

삼성전자

(005930)

초격차에서 추격자로...

투자의견

BUY(유지)

목표주가

107,000 원(유지)

현재주가

77,500 원(4/30)

시가총액

462,658(십억원)

이승우_02)368-6121_swlee6591@eugenefn.com

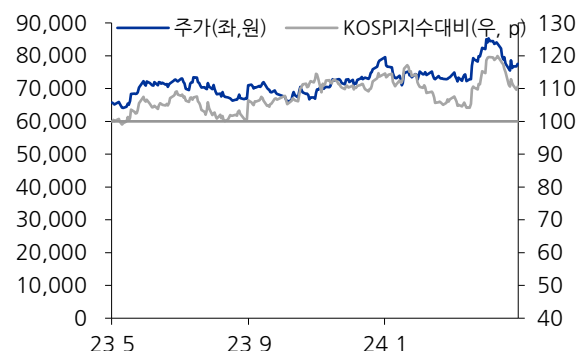
- 기억 속 삼성전자는 초격차를 추구하며 거의 모든 사업부에서 세계 최고를 지향해왔다. 하지만 최근 성적표는 이와는 거리가 너무나 멀었다. 애플이나 TSMC 등 초일류 기업들과의 비교는 무안할 정도다. 심지어 메모리에서도 다섯 분기 연속으로 SK하이닉스에 손익이 뒤지고 있다는 것이 삼성이 마주하고 있는 현실이다. 지금은 초격차 얘기를 할 때가 아니다. 삼성은 이제 추격자로서 앞서있는 업체들과의 거리를 좁혀야 하는 입장이다.
- 다행스럽게 메모리 업턴이 뒤바람이 되고 있다. 투자자들을 실망시켰던 HBM은 실마리를 풀기 시작했다. 파운드리도 하반기부터는 적자를 벗어날 수 있다는 가능성을 본다. 삼성의 저력을 감안하면 반격의 서막이 올라가고 있는 셈이다. 실망스러웠던 결과는 이미 과거다. 이제부터는 실적과 주가의 개선을 기대해볼 만한 시점이다.
- 2분기는 매출 71.6조원, 영업이익 8.2조원, 2024년은 매출 304조원(+18%), 영업이익 39조원(+493%)의 실적을 예상한다. 투자의견 'BUY' 및 목표주가 107,000원(12M FWD P/B 1.8배)을 유지한다. 하지만 미국의 금리 인하 기대가 멀어지고 있다는 것이 변수다. 하반기 수요 회복 강도가 약해질 수 있다는 가능성을 배제해서는 안된다.

주가(원,4/30)	77,500
시가총액(십억원)	462,658
발행주식수	5,969,783천주
52주 최고가	86,000원
최저가	63,600원
52주 일간 Beta	0.99
60일 일평균거래대금	15,835억원
외국인 지분율	55.9%
배당수익률(2024F)	1.9%
주주구성	
삼성생명보험 (외 17인)	20.1%
국민연금공단 (외 1인)	7.7%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-4.0	-1.4	10.7
절대기준	-5.9	15.2	18.3
(조원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	107,000	107,000	-
영업이익(24F)	39.0	39.5	▼
영업이익(25F)	58.4	57.6	▲

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	302,231	258,935	304,474	332,707
영업이익	43,377	6,567	38,975	58,439
세전손익	46,440	11,006	44,536	64,299
당기순이익	55,654	15,487	36,192	49,641
EPS(원)	8,057	2,131	5,222	7,125
증감률(%)	154.5	-73.6	145.1	36.5
PER(배)	9.6	36.4	14.8	10.9
ROE(%)	17.1	4.1	9.6	11.9
PBR(배)	1.5	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	5.0	9.7	5.1	3.8

자료: 유진투자증권



1Q 실적 요약

DS (매출 23.1 조원, 영업이익 1.91 조원)

