

공급자의 주도권을 고대하며

Trading Buy
(하향)

목표가: 82,000원 ▼
상승여력: 14.7%

김영건 younggun.kim.a@miraeasset.com

3Q21 잠정실적 Review

전사 영업이익 15.8조원 기록하며, 당사 추정치(15.4조원) 소폭 상회

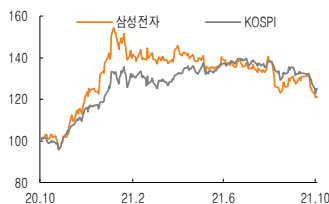
- 사업부별로는 반도체 9.8조원, DP 1.5조원, IM 3.6조원, CE 0.8조원 등 기록한 것으로 추정하며, 반도체 및 IM 사업부의 영업이익이 당사 기존 추정치 대비 상회
- DRAM의 3Q21 B/G 및 ASP는 당사의 기존 전망치(+2.2%, +7.1%)와 유사했을 것으로 추정하나, 1) NAND의 수요 강세로 B/G과 ASP가 당사 기존 전망치 대비 소폭 상회, 2) DRAM, NAND 공히 기존 예상보다 높은 원가 절감을 달성, 3) Foundry 수율 안정화에 따른 수익성 향상, 4) 높아진 환율 등이 주된 실적 호조 요인인 것으로 판단

투자 의견

목표주가 82,000원(기존 100,000원) 및 투자 의견 Trading buy로 하향

- 4Q21부터의 DRAM 가격 하락 전환과 **22년 연간 DRAM Blended ASP -6.9% 등 고려**, 4Q21과 22년 영업이익 전망치를 각 14.9조원, 56.6조원(YoY +7.3%)으로 3.4%, 13.6%씩 하향조정
- 그간 보유 재고 확보를 위해 확대가 불가피했던 업계 전반의 **공급(설비증설) 추세는 22년부터 수요 둔화 및 가격 하락세 실현과 함께 보수적 기조로 전환될 것으로 기대** → Wafer capa 증설 보다는 인프라 투자 및 공정 미세화에 집중된 투자가 집행되며 원가 우위를 기반으로 한 수익성 확보에 주력할 것으로 예상
- 1) 현재 12MF P/E이 19년 불황 수준인 12배로 **밸류에이션이 업황 둔화를 상당 부분 선 반영 했다고 판단하는 점**, 2) **파운드리+LSI 사업부의 22년 매출액은 전사 사업부 중 가장 높은 성장률(YoY +29% vs. 메모리 +14%)을 보이며 동사의 새로운 중장기 성장 국면을 주도할 것으로 전망하는 점을** 감안하면 여전히 매수 위주의 관점 유효
- 그러나, 기업가치 산정에 유의미한 영향을 미치는 Pure memory peer의 EV/EBITDA 수준을 고려하면 **메모리 가격 하락 이후 공급자들의 공급 기조의 보수적 전환을 확인 하기까지는 Trading 관점 접근이 보다 타당하다고 판단**

