPI	3,009.55pt
시가총액	4,220,636억원
발행주식수	596,978만주
유동주식비율	74.64%
외국인비중	51.30%
52주 최고/최저가	91,000원/56,600원
평균거래대금	13,675.3억원

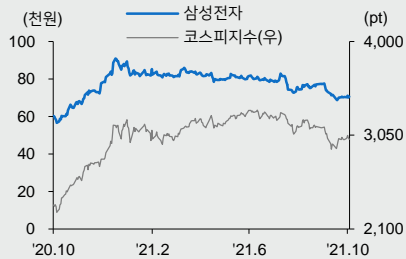
주요주주(%)

삼성생명보험 외 17 인	21.15
국민연금공단	9.69
BlackRock Fund Advisors 외 15 인	5.03

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.3	-13.9	19.8
상대주가	-4.6	-9.0	-6.6

주가그래프



# 삼성전자 005930

## 업황을 좌우할 Capex 퍼즐

- ✓ 3Q21 영업이익 15.8조원은 메모리 판가 강세, 스마트폰 수익성 회복에 기반
- ✓ 4Q21 영업이익은 반도체, DP, 스마트폰 등 대부분의 사업부분 수익성이 소폭 감소하며 14.3조원 (-9% QoQ) 기록 전망. DRAM은 판가와 물량 감소하며 수익성 저하 예상
- ✓ 실적설명회 주목할 사안 1) 메모리 펀더멘털 수요에 대한 낙관적 전망, 2) 통상적으로 주어지던 연간 설비투자 가이드선스 생략 및 탄력적 투자기조 재확인, 3) 신기술 안정화 의지
- ✓ FCF 규모 감안 시 추가 주주환원 가능성은 제한적이지만, 분기 실적 조정은 1Q22를 저점으로 단기에 그칠 전망. 투자 의견 Buy와 적정주가 96,000원 유지

### 3Q21 영업이익 15.8조원, 분기 영업이익은 1Q22까지 소폭 조정 이후 회복

3Q21 영업이익 15.8조원 (vs 2Q21 12.6조원)은 우호적인 환율 속 메모리 판가가 견조하게 상승한 가운데, LSI 실적 회복과 스마트폰 수익성 개선이 만든 양호한 실적이다. 비록 원자재 비용 상승 탓에 CE 실적은 둔화되었으나, 스마트폰은 출하량 증가 (+19% QoQ)와 갤럭시Z 폴더블 제품 기반 제품믹스 개선이 눈에 띄었다. 실적설명회를 통해 당사는 1) 불확실성이 존재하지만 메모리 펀더멘털 수요를 긍정적으로 제시했으며, 2) 폴더블과 QD 디스플레이 등 신기술 사업 안정화에 집중하겠다 밝혔다. 다만 특이점으로는 장비투자 리드타임 장기화를 강조하면서도 매년 3분기 실적설명회마다 제시하던 연간 Capex 가이드선스를 생략했다. 분기 영업이익은 메모리 가격 조정 사이클과 맞물려 4Q21 14.3조원, 1Q22 12.3조원으로 감소할 전망이다. 하지만 2Q22부터 완만한 개선세로의 반전이 예상된다 (표 3).

### 설비투자 불확실성의 두 영향: 1) 수요 선도력, 2) 추가 주주환원 실행여부

메모리 업황에 있어 선두업체의 설비투자는 수급에 막대한 영향을 미치는 요인이다. 이는 첨예하게 얽힌 [투자→공급→수요] 사슬 중 최우선 요인으로 구매자들의 가격협상 전략에도 직접적으로 영향을 준다. 이런 측면에서 당사가 매년 3분기 통상적으로 제시했던 연간 설비투자 가이드선스가 금번 생략한 점은 무척 아쉽다. 합리적 투자 규모가 제시됐다면 메모리 판가 하락은 단기에 그칠 가능성이 높기 때문이다. 역으로 4Q21에 Capex 컨센서스 (11.7조원)을 능가하는 설비투자가 집행될 경우 구매자들은 공급사들의 낙관적 수요 전망이 생산 확대로 이어질 때까지 수요를 이연시킬 가능성이 높다 (그림 1). 아울러 설비투자 규모는 작을수록 주주환원정책에 유리하던 측면에서도 아쉬움이 남는다. 실적 둔화가 1Q22를 끝으로 단기에 그치며 회복세로 전환될 전망에 Buy 투자 의견과 적정주가 96,000원을 유지한다.

