

21년, 예상보다 강할 수 있는 이유

매수
(유지)

목표가: 113,000원 ▲
상승여력: 27.3%

김영건 younggun.kim.a@miraeasset.com

4Q20 잠정실적 Review

환율 및 초기비용 이슈로 기대 이하의 이익. 그러나, 견고해진 펀더멘탈 긍정적

- 전사 OP 9.0조원(YoY +25.7%, QoQ -27.1%). 시장 기대치(9.3조원) 하회
- 반도체: OP 4.0조원. 환율 하락 부정적 영향. 높은 B/G는 재고 소진 면에서 긍정적
- DP: OP 1.6조원. iPhone 출하 효과 및 LCD 패널 가격 상승 영향
- IM: OP 2.5조원. iPhone 신모델과의 경쟁으로 수량 및 가격 하향
- CE: OP 0.8조원. 3Q20 TV 판매량 급증 이후 판매 증가 지속

투자포인트

1) 20년 지속적인 DRAM 투자로 21년 이익 증가율 극대화

- 수요 둔화 우려가 있는 국면 동안 실질적으로 유일한 증설 단행
- 가격 상승기 구간에서 이익 증가 폭의 격차가 과거보다 작을 것으로 전망

2) 예상보다 안정적인 NAND 시장점유율 확대 가능성

- 삼성전자의 NAND 사업 전략은 이익 점유율 극대화 전략으로 판단
- SK하이닉스의 Intel 인수와 Kioxia 상장 연기로 우려보다 안정적인 증설 가능

3) 자본력이 뒷받침 되는 실질적인 파운드리 경쟁력

- 20년 글로벌 파운드리 중 가장 큰 폭의 Capex 투입
- 21년 매출액과 영업이익은 각각 +29.5%, +80.4% 성장할 것으로 추정

Valuation

글로벌 파운드리 업체 EV/EBITDA 배수 적용. 목표주가 113,000원으로 49% 상향

- 21년 파운드리 EV 87.6조원으로 추정. 글로벌 파운드리 업종 기업가치 지속 성장 중
- P/E, P/B 환산 시 각각 23.5배, 2.4배로 역사상 최고점에 해당하나, Peer 대비 저평가

Key data



현재주가(21/1/8, 원)	88,800	시가총액(십억원)	530,117
영업이익(20F, 십억원)	35,947	발행주식수(백만주)	6,793
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	36,289	유동주식비율(%)	74.6
EPS 성장률(20F, %)	23.1	외국인 보유비중(%)	55.7
P/E(20F, x)	20.8	베타(12M) 일간수익률	0.94
MKT P/E(20F, x)	21.9	52주 최저가(원)	42,500
KOSPI	3,152.18	52주 최고가(원)	88,800

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	23.8	67.5	56.3
상대주가	6.1	14.8	6.7

Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	239,575	243,771	230,401	236,255	271,893	312,906
영업이익 (십억원)	53,645	58,887	27,769	35,947	44,447	51,462
영업이익률 (%)	22.4	24.2	12.1	15.2	16.3	16.4
순이익 (십억원)	41,345	43,891	21,505	26,479	33,776	37,808
EPS (원)	5,421	6,024	3,166	3,898	4,972	5,566
ROE (%)	21.0	19.6	8.7	10.0	11.8	12.2
P/E (배)	9.4	6.4	17.6	20.8	17.9	16.0
P/B (배)	1.8	1.1	1.5	2.0	2.0	1.9
배당수익률 (%)	1.7	3.7	2.5	1.8	2.0	2.0

4Q20 잠정실적 Review

환율 하락 및 Flagship 스마트폰 수요 감소로 이익은 기대 이하

반도체

반도체 부문의 4Q20 매출액과 영업이익은 각각 18.2조원(YoY +8.6%, QoQ -3.0%), 4.0조원 (YoY +15.2%, QoQ -28.4%)을 기록한 것으로 추정된다. DRAM과 NAND의 ASP 변화율/Bit growth는 각각 +8.6%/-6.1%, +9.0%/-10.0%로 추정된다. 메모리 출하량이 양호했음에도 불구하고 수익성이 기대에 미치지 못했다.

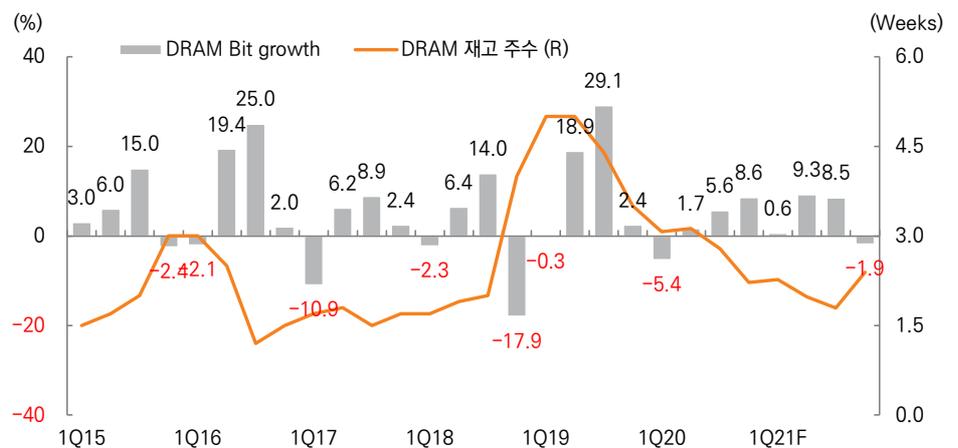
수익성 하락의 원인은 원/달러 환율 하락의 영향이 가장 컸다. 반도체 부문 기준으로 원/달러 환율이 분기 평균 10원 하락 시, 약 3,000억원 정도의 영업이익 감소 효과가 있는 것으로 추정된다. 또한, 20년에 신규로 투입한 평택 P2 Fab의 출하 개시로 인해 감가상각비 인식이 시작되면서 이익 상쇄의 주요한 요인으로 작용했다.

실적은 기대에 미치지 못했으나, 3Q20 보다 강한 DRAM Bit growth로 재고 수준이 낮아진 점은 긍정적이다. 4Q20 기준 삼성전자의 DRAM 재고는 2주 초반으로 추정되며, 2Q21으로 진입하며 2주 이하로 감소할 것으로 전망한다. 정상화된 재고 상태에서의 수요 반등은 가격 상승을 유발할 가능성이 높다.

추가적인 환율 하락과 NAND 업황 둔화가 우려되는 상황이나, 환율 하락폭 보다 큰 DRAM 가격 상승세는 1Q21 반도체 부문의 이익 저점 형성에 기여할 것으로 전망한다. 1Q21 반도체 부문 영업이익은 4.1조원(YoY +3.0%, QoQ +3.6%)을 기록할 것으로 추정한다.

2Q21부터는 Server 향 메모리 수요가 본격적으로 발생하면서 DRAM ASP 상승 및 이익성장 구간으로 진입할 것으로 전망한다.