Key data



현재주가(21/10/8, 원)	71,500	시가총액(십억원)	426,839
영업이익(21F, 십억원)	52,718	발행주식수(백만주)	6,793
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	52,648	유동주식비율(%)	74.6
EPS 성장률(21F, %)	49.7	외국인 보유비중(%)	51.8
P/E(21F, x)	12.4	베타(12M) 일간수익률	1.06
MKT P/E(21F, x)	10.5	52주 최저가(원)	56,600
KOSPI	2,956.30	52주 최고가(원)	91,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.3	-15.6	19.8
상대주가	0.3	-10.2	-3.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액 (십억원)	239,575	243,771	230,401	236,807	274,860	306,791
영업이익 (십억원)	53,645	58,887	27,769	35,994	52,718	56,551
영업이익률 (%)	22.4	24.2	12.1	15.2	19.2	18.4
순이익 (십억원)	41,345	43,891	21,505	26,091	39,055	41,655
EPS (원)	5,421	6,024	3,166	3,841	5,750	6,132
ROE (%)	21.0	19.6	8.7	10.0	13.9	13.6
P/E (배)	9.4	6.4	17.6	21.1	12.4	11.7
P/B (배)	1.8	1.1	1.5	2.1	1.6	1.5
배당수익률 (%)	1.7	3.7	2.5	3.7	4.2	4.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 삼성전자 전사 연결 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021F	2022F
원/달러 환율	1,113	1,121	1,158	1,154	1,154	1,154	1,154	1,154	1,180	1,137	1,154
매출액	65,389	63,670	73,102	72,697	70,923	70,889	83,765	81,213	236,807	274,860	306,791
YoY	18.2	20.2	9.2	18.1	8.5	11.3	14.6	11.7	2.8	16.1	11.6
QoQ	6.2	-2.6	14.8	-0.6	-2.4	0.0	18.2	-3.0			
반도체	19,006	22,740	26,403	25,168	23,310	25,855	29,086	31,009	72,858	93,317	109,260
Memory	14,435	17,880	20,601	19,126	17,013	19,141	22,015	23,637	55,544	72,041	81,806
Foundry & S.LSI	4,571	4,860	5,802	6,042	6,297	6,713	7,071	7,372	17,314	21,276	27,454
디스플레이	6,923	6,870	8,715	9,017	6,885	7,165	9,538	10,817	30,586	31,525	34,406
대형 LCD	780	400	430	300	430	350	420	500	4,600	1,910	1,700
중소형 OLED	6,143	6,470	8,285	8,717	6,455	6,815	9,118	10,317	25,986	29,615	32,706
IM	29,206	22,670	26,790	27,245	30,581	26,015	32,172	26,201	99,588	105,911	114,969
무선	28,203	21,430	25,798	26,352	29,670	25,196	31,517	25,611	96,022	101,784	111,993
네트워크	1,003	1,240	992	893	911	820	656	590	3,566	4,128	2,976
CE	12,743	13,948	13,335	13,091	12,046	13,577	14,423	14,466	48,173	53,117	54,512
Harman	2,367	2,420	2,662	2,795	2,795	2,935	3,228	3,390	9,184	10,244	12,348
매출총이익	23,889	26,610	28,732	28,390	27,781	28,235	32,953	31,956	92,319	107,621	120,926
YoY	16.4	26.4	6.4	19.6	16.3	6.1	14.7	12.6	11.0	16.6	12.4
QoQ	0.6	11.4	8.0	-1.2	-2.1	1.6	16.7	-3.0			
매출총이익률	36.5	41.8	39.3	39.1	39.2	39.8	39.3	39.3	39.0	39.2	39.4
영업이익	9,383	12,570	15,837	14,931	12,255	12,343	16,025	15,928	35,994	52,718	56,551
YoY	45.5	54.3	28.2	65.0	30.6	-1.8	1.2	6.7	29.6	46.5	7.3
QoQ	3.7	34.0	26.0	-5.7	-17.9	0.7	29.8	-0.6			
반도체	3,366	6,930	9,761	8,235	6,376	7,089	8,484	8,700	18,805	28,292	30,649
Memory	3,495	6,484	8,833	7,190	5,404	6,013	7,431	7,673	17,109	26,001	26,520
Foundry & S.LSI	-129	446	928	1,046	973	1,076	1,054	1,027	1,696	2,291	4,129
디스플레이	364	1,280	1,483	948	824	1,108	1,645	2,316	2,237	4,075	5,893
대형 LCD	-540	-108	-97	-286	-406	-162	-159	-51	-1,536	-1,031	-778
중소형 OLED	905	1,388	1,580	1,233	1,231	1,270	1,804	2,367	3,773	5,106	6,671
IM	4,393	3,240	3,588	4,398	4,463	3,811	4,604	3,638	11,473	15,619	16,516
무선	4,263	2,967	3,499	4,327	4,362	3,721	4,545	3,591	10,911	15,055	16,219
네트워크	130	273	89	71	101	90	59	47	561	564	297
CE	712	1,111	808	925	233	718	832	1,157	3,562	3,556	2,939
Harman	113	110	80	130	84	112	117	128	56	433	440
영업이익률	14.3	19.7	21.7	20.5	16.7	17.1	18.7	19.1	15.2	19.2	18.0
반도체	17.7	30.5	37.0	32.7	27.4	27.4	29.2	28.1	25.8	30.3	28.1
Memory	24.2	36.3	42.9	37.6	31.8	31.4	33.8	32.5	30.8	36.1	32.4
Foundry & S.LSI	-2.8	9.2	16.0	17.3	15.4	16.0	14.9	13.9	9.8	10.8	15.0
디스플레이	5.3	18.6	17.0	10.5	12.0	15.5	17.2	21.4	7.3	12.9	17.1
대형 LCD	-69.3	-27.0	-22.6	-95.2	-94.4	-46.3	-37.8	-10.2	-33.4	-54.0	-45.8
중소형 OLED	14.7	21.5	19.1	14.1	19.1	18.6	19.8	22.9	14.5	17.2	20.4
IM	15.0	14.3	13.4	16.1	14.6	14.7	14.3	13.9	11.5	14.7	14.4
CE	5.6	8.0	6.1	7.1	1.9	5.3	5.8	8.0	7.4	6.7	5.4
Harman	4.8	4.5	3.0	4.7	3.0	3.8	3.6	3.8	0.6	4.2	3.6

