

(Analyst) 김영건 younggun.kim.a@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

005930 · 반도체

삼성전자

수요 회복 초입

(유지)

매수

목표주가

90,000원

상승여력

34.5%

현재주가(23/10/31)

66,900원

KOSPI	2,277.99	시가총액(십억원)	399,378	발행주식수(백만주)	5,970	외국인 보유비중(%)	53.1
-------	----------	-----------	---------	------------	-------	-------------	------

Report summary

Conventional Set 수요의 귀환

글로벌 서플라이체인의 경영현황과 주요 지표에서는 회복의 모습이 포착되고 있다고 판단한다. 예를 들면,

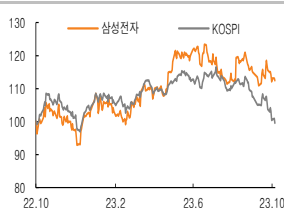
1) Hyperscaler의 투자규모가 더욱 커질 것으로 전망된다. MSFT의 경우 Capex 최고치를 경신했고, META의 경우 내년 Capex 전망치를 상향했다. 2) 스마트폰 회복이 기대된다. 美/中 통신사의 가입자수 감소세가 줄며 스마트폰 수량 증대로 이어질 것으로 판단한다. TSMC 등 주요 부품사는 업황의 회복 초기 국면임을 언급했다.

투자이건 매수 및 목표주가 90,000원 유지

24년중 NAND 흑자전환, 최대 수주를 기록한 파운드리에서의 본격 성장이 동반되면 24년 연간 영업이익은 34조원(YoY +348%)를 기대한다. 현 12MF P/B는 1.3배로 역사적 평균(1.4배)을 하회한다. 최근 10개년간 메모리가격 인상 구간에서의 12MF P/B는 밴드 상단을 경신하는 경우가 일반적이었다. 이전 2회의 업사이클 동안의 밴드 상단 1.6배 도달에는 무리가 없다는 판단이다. 거시지표의 영향을 무시할 수 없으나, 이를 비중확대의 기회로 삼아도 될 정도의 펀더멘털 개선 국면으로 판단한다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-2.2	2.1	12.6
상대주가	5.8	12.2	13.4

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	279,605	302,231	261,367	310,074	357,521
영업이익 (십억원)	51,634	43,377	7,665	34,333	56,697
영업이익률 (%)	18.5	14.4	2.9	11.1	15.9
순이익 (십억원)	39,244	54,730	17,832	57,617	95,492
EPS (원)	5,777	8,057	2,625	8,482	14,058
ROE (%)	13.9	17.1	5.1	15.0	21.1
P/E (배)	13.6	6.9	25.5	7.9	4.8
P/B (배)	1.8	1.1	1.3	1.1	0.9
배당수익률 (%)	1.8	2.6	2.2	2.2	2.2

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

Conventional Set 수요의 귀환

동사의 3Q23 실적은 매출액 67.4조원(YoY -12.2%, QoQ +12.3%), 영업이익 2.4조원(YoY -77.6%, QoQ +264%)를 기록했다. DX와 DS에서의 이익이 지난 잠정실적 기반 추정치 대비 소폭 하회했다. 다소 보수적 회계기준 적용으로 메모리의 재고평가손실 총당금이 추가 반영되었기 때문이다. 아직 본격적인 업황의 본격적인 개선을 논하기에는 이르다. 다만, 글로벌 서플라이체인의 경영현황과 주요 지표에서는 회복의 모습이 포착되고 있다고 판단한다. 예를 들면,

1) Hyperscaler의 투자규모가 더욱 커질 것으로 전망된다. Microsoft는 직전 분기간 클라우드 비즈니스의 실적이 기대치를 상회했으며, Capex 규모가 \$11.2B로 사상 최대를 기록했다. 클라우드 및 AI 투자에 따라 다음분기도 증액될 것을 제시했다. Meta의 경우 금년 Capex는 YoY -10% 감소하겠으나, 내년 Capex를 \$35B(YoY +21%)로 제시했다. 특히 AI 뿐만 아니라 Non AI향 Server 투자를 공언한 것이 유의미하다.

2) 스마트폰 수요도 회복이 기대된다. 아직 스마트폰 Sell through의 유의미한 반등은 요원하다. 그러나, 美 통신사의 경우 후불제폰 회원 이탈자 비율이 낮아지기 시작했고, 中 통신사의 경우에도 신규 회원수의 증가율이 YoY Plus 전환에 임박한 상황이다. 통신사의 수요 안정화는 곧 스마트폰 수량 증대로 이어질 것으로 판단한다. TSMC와 MediaTek 등 주요 모바일 부품 공급사는 업황의 회복 초기 국면임을 언급했다.

