



# 삼성전자 (005930)

수요 디커플링 심화 속 HBM 격차 축소가 관건

▶ Analyst 김광진 kwangjin.kim@hanwha.com 02-3772-7583

**Buy (유지)**

목표주가(하향): 90,000원

현재 주가(10/31)	59,200원
상승여력	▲52.0%
시가총액	3,534,111억원
발행주식수	5,969,783천주
52 주 최고가 / 최저가	87,800 / 55,900원
90 일 일평균 거래대금	16,338.01억원
외국인 지분율	52.6%

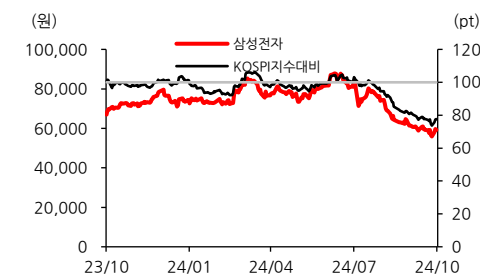
주주 구성	
삼성생명보험 (외 17 인)	20.1%
국민연금공단 (외 1 인)	7.7%
BlackRockFundAdvisors (외)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.7	-29.4	-23.6	-11.5
상대수익률(KOSPI)	-2.3	-21.7	-18.6	-23.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	302,231	258,935	302,589	324,782
영업이익	43,377	6,567	36,846	45,972
EBITDA	82,484	45,234	78,112	89,622
지배주주순이익	54,730	14,473	35,027	44,668
EPS	8,969	2,225	5,668	7,284
순차입금	-104,450	-79,086	-82,972	-99,492
PER	6.2	35.3	10.4	8.1
PBR	1.1	1.5	1.0	1.0
EV/EBITDA	3.2	9.7	4.0	3.3
배당수익률	2.6	1.8	2.4	2.4
ROE	17.1	4.1	9.5	11.2

## 주가 추이



## 3Q24 Review : 일회성 비용 반영 영향 역성장

3Q24 연결실적은 매출액 79.1조원(+7% QoQ), 영업이익 9.2조원(-12% QoQ) 기록. 부문별 영업이익은 DS 3.9조원(메모리 5.3조원), SDC 1.5조원, DX 3.4조원(MX/NW 2.8조원, VD/가전 0.5조원), 하반 0.4조원 등으로 구성

영업이익 역성장의 주 원인은 DS부문에서의 일회성 비용 반영 때문. 총 2조원 이상의 비용(성과급 관련 충당금 및 파운드리 R&D관련 재고 손실 처리)이 반영된 것으로 추정. 다만 일회성 비용 효과를 제거하더라도 아쉬운 실적. 출하량은 디램, 낸드 각각 전분기 대비 Flat, -8% 수준으로 전통 수요처 부진 영향으로 인해 당초 목표치에 미달했으며, Blended ASP도 상대적으로 높은 모바일 비중과 레거시 재고 조정 영향으로 경쟁사 대비 낮은 한자리 수 후반% 상승에 그쳤기 때문

## 내년 업황 둔화 구간에서 HBM 격차 축소가 관건

당사는 내년 메모리 업황이 수요 성장은 둔화(수요 디커플링 심화)되는 반면 공급 성장은 올해보다 확대되면서 둔화 구간으로 진입할 것으로 예상. 이에 따라 범용 메모리 가격 상승 모멘텀은 현저히 둔화될 것으로 예상되는 만큼 HBM 시장에서 경쟁사와의 격차 축소가 중요할 것으로 판단

당사는 금번 실적 컨퍼런스콜을 통해 이례적으로 4Q24 중 HBM3E 8단 제품의 주요 고객사 공급 가능성을 구체적으로 언급했으나, 12단 제품과 HBM4 등 차세대 제품에서 경쟁사와의 시장 진입 시점에 여전히 격차가 존재하는 만큼 낙관적 판단을 하기엔 이른 시점

## 목표주가 9만원으로 하향

당사에 대해 매수의견을 유지하나 목표주가를 기존 9.5만원에서 9만원으로 -5% 하향. 최근 경쟁력 약화를 고려해 부문별 Target Multiple을 조정한 데 따른 것. 목표주가는 내년 BPS 기준 P/B 1.4X 수준으로 과거 밴드 중간값 수준. 현 주가는 내년 BPS 기준 P/B 0.9X 수준에 형성되어 있어 하방 리스크는 제한적이나 단기간 내 추세 상승 논리도 다소 부족한 구간