자료: 삼성전자, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 삼성전자 SOTP 밸류에이션 테이블

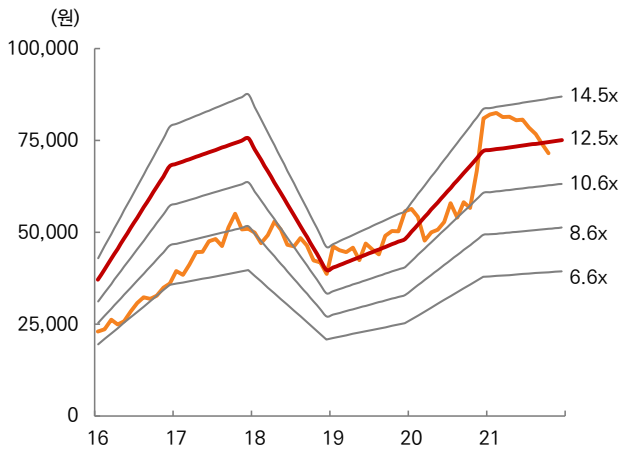
(십억원, 배)

Business division		22F EBITDA	22F EV/EBITDA	Implied EV	비고
Semiconductor		43,181	3.5	149,406	Micron, SK hynix
Foundry&System LSI		10,326	9.0	92,780	TSMC, UMC
Display		8,406	1.3	12,814	LGD, AUO, Innolux
IM		19,125	7.3	139,708	Apple(Service 비중이 작은 과거 3년 평균), Lenovo
CE		5,595	4.7	26,409	LGE, Elecrolux, Sony, Panasonic
Others		1,127	-	-	
Operating value	A	87,761	4.8	421,117	
Value of listed subsidiaries	B			41,251	10월 8일 증가 기준
Value of unlisted subsidiaries	C			371	
Non-operating value	D=B+C			35,360	상장사 시가 15% 할인, 비상장사 장부가 20% 할인
Net debt	E			-101,607	
Target market value	F=A+D-E			558,084	
Number of shares	J			6,792,669	
Target price	I=F/J			82,000	22년 Target P/E 13.3배, P/B 2.0배