(조원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	230.4	27.8	21.5	3,602	-47.6	34,480	19.6	2.1	3.9	8.4	34.1
2020	236.8	36.0	26.1	4,370	21.3	36,687	16.2	1.9	4.2	9.7	37.1
2021E	282.0	52.1	39.6	5,828	33.3	40,026	12.1	1.8	4.4	14.1	41.5
2022E	310.0	52.2	39.5	5,814	-0.2	44,513	12.2	1.6	4.0	12.8	43.0
2023E	343.8	67.7	51.2	7,535	29.6	50,781	9.4	1.4	4.6	14.9	44.6

(조원)	3Q21P	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	당사예상치	(% diff)
<b>매출액</b>	<b>74.0</b>	<b>67.0</b>	<b>10.5%</b>	<b>63.7</b>	<b>16.2%</b>	<b>73.4</b>	<b>0.8%</b>	<b>73.6</b>	<b>0.5%</b>
반도체	26.4	18.8	40.5%	22.7	16.2%			25.3	4.5%
디스플레이	8.9	7.3	21.0%	6.9	28.9%			9.0	-1.1%
무선	28.4	30.5	-6.8%	22.7	25.3%			27.7	2.7%
가전	14.1	14.1	0.1%	13.4	5.3%			13.9	1.1%
하만	2.4	2.6	-8.4%	2.4	-0.8%			2.9	-17.5%
기타	-6.2	-6.4	nm	-4.4	nm			-5.1	nm
<b>영업이익</b>	<b>15.8</b>	<b>12.4</b>	<b>28.0%</b>	<b>12.6</b>	<b>25.8%</b>	<b>15.7</b>	<b>0.6%</b>	<b>14.2</b>	<b>11.7%</b>
반도체	10.1	5.5	81.4%	6.9	45.2%			8.4	20.0%
디스플레이	1.5	0.5	216.9%	1.3	16.6%			1.3	12.3%
무선	3.4	4.4	-24.5%	3.2	3.5%			3.2	3.8%
가전	0.8	1.6	-51.3%	1.1	-28.0%			1.0	-27.2%
하만	0.2	0.2	0.0%	0.1	37.7%			0.2	-14.4%
<b>세전이익</b>	<b>7.8</b>	<b>7.2</b>	<b>8.2%</b>	<b>6.8</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.8</b>	<b>-50.9%</b>	<b>7.8</b>	<b>0.0%</b>
<b>순이익(지배)</b>	<b>12.3</b>	<b>9.4</b>	<b>31.3%</b>	<b>9.6</b>	<b>27.6%</b>	<b>11.4</b>	<b>7.7%</b>	<b>11.2</b>	<b>10.1%</b>
영업이익률	21.4%	18.4%		19.7%		21.4%	0.0%	19.2%	2.2%
순이익률	16.6%	14.0%		15.1%		15.6%	1.1%	15.2%	1.4%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(조원)	New			Old			차이 (%)		
	4Q21E	2021E	2022E	4Q21E	2021E	2022E	4Q21E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>78.9</b>	<b>282.0</b>	<b>310.0</b>	<b>79.4</b>	<b>282.1</b>	<b>320.8</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-3.4%</b>
반도체	26.1	94.2	106.9	26.5	93.5	120.6	-1.8%	0.7%	-11.4%
디스플레이	9.9	32.5	38.9	9.6	32.4	37.1	2.5%	0.4%	4.7%
무선	30.9	111.2	119.6	29.1	108.7	114.5	6.1%	2.3%	4.5%
가전	15.4	55.9	58.9	16.4	56.7	58.7	-6.1%	-1.5%	0.3%
하만	3.2	10.4	11.6	3.2	10.9	12.1	0.0%	-4.6%	-4.6%
기타	-6.6	-22.3	-25.9	-5.5	-20.1	-22.3	nm	nm	nm
<b>영업이익</b>	<b>14.3</b>	<b>52.1</b>	<b>52.2</b>	<b>15.0</b>	<b>51.1</b>	<b>59.9</b>	<b>-4.4%</b>	<b>2.0%</b>	<b>-12.8%</b>
반도체	9.2	29.5	29.1	9.1	27.8	39.5	0.7%	6.3%	-26.4%
디스플레이	0.9	4.1	4.5	1.3	4.2	3.8	-25.4%	-3.7%	18.4%
무선	3.0	14.0	14.2	3.1	14.0	13.5	-2.8%	0.3%	4.7%
가전	1.0	3.9	3.8	1.3	4.5	2.4	-23.7%	-13.1%	61.2%
하만	0.2	0.6	0.6	0.2	0.6	0.6	0.0%	-4.2%	-4.2%
<b>세전이익</b>	<b>9.0</b>	<b>36.3</b>	<b>53.7</b>	<b>9.0</b>	<b>36.3</b>	<b>53.1</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>1.0%</b>
<b>순이익(지배)</b>	<b>11.0</b>	<b>39.6</b>	<b>39.5</b>	<b>11.5</b>	<b>39.1</b>	<b>46.4</b>	<b>-4.7%</b>	<b>1.2%</b>	<b>-15.0%</b>
영업이익률 (%)	18.2%	18.5%	16.8%	18.9%	18.1%	18.7%	-0.7%	0.4%	-1.8%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 삼성전자 실적추정