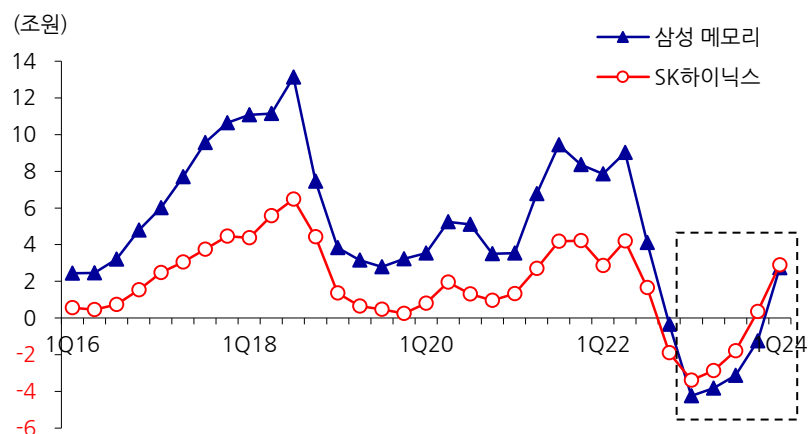
DS 부문 실적은 결론적으로 우리의 영업이익 예상치 2조원에 미치지 못했다. SK 하이닉스의 영업이익이 1분기 2.9조원을 기록했으니, 삼성전자 반도체가 SK 하이닉스보다 1조원 가까이 돈을 못 번 셈이다. 메모리만 비교해도 마찬가지다. 삼성은 비메모리 적자폭이 다소 줄었다고 했는데, 이를 감안해보면 메모리 영업이익은 약 2.7조원, 비메모리는 약 0.8조원의 적자를 기록한 것으로 추정된다.

지난해까지는 적자여서 그랬다고 치지만, 올해 흑자로 돌아선 상황에서도 SK 하이닉스보다 영업이익 절대 규모가 뒤쳐진다. 다섯 분기 연속으로 이렇다는 것이다. 1992년부터 32년간 유지해왔던 메모리 챔피언이라는 타이틀이 무색해 보인다. 삼성은 확실히 비상이다. 임원들의 주 6일 근무든 뭐든 하긴 해야만 하는 상황이지 않나 싶다.

DRAM과 NAND 빗그로스는 -15%, -4%를 기록했고, ASP는 각각 20%, 31% 상승한 것으로 추정된다. 가격 급등과 재고평가손 충당금 환입으로 오랜만에 DRAM과 NAND 모두 흑자를 기록했다. DRAM 마진은 20%대 초반, NAND 마진은 한 자릿수 후반을 기록했을 것으로 추정된다.

다섯 분기 연속으로
삼성 메모리의 영업
이익이 SK 하이닉스
에 뒤지고 있다

도표 1. 영업이익 규모 비교: 삼성 메모리 vs. SK 하이닉스



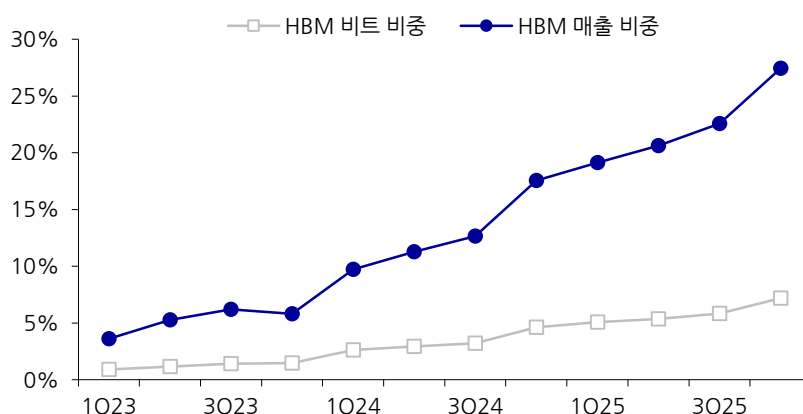
자료: 유진투자증권

2 분기 빗그로스 가이드는 DRAM 한 자릿수 증가, NAND 플랫이었다. 가격은 HBM 효과, 초고용량 eSSD 수요 증가 등으로 상승 추세를 이어갈 전망이다. 재고평가손충당금환입도 추가로 발생할 것으로 예상되어, 반도체 부문 실적은 매출 26.1 조원, 영업이익 4.4 조원대로 더욱 개선될 것으로 추정한다.