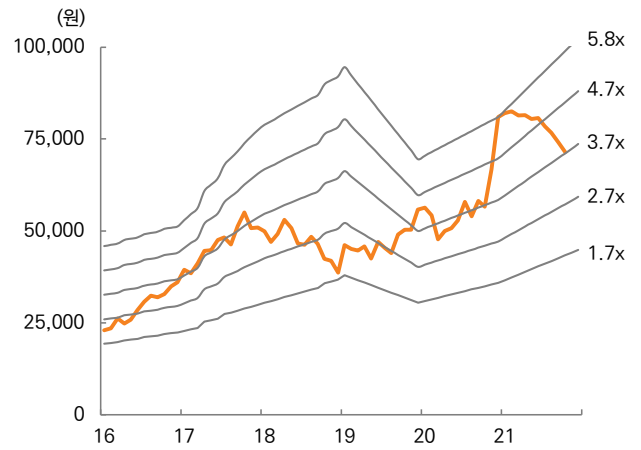
자료: REFINITIV, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 삼성전자 12개월 Forward P/E band chart

그림 2. 삼성전자 12개월 Forward EV/EBITDA band chart



자료: Quantwise, 미래에셋대우 리서치센터



자료: Quantwise, 미래에셋대우 리서치센터

삼성전자 (005930)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	230,401	236,807	274,860	306,791
매출원가	147,240	144,488	167,243	185,865
매출총이익	83,161	92,319	107,617	120,926
판매비와관리비	55,393	56,325	54,899	64,375
조정영업이익	27,769	35,994	52,718	56,551
영업이익	27,769	35,994	52,718	56,551
비영업손익	2,663	351	1,043	910
금융손익	1,974	1,391	776	910
관계기업등 투자손익	413	507	335	0
세전계속사업손익	30,432	36,345	53,761	57,461
계속사업법인세비용	8,693	9,937	14,036	14,997
계속사업이익	21,739	26,408	39,725	42,465
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	21,739	26,408	39,725	42,465
지배주주	21,505	26,091	39,055	41,655
비지배주주	234	317	671	810
총포괄이익	24,755	22,734	45,376	42,465
지배주주	24,467	22,374	44,722	41,921
비지배주주	288	360	654	544
EBITDA	57,366	66,329	84,697	89,161
FCF	20,015	27,695	33,701	40,934
EBITDA 마진율 (%)	24.9	28.0	30.8	29.1
영업이익률 (%)	12.1	15.2	19.2	18.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.3	11.0	14.2	13.6

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	45,383	65,287	69,573	76,251
당기순이익	21,739	26,408	39,725	42,465
비현금수익비용가감	37,443	41,619	45,603	46,105
유형자산감가상각비	26,574	27,116	29,150	30,207
무형자산상각비	3,024	3,220	2,829	2,403
기타	7,845	11,283	13,624	13,495
영업활동으로인한자산및부채의변동	-2,546	122	-3,320	1,177
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1,829	1,741	-4,809	-4,284
재고자산 감소(증가)	2,135	-7,541	-5,848	-4,433
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,305	4,082	765	1,348
법인세납부	-13,221	-4,770	-13,824	-14,997
투자활동으로 인한 현금흐름	-39,948	-53,629	-50,094	-49,307
유형자산처분(취득)	-24,854	-37,215	-35,610	-35,317
무형자산감소(증가)	-3,243	-2,673	-2,186	-1,200
장단기금융자산의 감소(증가)	-10,358	-16,190	-16,739	-12,790
기타투자활동	-1,493	2,449	4,441	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-9,485	-8,328	-24,500	-20,433
장단기금융부채의 증가(감소)	3,745	1,805	-3,483	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-9,639	-9,677	-20,433	-20,433
기타재무활동	-3,591	-456	-584	0
현금의 증가	-3,455	2,497	-1,341	5,393
기초현금	30,341	26,886	29,383	28,042
기말현금	26,886	29,383	28,042	33,435

