

우려는 고점, 기대감은 저점

매수
(유지)목표가: 76,000원 ▲
상승여력: 28.8%

김영건 younggun.kim.a@miraeeasset.com

차유미 yumi_cha@miraeeasset.com

2Q20 Review

전사 영업이익 8.15조원(YoY +23.5%) 기록

- 잠정실적 기반 추정치 대비, 반도체와 DP 부문의 실적이 크게 상회
- 비대면 수요가 강해 가이던스(Flat) 대비 높은 수준의 DRAM 출하량(+1.7%) 기록

투자포인트 1

DRAM 업황에 대한 우려는 상당부분 기 반영

- 경쟁사와 마찬가지로 3Q20 DRAM Bit growth 가이던스 QoQ Flat 제시
- 증설이 제한적인 상황에서 출하량 또한 유지되는 경우 재고 수준은 안정적인 전망
- 적정한 공급자 재고 상황에서는 4분기 가격 하락폭은 3분기 대비 축소 가능성 高
- DRAM 가격 하락폭 축소 구간에서 추가 저점을 형성할 것으로 전망

투자포인트 2

Foundry 사업부에 대한 Valuation 부여

- 기존의 Valuation 방식은 SOTP를 사용했으나, Foundry 사업부 가치 미분리
- 최근 Intel의 Foundry 아웃소싱 가능성이 대두되며 TSMC, 삼성전자 Foundry 주목
- 동사는 Qualcomm, Nvidia 등으로 부터의 수주로 21년 이후 Foundry 부문 성장 전망
- Foundry 부문 EBITDA에 TSMC, Intel의 EV/EBITDA 배수 적용 당위성 증대
- 반도체 사업부에 Memory peer의 EV/EBITDA 적용한 경우 대비 4% 할증 효과
- 향후 Foundry 부문 EBITDA 증대에 따라 추가적인 할증 효과 기대

목표주가 상향

투자 의견 '매수' 유지 및 목표주가 76,000원으로 상향

- 20년 Target P/E 21.2배, P/B 1.8배에 해당
- DRAM에 대한 우려는 극대화, Foundry에 대한 기대는 저점인 현재가 매수 적기

Key data



현재주가(20/7/30, 원)	59,000	시가총액(십억원)	352,217
영업이익(20F, 십억원)	32,170	발행주식수(백만주)	6,793
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	32,716	유동주식비율(%)	74.6
EPS 성장률(20F, %)	15.3	외국인 보유비중(%)	56.0
P/E(20F, x)	16.2	베타(12M) 일간수익률	1.02
MKT P/E(20F, x)	15.8	52주 최저가(원)	42,500
KOSPI	2,267.01	52주 최고가(원)	62,400

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.7	3.1	26.7
상대주가	3.9	-2.3	14.0

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	239,575	243,771	230,401	230,144	261,096	296,212
영업이익 (십억원)	53,645	58,887	27,769	32,170	51,514	59,014
영업이익률 (%)	22.4	24.2	12.1	14.0	19.7	19.9
순이익 (십억원)	41,345	43,891	21,505	24,799	38,583	44,226
EPS (원)	5,421	6,024	3,166	3,651	5,680	6,511
ROE (%)	21.0	19.6	8.7	9.4	13.5	14.1
P/E (배)	9.4	6.4	17.6	16.2	10.4	9.1
P/B (배)	1.8	1.1	1.5	1.5	1.3	1.2
배당수익률 (%)	1.7	3.7	2.5	2.7	3.1	3.1

