

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

005930 · 반도체

## 삼성전자

## 4Q23 잠정 리뷰: 메모리 탓만은 아니다

(유지)

매수

목표주가

105,000원

상승여력

37.3%

현재주가(24/1/8)

76,500원

KOSPI	2,567.82	시가총액(십억원)	456,688	발행주식수(백만주)	5,970	외국인 보유비중(%)	54.1
-------	----------	-----------	---------	------------	-------	-------------	------

## Report summary

## 4Q23 잠정실적 리뷰

4Q23 영업이익 2.8조원(QoQ -10.2%)을 기록, 시장기대치(1M, 3.9조원) 및 동사 추정치(4.2조원)를 하회했다. 부문별 영업이익은 DS -2.2조원, MX/NW 2.5조원, SDC 1.9조원, VD/DA 0.4조원으로 추정된다. 반도체의 경우 1) 메모리 재평손 환입의 규모가 작고, 2) 파운드리/LSI에서의 실적 회복이 더딘 것으로 추정된다. MX사업부의 경우 유통재고 관리를 위한 보수적 출하기조가 일부 반영된 것으로 판단한다.

## 투자의견: 비중확대로 대응

24F 실적 전망치를 하향 조절해야 할 변화요인은 제한적일 것으로 판단한다. 스마트폰 유통재고가 감소하는 추세 가운데, On-device AI 적용 갤럭시 S24 출시 효과 등을 기대해볼 만하다고 판단한다. 또한, 연중 DRAM 가격의 인상, HBM3/3E 쿼에 따른 실적과 모멘텀 개선이 기대된다. 글로벌 메모리 칩메이커 중에 밸류에이션 매력도가 가장 높다고 판단, 업종 최선호주로 추천하며 105,000원의 목표주가를 유지한다.

## Key data

## Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	5.4	9.4	29.7
상대주가	3.3	7.7	15.6

## Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	279,605	302,231	261,695	315,221	354,083
영업이익 (십억원)	51,634	43,377	7,901	34,718	51,281
영업이익률 (%)	18.5	14.4	3.0	11.0	14.5
순이익 (십억원)	39,244	54,730	18,669	57,474	84,964
EPS (원)	5,777	8,057	2,748	8,461	12,508
ROE (%)	13.9	17.1	5.3	14.9	19.0
P/E (배)	13.6	6.9	28.6	9.0	6.1
P/B (배)	1.8	1.1	1.5	1.3	1.1
배당수익률 (%)	1.8	2.6	1.8	1.9	1.9

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

## 4Q23 잠정실적 리뷰

### 메모리 때문만은 아니다.

4Q23 실적은 매출액 67.0조원(YoY -4.5%, QoQ -0.1%), 영업이익 2.8조원(YoY -49.2%, QoQ -10.2%)을 기록했다. **영업이익이 시장기대치(1M, 3.9조원) 및 당사 추정치(4.2조원)를 하회했다.** 사업부별 영업이익은 DS -2.2조원, MX/NW 2.5조원, SDC 1.9조원, VD/DA 0.4조원으로 추정된다. 당사의 추정치에 비해 DS 부문에서의 실적이 기대에 미치지 못했다. 과리가 발생한 가장 큰 원인은 DS(반도체) 부문이다.

반도체의 경우 크게 두가지 요인이 기대에 미치지 못한 것으로 판단한다. 1) **메모리 재고평가손실 환입의 규모가 작고**, 2) **파운드리/LSI에서의 실적 회복이 더디었던 것으로 추정된다.** 메모리 전반의 수량 및 가격 개선효과는 있었으나(DRAM B/G +23%, ASP +12%, NAND B/G +28%, ASP +10%), 상대적으로 원가가 높은 재고 우선적으로 소진되며 환입 규모가 예상 대비 작은 것으로 추정된다. 파운드리의 경우 무선사 플래그쉽 AP 출하효과가 본격적으로 반영되지 않았고, 8인치 팹의 가동률 회복이 더딘 요인 등으로 실적 개선이 제한적이었을 것으로 추정된다.

MX사업부의 경우 스마트폰 출하량이 5,300만대로 당사 기존 추정치(5,700만대)에 미치지 못했다. IT 수요 회복세가 더딘 가운데 **유통재고 관리를 위한 보수적 출하기조가 일부 반영된 것으로 판단한다.** 특정 제품군 전반에 걸쳐 출하량이 감소한 것으로 추정된다. ASP의 하락폭도 예상보다 컸다. 동사 신제품 출시 패턴에 따른 고유의 계절성에 따라 4분기 ASP도 -13%가량 하락한 것으로 추정된다. 갤럭시FE 등 플래그쉽 신제품 출시로 일부 가격 방어를 기대했으나, 영향은 제한적이었다.