[표1] 삼성전자 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>71,916</b>	<b>74,068</b>	<b>79,099</b>	<b>77,507</b>	<b>79,176</b>	<b>78,809</b>	<b>83,535</b>	<b>83,262</b>	<b>258,935</b>	<b>302,589</b>	<b>324,782</b>
DS	23,147	28,563	29,274	29,632	28,570	32,235	33,402	35,056	66,598	110,616	129,263
메모리	17,494	21,742	22,269	22,149	21,440	24,576	25,484	26,880	44,133	83,653	98,379
DRAM	9,879	12,649	13,470	13,436	13,493	15,517	16,144	16,783	26,387	49,435	61,938
NAND	7,614	9,093	8,799	8,713	7,946	9,059	9,340	10,097	17,746	34,218	36,442
LSI/Foundry	5,653	6,822	7,005	7,482	7,130	7,658	7,919	8,177	22,465	26,962	30,884
SDC	5,389	7,652	8,003	8,474	5,958	7,030	8,012	8,771	30,979	29,518	29,770
MX/NW	33,530	27,379	30,520	27,115	33,662	27,648	30,421	26,745	112,412	118,545	118,477
VD/가전/하만	16,686	18,039	17,668	18,652	17,352	18,263	18,065	19,056	70,838	71,045	72,736
<b>QoQ/YoY(%)</b>	<b>6%</b>	<b>3%</b>	<b>7%</b>	<b>-2%</b>	<b>2%</b>	<b>0%</b>	<b>6%</b>	<b>0%</b>	<b>-14%</b>	<b>17%</b>	<b>7%</b>
DS	7%	23%	2%	1%	-4%	13%	4%	5%	-32%	66%	17%
메모리	11%	24%	2%	-1%	-3%	15%	4%	5%	-36%	90%	18%
DRAM	2%	28%	6%	0%	0%	15%	4%	4%	-37%	87%	25%
NAND	27%	19%	-3%	-1%	-9%	14%	3%	8%	-34%	93%	6%
SDC	-44%	42%	5%	6%	-30%	18%	14%	9%	-10%	-5%	1%
MX/NW	34%	-18%	11%	-11%	24%	-18%	10%	-12%	-7%	5%	0%
VD/가전/하만	-8%	8%	-2%	6%	-7%	5%	-1%	5%	-4%	0%	2%
<b>영업이익</b>	<b>6,606</b>	<b>10,444</b>	<b>9,183</b>	<b>10,612</b>	<b>10,896</b>	<b>11,699</b>	<b>12,448</b>	<b>10,929</b>	<b>6,567</b>	<b>36,846</b>	<b>45,972</b>
DS	1,911	6,451	3,864	5,806	5,903	7,061	6,667	5,919	-14,868	18,031	25,550
메모리	2,680	6,860	5,313	6,329	6,261	7,422	6,895	6,070	-12,364	21,181	26,648
DRAM	1,994	4,724	4,171	4,892	5,174	6,045	5,679	5,068	-995	15,782	21,966
NAND	685	2,136	1,141	1,437	1,087	1,377	1,216	1,002	-11,369	5,400	4,682
SDC	343	1,009	1,508	1,541	613	1,035	1,655	1,713	5,561	4,402	5,015
MX/NW	3,512	2,231	2,818	2,356	3,640	2,594	3,095	2,471	13,006	10,915	11,800
VD/가전/하만	769	805	888	909	741	1,009	1,032	826	2,427	3,372	3,607
<b>OPM(%)</b>	<b>9%</b>	<b>14%</b>	<b>12%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>13%</b>	<b>3%</b>	<b>12%</b>	<b>14%</b>
DS	8%	23%	13%	20%	21%	22%	20%	17%	-22%	16%	20%
메모리	15%	32%	24%	29%	29%	30%	27%	23%	-28%	25%	27%
DRAM	20%	37%	31%	36%	38%	39%	35%	30%	-4%	32%	35%
NAND	9%	23%	13%	16%	14%	15%	13%	10%	-64%	16%	13%
SDC	6%	13%	19%	18%	10%	15%	21%	20%	18%	15%	17%
MX/NW	10%	8%	9%	9%	11%	9%	10%	9%	12%	9%	10%
VD/가전/하만	5%	4%	5%	5%	4%	6%	6%	4%	3%	5%	5%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표1] 삼성전자 주요 가정