그림 1. 삼성전자 DRAM Bit growth 및 재고 주수



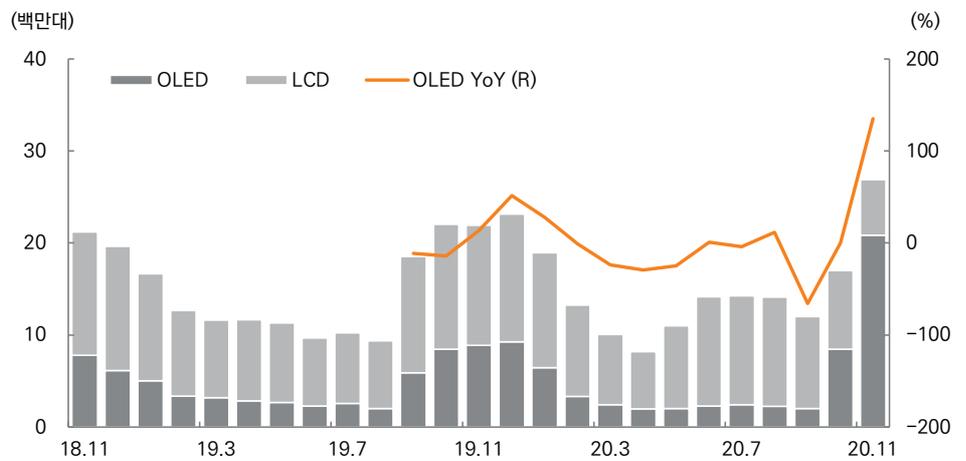
자료: 삼성전자, 미래에셋대우 리서치센터

DP(Display Panel)

DP 부문의 4Q20 매출액과 영업이익은 각각 10.2조원(YoY +26.6%, QoQ +39.2%), 1.5조원 (YoY +607.3%, QoQ +228.8%)을 기록한 것으로 추정된다. iPhone 출시로 OLED 가동률이 100%에 가깝게 유지되면서 수익성이 급격하게 개선되었다. LCD 패널 가격 호조로 적자폭이 3Q20 3,000억원 대에서 4Q20 1,000억원 이내로 축소된 것으로 추정된다.

1Q20은 iPhone 효과가 감소하며 외형과 이익이 감소할 것으로 전망되나, 과거 가동률 저하로 통상적으로 발생하던 대규모 적자 구간에는 진입하지 않을 것으로 전망된다. iPhone 12 이후 신모델의 경우 과거(LCD+OLED)와 달리 전 모델 OLED로 출시되었기 때문이다. 1Q21 DP 부문 영업이익은 0.8조원(YoY 흑자전환, QoQ -48.8%)을 기록할 것으로 추정한다.

그림 2. iPhone 디스플레이별 출하량 추이

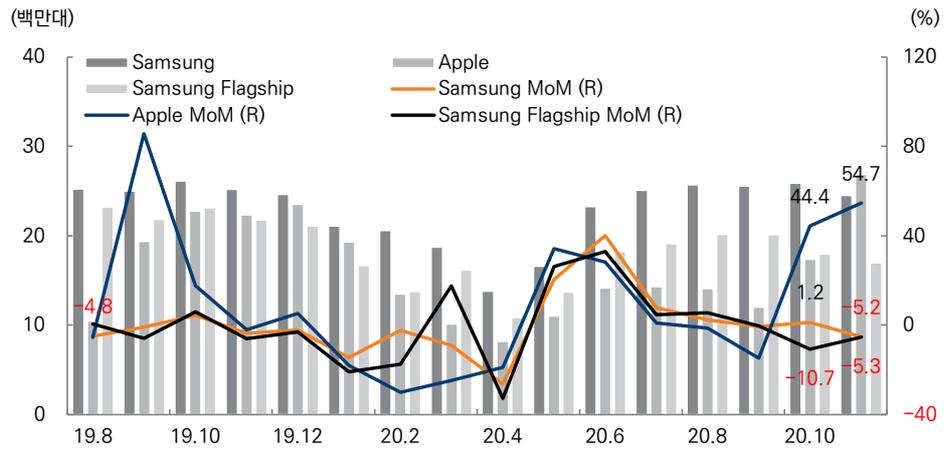


자료: Counterpoint, IDC, 미래에셋대우 리서치센터

IM

IM 부문의 4Q20 매출액과 영업이익은 각각 21.6조원(YoY -13.2%, QoQ -29.0%), 2.5조원(YoY -2.5%, QoQ -44.8%)을 기록한 것으로 추정된다. COVID 19 재확산으로 인한 수량 감소의 영향이 있으나, iPhone의 출시가 4Q20에 집중되면서 플래그쉽 제품 위주로 경쟁강도가 특히 강했다. 10월, 11월 플래그쉽 스마트폰의 출하량이 각각 -10.7%, -5.3%(카운터포인트 집계 기준) 감소한 것으로 추정된다. 그럼에도 불구하고, 10%가 넘는 영업이익률을 이뤄낸 것은 중저가 라인업에 대한 비용 효율화의 영향이 크다고 판단한다.

그림 3. 삼성전자, Apple 월별 스마트폰 판매량 추이



자료: Counterpoint, 미래에셋대우 리서치센터

투자포인트

1) 20년 지속적인 DRAM 투자로 21년 이익 증가율 극대화

20년 동안 상대적으로 높게 유지했던 동사의 DRAM Capex가 21년 이익 성장률을 높일 것으로 전망한다. COVID19로 인한 수요 불확실성이 상존하는 가운데, DRAM 업체들의 Capex는 전반적으로 보수적 기조를 유지했다. 그러나, 동사의 경우 상대적으로 Capex의 강도를 유지한 것으로 추정된다. SK하이닉스와 Micron이 각각 YoY -10.0%, -17.7% 규모로 Capex 투입을 줄인 반면, 동사의 Capex 감소폭은 YoY -2.3%에 그치며 전년도 수준의 설비 투자를 이어갔다.

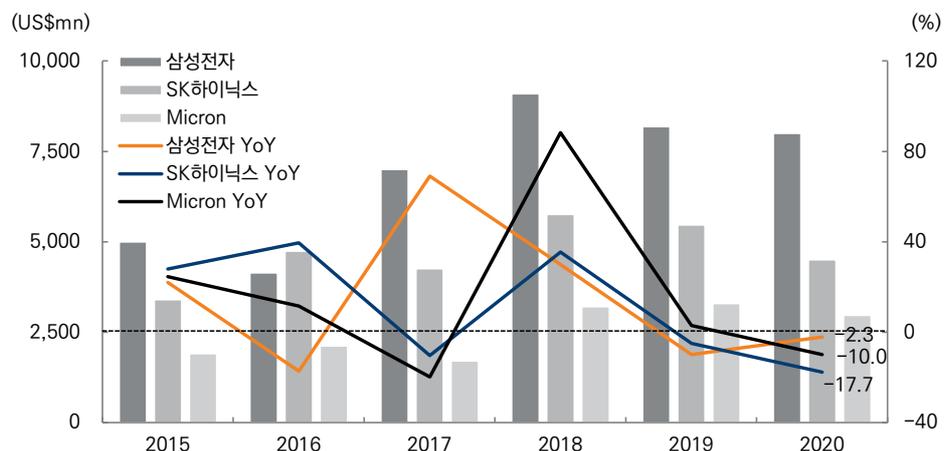
DRAM Capex 투입 차이에 따라 Wafer capa의 증가율도 차이가 발생했다. 동사의 20년 평균 DRAM Wafer capa는 533K/월로 전년도 평균 대비 30K(+5.9%) 증가했다. SK하이닉스와 Micron의 DRAM Wafer capa는 각각 360K/월, 359K/월로 +2.5%, +1.1% 증가하는데 그쳤을 것으로 추정한다.