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

표 1. 삼성전자 전사 연결 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
원/달러 환율	1,125	1,167	1,194	1,176	1,193	1,229	1,207	1,207	1,207	1,099	1,167
매출액	52,386	56,127	62,003	59,885	55,325	52,970	62,213	59,635	230,401	230,144	261,096
YoY	-13.5	-4.0	-5.3	1.0	5.6	-5.6	0.3	-0.4	-5.5	-0.1	13.4
QoQ	-11.6	7.1	10.5	-3.4	-7.6	-4.3	17.5	-4.1			
반도체	14,472	16,088	17,587	16,792	17,644	18,230	18,543	18,817	64,939	73,235	93,515
Memory	11,469	12,300	13,263	13,184	13,140	14,610	14,159	14,141	50,216	56,049	71,341
Foundry & S.LSI	3,004	3,788	4,324	3,608	4,505	3,620	4,384	4,677	14,723	17,186	22,174
디스플레이	6,124	7,622	9,262	8,046	6,588	6,561	8,119	8,332	31,054	29,600	32,625
대형 LCD	1,530	1,670	1,500	1,100	1,100	1,114	1,185	931	5,800	4,330	1,971
중소형 OLED	4,594	5,952	7,762	6,946	5,488	5,447	6,934	7,401	25,254	25,270	30,653
IM	27,200	25,860	29,254	24,951	26,004	20,540	30,155	26,902	107,266	103,602	108,298
무선	25,915	24,272	28,096	24,049	24,950	19,644	29,304	26,068	102,332	99,966	105,000
네트워크	1,285	1,588	1,159	902	1,054	896	851	834	4,934	3,635	3,298
CE	10,041	11,068	10,935	12,713	10,155	9,523	9,858	9,498	44,756	39,035	42,495
VD	5,836	5,998	6,257	8,088	5,650	5,349	5,809	5,571	26,178	22,379	26,044
Harman	2,195	2,518	2,631	2,733	2,101	1,540	1,694	1,863	10,077	7,199	7,228
매출총이익	19,639	20,182	22,010	21,330	20,518	21,060	25,507	25,047	83,161	92,133	109,661
YoY	-31.5	-25.8	-27.3	-15.5	4.5	4.3	15.9	17.4	-25.3	10.8	19.0
QoQ	-22.2	2.8	9.1	-3.1	-3.8	2.6	21.1	-1.8			
매출총이익률	37.5	36.0	35.5	35.6	37.1	39.8	41.0	42.0	36.1	40.0	42.0
영업이익	6,233	6,597	7,778	7,160	6,447	8,150	8,892	8,681	27,769	32,170	51,514
YoY	-60.2	-55.6	-55.7	-33.7	3.4	23.5	14.3	21.2	-52.8	15.8	60.1
QoQ	-42.3	5.8	17.9	-7.9	-10.0	26.4	9.1	-2.4			
반도체	4,122	3,398	3,049	3,447	3,993	5,430	4,778	4,438	14,016	18,639	30,937
Memory	3,836	3,158	2,625	3,166	3,503	5,203	4,499	4,031	12,785	17,236	28,642
Foundry & S.LSI	287	240	424	281	490	231	280	407	1,232	1,407	2,295
디스플레이	-561	748	1,174	220	-287	300	171	460	1,581	644	2,319
대형 LCD	-375	-158	-316	-518	-287	-314	-266	-158	-1,366	-1,025	-853
중소형 OLED	-186	906	1,490	738	-63	-498	438	618	2,948	494	3,172
IM	2,274	1,561	2,917	2,520	2,650	1,950	2,739	2,293	9,273	9,632	9,947
무선	2,030	1,228	2,731	2,385	2,439	1,878	2,671	2,226	8,374	9,215	9,653
네트워크	244	334	185	135	211	72	68	67	898	417	293
CE	541	712	548	805	465	730	644	866	2,606	2,704	2,785
VD	428	433	394	652	377	538	465	693	1,907	2,074	2,061
Harman	8	92	99	123	-188	-90	51	56	322	-171	154
영업이익률	11.9	11.8	12.5	12.0	11.7	15.4	14.3	14.6	12.1	14.0	19.7
반도체	28.5	21.1	17.3	20.5	22.6	29.8	25.8	23.6	21.6	25.5	33.1
Memory	33.4	25.7	19.8	24.0	26.7	35.6	31.8	28.5	25.5	30.8	40.1
Foundry & S.LSI	9.5	6.3	9.8	7.8	10.9	6.4	6.4	8.7	8.4	8.2	10.3
디스플레이	-9.2	9.8	12.7	2.7	-4.4	4.6	2.1	5.5	5.1	2.2	7.1
대형 LCD	-24.5	-9.4	-21.1	-47.1	-26.1	-28.1	-22.5	-17.0	-23.6	-23.7	-43.2
중소형 OLED	-4.1	15.2	19.2	10.6	-1.1	-9.1	6.3	8.3	11.7	2.0	10.3
IM	8.4	6.0	10.0	10.1	10.2	9.5	9.1	8.5	8.6	9.3	9.2
CE	5.4	6.4	5.0	6.3	4.6	7.7	6.5	9.1	5.8	6.9	6.6
Harman	0.4	3.7	3.8	4.5	-8.9	-5.8	3.0	3.0	3.2	-2.4	2.1

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 삼성전자 Sum of the parts valuation table

(십억원)

