



삼성전자 (005930)

지금부터는 DS 실적 개선의 속도가 관건

▶ Analyst 김광진 kwangjin.kim@hanwha.com 3772-7583 / RA 최영주 yengjuchoi@hanwha.com 3772-7647

Buy (유지)

목표주가(유지): 94,000원

현재 주가(1/31)	72,700원
상승여력	▲ 29.3%
시가총액	4,340,032억원
발행주식수	5,969,783천주
52 주 최고가 / 최저가	79,600 / 59,000원
90 일 일평균 거래대금	10,760.92억원
외국인 지분율	54.4%

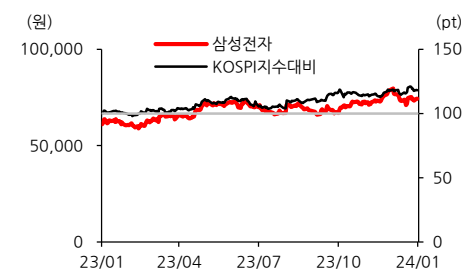
주주 구성	
삼성생명보험 (외 16 인)	20.2%
국민연금공단 (외 1 인)	7.7%
BlackRockFundAdvisors (외)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.4	8.7	4.2	19.2
상대수익률(KOSPI)	-1.4	-0.9	9.3	16.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	302,231	258,935	297,368	329,233
영업이익	43,377	6,567	31,964	45,565
EBITDA	82,484	47,097	79,834	95,596
지배주주순이익	54,730	10,628	24,492	34,314
EPS	8,969	1,582	3,904	5,549
순차입금	-104,450	-91,063	-91,671	-99,912
PER	6.2	44.3	18.6	13.1
PBR	1.1	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	3.2	7.9	4.9	4.0
배당수익률	2.6	2.1	2.0	2.0
ROE	17.1	3.1	6.9	9.1

주가 추이



4Q23 Review

4Q23 연결실적은 매출액 67.8조원(+1% QoQ), 영업이익 2.8조원(+16% QoQ) 기록. 부문별 영업이익은 DS -2.2조원(메모리 -1.2조원, S.LSI/파운드리 -1.0조원 추정), SDC 2.0조원, DX 2.6조원(VD/가전 -0.05조원, MX/NW 2.7조원), 하반 0.3조원 등으로 구성

당초 높아져있던 시장의 기대에는 다소 미달했으나, DS부문 적자폭이 전분기 대비 1.5조원 수준 유의미하게 개선. 메모리 실적 개선이 주요인으로 디램과 낸드 모두 시장 예상을 상회하는 출하 증가율 달성. Blended ASP도 산업 평균을 소폭 하회했음에도 디램 낸드 각각 +12%, +9% 상승하면서 이익 개선 기여. 이에 따라 디램은 1Q23 적자전환 이후 3개 분기만에 흑자전환 성공

단기 메모리 가격 흐름과 DS 실적 개선 속도가 관건

올해 전사 실적 성장은 DS 부문의 실적 개선에 강하게 연동. 1Q24에는 메모리 흑자전환에 힘입어 DS 부문 흑자전환 가능할 것으로 판단하며, 연말까지 지속 개선될 것. 다만 DS 부문 흑자전환은 이제 시장 참여자 대부분이 이미 인지하고 있는 모멘텀인 만큼 지금부터는 실적 개선의 속도가 주가 방향을 결정짓는 주 요인이 될 것으로 판단

DS 실적 개선 속도에 대한 결정변수는 결국 메모리 가격이며, 상승 기조 유지되는 것이 중요. 그러나 당사는 연초부터 지속 감지되고 있는 메모리 업계의 가동률 정상화 시그널이 리스크 요인이라 판단. 2Q24 이후 메모리 가격 상승 탄력이 예상보다 다소 둔화될 수 있기 때문. 지난 4Q23 이후 이어지고 있는 메모리 가격 상승이 적극적 감산에 기반한 공급자 주도 상승인 점을 고려하면, 수요 단에서의 큰 변화가 없는 한 공급의 증가는 가격 협상력을 떨어트릴 수 있는 요소. 이는 결국 DS 및 전사 이익 개선 속도의 둔화로 귀결될 가능성