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
DS(메모리)											
DRAM B/G	-14%	5%	0%	-5%	-3%	15%	12%	13%	10%	17%	16%
DRAM ASP Growth (QoQ/YoY)	18%	18%	8%	5%	3%	0%	-5%	-8%	-44%	55%	9%
NAND B/G	-3%	-4%	-8%	3%	-4%	14%	11%	15%	18%	13%	13%
NAND ASP Growth(QoQ/YoY)	31%	21%	7%	-4%	-5%	0%	-5%	-6%	-45%	65%	-5%
SDC											
Rigid 출하량(백만 unit)	36	49	50	50	43	47	49	51	154	184	191
QoQ/YoY(%)	-10%	36%	3%	1%	-14%	10%	3%	5%	-24%	20%	4%
Flexible 출하량(백만 unit)	39	53	55	59	39	48	57	63	233	207	208
QoQ/YoY(%)	-47%	37%	3%	8%	-34%	22%	18%	10%	-6%	-11%	0%
MX/NW											
스마트폰출하량(백만대)	60	54	58	57	61	55	60	56	226	230	233
QoQ/YoY(%)	14%	-10%	8%	-2%	7%	-10%	9%	-6%	-12%	2%	1%
VD/가전											
VD TV 판매량(백만대)	8	8	8	9	8	8	8	10	35	33	34
QoQ/YoY(%)	-15%	-2%	1%	16%	-12%	0%	3%	16%	-7%	-5%	3%

자료: 한화투자증권 리서치센터

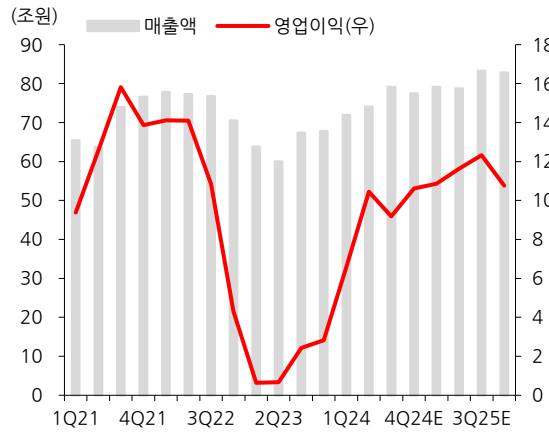
[표2] 삼성전자 주가 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원, %)

영업가치		EBITDA	배수	EV	비고
Total		89,622	4.7	421,762	
1) 반도체		58,808	3.0	176,082	
a. 메모리		52,619	2.7	143,650	
b. 비메모리		6,189	5.2	32,433	SK하이닉스 멀티플 35% 할인
2) DP		11,478	4.4	42,827	TSMC 멀티플 60% 할인
3) MX/NW		14,597	12.9	187,574	지분 84.8% 적용, LG디스플레이 멀티플
4) VD/가전		3,330	3.2	10,491	애플 50% 할인
5) 하만		1,408	3.4	4,788	LG전자 멀티플 10% 할인
비영업가치	지분율	시가총액	할인율	EV	
Total(상장)				17,015	10/30 종가 기준
1) 삼성전기	23.69%	8,791	50%	1,041	
2) 삼성SDI	19.58%	23,311	50%	2,282	
3) 삼성에스디에스	22.58%	11,761	50%	1,328	
4) 삼성바이오로직스	31.22%	73,380	50%	11,455	
5) 삼성중공업	15.23%	8,439	50%	643	
6) 제일기획	25.24%	2,109	50%	266	
순차입금				순차입금	
순차입금				-99,584	
목표주가 계산				목표주가 산정	
적정 시가총액				538,360	
발행 주식수				5,969,782,550	
적정 주가				90,181	
목표주가				90,000	
현재주가				59,200	
Upside				▲52.0%	

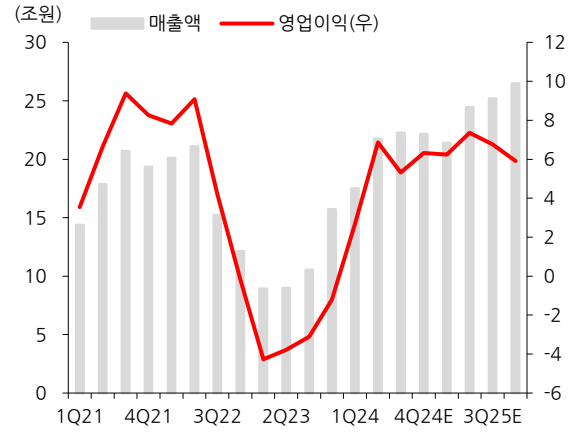
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 전사 매출액 및 영업이익