투자자들을 실망시켰던 HBM 은 실마리를 풀기 시작했다. HBM3 뿐만 아니라 HBM3E 의 출하가 본격화할 전망이다. 연말이면 HBM3E 비중이 HBM 전체 물량의 2/3 에 달한다는 것이 회사측 주장이다. 이렇게 되면 물량증가 + 가격 상승 효과로 HBM 이 DRAM 에서 차지하는 비중이 상당히 높아질 전망이다. 유진 리서치팀은 4 분기 기준으로 HBM 비중이 비트 기준 4.6%, 매출액 기준 17.6% 에 이를 것으로 추정한다. 연간으로는 2024 년 비트 기준 3.4%, 매출 기준 13.2%에서 2025 년에는 비트 기준 5.9%, 매출 기준 22.5%까지 높아질 것으로 전망한다.

다행스럽게도 HBM
의 실마리가 풀릴
것으로 기대된다

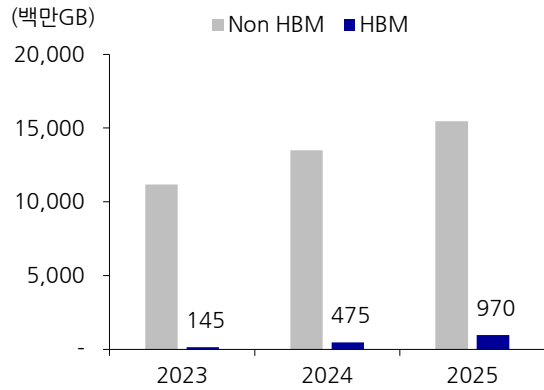
도표 2. 삼성전자 HBM 비트 및 매출 비중



자료: 유진투자증권 추정

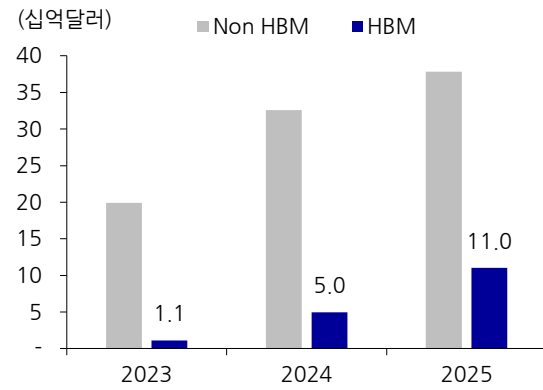
한편 인텔의 회계인식 변경으로 삼성 파운드리 순위는 3 위로 한 단계 내려 앉게 된다. 파운드리 빅3의 지난해 매출은 TSMC 693억 달러, 인텔 파운드리 189억 달러였고, 삼성 파운드리 136 억 달러로 추정된다. OP 마진율은 TSMC 43%를 기록한 반면 인텔과 삼성은 -37%와 -11%를 기록해 TSMC 과 비교하는 것 자체가 적절치 않아 보인다. 1강 2약으로 보는 것이 맞다. 삼성 파운드리 올해 1 분기에도 적자를 지속했다. 2 분기도 큰 변수는 없어 보인다. 적자폭을 줄이는 정도가 될 것으로 보인다. 다만 3분기 또는 4분기 즈음에는 흑자로 전환할 기회가 있을 것으로 기대한다. 삼성은 1 분기 최대 수주를 기록했다고 컨콜에서 밝혔는데, AI 수요 증가를 감안하면 너무나 당연한 내용이 아니었나 생각된다.