자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

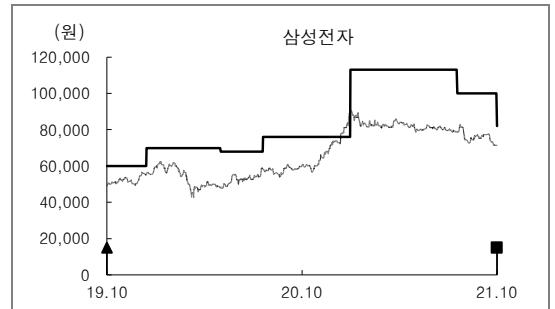
(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	181,385	198,216	226,506	254,868
현금 및 현금성자산	26,886	29,383	28,042	33,435
매출채권 및 기타채권	39,310	34,570	40,829	45,612
재고자산	26,766	32,043	37,846	42,279
기타유동자산	88,423	102,220	119,789	133,542
비유동자산	171,179	180,020	191,509	196,534
관계기업투자등	7,592	8,077	9,539	10,657
유형자산	119,825	128,953	136,944	142,054
무형자산	20,704	18,469	19,990	18,787
자산총계	352,564	378,236	418,015	451,402
유동부채	63,783	75,604	82,990	91,061
매입채무 및 기타채무	20,721	21,638	25,557	28,550
단기금융부채	15,240	17,270	14,092	14,092
기타유동부채	27,822	36,696	43,341	48,419
비유동부채	25,901	26,683	30,676	33,960
장기금융부채	3,172	2,948	2,643	2,643
기타비유동부채	22,729	23,735	28,033	31,317
부채총계	89,684	102,288	113,667	125,022
지배주주지분	254,915	267,670	295,747	316,968
자본금	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	254,583	271,068	292,740	313,961
비지배주주지분	7,965	8,278	8,602	9,412
자본총계	262,880	275,948	304,349	326,380

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021F	2022F
P/E (x)	17.6	21.1	12.4	11.7
P/CF (x)	6.4	8.1	5.7	5.5
P/B (x)	1.5	2.1	1.6	1.5
EV/EBITDA (x)	5.1	6.8	4.3	3.9
EPS (원)	3,166	3,841	5,750	6,132
CFPS (원)	8,713	10,015	12,562	13,039
BPS (원)	37,528	39,406	43,539	46,663
DPS (원)	1,416	2,994	3,008	3,008
배당성향 (%)	38.9	67.7	45.2	42.3
배당수익률 (%)	2.5	3.7	4.2	4.2
매출액증가율 (%)	-5.5	2.8	16.1	11.6
EBITDA증가율 (%)	-32.8	15.6	27.7	5.3
조정영업이익증가율 (%)	-52.8	29.6	46.5	7.3
EPS증가율 (%)	-47.4	21.3	49.7	6.6
매출채권 회전율 (회)	6.7	7.2	8.1	7.9
재고자산 회전율 (회)	8.3	8.1	7.9	7.7
매입채무 회전율 (회)	17.1	15.7	15.7	15.3
ROA (%)	6.3	7.2	10.0	9.8
ROE (%)	8.7	10.0	13.9	13.6
ROIC (%)	11.5	14.9	23.6	23.3
부채비율 (%)	34.1	37.1	37.3	38.3
유동비율 (%)	284.4	262.2	272.9	279.9
순차입금/자기자본 (%)	-32.2	-36.8	-40.4	-43.2
조정영업이익/금융비용 (x)	40.5	61.7	172.3	208.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성전자 (005930)				
2021.10.12	Trading Buy	82,000	-	-
2021.07.30	매수	100,000	-23.84	-17.10
2021.01.11	매수	113,000	-27.24	-19.82
2020.07.31	매수	76,000	-16.44	16.84
2020.05.13	매수	68,000	-22.29	-13.24
2019.12.26	매수	70,000	-23.07	-10.86
2019.10.01	매수	60,000	-13.86	-5.50



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
80.00%	10.67%	8.00%	1.33%

* 2021년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성전자를(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.