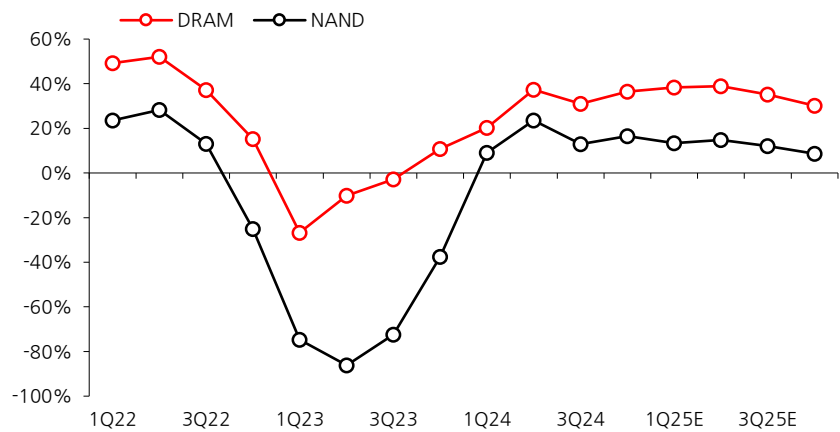
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 메모리 부문 매출액 및 영업이익



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 삼성전자 디램, 낸드 영업이익률 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	302,231	258,935	302,589	324,782	341,120
매출총이익	112,190	78,547	115,728	126,154	134,803
영업이익	43,377	6,567	36,846	45,972	48,303
EBITDA	82,484	45,234	78,112	89,622	94,328
순이자손익	2,372	3,592	4,528	7,193	8,272
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	1,091	888	763	841	790
세전계속사업손익	46,440	11,006	41,880	53,749	57,105
당기순이익	55,654	15,487	35,742	45,580	48,425
지배주주순이익	54,730	14,473	35,027	44,668	47,457
증가율(%)					
매출액	46.6	-14.3	16.9	7.3	5.0
영업이익	73.3	-84.9	461.1	24.8	5.1
EBITDA	91.5	-45.2	72.7	14.7	5.3
순이익	137.9	-72.2	130.8	27.5	6.2
이익률(%)					
매출총이익률	37.1	30.3	38.2	38.8	39.5
영업이익률	14.4	2.5	12.2	14.2	14.2
EBITDA 이익률	27.3	17.5	25.8	27.6	27.7
세전이익률	15.4	4.3	13.8	16.5	16.7
순이익률	18.4	6.0	11.8	14.0	14.2

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	62,181	44,137	61,190	83,632	90,184
당기순이익	55,654	15,487	35,742	45,580	48,425
자산상각비	39,108	38,667	41,266	43,650	46,026
운전자본증감	-16,999	-5,459	-6,087	-4,012	-2,884
매출채권 감소(증가)	6,332	236	-5,454	-2,449	-2,741
재고자산 감소(증가)	-13,311	-3,207	-1,274	-4,226	-3,061
매입채무 증가(감소)	-6,742	1,104	2,079	4,289	3,106
투자현금흐름	-31,603	-16,923	-73,107	-55,497	-60,848
유형자산처분(취득)	-49,213	-57,513	-54,548	-55,213	-56,326
무형자산 감소(증가)	-3,673	-2,911	-1,880	-1,448	-1,975
투자자산 감소(증가)	18,743	45,559	-20,513	1,811	-1,792
재무현금흐름	-19,390	-8,593	-6,638	-14,341	-10,469
차입금의 증가(감소)	-9,576	1,281	3,143	-4,537	-687
자본의 증가(감소)	-9,814	-9,864	-9,809	-9,809	-9,782
배당금의 지급	-9,814	-9,864	-9,809	-9,809	-9,782
총현금흐름	88,728	52,007	69,651	87,645	93,068
(-)운전자본증가(감소)	7,255	5,290	10,449	4,012	2,884
(-)설비투자	49,430	57,611	54,595	55,213	56,326
(+)자산매각	-3,455	-2,813	-1,834	-1,448	-1,975
Free Cash Flow	28,587	-13,708	2,774	26,971	31,882
(-)기타투자	7,204	2,227	-8,197	646	753
잉여현금	21,383	-15,934	10,971	26,325	31,129
NOPLAT	31,448	4,761	31,446	38,985	40,961
(+) Dep	39,108	38,667	41,266	43,650	46,026
(-)운전자본투자	7,255	5,290	10,449	4,012	2,884
(-)Capex	49,430	57,611	54,595	55,213	56,326
OpFCF	13,870	-19,474	7,668	23,410	27,776