(조원)	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>65.4</b>	<b>63.7</b>	<b>74.0</b>	<b>78.9</b>	<b>73.6</b>	<b>74.4</b>	<b>78.0</b>	<b>84.0</b>	<b>236.8</b>	<b>282.0</b>	<b>310.0</b>
<b>반도체</b>	<b>19.0</b>	<b>22.7</b>	<b>26.4</b>	<b>26.1</b>	<b>24.8</b>	<b>25.7</b>	<b>27.1</b>	<b>29.3</b>	<b>72.9</b>	<b>94.2</b>	<b>106.9</b>
DRAM	8.4	11.1	12.7	11.7	11.1	10.8	11.0	11.6	32.0	43.8	44.5
NAND	6.0	6.8	8.2	8.3	8.2	8.7	9.2	10.1	23.6	29.3	36.2
비메모리	4.6	4.9	5.6	6.0	5.5	6.1	6.9	7.7	17.3	21.0	26.2
<b>디스플레이</b>	<b>6.9</b>	<b>6.9</b>	<b>8.9</b>	<b>9.9</b>	<b>8.2</b>	<b>8.4</b>	<b>11.1</b>	<b>11.2</b>	<b>30.6</b>	<b>32.5</b>	<b>38.9</b>
LCD	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	4.9	1.9	1.5
OLED	6.2	6.3	8.5	9.5	7.8	8.0	10.7	10.8	25.7	30.6	37.3
<b>무선통신</b>	<b>29.2</b>	<b>22.7</b>	<b>28.4</b>	<b>30.9</b>	<b>29.8</b>	<b>29.6</b>	<b>28.9</b>	<b>31.3</b>	<b>99.6</b>	<b>111.2</b>	<b>119.6</b>
핸드셋	28.2	21.4	27.3	29.7	28.6	28.4	27.7	29.9	96.0	106.7	114.7
피쳐폰	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.4	0.3
스마트폰	25.1	18.4	24.4	26.4	26.1	25.9	25.2	26.5	84.0	94.3	103.8
테블릿	2.9	2.9	2.9	3.3	2.4	2.4	2.4	3.3	11.4	12.0	10.6
<b>가전</b>	<b>13.0</b>	<b>13.4</b>	<b>14.1</b>	<b>15.4</b>	<b>14.3</b>	<b>14.2</b>	<b>14.8</b>	<b>15.5</b>	<b>48.2</b>	<b>55.9</b>	<b>58.9</b>
<b>하만</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>3.2</b>	<b>2.6</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>3.6</b>	<b>9.2</b>	<b>10.4</b>	<b>11.6</b>
<b>기타</b>	<b>-5.1</b>	<b>-4.4</b>	<b>-6.2</b>	<b>-6.6</b>	<b>-6.2</b>	<b>-6.2</b>	<b>-6.5</b>	<b>-7.0</b>	<b>-23.6</b>	<b>-22.3</b>	<b>-25.9</b>
<b>영업이익</b>	<b>9.4</b>	<b>12.6</b>	<b>15.8</b>	<b>14.3</b>	<b>12.3</b>	<b>12.9</b>	<b>13.0</b>	<b>14.0</b>	<b>36.0</b>	<b>52.1</b>	<b>52.2</b>
영업이익률 (%)	<b>14.3%</b>	<b>19.7%</b>	<b>21.4%</b>	<b>18.2%</b>	<b>16.7%</b>	<b>17.4%</b>	<b>16.7%</b>	<b>16.7%</b>	15.2%	18.5%	16.8%
<b>반도체</b>	<b>3.4</b>	<b>6.9</b>	<b>10.1</b>	<b>9.2</b>	<b>7.3</b>	<b>6.9</b>	<b>6.8</b>	<b>8.0</b>	<b>18.8</b>	<b>29.5</b>	<b>29.1</b>
DRAM	2.9	5.3	6.7	5.8	4.9	4.4	4.1	4.6	12.7	20.8	18.0
NAND	0.7	1.3	2.6	2.5	1.9	1.9	1.9	2.4	4.8	7.2	8.1
비메모리	-0.3	0.3	0.7	0.8	0.5	0.6	0.8	1.1	1.3	1.5	3.0
<b>디스플레이</b>	<b>0.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>0.9</b>	<b>0.5</b>	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>2.2</b>	<b>4.1</b>	<b>4.5</b>
LCD	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.1	-0.4	0.0
OLED	0.5	1.3	1.6	1.0	0.5	1.2	1.3	1.4	3.3	4.4	4.4
<b>무선통신</b>	<b>4.4</b>	<b>3.2</b>	<b>3.4</b>	<b>3.0</b>	<b>3.4</b>	<b>3.8</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>11.5</b>	<b>14.0</b>	<b>14.2</b>
핸드셋	4.3	3.0	3.2	3.0	3.2	3.6	3.4	3.4	11.0	13.4	13.6
피쳐폰	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
스마트폰	3.9	2.8	2.9	2.8	3.1	3.5	3.3	3.2	10.1	12.4	13.0
테블릿	0.3	0.1	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.9	0.9	0.5
<b>가전</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>	<b>3.6</b>	<b>3.9</b>	<b>3.8</b>
<b>하만</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.0</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>
<b>기타</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>순이익(지배)</b>	<b>7.1</b>	<b>9.6</b>	<b>12.3</b>	<b>11.0</b>	<b>9.4</b>	<b>9.8</b>	<b>10.0</b>	<b>10.8</b>	<b>26.1</b>	<b>39.6</b>	<b>39.5</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 삼성전자 사업부문별 매출액 및 영업이익률 추정