SDC의 경우 3분기 이후 북미 플래그쉽 신제품 출하효과가 지속되며 출하량은 증가한 것으로 추정되나, 제품가격 인하 효과로 매출액과 이익 증가는 제한적이었다.

## 투자의견

1/31에 공개될 데이터포인트를 확인해 볼 필요가 있으나, **현재 업황을 고려하면 24F 실적 전망치를 하향 조정해야 할 변화요인은 제한적일 것으로 판단한다.** 최근 조사기관들의 집계에 따르면 작년말까지는 스마트폰 유통재고가 감소하는 추세였다. 이에 더해 On-device AI가 적용된 갤럭시 S24 출시 효과 등을 기대해볼 만하다고 판단한다. 스마트폰 수요 촉진 및 메모리, 파운드리 모두에 실적 개선요인으로 작용할 것이다.

또한, DRAM 사업이 본격 흑자 구간으로 진입했다. 연중 DRAM 가격의 인상, HBM3/3E 쿼에 따른 실적과 모멘텀 개선이 기대된다. **글로벌 메모리 칩메이커 중에 밸류에이션 매력도가 가장 높다고 판단하며 업종 최선호주로 추천하며, 105,000원의 목표주가를 유지한다.**

표 1. 삼성전자 부문별 실적 추정 (모델 변경 전)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	63.7	60.0	67.4	70.5	74.9	75.4	83.6	81.3	302.2	261.7	315.2	354.1
YoY	-18.0	-22.3	-12.2	0.1	17.6	25.7	24.0	15.2	8.1	-13.4	20.5	12.3
QoQ	-9.5	-5.9	12.3	4.7	6.2	0.6	10.8	-2.7				
<b>DX</b>	46.2	40.2	44.0	41.6	48.4	44.9	50.0	47.5	182.5	172.1	190.7	206.9
VD/DA	14.1	14.4	13.7	14.5	13.8	15.6	16.2	17.2	60.6	56.6	62.9	66.8
MX/NW	31.8	25.6	30.0	26.9	34.2	29.0	33.5	29.9	120.8	114.2	126.6	138.8
<b>DS</b>	13.7	14.7	16.4	21.6	21.7	24.7	26.7	27.5	98.5	66.5	100.6	121.8
Memory	8.9	9.0	10.5	14.6	14.5	16.8	18.4	18.0	68.5	43.1	67.7	83.9
DRAM	5.3	6.0	6.9	9.4	9.3	10.8	11.4	10.9	44.1	27.6	42.4	51.8
NAND	3.7	3.8	3.8	5.4	5.3	6.2	7.1	7.3	25.6	16.7	25.9	32.7
Foundry/LSI	4.8	5.8	5.9	6.9	7.2	7.9	8.3	9.5	29.9	23.4	33.0	37.9
<b>SDC</b>	6.6	6.5	8.2	8.6	7.8	7.8	9.3	8.2	34.4	29.9	33.1	35.6
Harman	3.2	3.5	3.8	4.2	4.0	4.2	4.4	4.4	13.2	14.6	16.9	17.7
<b>영업이익</b>	0.6	0.7	2.4	4.2	6.1	7.8	10.5	10.3	43.4	7.9	34.7	51.3
YoY	-95.5	-95.3	-77.6	-3.4	854.1	1,069.5	330.9	147.8	-16.0	-81.8	339.4	47.7
QoQ	-85.1	4.4	264.0	70.9	46.9	28.0	34.1	-1.7				
<b>DX</b>	4.2	3.8	3.7	3.2	4.1	3.6	4.2	3.9	12.7	15.0	15.7	17.1
VD/DA	0.2	0.7	0.4	0.5	0.3	0.3	0.5	0.7	1.4	1.8	1.8	3.0
MX/NW	3.9	3.0	3.3	2.7	3.8	3.3	3.7	3.2	11.4	13.0	14.0	14.1
<b>DS</b>	-4.6	-4.4	-3.8	-1.4	0.0	2.1	3.5	4.2	23.8	-14.1	9.9	24.3
Memory	-4.3	-4.0	-3.1	-1.3	0.1	1.7	3.1	3.3	21.0	-12.6	8.1	21.0
DRAM	-1.3	-0.5	-0.4	1.2	1.8	3.2	3.8	3.7	17.9	-1.0	12.5	20.7
NAND	-3.0	-3.4	-2.7	-2.4	-1.8	-1.5	-0.7	-0.4	3.2	-11.5	-4.3	0.3
Foundry/LSI	-0.3	-0.4	-0.7	-0.1	-0.1	0.5	0.4	0.9	2.8	-1.5	1.8	3.3
<b>SDC</b>	0.8	0.8	1.9	1.8	1.4	1.4	2.1	1.6	6.0	5.4	6.5	7.2
Harman	0.1	0.3	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.9	1.2	2.3	2.4
<b>영업이익률</b>	1.0	1.1	3.6	5.9	8.2	10.4	12.5	12.7	14.4	3.0	11.0	14.5
<b>DX</b>	9.1	9.5	8.5	7.7	8.4	8.1	8.4	8.1	7.0	8.7	8.3	8.3
VD/DA	1.3	5.1	2.8	3.3	2.0	2.0	3.0	4.0	2.2	3.2	2.8	4.5
MX/NW	12.4	11.9	11.0	10.1	11.1	11.4	11.1	10.6	9.4	11.4	11.0	10.1
<b>DS</b>	-33.4	-29.6	-22.8	-6.3	0.2	8.7	13.1	15.4	24.2	-21.2	9.9	19.9
Memory	-47.8	-44.3	-29.2	-8.7	0.6	9.9	16.7	18.4	30.7	-29.2	12.0	25.0
DRAM	-24.0	-9.0	-6.0	12.5	19.8	29.5	33.2	33.7	40.6	-3.8	29.4	40.0
NAND	-80.0	-90.0	-70.0	-45.3	-32.8	-24.6	-10.1	-4.9	12.3	-68.8	-16.7	0.8
Foundry/LSI	-6.6	-6.8	-11.5	-1.4	-0.7	6.2	5.2	9.9	9.3	-6.4	5.5	8.7
<b>SDC</b>	11.7	13.0	23.5	21.4	18.1	18.0	22.4	19.0	17.3	18.0	19.5	20.3
Harman	4.1	7.2	11.8	10.0	12.9	14.1	14.1	12.9	6.7	8.5	13.5	13.7