AI향 반도체의 수요는 이제 초기 단계인 것은 맞지만, 기술의 파급력 또한 거대해 국가 간 헤게모니 싸움의 주요 발미가 되는 것이 불가피하다. 반도체 업종 다운사이클 동안 새로운 성장동력으로 주목받은 것 만으로도 유의미하다. 이제는 다시 업사이클을 준비할 때다. PC, Mobile, Conventional Server 등 전통적 Set 수요의 회복과 이에 대한 메모리 수요 성장이 시작될 예정이다. 전일 발표된 시장조사기관의 메모리 계약가격은 DRAM, NAND 모두 4Q23 부터 유의미한 상승세에 진입했다.

4Q23 영업이익은 3.9조원(YoY -9%, QoQ +62%)로 전망한다. DRAM의 이익 폭 확대, NAND의 적자폭 축소가 본격화되며 동사의 전사 실적 향상을 견인할 예정이다. 24년중 NAND 흑자전환, 최대 수주를 기록한 파운드리에서의 본격 성장이 동반되면 24년 연간 영업이익은 34조원(YoY +348%)를 기대한다.

동사에 대한 밸류에이션은 SOTP 기준 90,000원을 유지한다. 현 12MF P/B는 1.3배로 역사적 평균(1.4배)을 하회한다. 최근 10개년간 메모리가격 인상 구간에서의 12MF P/B는 밴드 상단을 경신하는 경우가 일반적이었다. 이전 2회의 업사이클 동안의 밴드 상단 1.6배 도달에는 무리가 없다는 판단이다. 거시지표의 영향을 무시할 수 없으나, 이를 비중확대의 기회로 삼아도 될 정도의 펀더멘털 개선 국면으로 판단한다.

표 1. 삼성전자 부문별 실적 추정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	63.7	60.0	67.4	70.2	73.4	73.3	82.2	81.2	302.2	261.4	310.1	357.5
YoY	-18.0	-22.3	-12.2	-0.4	15.1	22.1	22.0	15.7	8.1	-13.5	18.6	15.3
QoQ	-9.5	-5.9	12.3	4.2	4.5	-0.2	12.2	-1.2				
DX	46.2	40.2	44.0	43.8	48.5	44.5	49.7	47.9	182.5	174.3	190.6	207.9
VD/DA	14.1	14.4	13.7	15.1	14.0	15.2	15.7	16.4	60.6	57.3	61.3	66.5
MX/NW	31.8	25.6	30.0	28.4	34.3	29.0	33.7	31.2	120.8	115.8	128.3	140.4
DS	13.7	14.7	16.4	19.7	20.5	23.4	26.3	27.2	98.5	64.6	97.5	122.1
Memory	8.9	9.0	10.5	12.9	13.4	15.6	17.4	17.8	68.5	41.3	64.3	83.3
DRAM	5.3	6.0	6.9	8.6	8.7	10.5	11.6	11.6	44.1	26.8	42.2	54.0
NAND	3.7	3.8	3.8	4.3	4.8	5.2	5.9	6.3	25.6	15.6	22.1	29.3
Foundry/LSI	4.8	5.8	5.9	6.8	7.1	7.8	8.9	9.4	29.9	23.3	33.2	38.8
SDC	6.6	6.5	8.2	8.6	7.1	7.3	8.7	8.3	34.4	29.9	31.4	38.5
Harman	3.2	3.5	3.8	3.8	3.6	3.8	4.0	4.0	13.2	14.3	15.4	16.1
영업이익	0.6	0.7	2.4	3.9	5.2	6.8	11.2	11.2	43.4	7.7	34.3	56.4
YoY	-95.5	-95.3	-77.6	-8.8	707.0	913.7	358.9	186.2	-16.0	-82.3	347.9	65.1
QoQ	-85.1	4.4	263.5	61.6	31.6	31.2	64.6	0.8				
DX	4.2	3.8	3.7	3.5	4.0	3.2	4.5	4.1	12.7	15.2	15.8	18.7
VD/DA	0.2	0.4	0.4	0.8	0.3	0.3	0.5	0.7	1.4	1.7	1.7	3.0
MX/NW	3.9	2.6	3.3	2.7	3.7	2.9	4.0	3.5	11.4	12.6	14.1	15.7
DS	-4.6	-4.4	-3.8	-1.5	-0.5	1.7	4.5	5.0	23.8	-14.2	10.6	27.0
Memory	-4.3	-4.0	-3.3	-1.2	-0.1	1.1	2.9	4.1	21.0	-12.7	7.9	24.9
DRAM	-1.3	-0.5	-0.3	0.7	1.3	2.1	2.9	3.5	17.9	-1.5	9.7	18.4
NAND	-3.0	-3.4	-2.9	-1.9	-1.4	-1.0	0.0	0.6	3.2	-11.3	-1.8	6.5
Foundry/LSI	-0.3	-0.4	-0.5	-0.3	-0.4	0.6	1.6	0.9	2.8	-1.5	2.7	2.1
SDC	0.8	0.8	1.9	1.7	1.3	1.5	1.9	1.8	6.0	5.2	6.6	9.5
Harman	0.1	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.9	1.1	1.4	1.4
영업이익률	1.0	1.1	3.6	5.6	7.0	9.3	13.6	13.8	14.4	2.9	11.1	15.9
DX	9.1	9.5	8.5	7.9	8.3	7.2	9.0	8.6	7.0	8.7	8.3	9.0
VD/DA	1.3	2.5	2.8	5.0	2.0	2.0	3.0	4.0	2.2	2.9	2.8	4.5
MX/NW	12.4	10.3	11.0	9.6	10.9	10.1	11.8	11.1	9.4	10.9	11.0	11.2
DS	-33.4	-29.6	-22.8	-7.6	-2.5	7.2	17.0	18.4	24.2	-22.0	10.9	22.1
Memory	-47.8	-44.3	-31.1	-9.5	-1.0	6.8	16.6	23.0	30.7	-30.8	12.3	29.9
DRAM	-24.0	-9.0	-5.0	8.0	15.0	20.0	25.0	30.0	40.6	-5.5	23.1	34.1
NAND	-80.0	-90.0	-77.0	-45.0	-30.0	-20.0	0.0	10.0	12.3	-72.1	-8.3	22.1
Foundry/LSI	-6.6	-6.8	-8.1	-4.0	-5.5	7.9	17.8	9.7	9.3	-6.3	8.2	5.5
SDC	11.7	13.0	23.6	19.6	18.9	21.0	22.1	21.4	17.3	17.5	20.9	24.7
Harman	4.1	7.2	11.8	7.1	9.7	9.2	7.8	8.6	6.7	7.7	8.8	8.7