도표 3. 삼성전자 HBM vs. Non HBM 비트 비교



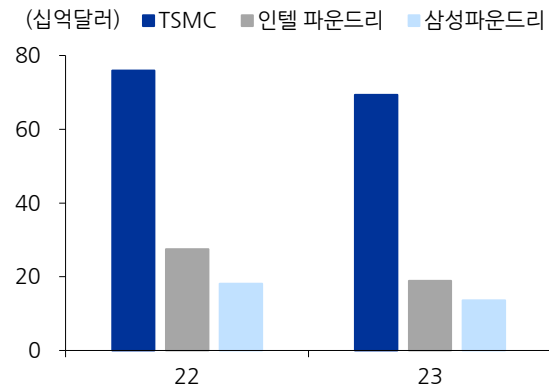
자료: 유진투자증권 추정

도표 4. 삼성전자 HBM vs. Non HBM 매출 비교



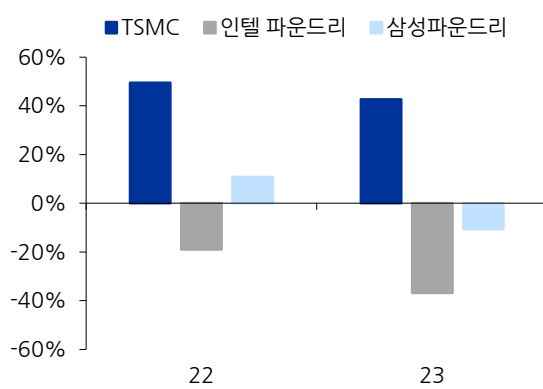
자료: 유진투자증권 추정

도표 5. 파운드리 3사 매출액 비교



자료: 유진투자증권

도표 6. 파운드리 3사 영업이익률



자료: 유진투자증권

SDC(매출 5.4 조원, 영업이익 0.34 조원)

예상대로 부진했다. 매출은 전년동기비 18% 줄었고, 지난 4분기와 비교하면 무려 44%나 감소했다. 누구나 알고 있는 A 사의 부진이 변수가 되었다. 지난해 4분기 출하가 많았던 것이 부메랑이 되어 올해 SDC 실적이 될 전망이다. 2분기도 큰 실적 개선을 기대하기는 쉽지 않을 것으로 예상된다.

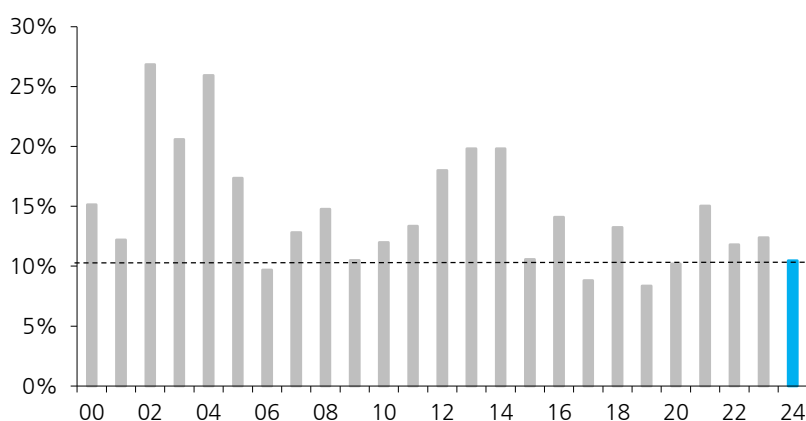
MX/NW (매출 33.5 조원, 영업이익 3.5 조원)

매출 33.5조원으로 2013년 4분기 이후 무려 10년 하고도 1분기 만에 가장 높은 수치다. 1분기만 놓고 비교해 보면 역대 1 위 기록이다. 스마트폰 출하량이 6,000 만대로 가이드스를 상회했다. 영업이익률도 10.5%를 기록해 나름대로는 선방했지만, 기대에는 미치지 못했다. 1분기는 통상 MX/NW 사업부의 수익성이 가장 높은 분기이기 때문이다. 2000년부터 2023년까지 24년간 MX/NW의 분기별 누적 영업이익률은 1분기 13.9%, 2분기 12.6%, 3분기 11.7%, 4분기 10.5%였다. 이런 통계와 최근의 매크로 상황 등을 고려할 때, 올해 MX/NW 사업부의 실적은 지난해 대비 둔화가 불가피해 보인다.

2분기는 스마트폰 출하량 감소, ASP 하락, 부품 가격상승, 달러강세 압박이라는 사중고에 시달리며 매출 27.5 조원, 영업이익 2.5 조원으로 실적이 둔화할 것으로 예상된다.