21년 DRAM 가격의 상승세가 전망되는 가운데, 20년간 생산능력을 확충해 놓은 동사가 누리는 상대적 이익 증가의 강도가 과거 보다 강해질 것으로 전망한다. 직전 메모리 Up cycle 직전인 16년의 경우, 동사의 DRAM Capex 증가율이 경쟁사와 달리 역성장을 기록했고, Wafer capa 증가율 또한 경쟁사 대비 작았다. 17~18년간 DRAM 호황기에 진입 해서야 비로소 급격한 Capex 투자를 집행하기 시작했고, 이로 인해 경쟁사 대비 Up cycle 동안의 이익 성장률이 뒤쳐졌다. 17년간 삼성전자와 SK하이닉스의 DRAM 영업이익의 증가율은 각각 +273.2%, +160.3%로 112.9%pt의 차이가 발생했다.

새로운 Up cycle 초입인 21년의 경우, 20년 동안 생산능력을 확대해 놓음에 따라 DRAM 가격 상승구간에서 경쟁사와의 이익 기여도 격차가 축소될 것으로 전망한다. 동사와 SK하이닉스의 21년 DRAM 영업이익의 증가율은 각각 +50.2%, +81.9%로 이익 증가율의 차이가 31.7%pt로 줄어들 것으로 전망한다.

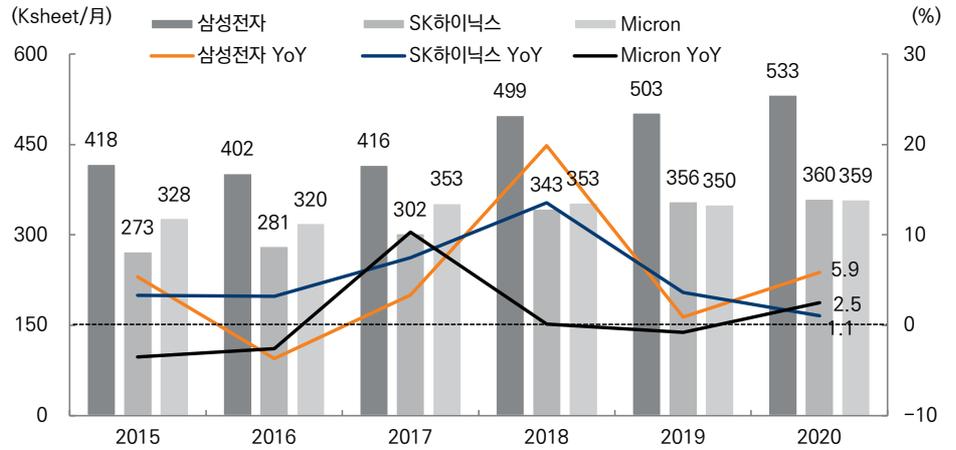
통상적으로 DRAM Up cycle에는 Pure한 메모리 업체를 보다 선호하는 것이 당연하다. 그러나, 동사의 DRAM 이익 증가율이 상대적으로 더 커지는 점을 감안하면 Pure player와의 선호도 격차를 줄일 필요가 있다고 판단한다.

그림 4. DRAM 3사 연간 Capex 추이



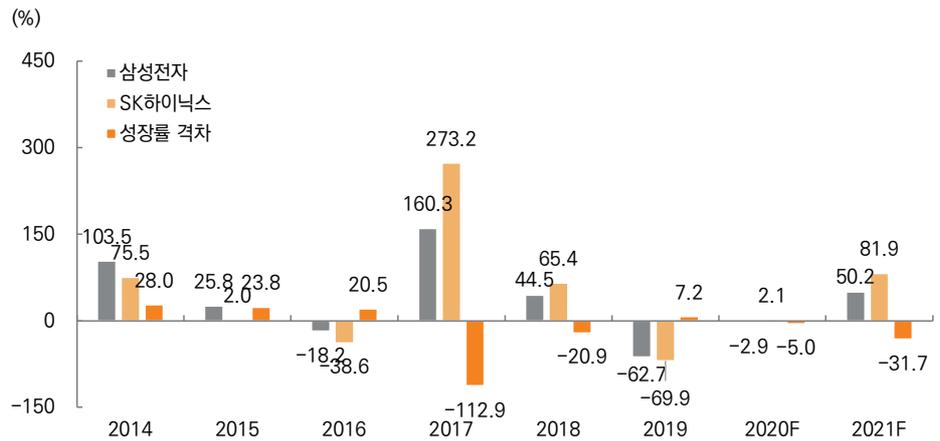
자료: Trendforce, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. DRAM 3사 연간 평균 Wafer capa 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 삼성전자, SK하이닉스 DRAM 영업이익 성장률 비교



자료: 미래에셋대우 리서치센터

2) 예상보다 안정적인 NAND 시장점유율 확대 가능성

삼성전자 NAND 사업부 전략의 큰 틀은 표면적으로는 시장점유율 확대가 아닌 이익 극대화다. 그러나, 엄밀하게는 이익 점유율의 극대화로 판단한다. 직전 NAND Up cycle인 17~18년간 동사의 Capex 절대 규모는 경쟁사 대비 가장 컸으나, 수요 증가에 비해 부족했다. 동사의 충분하지 못한 설비투자는 NAND 가격을 안정적으로 유지시켰고, 높아진 수익성을 기반으로 경쟁사들의 증설 비중이 커졌다. 결국, Down cycle에서의 초과 공급을 유발해 19년중 동사의 NAND 사업도 손익분기점에 임박할 정도로 수익성이 악화되었다.

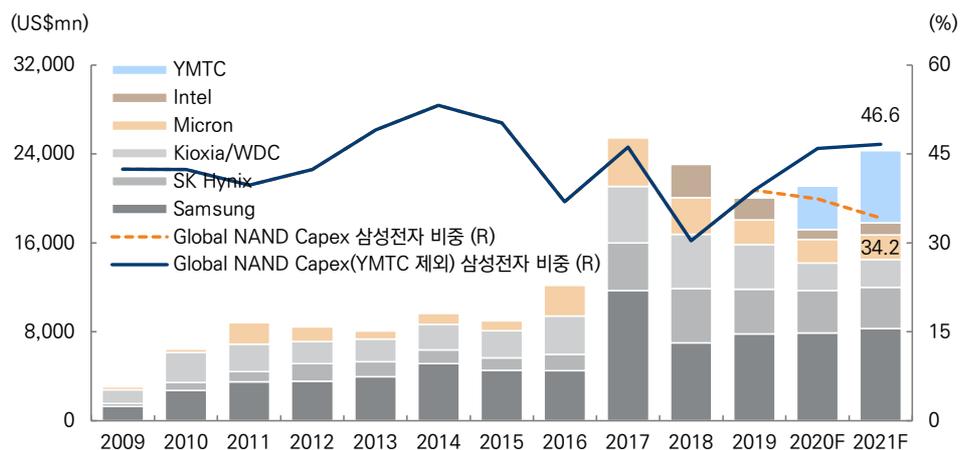
이와 같은 의도치 않은 초과 공급의 재발을 방지하기 위해 동사는 NAND 공급 수준을 높게 유지할 것으로 전망한다. 충분한 공급으로 NAND의 시장 가격을 높지 않게 유지하고, 높은 원가 경쟁력을 기반으로 시장 이익의 점유율을 높이는 것이다. 경쟁사의 이익을 축소시켜 증설 여력을 제한하는 목적이다.