목표주가 94,000원 유지

중장기적으로 메모리 업황이 개선 사이클에 있다는 측면에서 투자의견과 목표주가 유지. 다만 앞서 언급한 이유로 단기 수급 상황과 가격 방향이 명확해지는 2Q24까지는 보수적 접근이 필요한 구간이라 판단

[표1] 삼성전자 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	63,745	60,006	67,405	67,780	72,361	70,726	77,941	76,340	302,231	258,935	297,368
DS	13,731	14,735	16,435	21,696	22,803	24,734	25,576	26,752	98,463	66,598	99,865
메모리	8,920	8,974	10,527	15,712	16,008	17,581	17,968	19,018	68,539	44,133	70,575
DRAM	4,993	5,187	6,486	9,720	9,357	10,312	10,936	11,483	41,616	26,387	42,090
NAND	3,926	3,786	4,041	5,992	6,651	7,269	7,031	7,534	26,923	17,746	28,485
LSI/Foundry	4,812	5,762	5,908	5,984	6,795	7,153	7,609	7,734	29,925	22,465	29,290
SDC	6,613	6,482	8,223	9,661	6,462	6,473	8,801	9,740	34,389	30,979	31,476
MX/NW	31,823	25,547	30,000	25,041	31,894	26,697	30,860	26,161	120,815	112,412	115,612
VD/가전/하만	17,247	17,891	17,518	18,183	17,003	18,622	18,505	19,488	73,847	70,837	73,618
QoQ(%)	-10%	-6%	12%	1%	7%	-2%	10%	-2%	8%	-14%	15%
DS	-32%	7%	12%	32%	5%	8%	3%	5%	5%	-32%	50%
메모리	-27%	1%	17%	49%	2%	10%	2%	6%	-5%	-36%	60%
DRAM	-30%	4%	25%	50%	-4%	10%	6%	5%	-7%	-37%	60%
NAND	-21%	-4%	7%	48%	11%	9%	-3%	7%	-2%	-34%	61%
SDC	-29%	-2%	27%	17%	-33%	0%	36%	11%	8%	-10%	2%
MX/NW	18%	-20%	17%	-17%	27%	-16%	16%	-15%	11%	-7%	3%
VD/가전/하만	-12%	4%	-2%	4%	-6%	10%	-1%	5%	12%	-4%	4%
영업이익	640	669	2,434	2,825	5,971	6,598	9,659	9,736	43,377	6,567	31,964
DS	-4,581	-4,356	-3,750	-2,182	526	1,959	3,193	4,091	23,819	-14,868	9,768
메모리	-4,269	-3,787	-3,104	-1,204	1,139	2,434	3,246	3,859	20,978	-12,364	10,678
DRAM	-1,335	-524	-180	1,043	2,076	2,850	3,750	4,256	17,307	-995	12,931
NAND	-2,933	-3,263	-2,925	-2,248	-937	-416	-504	-397	3,671	-11,369	-2,254
SDC	777	839	1,935	2,010	779	748	1,832	1,908	5,949	5,561	5,267
MX/NW	3,940	3,038	3,296	2,731	4,085	2,865	3,544	2,814	11,385	13,006	13,308
VD/가전/하만	316	990	830	291	582	1,027	1,090	923	2,232	2,427	3,622
OPM(%)	1%	1%	4%	4%	8%	9%	12%	13%	14%	3%	11%
DS	-33%	-30%	-23%	-10%	2%	8%	12%	15%	24%	-22%	10%
메모리	-48%	-42%	-29%	-8%	7%	14%	18%	20%	31%	-28%	15%
DRAM	-27%	-10%	-3%	11%	22%	28%	34%	37%	42%	-4%	31%
NAND	-75%	-86%	-72%	-38%	-14%	-6%	-7%	-5%	14%	-64%	-8%
SDC	12%	13%	24%	21%	12%	12%	21%	20%	17%	18%	17%
MX/NW	12%	12%	11%	11%	13%	11%	11%	11%	9%	12%	12%
VD/가전/하만	2%	6%	5%	2%	3%	6%	6%	5%	3%	3%	5%