매출은 역대 1분기
최고기록이지만, 마
진율은 1분기 중
상당히 낮은 편

도표 7. MX/NW 매출 및 영업이익률 비교



자료: 유진투자증권

VD/CE (매출 13.5 조원, 영업이익 0.53 조원)

1분기는 계절적 비수기였지만, 75" 이상 대형 및 NEO QLED와 OLED 등 프리미엄 제품 중심으로 판매에 집중했다. 그러나, 전반적인 TV 시장 수요 정체 및 경쟁 심화에 따른 제반 비용 증가로 VD는 전년비 수익성이 하락했다. 하지만, 가전분야가 지난해 적자에서 흑자로 전환하며 VD/CE 전체 실적은 전년동기비 개선되었다. 2분기 실적은 1분기 대비 소폭 개선된 수준을 예상한다.

도표 1. 삼성전자 분기별 영업이익 전망 (2022~2024)

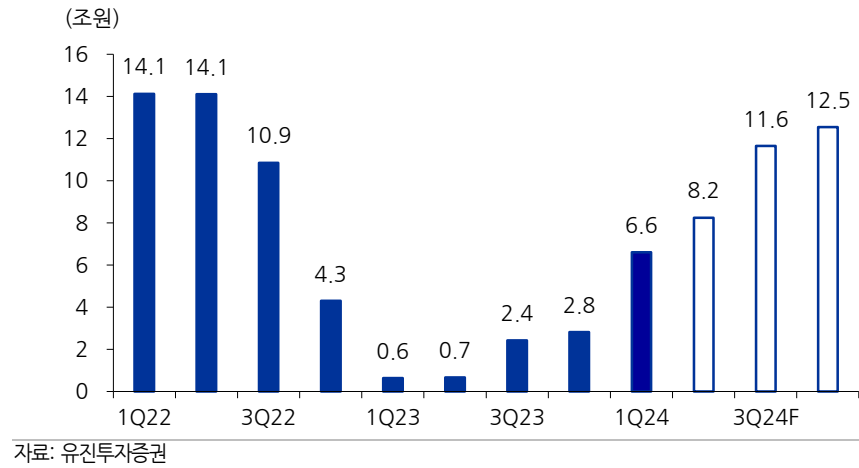


도표 2. 1분기 실적 리뷰 요약

(조원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24		차이		
					삼성발표	유진추정	Y/Y	Q/Q	A/E
원달러	1,276	1,315	1,311	1,321	1,328	1,370			
매출액	63.7	60.0	67.4	67.8	71.9	71.8	20%	6%	0%
반도체	13.7	14.7	16.4	21.7	23.1	22.5	69%	7%	3%
DP	6.6	6.5	8.2	9.7	5.4	6.1	-18%	-44%	-12%
IM	31.8	25.6	30.0	25.0	33.5	32.9	5%	34%	2%
CE	14.1	14.4	13.7	14.3	13.5	13.9	-4%	-5%	-3%
HAR	3.2	3.5	3.8	3.9	3.2	3.2	1%	-18%	0%
조정	-5.7	-4.6	-4.8	-6.8	-6.8	-6.8	20%	1%	0%
영업이익	0.64	0.67	2.43	2.82	6.61	6.60	932%	134%	0%
반도체	-4.58	-4.36	-3.75	-2.18	1.91	1.97	흑전	흑전	-3%
DP	0.78	0.84	1.94	2.01	0.34	0.32	-56%	-83%	6%
IM	3.94	3.04	3.30	2.73	3.51	3.78	-11%	29%	-7%
CE	0.19	0.74	0.38	-0.05	0.53	0.34	179%	흑전	56%
HAR	0.13	0.25	0.45	0.34	0.24	0.13	85%	-29%	85%
조정	0.18	0.16	0.12	-0.03	0.08	0.06			
영업이익률	1.0%	1.1%	3.6%	4.2%	9.2%	9.2%	8.2%	-13.4%	-5.0%
반도체	-33.4%	-29.6%	-22.8%	-10.1%	8.3%	8.8%	41.6%	1.8%	-18.8%
DP	11.8%	13.0%	23.6%	20.8%	6.3%	5.2%	-5.5%	-27.1%	15.6%
IM	12.4%	11.9%	11.0%	10.9%	10.5%	11.5%	-1.9%	-21.4%	-0.6%
CE	1.3%	5.1%	2.8%	-0.4%	3.9%	2.4%	2.6%	-3.6%	-2.8%
HAR	4.1%	7.1%	11.8%	8.7%	7.5%	4.1%	3.4%	-16.2%	4.6%