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	218,471	195,937	220,483	241,415	268,739
현금성자산	114,784	91,772	99,453	111,437	132,097
매출채권	41,871	43,281	52,299	54,748	57,489
재고자산	52,188	51,626	56,909	61,135	64,196
비유동자산	229,954	259,969	276,997	291,496	305,316
투자자산	41,691	49,971	50,371	51,858	53,402
유형자산	168,045	187,256	204,115	218,735	231,933
무형자산	20,218	22,742	22,511	20,902	19,981
자산총계	448,425	455,906	497,480	532,911	574,055
유동부채	78,345	75,719	86,453	87,838	91,190
매입채무	58,747	53,550	57,758	62,047	65,154
유동성이자부채	6,236	8,423	12,741	9,189	8,761
비유동부채	15,330	16,509	18,052	17,428	17,546
비유동이자부채	4,097	4,262	3,740	2,755	2,496
부채총계	93,675	92,228	104,505	105,266	108,736
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	337,946	346,652	376,799	411,657	449,332
자본조정	1,938	1,280	1,017	828	828
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	354,750	363,678	392,975	427,644	465,319

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	8,969	2,225	5,668	7,284	7,751
BPS	50,817	52,002	56,402	61,506	67,052
DPS	1,444	1,444	1,440	1,440	1,440
CFPS	13,062	7,656	10,254	12,903	13,701
ROA(%)	12.5	3.2	7.3	8.7	8.6
ROE(%)	17.1	4.1	9.5	11.2	10.9
ROIC(%)	15.5	1.9	11.4	13.2	13.1
Multiples(x, %)					
PER	6.2	35.3	10.4	8.1	7.6
PBR	1.1	1.5	1.0	1.0	0.9
PSR	1.2	2.1	1.3	1.2	1.2
PCR	4.2	10.3	5.8	4.6	4.3
EV/EBITDA	3.2	9.7	4.0	3.3	2.9
배당수익률	2.6	1.8	2.4	2.4	2.4
안정성(%)					
부채비율	26.4	25.4	26.6	24.6	23.4
Net debt/Equity	-29.4	-21.7	-21.1	-23.3	-26.0
Net debt/EBITDA	-126.6	-174.8	-106.2	-111.0	-128.1
유동비율	278.9	258.8	255.0	274.8	294.7
이자보상배율(배)	56.8	7.1	43.9	59.3	83.8
자산구조(%)					
투하자본	59.2	65.1	65.7	65.1	63.4
현금+투자자산	40.8	34.9	34.3	34.9	36.6
자본구조(%)					
차입금	2.8	3.4	4.0	2.7	2.4
자기자본	97.2	96.6	96.0	97.3	97.6

[ Compliance Notice ]

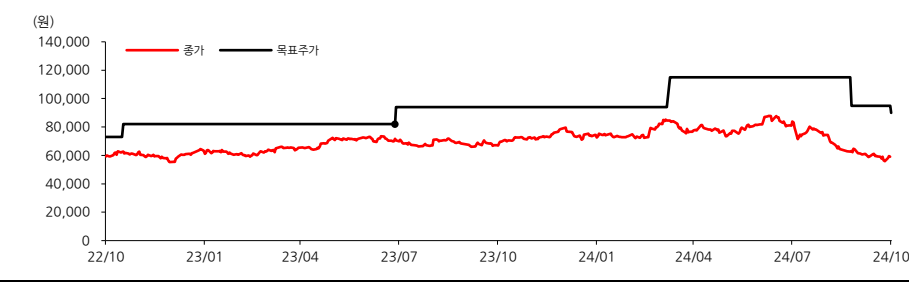
(공표일: 2024년 11월 1일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김광진)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소계에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 삼성전자 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일시	2016.08.12	2022.10.31	2022.11.16	2023.01.09	2023.01.12	2023.02.01
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		73,000	82,000	82,000	82,000	82,000
일시	2023.03.23	2023.04.10	2023.05.03	2023.05.16	2023.06.05	2023.07.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	82,000	82,000	82,000	82,000	82,000	94,000
일시	2023.09.20	2023.10.11	2023.11.01	2023.11.14	2023.12.28	2024.01.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	94,000	94,000	94,000	94,000	94,000	94,000
일시	2024.01.26	2024.02.01	2024.02.29	2024.03.27	2024.03.29	2024.04.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	94,000	94,000	94,000	94,000	94,000	115,000
일시	2024.04.26	2024.05.02	2024.05.31	2024.06.24	2024.07.08	2024.08.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	115,000	115,000	115,000	115,000	115,000	115,000
일시	2024.08.12	2024.09.24	2024.10.08	2024.11.01		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	115,000	95,000	95,000	90,000		

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.11.16	Buy	82,000	-21.39	-10.49
2023.07.28	Buy	94,000	-23.20	-9.26
2024.04.08	Buy	115,000	-32.10	-23.65
2024.09.24	Buy	95,000	-36.73	-31.89
2024.11.01	Buy	90,000		

## [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

## [ 산업 투자 의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

## [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2024년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%