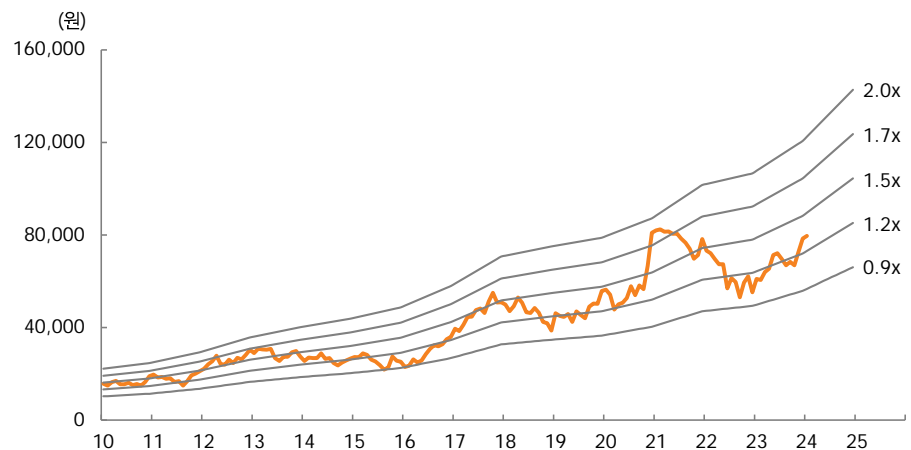
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 삼성전자 주요 제품 Data 추정 (모델 변경 전)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
<b>TV</b>												
출하량(백만대)	9.8	8.6	9.5	11.0	10.1	10.1	10.6	11.1	41.4	38.9	42.0	43.5
YoY/QoQ	-15.0	-12.0	10.0	16.0	-8.0	0.0	5.0	5.0	-7.8	-6.2	8.0	3.7
ASP(US\$)	596	640	589	542	531	611	641	654	623	589	611	625
YoY/QoQ	2.1	7.3	-7.9	-8.0	-2.0	15.0	5.0	2.0	1.9	-5.5	3.7	2.4
<b>Smartphone</b>												
출하량(백만대)	60.0	53.0	59.0	57.2	62.4	57.4	60.8	57.8	258.0	229.2	238.4	246.2
YoY/QoQ	3.4	-11.7	11.3	-3.0	9.0	-8.0	6.0	-5.0	-4.7	-11.2	4.0	3.3
ASP(US\$)	325	269	295	266	332	282	305	274	271	289	299	314
YoY/QoQ	35.4	-17.2	9.7	-10.0	25.0	-15.0	8.0	-10.0	0.0	6.8	3.3	5.1
<b>Mobile OLED</b>												
출하량(백만대)	69.4	71.5	82.3	88.8	78.2	80.5	92.6	83.3	367.7	312.1	334.6	353.2
YoY/QoQ	-25.0	3.0	15.0	8.0	-12.0	3.0	15.0	-10.0	-	-15.1	7.2	5.5
ASP(US\$)	72.5	66.9	73.9	70.9	72.4	70.2	73.7	71.5	69.7	71.1	72.0	71.4
YoY/QoQ	3.4	-7.8	10.5	-4.0	2.0	-3.0	5.0	-3.0	-	2.0	1.2	-0.8
<b>DRAM</b>												
Bit shipments(십억Gb)	17.5	20.1	22.1	26.8	24.1	26.0	26.8	25.5	81.6	86.6	102.5	119.7
Bit growth	-12.0	15.0	10.0	21.0	-10.0	8.0	3.0	-5.0	-1.6	6.0	18.4	16.8
ASP(\$/Gb)	0.24	0.22	0.24	0.27	0.29	0.31	0.32	0.32	0.42	0.24	0.31	0.33
ASP change	-14.5	-5.5	5.4	12.0	10.0	7.0	3.0	0.0	-14.0	-42.5	28.4	6.6
<b>NAND</b>												
Bit shipments(십억GB)	60.8	64.5	62.5	80.1	72.1	79.3	87.2	87.2	233.7	267.9	325.7	384.8
Bit growth	2.0	6.0	-3.0	28.0	-10.0	10.0	10.0	0.0	4.0	14.7	21.6	18.1
ASP(\$/GB)	0.05	0.04	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.09	0.05	0.06	0.07
ASP change	-17.5	-6.6	3.1	10.0	10.0	5.0	5.0	2.0	-16.7	-44.3	25.9	8.6