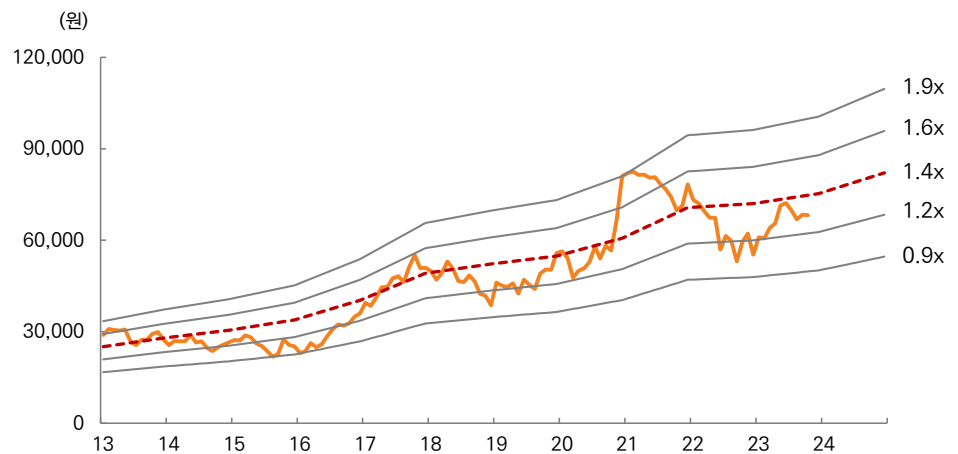
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 삼성전자 주요 제품 Data 추정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
TV												
출하량(백만대)	9.5	8.4	9.4	11.0	9.4	9.4	9.8	10.3	39.8	38.4	38.9	41.4
YoY/QoQ	-13.4	-11.6	12.0	17.0	-15.0	0.0	5.0	5.0	-5.7	-3.7	1.4	6.3
ASP(US\$)	613	655	592	604	592	651	664	698	648	615	653	692
YoY/QoQ	0.2	6.8	-9.6	2.0	-2.0	10.0	2.0	5.0	-0.4	-5.2	6.2	6.1
Smartphone												
출하량(백만대)	60.0	53.0	59.0	60.8	63.8	57.4	60.3	60.3	258.0	232.8	241.8	256.9
YoY/QoQ	3.4	-11.7	11.3	3.0	5.0	-10.0	5.0	0.0	-4.7	-9.8	3.9	6.2
ASP(US\$)	325	269	295	266	319	277	305	274	271	289	294	304
YoY/QoQ	35.4	-17.2	9.7	-10.0	20.0	-13.0	10.0	-10.0	0.0	6.6	1.8	3.4
Mobile OLED												
출하량(백만대)	80.1	70.2	80.7	83.1	73.1	75.3	86.6	78.0	429.2	314.0	313.1	325.8
YoY/QoQ	-34.1	-12.4	15.0	3.0	-12.0	3.0	15.0	-10.0	-	-26.8	-0.3	4.1
ASP(US\$)	62.9	68.2	69.5	69.5	62.6	62.6	65.7	69.0	59.8	67.5	65.0	68.9
YoY/QoQ	17.7	8.4	2.0	0.0	-10.0	0.0	5.0	5.0	-	13.0	-3.7	5.9
DRAM												
Bit shipments(십억Gb)	17.5	20.1	22.1	24.8	23.6	25.9	27.2	27.2	81.6	84.6	103.9	125.1
Bit growth	-12.0	15.0	10.0	12.0	-5.0	10.0	5.0	0.0	-1.6	3.6	22.8	20.4
ASP(\$/Gb)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.2	0.3	0.3
ASP change	-14.5	-5.5	5.0	10.0	5.0	10.0	5.0	0.0	-14.0	-43.0	25.3	10.0
NAND												
Bit shipments(십억GB)	60.8	64.5	63.2	63.2	67.0	70.3	77.4	81.2	233.7	251.7	295.9	366.1
Bit growth	2.0	6.0	-2.0	0.0	6.0	5.0	10.0	5.0	4.0	7.7	17.6	23.7
ASP(\$/GB)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
ASP change	-17.5	-6.6	2.0	10.0	5.0	3.0	3.0	2.0	-16.7	-44.9	17.0	11.2