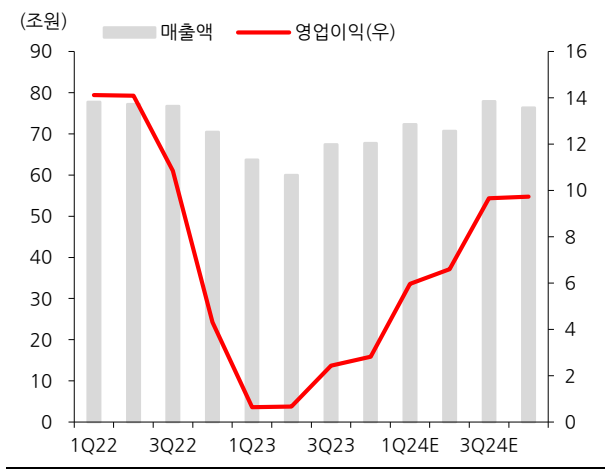
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 삼성전자 주요 가정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
DS(메모리)											
DRAM B/G	-12%	12%	12%	34%	-15%	5%	1%	5%	-1%	10%	19%
DRAM ASP Growth (QoQ/YoY)	-16%	-9%	6%	12%	15%	5%	5%	0%	-15%	-44%	35%
NAND B/G	4%	4%	-1%	35%	-6%	4%	-3%	7%	2%	18%	21%
NAND ASP Growth(QoQ/YoY)	-19%	-9%	3%	9%	20%	5%	0%	0%	-14%	-45%	33%
SDC											
Rigid 출하량(백만 unit)	39	38	36	40	37	41	47	52	202	154	177
QoQ/YoY(%)	-15%	-2%	-6%	11%	-6%	11%	14%	10%	-26%	-24%	15%
Flexible 출하량(백만 unit)	49	48	63	73	48	48	66	73	248	233	235
QoQ/YoY(%)	-28%	-3%	31%	16%	-34%	0%	36%	11%	6%	-6%	1%
MX/NW											
스마트폰출하량(백만대)	60	53	59	53	65	57	61	56	257	226	238
QoQ/YoY(%)	7%	-13%	12%	-11%	23%	-13%	7%	-7%	-6%	-12%	6%
VD/가전											
VD TV 판매량(백만대)	9	8	8	9	8	9	9	10	37	35	37
QoQ/YoY(%)	-9%	-13%	6%	13%	-11%	14%	-3%	12%	-11%	-7%	8%

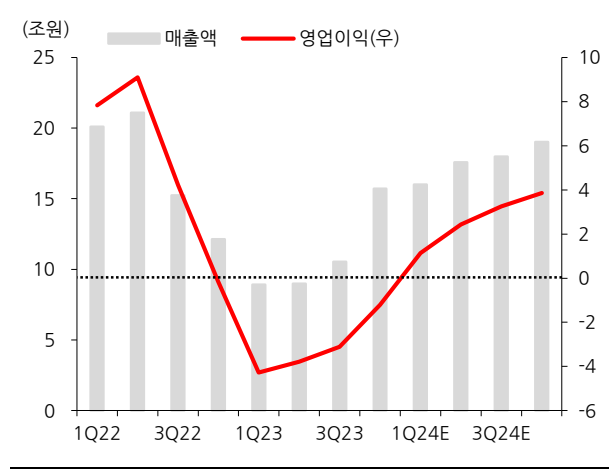
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 전사 매출액 및 영업이익