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 삼성전자 12개월 선행 P/B 밴드 차트



자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 삼성전자 (005930)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	302,231	261,695	315,221	354,083
매출원가	190,042	182,384	203,282	221,516
매출총이익	112,189	79,311	111,939	132,567
판매비와관리비	68,813	71,410	77,221	81,286
조정영업이익	43,377	7,901	34,718	51,281
영업이익	43,377	7,901	34,718	51,281
<b>비영업손익</b>	3,063	4,964	5,627	7,578
금융손익	1,957	3,428	4,067	6,013
관계기업등 투자손익	1,091	917	940	945
세전계속사업손익	46,440	12,865	40,345	58,859
계속사업법인세비용	-9,214	-7,134	-20,711	-31,400
계속사업이익	55,654	19,998	61,056	90,260
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	55,654	19,998	61,056	90,260
지배주주	54,730	18,669	57,474	84,964
비지배주주	924	1,330	3,582	5,295
<b>총포괄이익</b>	59,660	27,467	61,056	90,260
지배주주	58,745	26,229	58,363	86,279
비지배주주	915	1,238	2,693	3,981
EBITDA	82,484	46,889	75,260	92,958
FCF	12,751	1,041	46,999	74,529
EBITDA 마진율 (%)	27.3	17.9	23.9	26.3
영업이익률 (%)	14.4	3.0	11.0	14.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	18.1	7.1	18.2	24.0