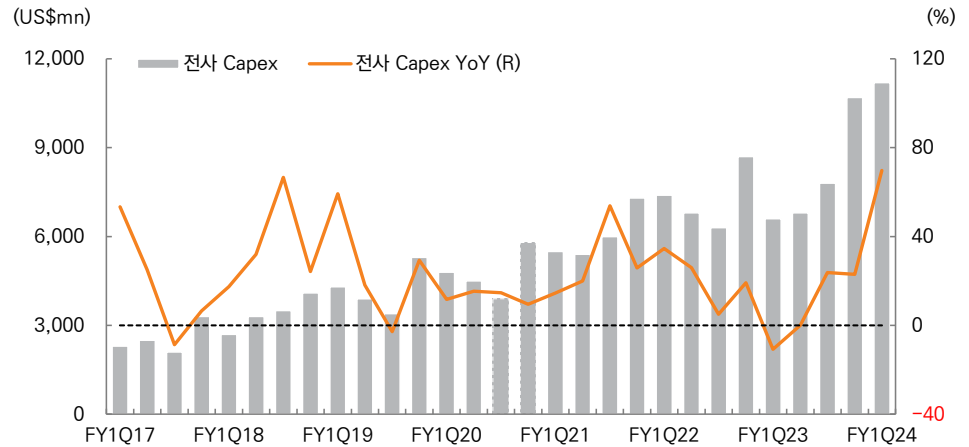
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 삼성전자 12개월 선행 P/B 밴드 차트



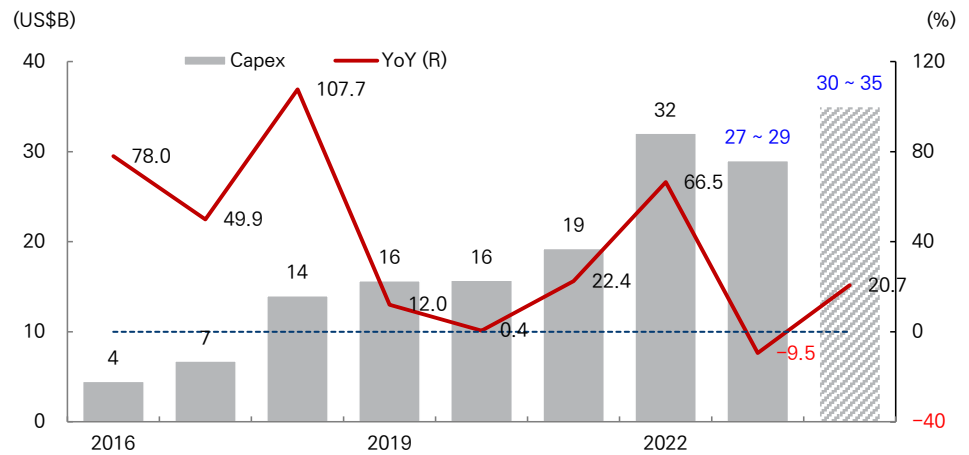
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. Microsoft capex 추이