자료: 유진투자증권

실적 전망

메모리 사이클의 업턴에 힘입어 2 분기 실적은 매출 71.5 조원, 영업이익 4.4 조원으로 개선될 것으로 전망된다. DS 부문 영업이익이 4.4 조원으로 1 분기 대비 2.5 조원 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 반면 MX/NW 사업부는 스마트폰 출하 감소와 ASP 하락, 그리고 반도체 등 부품 코스트 증가의 삼중고를 겪을 것으로 예상되어 영업이익이 2.6 조원으로 전분기 대비 0.9 조원 감소할 것으로 전망된다. 나머지 사업부들의 손익은 1 분기와 큰 차이가 없을 것으로 추정된다.

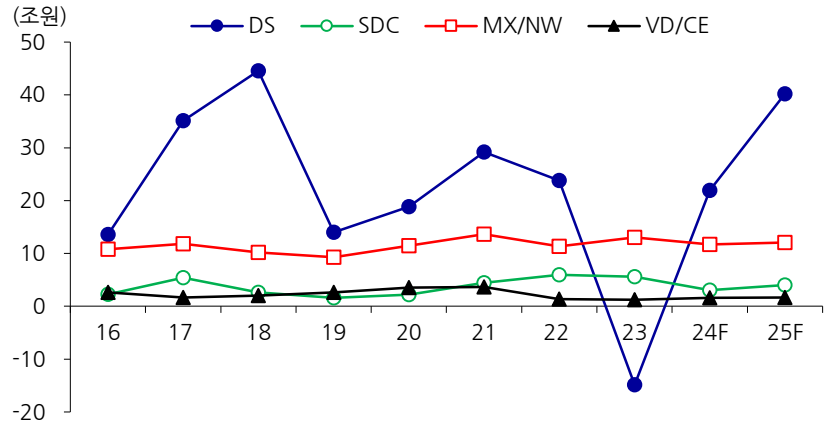
2024 년 SDC와 MX/NW 사업부 손익은 2023 년 대비 감소할 리스크가 있지만, 메모리 반도체는 하반기까지 업턴을 예상한다. 이에 따라, DS 부문의 손익은 지난해 14.9 조원 적자에서 올해는 21.9 조원 흑자로 36.8 조원이나 개선될 것으로 보인다. 2024 년 삼성전자 전사 실적은 매출 306.5 조원, 영업이익 39.3 조원, 순이익 36.4 조원으로 전년비 18%, 498%, 135% 증가할 것으로 전망된다.

도표 3. 실적 추정치 변경 내용 요약

(조원)	신규 추정치			기존 추정치		변경폭		YoY	
	2023F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
원달러	1,306	1,345	1,330	1,330	1,300	15	30		
매출액	258.9	304.5	332.7	306.7	332.5	-1%	0%	18%	9%
반도체	66.6	110.4	133.6	107.7	129.1	3%	3%	66%	21%
DP	31.0	28.1	33.1	30.7	34.8	-9%	-5%	-9%	18%
IM	112.4	120.7	122.1	123.2	125.9	-2%	-3%	7%	1%
CE	56.4	55.8	56.3	55.8	55.3	0%	2%	-1%	1%
HAR	14.4	14.9	15.3	14.8	14.9	1%	3%	4%	2%
기타	-21.9	-25.5	-27.6	-24.5	-27.4	~	~		
영업이익	6.6	39.0	58.4	39.5	57.6	-1%	1%	493%	50%
반도체	-14.9	21.5	38.9	20.8	36.7	3%	6%	흑전	81%
DP	5.6	3.5	4.4	4.0	5.3	-12%	-17%	-37%	25%
IM	13.0	11.4	12.0	12.5	12.8	-9%	-6%	-13%	6%
CE	1.3	1.6	1.7	1.3	1.6	20%	5%	24%	7%
HAR	1.2	1.2	1.3	0.8	1.0	52%	31%	4%	7%
기타	0.4	-0.2	0.1	0.1	0.2	~	~		
순이익	15.5	36.2	49.6	35.4	48.9	2%	2%	134%	37%
EPS (원)	2,131	5,222	7,125	4,986	7,041	5%	1%	145%	36%