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	62,181	57,852	97,622	128,129
당기순이익	55,654	19,998	61,056	90,260
비현금수익비용가감	33,073	33,617	14,788	3,283
유형자산감가상각비	35,952	35,864	37,741	39,226
무형자산상각비	3,156	3,124	2,801	2,450
기타	-6,035	-5,371	-25,754	-38,393
영업활동으로인한자산및부채의변동	-16,999	-44	-3,035	-2,863
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	6,332	2,903	-5,448	-5,139
재고자산 감소(증가)	-13,311	-3,274	-7,960	-7,507
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6,742	-483	1,623	1,531
법인세납부	-11,499	199	20,711	31,400
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	-31,603	-56,320	-69,590	-71,981
유형자산처분(취득)	-49,213	-56,743	-50,623	-53,600
무형자산감소(증가)	-3,673	-2,926	-2,747	-2,725
장단기금융자산의 감소(증가)	16,606	-69	-9,929	-9,365
기타투자활동	4,677	3,418	-6,291	-6,291
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	-19,390	-11,171	-9,809	-9,809
장단기금융부채의 증가(감소)	-8,059	-283	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-9,814	-9,821	-9,809	-9,809
기타재무활동	-1,517	-1,067	0	0
<b>현금의 증가</b>	10,649	-5,482	17,501	45,716
기초현금	39,031	49,681	44,198	61,699
기말현금	49,681	44,198	61,699	107,415

자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 재무상태표 (요약)

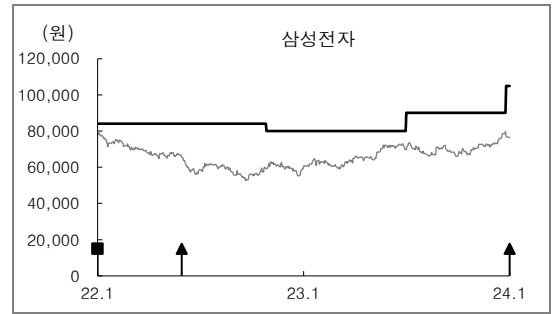
(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	218,471	212,755	255,932	325,865
현금 및 현금성자산	49,681	44,198	61,699	107,415
매출채권 및 기타채권	41,871	41,915	48,301	54,325
재고자산	52,188	52,244	60,203	67,710
기타유동자산	74,731	74,398	85,729	96,415
<b>비유동자산</b>	229,954	253,819	274,599	297,105
관계기업투자등	10,894	10,905	12,567	14,134
유형자산	168,045	185,824	198,707	213,080
무형자산	20,218	23,065	23,011	23,285
<b>자산총계</b>	448,425	466,574	530,531	622,970
<b>유동부채</b>	78,345	77,803	88,800	99,173
매입채무 및 기타채무	28,237	28,267	32,574	36,636
단기금융부채	6,236	5,617	5,617	5,617
기타유동부채	43,872	43,919	50,609	56,920
<b>비유동부채</b>	15,330	15,678	17,391	19,007
장기금융부채	4,097	4,433	4,433	4,433
기타비유동부채	11,233	11,245	12,958	14,574
<b>부채총계</b>	93,675	93,481	106,192	118,180
<b>지배주주지분</b>	345,187	362,244	409,909	485,063
자본금	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	337,946	349,892	397,556	472,711
<b>비지배주주지분</b>	9,563	10,849	14,431	19,727
<b>자본총계</b>	354,750	373,093	424,340	504,790

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	6.9	28.6	9.0	6.1
P/CF (x)	4.2	9.9	6.9	5.6
P/B (x)	1.1	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA (x)	3.4	9.2	5.3	3.7
EPS (원)	8,057	2,748	8,461	12,508
CFPS (원)	13,062	7,893	11,166	13,771
BPS (원)	50,817	53,329	60,346	71,410
DPS (원)	1,444	1,444	1,444	1,444
배당성향 (%)	15.5	43.1	14.1	9.6
배당수익률 (%)	2.6	1.8	1.9	1.9
매출액증가율 (%)	8.1	-13.4	20.5	12.3
EBITDA증가율 (%)	-4.0	-43.2	60.5	23.5
조정영업이익증가율 (%)	-16.0	-81.8	339.4	47.7
EPS증가율 (%)	39.5	-65.9	207.9	47.8
매출채권 회전율 (회)	7.9	7.3	8.2	8.1
재고자산 회전율 (회)	6.5	5.0	5.6	5.5
매입채무 회전율 (회)	15.8	17.1	17.7	17.0
ROA (%)	12.7	4.4	12.2	15.6
ROE (%)	17.1	5.3	14.9	19.0
ROIC (%)	23.4	4.3	19.4	26.4
부채비율 (%)	26.4	25.1	25.0	23.4
유동비율 (%)	278.9	273.5	288.2	328.6
순차입금/자기자본 (%)	-29.4	-26.6	-29.9	-36.0
조정영업이익/금융비용 (x)	56.8	6.9	29.7	43.8

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성전자 (005930)				
2024.01.03	매수	105,000	-	-
2023.07.10	매수	90,000	-21.80	-11.56
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



\* 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.