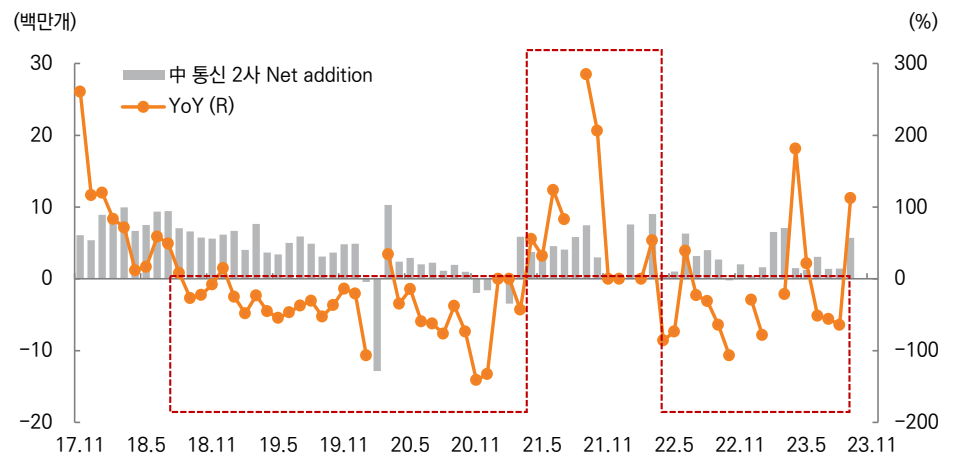
자료: Microsoft, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. Meta 연간 capex 추이



자료: Meta, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 중국 통신사(China Mobile, China Telecom) 월별 가입자 순증 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

삼성전자 (005930)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	302,231	261,367	310,074	357,521
매출원가	190,042	183,124	199,066	219,175
매출총이익	112,189	78,243	111,008	138,346
판매비와관리비	68,813	70,578	76,675	81,649
조정영업이익	43,377	7,665	34,333	56,697
영업이익	43,377	7,665	34,333	56,697
비영업손익	3,063	4,163	4,145	6,704
금융손익	1,957	3,566	4,145	6,704
관계기업등 투자손익	1,091	414	0	0
세전계속사업손익	46,440	11,828	38,478	63,401
계속사업법인세비용	-9,214	-8,052	-25,714	-42,988
계속사업이익	55,654	19,880	64,192	106,389
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	55,654	19,880	64,192	106,389
지배주주	54,730	17,832	57,617	95,492
비지배주주	924	2,048	6,576	10,898
총포괄이익	59,660	25,776	64,192	106,389
지배주주	58,745	23,673	57,726	95,672
비지배주주	915	2,103	6,466	10,717
EBITDA	82,484	47,484	76,124	104,871
FCF	12,751	2,076	49,678	97,547
EBITDA 마진율 (%)	27.3	18.2	24.6	29.3
영업이익률 (%)	14.4	2.9	11.1	15.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	18.1	6.8	18.6	26.7

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	62,181	58,850	102,878	151,147
당기순이익	55,654	19,880	64,192	106,389
비현금수익비용가감	33,073	32,379	11,877	-1,573
유형자산감가상각비	35,952	36,661	38,628	45,010
무형자산상각비	3,156	3,158	3,163	3,163
기타	-6,035	-7,440	-29,914	-49,746
영업활동으로인한자산및부채의변동	-16,999	-1,141	-3,105	-3,416
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	6,332	2,226	-5,573	-6,132
재고자산 감소(증가)	-13,311	-2,345	-8,142	-8,959
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6,742	88	1,661	1,827
법인세납부	-11,499	3,732	25,714	42,988
투자활동으로 인한 현금흐름	-31,603	-57,071	-69,357	-70,776
유형자산처분(취득)	-49,213	-56,706	-53,200	-53,600
무형자산감소(증가)	-3,673	-4,609	-6,000	-6,000
장단기금융자산의 감소(증가)	16,606	230	-10,157	-11,176
기타투자활동	4,677	4,014	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-19,390	-11,665	-9,809	-9,809
장단기금융부채의 증가(감소)	-8,059	-1,194	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-9,814	-9,810	-9,809	-9,809
기타재무활동	-1,517	-661	0	0
현금의 증가	10,649	-6,039	22,012	68,691
기초현금	39,031	49,681	43,642	65,654
기말현금	49,681	43,642	65,654	134,346