Business division	20F EBITDA	20F EV/EBITDA	Implied EV	Note
Semiconductor	38,147	5.3	200,465	Micron, SK hynix
Display	6,210	4.0	24,778	LGD, AUO, Innolux
IM	11,941	10.7	127,654	Apple, Lenovo
CE	3,288	5.5	17,999	LGE, Eleclorlux, Sony, Panasonic
Operating value	A	59,586	6.2	370,896
Value of listed subsidiaries	Market cap	Holdings(%)	Value	7월 31일 종가 기준
삼성전기	8,851	23.7	2,098	
삼성에스디에스	13,618	22.6	3,078	
삼성바이오로직스	39,170	31.5	12,338	
삼성중공업	2,583	16.0	413	
호텔신라	3,167	5.1	162	
제일기획	1,933	25.2	487	
에이테크솔루션	62	15.9	10	
아이마켓코리아	392	1.8	7	
스카이라이프	403	0.5	2	
삼성SDI	19,529	19.6	3,828	
원익IPS	1,627	3.8	62	
원익홀딩스	334	2.3	8	
동진썬미켄	900	4.8	43	
솔브레인	1,287	4.8	62	
용평리조트	228	0.8	2	
ASML	158,270	1.5	2,374	
Wacom	913	5.0	46	
BYD	18,508	1.9	352	
상장사 합계	B		25,370	
Value of unlisted subsidiaries	Book value	Holdings(%)	Value	4Q19 사업보고서 장부가 기준
세메스(주)	72	29.8	21	
삼성메디슨(주)	352	99.3	349	
비상장사 합계	C		371	
Non-operating value	D=B+C		21,861	상장사 시가 15% 할인, 비상장사 장부가 20% 할인
Net debt	E		-101,652	
Target market value	F=A+D-E		494,409	
Number of shares	J		6,792,669	
Target price	I=F/J		73,000	20년 Target P/E 20.3배, P/B 1.7배

자료: 삼성전자, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 삼성전자 Sum of the parts valuation table(Foundry valuation)

(십억원)

Business division	20F EBITDA	20F EV/EBITDA	Implied EV	Note
Semiconductor	31,744	5.3	166,813	Micron, SK hynix
Foundry&System LSI	6,404	8.8	56,322	TSMC, Intel
Display	6,210	4.0	24,778	LGD, AUO, Innolux
IM	11,941	10.7	127,654	Apple, Lenovo
CE	3,288	5.5	17,999	LGE, Eleclorlux, Sony, Panasonic
Operating value	A	59,586	6.6	393,565
상장사 합계	B		25,370	4월 X일 종가 기준
비상장사 합계	C		371	
Non-operating value	D=B+C		21,861	상장사 시가 15% 할인, 비상장사 장부가 20% 할인
Net debt	E		-101,652	
Target market value	F=A+D-E		517,078	
Number of shares	J		6,792,669	
Target price	I=F/J		76,000	20년 Target P/E 21.2배, P/B 1.8배

자료: 삼성전자, 미래에셋대우 리서치센터

삼성전자 (005930)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	230,401	230,144	261,096	296,212
매출원가	147,240	138,011	151,436	171,803
매출총이익	83,161	92,133	109,660	124,409
판매비와관리비	55,393	59,963	58,146	65,395
조정영업이익	27,769	32,170	51,514	59,014
영업이익	27,769	32,170	51,514	59,014
비영업손익	2,663	2,826	3,033	3,263
금융손익	1,974	2,065	2,442	3,263
관계기업등 투자손익	413	-17	-4	0
세전계속사업손익	30,432	34,996	54,547	62,277
계속사업법인세비용	8,693	10,202	15,971	18,060
계속사업이익	21,739	24,794	38,576	44,218
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	21,739	24,794	38,576	44,218
지배주주	21,505	24,799	38,583	44,226
비지배주주	234	-5	-7	-8
총포괄이익	24,755	24,794	38,576	44,218
지배주주	24,467	25,863	40,239	46,124
비지배주주	288	-1,069	-1,663	-1,906
EBITDA	57,366	60,698	77,921	79,765
FCF	20,015	24,894	31,783	65,090
EBITDA 마진율 (%)	24.9	26.4	29.8	26.9
영업이익률 (%)	12.1	14.0	19.7	19.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.3	10.8	14.8	14.9