(조원)	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>65.4</b>	<b>63.7</b>	<b>74.0</b>	<b>78.9</b>	<b>73.6</b>	<b>74.4</b>	<b>78.0</b>	<b>84.0</b>	<b>236.8</b>	<b>282.0</b>	<b>310.0</b>
<b>반도체</b>	<b>19.0</b>	<b>22.7</b>	<b>26.4</b>	<b>26.1</b>	<b>24.8</b>	<b>25.7</b>	<b>27.1</b>	<b>29.3</b>	<b>72.9</b>	<b>94.2</b>	<b>106.9</b>
DRAM	8.4	11.1	12.7	11.7	11.1	10.8	11.0	11.6	32.0	43.8	44.5
NAND	6.0	6.8	8.2	8.3	8.2	8.7	9.2	10.1	23.6	29.3	36.2
비메모리	4.6	4.9	5.6	6.0	5.5	6.1	6.9	7.7	17.3	21.0	26.2
<b>디스플레이</b>	<b>6.9</b>	<b>6.9</b>	<b>8.9</b>	<b>9.9</b>	<b>8.2</b>	<b>8.4</b>	<b>11.1</b>	<b>11.2</b>	<b>30.6</b>	<b>32.5</b>	<b>38.9</b>
LCD	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	4.9	1.9	1.5
OLED	6.2	6.3	8.5	9.5	7.8	8.0	10.7	10.8	25.7	30.6	37.3
<b>무선통신</b>	<b>29.2</b>	<b>22.7</b>	<b>28.4</b>	<b>30.9</b>	<b>29.8</b>	<b>29.6</b>	<b>28.9</b>	<b>31.3</b>	<b>99.6</b>	<b>111.2</b>	<b>119.6</b>
핸드셋	28.2	21.4	27.3	29.7	28.6	28.4	27.7	29.9	96.0	106.7	114.7
피쳐폰	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.4	0.3
스마트폰	25.1	18.4	24.4	26.4	26.1	25.9	25.2	26.5	84.0	94.3	103.8
테블릿	2.9	2.9	2.9	3.3	2.4	2.4	2.4	3.3	11.4	12.0	10.6
<b>가전</b>	<b>13.0</b>	<b>13.4</b>	<b>14.1</b>	<b>15.4</b>	<b>14.3</b>	<b>14.2</b>	<b>14.8</b>	<b>15.5</b>	<b>48.2</b>	<b>55.9</b>	<b>58.9</b>
<b>하만</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>3.2</b>	<b>2.6</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>3.6</b>	<b>9.2</b>	<b>10.4</b>	<b>10.4</b>
<b>기타</b>	<b>-5.1</b>	<b>-4.4</b>	<b>-6.2</b>	<b>-6.6</b>	<b>-6.2</b>	<b>-6.2</b>	<b>-6.5</b>	<b>-7.0</b>	<b>-23.6</b>	<b>-22.3</b>	<b>-25.9</b>
<b>영업이익률(%)</b>	<b>14.3%</b>	<b>19.7%</b>	<b>21.4%</b>	<b>18.2%</b>	<b>16.7%</b>	<b>17.4%</b>	<b>16.7%</b>	<b>16.7%</b>	<b>15.2%</b>	<b>18.5%</b>	<b>16.8%</b>
<b>반도체</b>	<b>17.7%</b>	<b>30.5%</b>	<b>38.1%</b>	<b>35.2%</b>	<b>29.5%</b>	<b>27.1%</b>	<b>25.1%</b>	<b>27.4%</b>	<b>25.8%</b>	<b>31.3%</b>	<b>27.2%</b>
DRAM	34.6%	47.8%	53.2%	49.9%	44.4%	40.8%	37.5%	39.5%	39.9%	47.4%	40.5%
NAND	12.3%	19.8%	32.4%	29.8%	22.9%	22.2%	20.7%	23.6%	20.2%	24.6%	22.4%
비메모리	-6.1%	6.0%	12.0%	14.0%	9.5%	9.9%	11.0%	14.0%	7.3%	7.2%	11.3%
<b>디스플레이</b>	<b>5.2%</b>	<b>18.6%</b>	<b>16.8%</b>	<b>9.5%</b>	<b>6.7%</b>	<b>14.4%</b>	<b>11.6%</b>	<b>12.6%</b>	<b>7.3%</b>	<b>12.5%</b>	<b>11.5%</b>
LCD	-13.0%	-10.0%	-31.0%	-32.0%	0.1%	1.1%	1.5%	0.9%	-22.7%	-19.0%	0.9%
OLED	7.3%	21.0%	18.9%	11.0%	7.0%	15.0%	12.0%	13.0%	12.9%	14.5%	11.9%
<b>무선통신</b>	<b>15.0%</b>	<b>14.3%</b>	<b>11.8%</b>	<b>9.8%</b>	<b>11.3%</b>	<b>12.8%</b>	<b>12.2%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.5%</b>	<b>12.6%</b>	<b>11.8%</b>
핸드셋	15.1%	13.8%	11.7%	10.0%	11.3%	12.7%	12.1%	11.3%	11.4%	12.5%	11.8%
피쳐폰	3.0%	2.0%	3.0%	2.0%	3.0%	2.0%	3.0%	2.0%	2.3%	2.5%	2.5%
스마트폰	15.7%	15.3%	12.0%	10.5%	12.0%	13.4%	12.9%	12.0%	12.0%	13.2%	12.6%
테블릿	11.0%	5.0%	9.0%	6.0%	4.0%	5.0%	4.0%	6.0%	7.8%	7.7%	4.9%
<b>가전</b>	<b>8.6%</b>	<b>7.9%</b>	<b>5.4%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.5%</b>	<b>5.9%</b>	<b>8.2%</b>	<b>5.5%</b>	<b>7.4%</b>	<b>7.0%</b>	<b>6.5%</b>
<b>하만</b>	<b>3.0%</b>	<b>4.5%</b>	<b>6.3%</b>	<b>6.3%</b>	<b>3.3%</b>	<b>4.8%</b>	<b>6.6%</b>	<b>6.6%</b>	<b>0.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>
<b>기타</b>	<b>-0.6%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>