자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

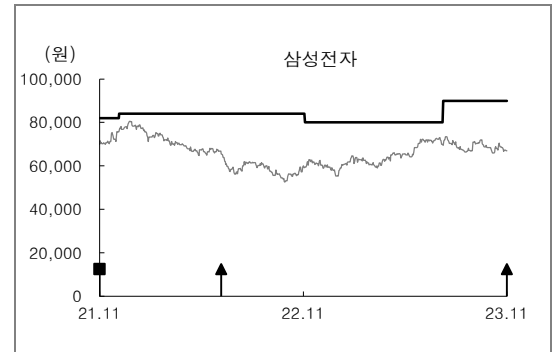
(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	218,471	211,420	259,697	357,287
현금 및 현금성자산	49,681	43,642	65,654	134,346
매출채권 및 기타채권	41,871	41,723	48,256	55,443
재고자산	52,188	52,004	60,146	69,105
기타유동자산	74,731	74,051	85,641	98,393
비유동자산	229,954	253,272	272,381	285,677
관계기업투자등	10,894	10,855	12,555	14,425
유형자산	168,045	186,178	200,750	209,340
무형자산	20,218	24,849	27,685	30,522
자산총계	448,425	464,692	532,078	642,964
유동부채	78,345	76,675	87,925	100,304
매입채무 및 기타채무	28,237	28,138	32,543	37,390
단기금융부채	6,236	4,821	4,821	4,821
기타유동부채	43,872	43,716	50,561	58,093
비유동부채	15,330	15,512	17,264	19,192
장기금융부채	4,097	4,318	4,318	4,318
기타비유동부채	11,233	11,194	12,946	14,874
부채총계	93,675	92,187	105,190	119,496
지배주주지분	345,187	360,873	408,681	494,363
자본금	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	337,946	348,290	396,097	481,779
비지배주주지분	9,563	11,632	18,207	29,105
자본총계	354,750	372,505	426,888	523,468

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	6.9	25.5	7.9	4.8
P/CF (x)	4.2	8.7	6.0	4.3
P/B (x)	1.1	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA (x)	3.4	7.5	4.3	2.5
EPS (원)	8,057	2,625	8,482	14,058
CFPS (원)	13,062	7,693	11,199	15,431
BPS (원)	50,817	53,127	60,165	72,779
DPS (원)	1,444	1,444	1,444	1,444
배당성향 (%)	15.5	43.4	13.4	8.1
배당수익률 (%)	2.6	2.2	2.2	2.2
매출액증가율 (%)	8.1	-13.5	18.6	15.3
EBITDA증가율 (%)	-4.0	-42.4	60.3	37.8
조정영업이익증가율 (%)	-16.0	-82.3	347.9	65.1
EPS증가율 (%)	39.5	-67.4	223.1	65.7
매출채권 회전율 (회)	7.9	7.3	8.1	8.1
재고자산 회전율 (회)	6.5	5.0	5.5	5.5
매입채무 회전율 (회)	15.8	17.2	17.4	16.6
ROA (%)	12.7	4.4	12.9	18.1
ROE (%)	17.1	5.1	15.0	21.1
ROIC (%)	23.4	5.0	21.2	32.7
부채비율 (%)	26.4	24.7	24.6	22.8
유동비율 (%)	278.9	275.7	295.4	356.2
순차입금/자기자본 (%)	-29.4	-26.7	-30.8	-40.4
조정영업이익/금융비용 (x)	56.8	6.8	31.2	51.6

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성전자 (005930)				
2023.07.10	매수	90,000	-	-
2022.11.04	매수	80,000	-20.29	-8.75
2022.06.07	매수	84,000	-21.71	-4.17
2021.12.06	Trading Buy	84,000	-14.42	-4.17
2021.10.12	Trading Buy	82,000	-12.98	-7.56



* 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
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성전자 을(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.