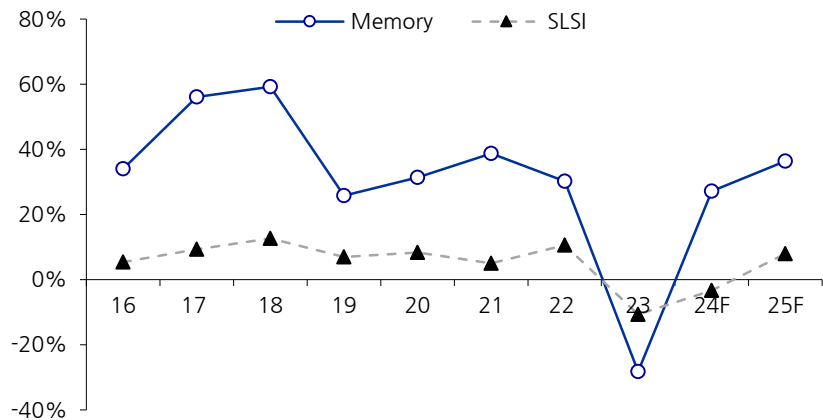
자료: 유진투자증권

도표 4. 삼성전자 사업부별 영업이익 추이



자료: 유진투자증권

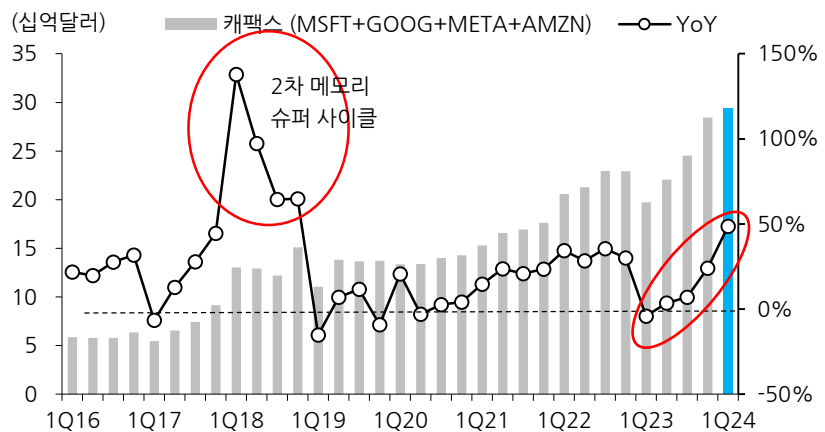
도표 5. 삼성전자 메모리와 SLSI 영업이익률 추이



자료: 유진투자증권

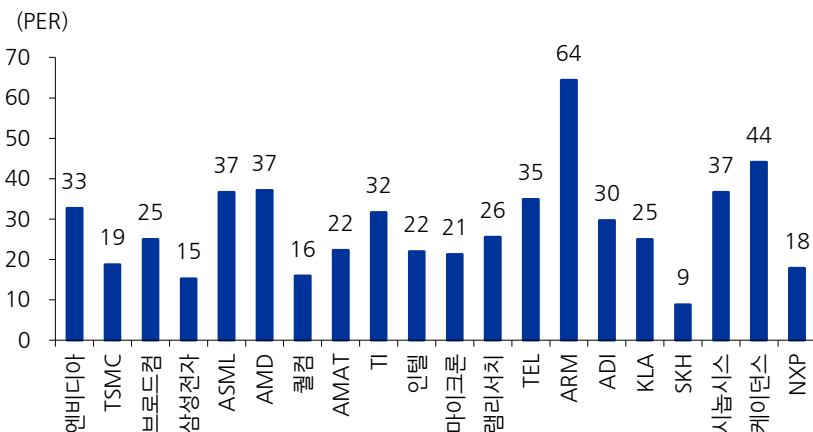
빅테크 4사의 캐팩스는 2017~2018년 2차 메모리 슈퍼 사이클 이후 가장 높은 증가율을 보이고 있다