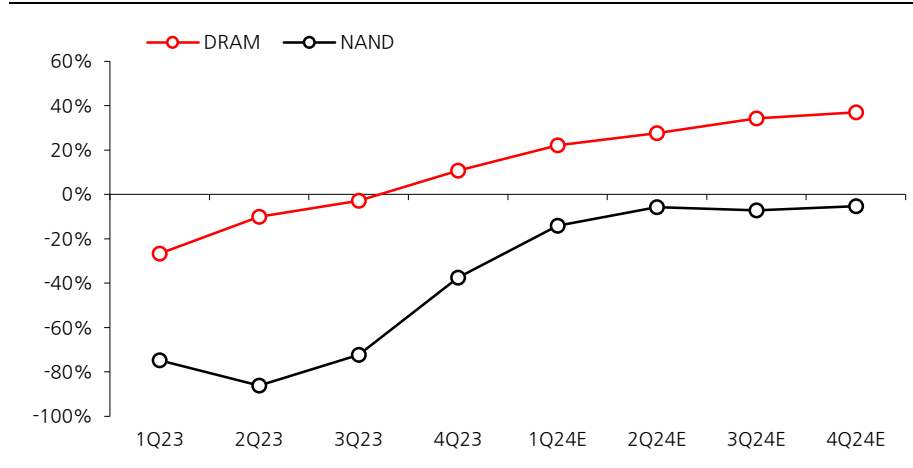
자료: 한화투자증권 리서치센터

[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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	279,605	302,231	258,935	297,368	329,233
매출총이익	113,193	112,190	78,619	105,170	125,713
영업이익	51,634	43,377	6,567	31,964	45,565
EBITDA	85,881	82,484	47,097	79,834	95,596
순이자손익	983	2,372	3,031	1,770	2,093
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	730	1,091	915	1,001	1,027
세전계속사업손익	53,352	46,440	10,576	34,785	48,735
당기순이익	39,907	55,654	11,456	26,019	36,454
지배주주순이익	39,244	54,730	10,628	24,492	34,314
증가율(%)					
매출액	18.1	8.1	-14.3	14.8	10.7
영업이익	43.5	-16.0	-84.9	386.7	42.6
EBITDA	29.5	-4.0	-42.9	69.5	19.7
순이익	51.1	39.5	-79.4	127.1	40.1
이익률(%)					
매출총이익률	40.5	37.1	30.4	35.4	38.2
영업이익률	18.5	14.4	2.5	10.7	13.8
EBITDA 이익률	30.7	27.3	18.2	26.8	29.0
세전이익률	19.1	15.4	4.1	11.7	14.8
순이익률	14.3	18.4	4.4	8.7	11.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금흐름	65,105	62,181	53,524	67,183	76,927
당기순이익	39,907	55,654	11,456	26,019	36,454
자산상각비	34,247	39,108	40,530	47,870	50,031
운전자본증감	-16,287	-16,999	15,141	-4,467	-6,692
매출채권 감소(증가)	-7,507	6,332	-1,075	-5,823	-8,922
재고자산 감소(증가)	-9,712	-13,311	5,551	-5,483	-8,402
매입채무 증가(감소)	2,543	-6,742	1,762	6,791	10,406
투자현금흐름	-33,048	-31,603	-8,695	-57,513	-59,654
유형자산처분(취득)	-46,764	-49,213	-54,530	-53,638	-55,970
무형자산 감소(증가)	-2,705	-3,673	-2,928	-2,889	-3,019
투자자산 감소(증가)	12,552	18,743	48,672	-721	-750
재무현금흐름	-23,991	-19,390	-11,845	-11,297	-11,633
차입금의 증가(감소)	-3,453	-9,576	-2,040	-1,515	-1,851
자본의 증가(감소)	-20,510	-9,809	-9,810	-9,782	-9,782
배당금의 지급	-20,510	-9,809	-9,809	-9,782	-9,782
총현금흐름	88,963	88,728	38,383	71,650	83,619
(-)운전자본증가(감소)	6,267	7,255	-1,360	4,467	6,692
(-)설비투자	47,122	49,430	54,599	53,638	55,970
(+)자산매각	-2,347	-3,455	-2,859	-2,889	-3,019
Free Cash Flow	33,227	28,587	-17,715	10,655	17,939
(-)기타투자	6,150	7,204	-13,872	264	-84
잉여현금	27,077	21,383	-3,843	10,391	18,023
NOPLAT	38,622	31,448	4,761	23,909	34,083
(+) Dep	34,247	39,108	40,530	47,870	50,031
(-)운전자본투자	6,267	7,255	-1,360	4,467	6,692
(-)Capex	47,122	49,430	54,599	53,638	55,970
OpFCF	19,481	13,870	-7,948	13,674	21,453