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	45,383	53,346	64,804	65,090
당기순이익	21,739	24,794	38,576	44,218
비현금수익비용가감	37,443	36,529	39,786	35,394
유형자산감가상각비	26,574	24,611	22,272	18,239
무형자산상각비	3,024	3,917	4,135	2,512
기타	7,845	8,001	13,379	14,643
영업활동으로인한자산및부채의변동	-2,546	6	-183	122
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1,829	146	-4,818	-5,353
재고자산 감소(증가)	2,135	112	-3,671	-4,079
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,305	-36	1,196	1,328
법인세납부	-13,221	-10,202	-15,971	-18,060
투자활동으로 인한 현금흐름	-39,948	-28,134	-43,478	-11,619
유형자산처분(취득)	-24,854	-28,452	-33,021	0
무형자산감소(증가)	-3,243	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-10,358	318	-10,457	-11,619
기타투자활동	-1,493	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-9,485	-10,557	-11,888	-13,074
장단기금융부채의 증가(감소)	3,745	0	0	-846
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-9,639	-10,557	-11,888	-12,228
기타재무활동	-3,591	0	0	0
현금의 증가	-3,455	17,243	8,392	39,241
기초현금	30,341	26,886	44,129	52,522
기말현금	26,886	44,129	52,522	91,762

자료: 삼성전자, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	181,385	198,008	226,815	288,413
현금 및 현금성자산	26,886	44,129	52,522	91,762
매출채권 및 기타채권	39,310	39,147	44,538	50,203
재고자산	26,766	26,655	30,326	34,404
기타유동자산	88,423	88,077	99,429	112,044
비유동자산	171,179	171,070	178,726	159,132
관계기업투자등	7,592	7,560	8,601	9,758
유형자산	119,825	123,666	134,415	116,176
무형자산	20,704	16,786	12,651	10,139
자산총계	352,564	369,079	405,541	447,545
유동부채	63,783	63,580	70,238	76,789
매입채무 및 기타채무	20,721	20,634	23,476	26,633
단기금융부채	15,240	15,240	15,240	14,393
기타유동부채	27,822	27,706	31,522	35,763
비유동부채	25,901	25,807	28,924	32,387
장기금융부채	3,172	3,172	3,172	3,172
기타비유동부채	22,729	22,635	25,752	29,215
부채총계	89,684	89,387	99,161	109,176
지배주주지분	254,915	271,732	298,427	330,425
자본금	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	254,583	268,825	295,520	327,518
비지배주주지분	7,965	7,960	7,953	7,945
자본총계	262,880	279,692	306,380	338,370

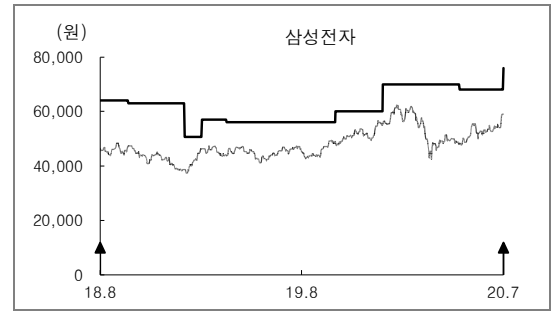
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	17.6	16.2	10.4	9.1
P/CF (x)	6.4	6.5	5.1	5.0
P/B (x)	1.5	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	5.1	4.9	3.5	2.8
EPS (원)	3,166	3,651	5,680	6,511
CFPS (원)	8,713	9,028	11,536	11,720
BPS (원)	37,528	40,004	43,934	48,644
DPS (원)	1,416	1,600	1,800	1,800
배당성향 (%)	38.9	38.5	27.9	24.3
배당수익률 (%)	2.5	2.7	3.1	3.1
매출액증가율 (%)	-5.5	-0.1	13.4	13.4
EBITDA증가율 (%)	-32.8	5.8	28.4	2.4
조정영업이익증가율 (%)	-52.8	15.8	60.1	14.6
EPS증가율 (%)	-47.4	15.3	55.6	14.6
매출채권 회전을 (회)	6.7	6.6	7.0	7.0
재고자산 회전을 (회)	8.3	8.6	9.2	9.2
매입채무 회전을 (회)	17.1	15.9	16.3	16.3
ROA (%)	6.3	6.9	10.0	10.4
ROE (%)	8.7	9.4	13.5	14.1
ROIC (%)	11.5	12.8	21.3	24.8
부채비율 (%)	34.1	32.0	32.4	32.3
유동비율 (%)	284.4	311.4	322.9	375.6
순차입금/자기자본 (%)	-32.2	-38.4	-41.2	-52.6
조정영업이익/금융비용 (x)	40.5	47.3	75.8	88.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성전자 (005930)				
2020.07.31	매수	76,000	-	-
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
2019.03.18	매수	56,000	-19.28	-11.61
2019.02.01	매수	57,000	-20.21	-16.67
2019.01.01	매수	50,800	-18.11	-8.66
2018.09.21	매수	63,000	-32.50	-24.60
2018.07.31	매수	64,000	-28.27	-24.30
2018.07.01	매수	70,000	-33.97	-32.21

* 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
76.22%	11.59%	11.59%	0.60%

* 2020년 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.