이를 위해, 21년 NAND 시장에서의 Capex 비중을 높여야 하는 상황이다. 마침, 주요 경쟁사인 SK하이닉스가 Intel의 NAND 사업부 인수를 결정하면서 SK하이닉스와 Intel의 통합 Capex는 기존 예상보다 작아질 가능성이 높다. Kioxia의 경우에도 IPO 계획이 미뤄지며 신규 설비 투자를 위한 자원 마련이 충분하지 않을 수 있다.

경쟁사들의 상황으로 인해 과거 대비 효율적으로 시장 점유율을 확보할 수 있을 것으로 전망한다. 17년 NAND 시장 전반의 대규모 증설 시기에는 46.1%의 Capex 시장 점유율을 점유하기 위해 YoY +160.9%에 달하는 Capex 증가를 시도해야 했으나, 21년의 경우 YoY +5.1%의 Capex 증가만으로도 시장의 Capex 중 34.2% 수준을 점유할 수 있을 것으로 추정한다.

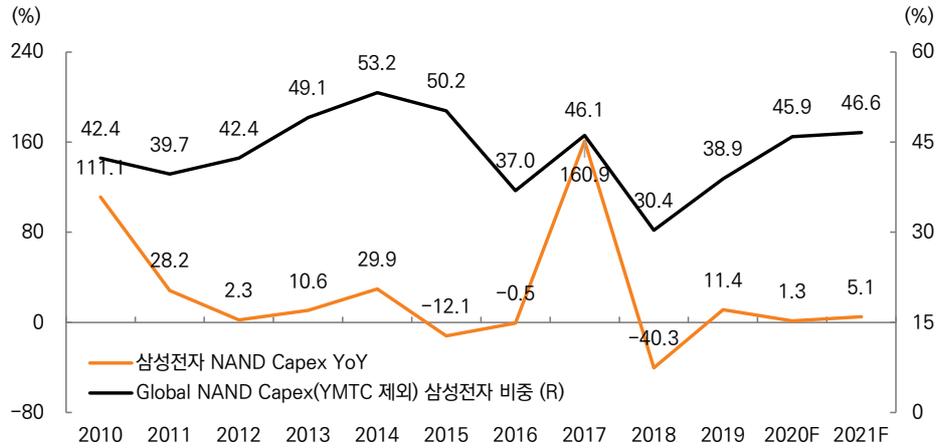
Trendforce에 따르면, 중국 NAND 공급 업체인 YMTC의 Capex가 \$6.5로 21년 NAND 시장 Capex의 26.7%에 이를 것으로 전망되나, 단기 NAND 수급에 영향을 미치기엔 제한적이기에 Capex 점유율 측면에서는 제외했다.

그림 7. 글로벌 NAND 업체 Capex 추이 및 전망



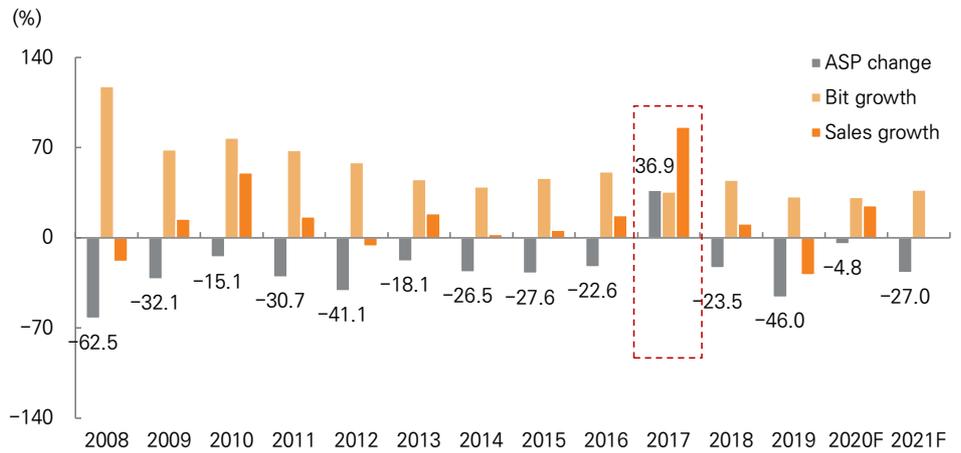
자료: Trendforce, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 삼성전자 NAND Capex YoY 증가율 및 시장내 비중



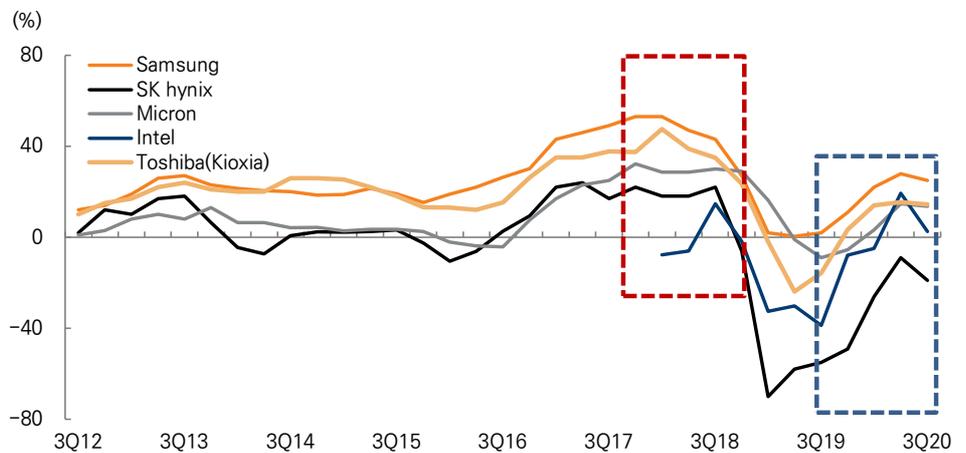
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 글로벌 NAND ASP, Bit, 매출액 성장률