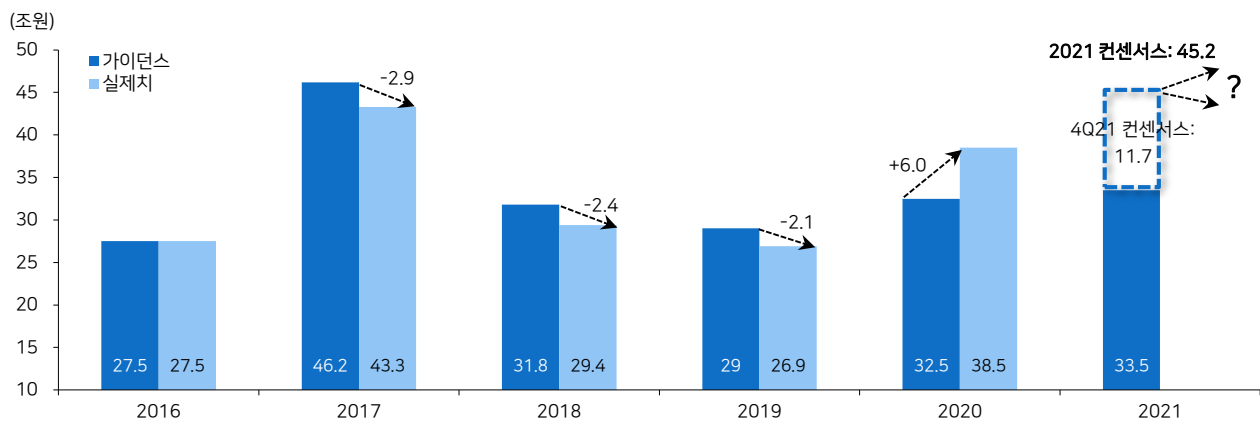
자료: 메리츠증권 리서치센터

**표5 삼성전자 DRAM과 NAND 생산 추정 가정**

		1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q21E	2020	2021E	2022E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	18,713	20,865	21,282	20,643	22,088	23,856	25,048	26,050	64,783	81,502	97,043
	% QoQ	4%	12%	2%	-3%	7%	8%	5%	4%			
	% YoY	24%	36%	12%	15%	18%	14%	12%	26%	21%	26%	19%
	NAND	466,195	505,822	535,665	573,162	613,283	674,611	742,073	831,121	1,443,653	2,080,844	2,861,088
	% QoQ	12%	9%	6%	7%	7%	10%	10%	12%			
% YoY	43%	58%	41%	38%	32%	33%	39%	45%	28%	44%	37%	
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.40	0.47	0.51	0.48	0.43	0.39	0.38	0.39	0.42	0.47	0.40
	% QoQ	4%	17%	9%	-6%	-11%	-10%	-1%	3%			
	% YoY	-3%	3%	22%	25%	6%	-18%	-25%	-18%	-17%	13%	-16%
	NAND	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
	% QoQ	-6%	4%	10%	-6%	-7%	-4%	-3%	0%			
% YoY	-20%	-22%	-4%	1%	0%	-8%	-19%	-13%	-2%	-11%	-11%	