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	218,163	218,471	198,523	209,449	233,533
현금성자산	120,740	114,784	100,413	99,506	105,896
매출채권	45,211	41,871	46,106	51,929	60,852
재고자산	41,384	52,188	43,419	48,902	57,304
비유동자산	208,458	229,954	249,791	259,714	269,614
투자자산	38,293	41,691	44,655	45,920	46,863
유형자산	149,929	168,045	182,181	191,380	200,690
무형자산	20,236	20,218	22,956	22,414	22,061
자산총계	426,621	448,425	448,314	469,163	503,147
유동부채	88,117	78,345	72,810	79,146	88,724
매입채무	58,260	58,747	53,774	60,565	70,972
유동성이자부채	15,018	6,236	4,917	3,889	2,464
비유동부채	33,604	15,330	17,019	16,821	16,696
비유동이자부채	3,374	4,097	4,433	3,946	3,520
부채총계	121,721	93,675	89,829	95,967	105,420
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	293,065	337,946	344,304	359,013	383,545
자본조정	-2,128	1,938	-1,332	-1,332	-1,332
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	304,900	354,750	358,486	373,196	397,728

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표					
EPS	6,375	8,969	1,582	3,904	5,549
BPS	43,611	50,817	51,272	53,437	57,049
DPS	1,444	1,440	1,440	1,440	1,440
CFPS	13,097	13,062	5,651	10,548	12,310
ROA(%)	9.8	12.5	2.4	5.3	7.1
ROE(%)	13.9	17.1	3.1	6.9	9.1
ROIC(%)	23.4	15.5	2.0	9.5	12.8
Multiples(x, %)					
PER	12.3	6.2	44.3	18.6	13.1
PBR	1.8	1.1	1.4	1.4	1.3
PSR	1.9	1.2	1.8	1.7	1.5
PCR	6.0	4.2	12.4	6.9	5.9
EV/EBITDA	4.9	3.2	7.9	4.9	4.0
배당수익률	1.8	2.6	2.1	2.0	2.0
안정성(%)					
부채비율	39.9	26.4	25.1	25.7	26.5
Net debt/Equity	-33.6	-29.4	-25.4	-24.6	-25.1
Net debt/EBITDA	-119.2	-126.6	-193.4	-114.8	-104.5
유동비율	247.6	278.9	272.7	264.6	263.2
이자보상배율(배)	119.7	56.8	5.8	31.5	56.7
자산구조(%)					
투하자본	52.8	59.2	62.8	64.0	64.3
현금+투자자산	47.2	40.8	37.2	36.0	35.7
자본구조(%)					
차입금	5.7	2.8	2.5	2.1	1.5
자기자본	94.3	97.2	97.5	97.9	98.5

[Compliance Notice]

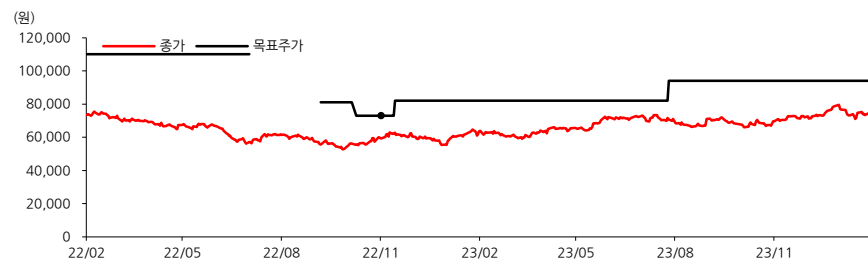
(공표일: 2024년 2월 1일)

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

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[삼성전자 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.03.30	2022.09.08	2022.09.08	2022.10.05	2022.10.11
투자의견	투자등급변경	Buy	담당자변경	Buy	Buy	Buy
목표가격		110,000	김광진	81,000	81,000	73,000
일 시	2022.10.31	2022.11.16	2023.01.09	2023.01.12	2023.02.01	2023.03.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	73,000	82,000	82,000	82,000	82,000	82,000
일 시	2023.04.10	2023.05.03	2023.05.16	2023.06.05	2023.07.28	2023.09.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	82,000	82,000	82,000	82,000	94,000	94,000
일 시	2023.10.11	2023.11.01	2023.11.14	2023.12.28	2024.01.15	2024.01.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	94,000	94,000	94,000	94,000	94,000	94,000
일 시	2024.02.01					
투자의견	Buy					
목표가격	94,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.01.05	Buy	110,000	-39.67	-28.27
2022.09.08	Buy	81,000	-31.81	-28.27
2022.10.11	Buy	73,000	-19.73	-13.84
2022.11.16	Buy	82,000	-21.39	-10.49
2023.07.28	Buy	94,000		

[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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2023 년 12 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%