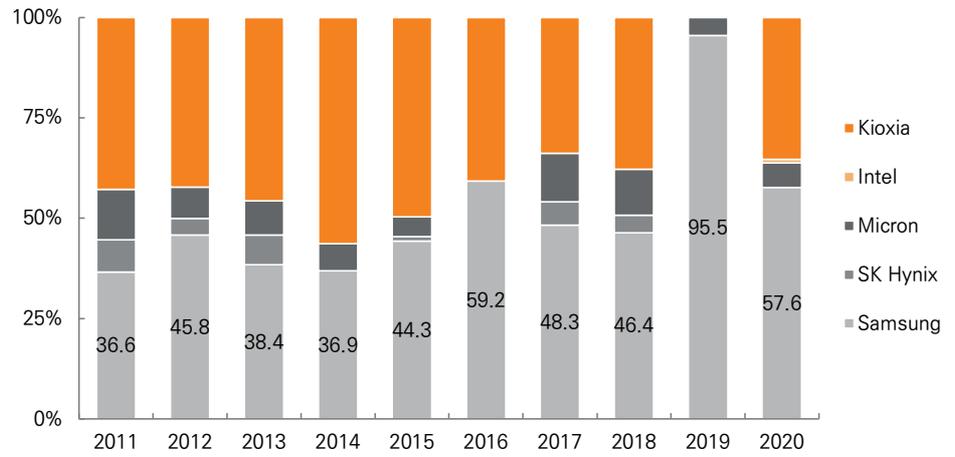
자료: Trendforce, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 글로벌 NAND 업체 영업이익률 추이



자료: Trendforce, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 글로벌 NAND 영업이익 점유율 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터
 주: 2020년은 3Q20 누적

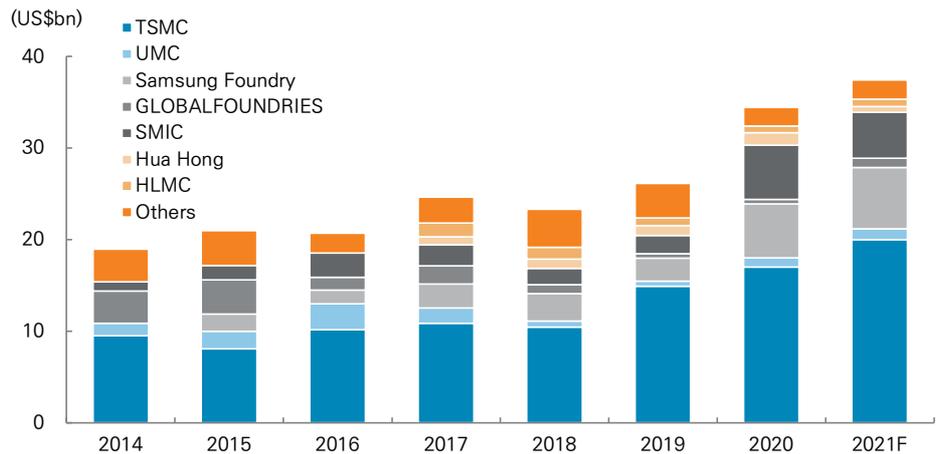
3) 자본력이 뒷받침 되는 실질적인 파운드리 경쟁력

글로벌 파운드리 업황의 호황이 지속되고 있다. 파운드리 전체의 가동률이 90% 이상을 유지하고 있고, 특히 45nm 이하의 선단 공정의 경우 100% 전후의 가동률을 나타내고 있다. 선단 공정 파운드리의 주요 수요자인 AMD, Nvidia, Qualcomm 등 주요 팹리스의 매출액 전망은 그 외 반도체 업체들의 평균 성장을 보다 높게 전망되고 있다. 팹리스의 매출액 확장에는 파운드리에서의 생산이 동반되어야 하기 때문에 이들 팹리스의 성장은 파운드리 업황을 담보한다.

건조한 업황 속에, 글로벌 파운드리 업체 가운데 동사가 가장 적극적인 투자를 단행했다. 삼성 파운드리의 20년 Capex는 \$5.9bn로 YoY +136.0% 증가했다. 21년은 확충된 파운드리 Capa를 기반으로 외형 및 이익 성장의 원년이 될 것으로 전망한다. System LSI를 포함한 파운드리의 21년 매출액과 영업이익은 각각 +29.5%, +80.4% 성장할 것으로 추정한다.

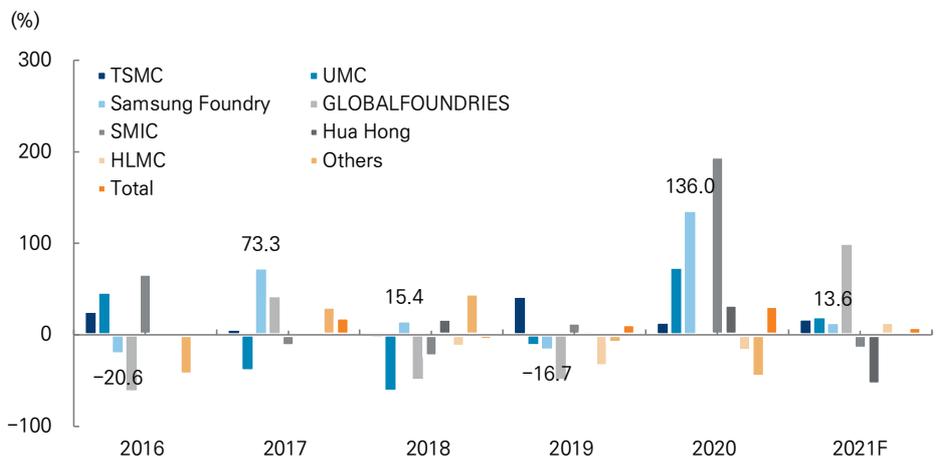
Intel을 대상으로 7nm 공정 파운드리를 유치하는가 여부에 대한 시장의 관심이 뜨겁다. 동사의 경우, 7nm 공정뿐만 아니라, 대형 사이즈 칩셋에 대한 양산 경험 등 기술적 관점에서도 충분히 유치 가능성도 있지만, 신규 고객 대응을 위해 즉각적인 Capa 증설에 필요한 자금 여력도 충분하다.

그림 12. 글로벌 파운드리 업체 Capex 추이 및 전망



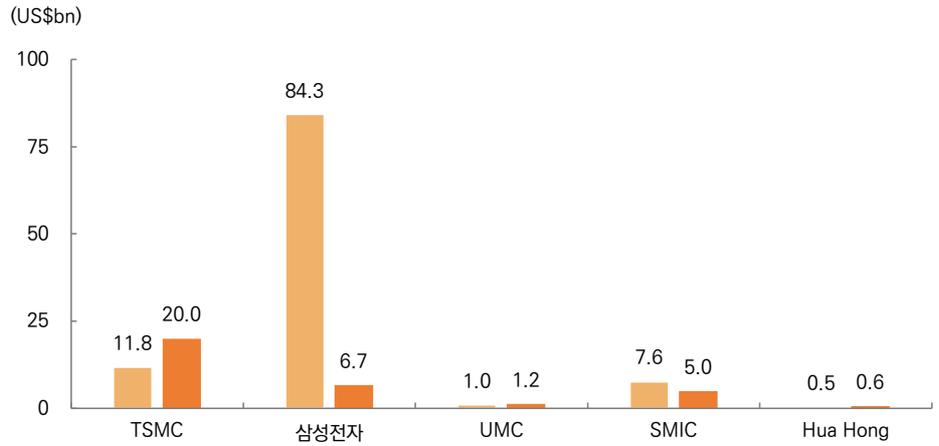
자료: Gartner, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 글로벌 파운드리 업체 Capex YoY 추이