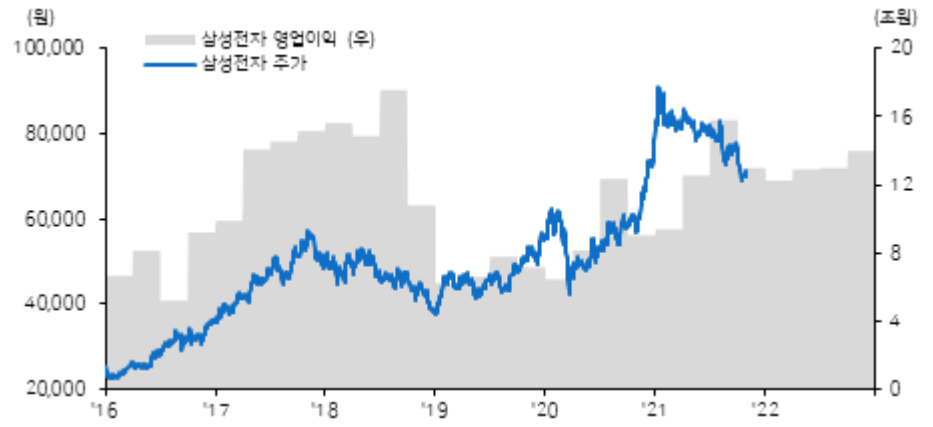
자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림1 매년 3분기 실적설명회에 제시된 연간 Capex 가이드선과 실제치 격차. 4Q21 Capex 컨센서스 능가 시 불확실성 유발**



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 삼성전자 주가와 분기 영업이익 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표6 삼성전자 과거 밸류에이션 1

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
주가 (원)	High	13,400	14,860	13,740	15,280	16,580	19,060	21,680	30,720
	Low	8,670	10,820	10,000	8,060	8,770	14,660	13,440	20,220
	Average	10,739	12,758	11,544	11,476	12,840	16,071	17,926	25,215
PER (배)	High	14.9	15.9	15.8	23.5	14.6	10.3	13.8	11.3
	Low	9.7	11.6	11.5	12.4	7.7	7.9	8.5	7.4
	Average	12.0	13.7	13.2	17.7	11.3	8.7	11.4	9.3
EPS (원)		898	932	872	650	1,134	1,857	1,573	2,726
PBR (배)	High	2.9	2.8	2.3	2.3	2.1	2.0	2.0	2.3
	Low	1.9	2.0	1.7	1.2	1.1	1.5	1.2	1.5
	Average	2.3	2.4	1.9	1.7	1.7	1.7	1.6	1.9
BVPS (원)		4,668	5,321	5,991	6,739	7,751	9,735	11,019	13,327
ROE (%)		20.6%	18.7%	15.3%	10.1%	15.4%	18.5%	13.8%	19.8%

자료: 메리츠증권 리서치센터

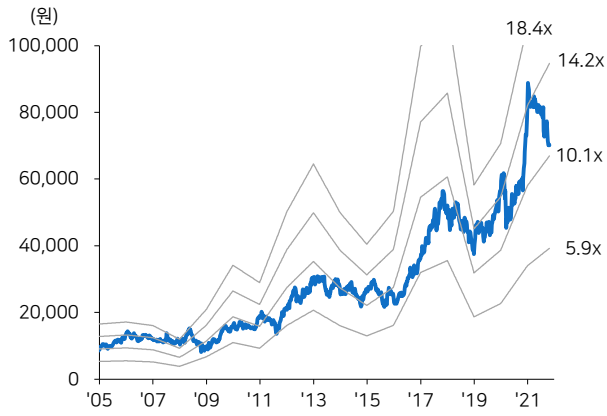
표7 삼성전자 과거 밸류에이션 2

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
주가 (원)	High	31,680	29,900	30,200	36,600	57,520	54,140	56,700	62,800
	Low	24,180	21,560	20,660	21,760	35,540	38,250	36,850	42,300
	Average	28,579	25,836	25,984	28,800	46,415	46,861	46,555	53,681
PER (배)	High	9.0	11.0	13.7	13.4	10.6	9.1	17.9	16.3
	Low	6.9	7.9	9.4	8.0	6.6	6.3	11.6	11.0
	Average	8.2	9.5	11.8	10.5	8.6	7.8	14.7	14.0
EPS (원)		3,506	2,713	2,198	2,735	5,421	6,024	3,166	3,841
PBR (배)	High	1.9	1.6	1.5	1.7	2.3	1.8	1.6	1.71
	Low	1.5	1.2	1.0	1.0	1.4	1.2	1.1	1.15
	Average	1.7	1.4	1.3	1.3	1.8	1.5	1.4	1.46
BVPS (원)		16,512	18,503	19,688	22,096	25,235	30,906	34,480	36,687
ROE (%)		20.6%	14.2%	10.8%	12.0%	20.0%	18.3%	8.4%	9.7%