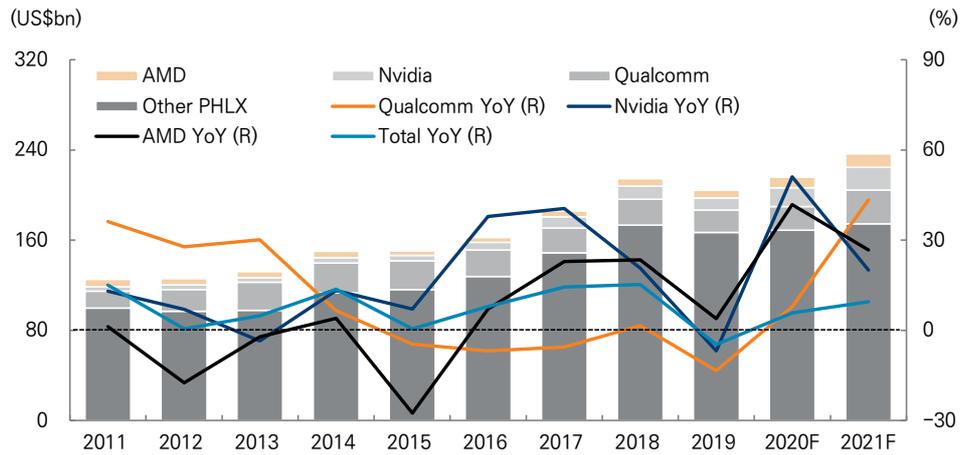
자료: Gartner, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 주요 파운드리 업체 순현금 보유액 및 21년 Capex 전망



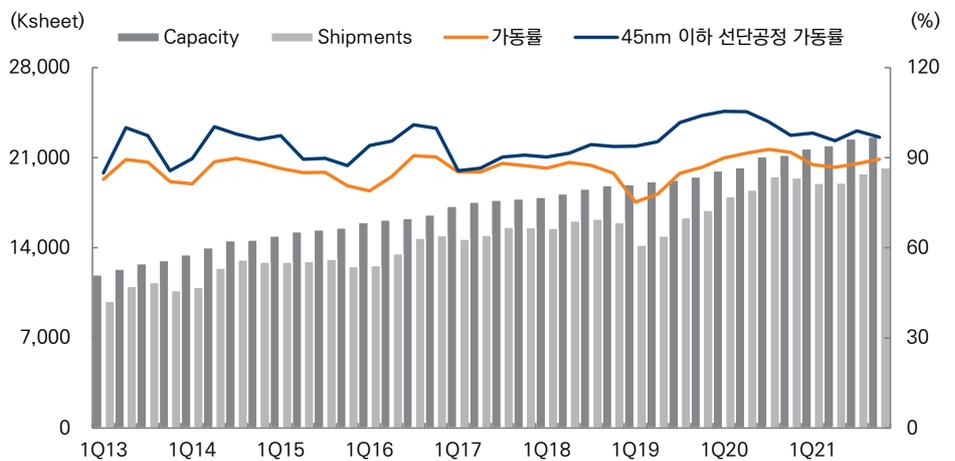
자료: REFINITIV, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 글로벌 주요 팹리스 매출액 추이 및 전망



자료: REFINITIV, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 글로벌 파운드리 가동률 추이 및 전망



자료: Gartner(Dec 2020), 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 삼성전자 전사 연결 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
원/달러 환율	1,193	1,221	1,188	1,119	1,096	1,085	1,123	1,106	1,105	1,099	1,134
매출액	55,325	52,966	66,964	61,000	60,909	63,950	75,820	71,215	230,401	236,255	271,893
YoY	5.6	-5.6	8.0	1.9	10.1	20.7	13.2	16.7	-5.5	2.5	15.1
QoQ	-7.6	-4.3	26.4	-8.9	-0.1	5.0	18.6	-6.1			
반도체	17,644	18,231	18,799	18,239	18,380	20,988	24,686	24,744	64,939	72,913	88,798
Memory	13,140	14,615	14,279	13,503	13,158	15,579	18,836	18,723	50,216	55,537	66,296
Foundry & S.LSI	4,505	3,616	4,520	4,736	5,222	5,409	5,850	6,021	14,723	17,376	22,502
디스플레이	6,588	6,722	7,315	10,184	8,030	8,273	11,261	12,425	31,054	30,810	39,989
대형 LCD	1,100	1,200	1,407	1,068	1,046	1,088	1,278	1,310	5,800	4,776	4,722
중소형 OLED	5,488	5,522	6,827	9,116	6,984	7,185	9,983	11,116	25,254	26,954	35,267
IM	26,004	20,753	30,490	21,651	25,197	24,007	27,849	22,237	107,266	98,898	99,289
무선	24,951	19,799	29,811	20,632	24,382	23,192	27,278	21,752	102,332	95,194	96,605
네트워크	1,053	954	679	1,018	815	815	570	485	4,934	3,704	2,684
CE	10,155	10,315	14,092	13,827	12,713	13,840	15,005	14,589	44,756	48,389	56,147
VD	5,650	5,312	8,238	8,266	7,319	7,690	9,040	8,804	26,178	27,467	32,854
Harman	2,101	1,543	2,616	2,878	2,590	2,719	2,991	3,141	10,077	9,138	11,442
매출총이익	20,518	21,060	26,994	23,299	23,656	25,117	29,687	27,678	83,161	91,871	106,138
YoY	4.5	4.3	22.6	9.2	15.3	19.3	10.0	18.8	-25.3	10.5	15.5
QoQ	-3.8	2.6	28.2	-13.7	1.5	6.2	18.2	-6.8			
매출총이익률	37.1	39.8	40.3	38.2	38.8	39.3	39.2	38.9	36.1	38.9	39.0
영업이익	6,447	8,146	12,353	9,000	8,344	9,334	14,394	12,375	27,769	35,947	44,447
YoY	3.4	23.5	58.8	25.7	29.4	14.6	16.5	37.5	-52.8	29.5	23.6
QoQ	-10.0	26.4	51.6	-27.1	-7.3	11.9	54.2	-14.0			
반도체	3,993	5,427	5,537	3,969	4,111	5,648	7,829	7,912	14,016	18,926	25,500
Memory	3,527	5,225	4,816	3,529	3,554	4,957	6,820	6,869	12,865	17,096	22,201
Foundry & S.LSI	466	202	721	440	557	691	1,008	1,043	1,151	1,830	3,300
디스플레이	-287	298	472	1,553	795	347	1,487	1,065	1,581	2,037	3,694
대형 LCD	-191	-316	-322	-77	-60	-96	-100	-20	-1,366	-906	-275
중소형 OLED	-96	615	795	1,630	855	443	1,587	1,084	2,948	2,943	3,969
IM	2,650	1,950	4,454	2,457	2,456	2,653	3,779	2,380	9,273	11,510	11,268
무선	2,439	1,874	4,400	2,253	2,359	2,561	3,710	2,316	8,374	10,965	10,946
네트워크	211	76	54	204	97	93	69	64	898	545	323
CE	465	719	1,559	801	606	1,017	839	924	2,606	3,545	3,387
VD	375	369	1,149	412	391	771	481	577	1,907	2,306	2,220
Harman	-188	-93	152	144	78	53	118	109	322	15	357
영업이익률	11.7	15.4	18.4	14.8	13.7	14.6	19.0	17.4	12.1	15.2	16.3
반도체	22.6	29.8	29.5	21.8	22.4	26.9	31.7	32.0	21.6	26.0	28.7
Memory	26.8	35.8	33.7	26.1	27.0	31.8	36.2	36.7	25.6	30.8	33.5
Foundry & S.LSI	10.3	5.6	16.0	9.3	10.7	12.8	17.2	17.3	7.8	10.5	14.7
디스플레이	-4.4	4.4	6.5	15.3	9.9	4.2	13.2	8.6	5.1	6.6	9.2
대형 LCD	-17.3	-26.4	-22.9	-7.2	-5.7	-8.8	-7.8	-1.5	-23.6	-19.0	-5.8
중소형 OLED	-1.8	11.1	11.6	17.9	12.2	6.2	15.9	9.8	11.7	10.9	11.3
IM	10.2	9.4	14.6	11.3	9.7	11.1	13.6	10.7	8.6	11.6	11.3
CE	4.6	7.0	11.1	5.8	4.8	7.3	5.6	6.3	5.8	7.3	6.0
Harman	-8.9	-6.1	5.8	5.0	3.0	1.9	3.9	3.5	3.2	0.2	3.1

자료: 삼성전자, 미래에셋대우 리서치센터

Valuation

파운드리 사업에 대한 본격적인 가치 부여

동사에 대한 기존 Valuation은 SOTP(Sum of the parts)로 산출한다. 특히, 반도체의 경우 메모리 사업의 매출액 비중이 크기 때문에 반도체 사업부의 EBITDA에 Pure한 메모리 제조사인 Micron, SK하이닉스의 EV/EBITDA 배수를 적용하게 된다. 그러나, 최근 전세계적인 파운드리 호황이 이어지며 Valuation 뿐만 아니라 실적 기여도 진행되고 있다.

반도체 매출액에서 파운드리의 비중이 25%에 달하는 21년을 기점으로 파운드리에 대한 독립적인 Valuation을 부여할 수 있다고 판단한다. 따라서, 21년 파운드리/System LSI EBITDA 8.0조원에 글로벌 파운드리 Peer의 평균 EV/EBITDA 11.0배를 적용하여 목표주가 113,000원을 도출했다. 12M fwd P/E 기준으로는 23.5배, P/B 기준으로는 2.4배에 해당한다.

표 2. 삼성전자 Sum of the parts valuation table

(십억원, 원)

Business division		21F EBITDA	21F EV/EBITDA	Implied EV	Note
Semiconductor		47,290	8.5	400,548	Micron, SK hynix
Display		9,865	4.3	42,288	LGD, AUO, Innolux
IM		13,782	9.7	133,756	Apple(Service 매출 비중이 작은 과거 3년 평균), Lenovo
CE		3,779	7.4	28,066	LGE, Elecrolux, Sony, Panasonic
Others		1,153	-	-	
Operating value	A	75,869	8.0	604,658	
상장사 합계	B			41,578	1월 6일 종가 기준
비상장사 합계	C			371	3Q20 분기보고서 기준
Non-operating value	D=B+C			35,638	상장사 시가 15% 할인, 비상장사 장부가 20% 할인
Net debt	E			-108,070	
Target market value	F=A+D-E			748,367	
Number of shares	J			6,792,669	
Target price	I=F/J			110,000	21년 Target P/E 22.8배, P/B 2.4배

자료: 삼성전자, 미래에셋대우 리서치센터

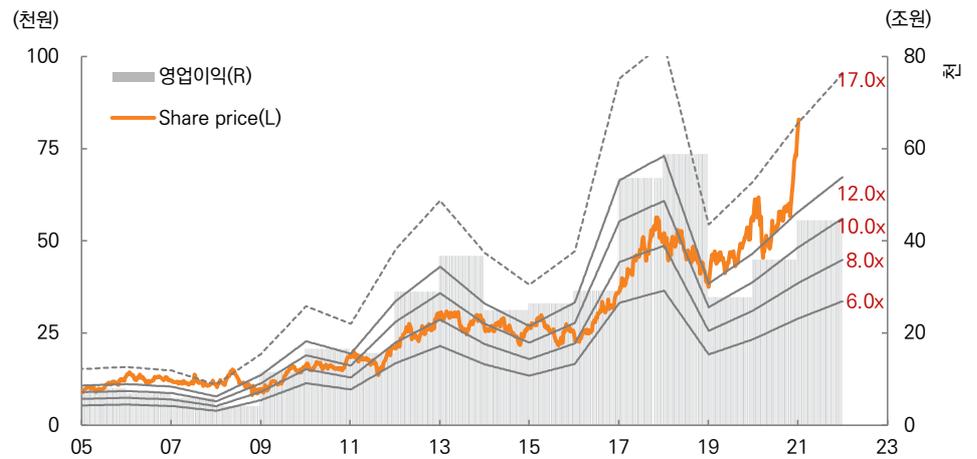
표 3. 삼성전자 Sum of the parts valuation table(Foundry valuation)

(십억원, 원)

Business division		21F EBITDA	21F EV/EBITDA	Implied EV	Note
Semiconductor(Memory)		39,305	8.5	332,915	Micron, SK hynix
Foundry&System LSI		7,985	11.0	87,635	TSMC, UMC
Display		9,865	4.3	42,288	LGD, AUO, Innolux
IM		13,782	9.7	133,756	Apple(Service 매출 비중이 작은 과거 3년 평균), Lenovo
CE		3,779	7.4	28,066	LGE, Elecrolux, Sony, Panasonic
Others		1,153	-	-	
Operating value	A	75,869	8.2	624,660	
상장사 합계	B			41,578	1월 6일 종가 기준
비상장사 합계	C			371	3Q20 분기보고서 기준
Non-operating value	D=B+C			35,638	상장사 시가 15% 할인, 비상장사 장부가 20% 할인
Net debt	E			-108,070	
Target market value	F=A+D-E			768,369	
Number of shares	J			6,792,669	
Target price	I=F/J			113,000	21년 Target P/E 23.5배, P/B 2.4배