참고: 4년평균은 2013-2016년

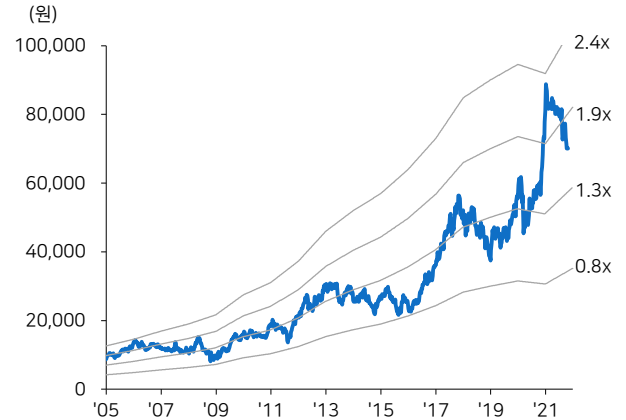
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 삼성전자 PER 밴드



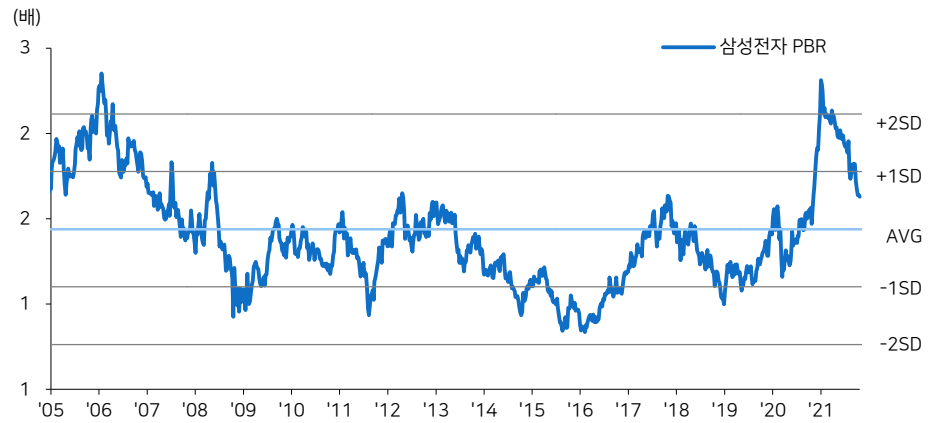
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 삼성전자 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 삼성전자 역사적 PBR 변화



자료: 메리츠증권 리서치센터



## 삼성전자 (005930)

### Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>230,400.9</b>	<b>236,807.0</b>	<b>281,980.1</b>	<b>309,976.0</b>	<b>343,755.8</b>
매출액증가율 (%)	-5.5	2.8	19.1	9.9	10.9
매출원가	147,239.6	144,488.3	168,555.6	190,559.6	201,453.5
매출총이익	83,161.3	92,318.7	113,424.5	119,416.5	142,302.3
판매비와관리비	55,392.8	56,324.8	61,320.4	67,244.7	74,559.1
<b>영업이익</b>	<b>27,768.5</b>	<b>35,993.9</b>	<b>52,104.5</b>	<b>52,171.7</b>	<b>67,743.2</b>
영업이익률 (%)	12.1	15.2	18.5	16.8	19.7
금융수익	1,886.8	949.5	1,293.3	746.1	861.5
중속/관계기업관련손익	413.0	506.5	710.0	750.0	750.0
기타영업외손익	2,299.7	1,456.1	1,558.5	1,496.1	1,611.5
세전계속사업이익	30,432.2	36,345.1	53,662.7	53,667.8	69,354.7
법인세비용	8,693.3	9,937.3	13,588.4	13,683.8	17,683.7
<b>당기순이익</b>	<b>21,738.9</b>	<b>26,407.8</b>	<b>40,074.2</b>	<b>39,984.0</b>	<b>51,671.0</b>
지배주주지분 순이익	21,505.1	26,090.9	39,586.0	39,495.8	51,182.8

### Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>181,385.3</b>	<b>198,215.6</b>	<b>218,635.4</b>	<b>252,780.2</b>	<b>312,244.1</b>
현금및현금성자산	26,886.0	29,382.6	59,086.1	119,385.1	195,529.1
매출채권	35,131.3	30,965.1	39,712.8	42,244.6	48,616.6
재고자산	26,766.5	32,043.2	41,095.5	43,715.4	50,309.3
비유동자산	171,179.2	180,020.1	207,030.2	220,486.7	227,073.0
유형자산	119,825.5	128,952.9	147,722.6	158,222.6	159,222.6
무형자산	20,703.5	18,468.5	20,672.3	20,473.9	19,864.1
투자자산	7,591.6	8,076.8	7,185.7	8,335.6	9,485.6
<b>자산총계</b>	<b>352,564.5</b>	<b>378,235.7</b>	<b>425,665.5</b>	<b>473,266.8</b>	<b>539,317.1</b>
유동부채	63,782.8	75,604.4	95,376.2	112,559.8	136,447.8
매입채무	8,718.2	9,739.2	12,490.6	13,286.9	15,291.0
단기차입금	14,393.5	16,553.4	12,887.9	10,887.9	8,887.9
유동성장기부채	846.1	716.1	918.4	977.0	1,124.3
비유동부채	25,901.3	26,683.4	29,571.3	29,709.3	29,904.9
사채	975.3	948.1	490.5	490.5	490.5
장기차입금	2,197.2	1,999.7	1,652.3	1,752.3	1,852.3
<b>부채총계</b>	<b>89,684.1</b>	<b>102,287.7</b>	<b>124,947.5</b>	<b>142,269.1</b>	<b>166,352.7</b>
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	-5,029.3	-8,726.0	-6,280.3	-6,280.3	-6,280.3
이익잉여금	254,582.9	271,068.2	293,478.9	323,758.6	365,725.3
비지배주주지분	7,965.0	8,277.7	8,163.7	8,163.7	8,163.7
<b>자본총계</b>	<b>262,880.4</b>	<b>275,948.0</b>	<b>300,718.0</b>	<b>330,997.7</b>	<b>372,964.4</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>45,382.9</b>	<b>65,287.0</b>	<b>54,029.8</b>	<b>80,290.4</b>	<b>87,546.6</b>
당기순이익(손실)	21,738.9	26,407.8	40,074.2	39,984.0	51,671.0
유형자산감가상각비	26,573.8	27,115.7	30,000.0	31,000.0	32,000.0
무형자산상각비	3,023.8	3,219.9	3,375.9	3,707.1	4,118.4
운전자본의 증감	-2,545.8	122.4	-30,315.6	-4,476.7	-11,267.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-39,948.2</b>	<b>-53,628.6</b>	<b>-11,320.6</b>	<b>-8,453.8</b>	<b>46.2</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-25,367.8	-37,592.0	-47,500.0	-41,500.0	-33,000.0
투자자산의 감소(증가)	-8,139.5	4,081.8	2,178.1	-400.0	-400.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-9,484.5</b>	<b>-8,327.8</b>	<b>-25,325.1</b>	<b>-11,537.6</b>	<b>-11,448.8</b>
차입금증감	156.4	1,340.7	-4,852.7	-1,841.5	-1,752.6
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-3,454.5	2,496.6	18,185.6	60,299.0	76,144.0
기초현금	30,340.5	26,886.0	29,382.6	47,568.2	107,867.2
기말현금	26,886.0	29,382.6	47,568.2	107,867.2	184,011.2

### Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	33,919	34,862	41,512	45,634	50,607
EPS(지배주주)	3,602	4,370	5,828	5,814	7,535
CFPS	-509	368	2,677	8,877	11,210
EBITDAPS	8,445	9,765	12,780	12,998	9,973
BPS	34,480	36,687	40,026	44,513	50,781
DPS	1,416	1,423	1,423	1,416	1,416
배당수익률(%)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	19.6	16.2	12.1	12.2	9.4
PCR	-139.0	192.4	26.4	8.0	6.3
PSR	2.1	2.0	1.7	1.5	1.4
PBR	2.1	1.9	1.8	1.6	1.4
EBITDA	57,366.2	66,329.5	86,811.6	88,290.2	67,743.2
EV/EBITDA	3.9	4.2	4.4	4.0	4.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	8.4	9.7	14.1	12.8	14.9
EBITDA 이익률	30.1	42.2	51.7	45.1	65.6
부채비율	34.1	37.1	41.5	43.0	44.6
금융비용부담률	-0.9	-0.6	-0.3	-0.3	-0.3
이자보상배율(x)	40.5	61.7	178.5	234.1	345.8
매출채권회전율(x)	6.7	7.2	8.0	7.6	7.6
재고자산회전율(x)	5.3	4.9	4.6	4.5	4.3

**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 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**삼성전자 (005930) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	0.5	19.7	
2021.06.01	산업분석	Buy	96,000	김선우	-	-	