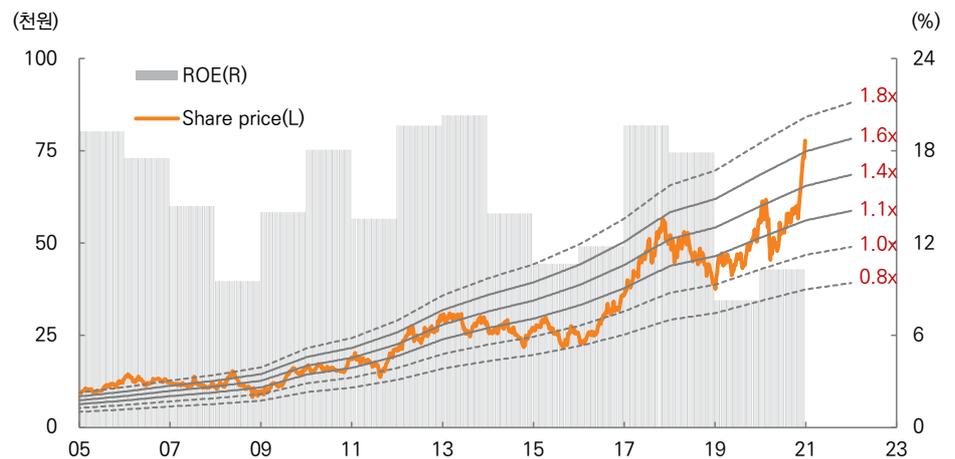
자료: 삼성전자, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 삼성전자 12개월 선행 P/E 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 삼성전자 12개월 선행 P/B 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

삼성전자 (005930)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	230,401	236,255	271,893	312,906
매출원가	147,240	144,385	165,755	190,757
매출총이익	83,161	91,870	106,138	122,149
판매비와관리비	55,393	55,924	61,691	70,686
조정영업이익	27,769	35,947	44,447	51,462
영업이익	27,769	35,947	44,447	51,462
비영업손익	2,663	1,133	3,033	1,752
금융손익	1,974	1,471	1,503	1,752
관계기업등 투자손익	413	375	-4	0
세전계속사업손익	30,432	37,080	47,480	53,214
계속사업법인세비용	8,693	10,376	13,361	15,022
계속사업이익	21,739	26,704	34,119	38,191
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	21,739	26,704	34,119	38,191
지배주주	21,505	26,479	33,776	37,808
비지배주주	234	225	342	383
총포괄이익	24,755	27,410	34,119	38,191
지배주주	24,467	27,014	33,454	37,447
비지배주주	288	396	665	744
EBITDA	57,366	66,008	75,869	82,884
FCF	20,015	25,227	28,976	39,433
EBITDA 마진율 (%)	24.9	27.9	27.9	26.5
영업이익률 (%)	12.1	15.2	16.3	16.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.3	11.2	12.4	12.1

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	45,383	58,985	65,317	69,784
당기순이익	21,739	26,704	34,119	38,191
비현금수익비용가감	37,443	41,472	43,160	44,569
유형자산감가상각비	26,574	27,075	29,547	29,547
무형자산상각비	3,024	2,986	1,875	1,875
기타	7,845	11,411	11,738	13,147
영업활동으로인한자산및부채의변동	-2,546	-4,712	-227	171
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1,829	-625	-5,992	-6,302
재고자산 감소(증가)	2,135	-2,124	-4,566	-4,801
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1,305	641	1,487	1,564
법인세납부	-13,221	-6,299	-13,361	-15,022
투자활동으로 인한 현금흐름	-39,948	-31,187	-51,347	-49,030
유형자산처분(취득)	-24,854	-33,482	-36,340	-30,351
무형자산감소(증가)	-3,243	-3,384	-2,000	-5,000
장단기금융자산의 감소(증가)	-10,358	-1,420	-13,007	-13,678
기타투자활동	-1,493	7,099	0	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	-9,485	-8,738	-11,888	-12,982
장단기금융부채의 증가(감소)	3,745	1,214	0	-755
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-9,639	-9,626	-11,888	-12,228
기타재무활동	-3,591	-326	0	1
현금의 증가	-3,455	23,139	783	6,411
기초현금	30,341	26,886	50,025	50,808
기말현금	26,886	50,025	50,808	57,218

자료: 삼성전자, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

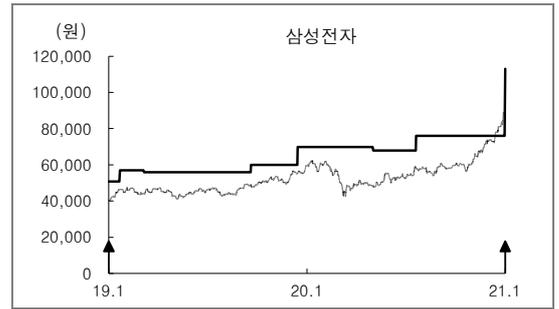
(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	181,385	203,935	230,109	262,812
현금 및 현금성자산	26,886	50,025	50,808	57,218
매출채권 및 기타채권	39,310	40,043	46,748	53,389
재고자산	26,766	27,265	31,831	36,632
기타유동자산	88,423	86,602	100,722	115,573
비유동자산	171,179	172,582	180,795	186,087
관계기업투자등	7,592	7,733	9,028	10,390
유형자산	119,825	124,516	131,309	132,114
무형자산	20,704	19,919	20,045	23,170
자산총계	352,564	376,516	410,904	448,898
유동부채	63,783	66,058	74,338	82,291
매입채무 및 기타채무	20,721	21,107	24,641	28,358
단기금융부채	15,240	16,611	16,611	15,856
기타유동부채	27,822	28,340	33,086	38,077
비유동부채	25,901	26,168	30,045	34,122
장기금융부채	3,172	3,016	3,016	3,016
기타비유동부채	22,729	23,152	27,029	31,106
부채총계	89,684	92,226	104,383	116,413
지배주주지분	254,915	276,028	297,916	323,497
자본금	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	254,583	271,454	293,342	318,923
비지배주주지분	7,965	8,263	8,605	8,988
자본총계	262,880	284,291	306,521	332,485

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	17.6	20.8	17.9	16.0
P/CF (x)	6.4	8.1	7.8	7.3
P/B (x)	1.5	2.0	2.0	1.9
EV/EBITDA (x)	5.1	6.7	6.3	5.5
EPS (원)	3,166	3,898	4,972	5,566
CFPS (원)	8,713	10,037	11,377	12,184
BPS (원)	37,528	40,636	43,858	47,624
DPS (원)	1,416	1,462	1,800	1,800
배당성향 (%)	38.9	32.7	31.5	28.1
배당수익률 (%)	2.5	1.8	2.0	2.0
매출액증가율 (%)	-5.5	2.5	15.1	15.1
EBITDA증가율 (%)	-32.8	15.1	14.9	9.2
조정영업이익증가율 (%)	-52.8	29.5	23.6	15.8
EPS증가율 (%)	-47.4	23.1	27.6	11.9
매출채권 회전을 (회)	6.7	6.7	7.0	7.0
재고자산 회전을 (회)	8.3	8.7	9.2	9.1
매입채무 회전을 (회)	17.1	16.4	17.2	17.1
ROA (%)	6.3	7.3	8.7	8.9
ROE (%)	8.7	10.0	11.8	12.2
ROIC (%)	11.5	14.8	19.1	20.7
부채비율 (%)	34.1	32.4	34.1	35.0
유동비율 (%)	284.4	308.7	309.5	319.4
순차입금/자기자본 (%)	-32.2	-38.8	-40.5	-43.6
조정영업이익/금융비용 (x)	40.5	79.8	102.0	120.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성전자 (005930)				
2021.01.11	매수	113,000	-	-
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
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



* 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 약화
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
78.43%	11.76%	8.50%	1.31%

* 2020년 12월 31일 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.