도표 6. 빅테크 4개사 캐팩스 추이



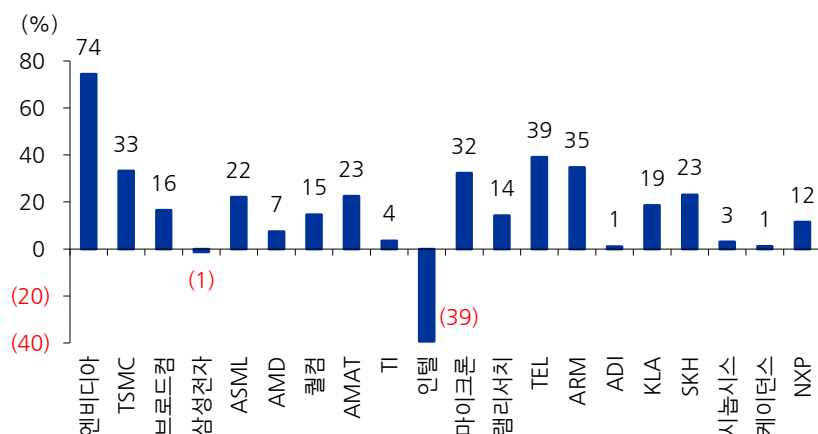
자료: 유진투자증권

도표 7. 반도체 시총 상위 20사 FWD PER 비교



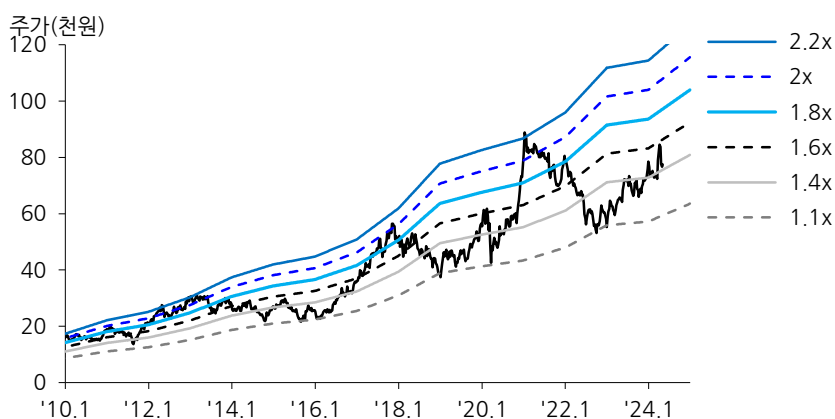
자료: Refinitiv 컨센서스 기준, 유진투자증권

도표 8. 반도체 시총 상위 20사 연초 대비 주가 상승률 (4/30 종가 기준)



자료: 유진투자증권

도표 9. 삼성전자 P/B 밴드



자료: 유진투자증권

도표 10. 주요 가정

Key Data	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
원/달러 (평균)	1,276	1,315	1,311	1,321	1,328	1,370	1,350	1,330	1,290	1,306	1,345	1,330
(기말)	1,302	1,318	1,349	1,288	1,347	1,370	1,350	1,330	1,290	1,306	1,345	1,330
DRAM (GB mil)	2,213	2,550	2,813	3,746	3,177	3,347	3,550	3,892	10,238	11,321	13,965	16,439
B/G	-12%	15%	10%	33%	-15%	5%	6%	10%	0%	11%	23%	18%
ASP (\$/GB)	\$1.9	\$1.7	\$1.8	\$2.0	\$2.4	\$2.6	\$2.8	\$3.0	\$3.4	\$1.9	\$2.6	\$2.9
Chg.	-16%	-8%	5%	13%	20%	7%	7%	8%	-15%	-45%	42%	9%
NAND (TB mil)	56.0	59.0	58.0	78.6	76.7	76.3	76.6	79.4	211	252	309	352
B/G	3%	5%	-2%	36%	-2%	0%	0%	4%	3%	19%	23%	14%
ASP (\$/TB)	\$58	\$54	\$55	\$60	\$79	\$91	\$96	\$96	\$107	\$57	\$91	\$93
Chg.	-18%	-8%	3%	9%	31%	15%	6%	0%	-18%	-47%	59%	3%
OLED (백만장)	88	88	109	129	79	81	106	118	455	414	384	420
Q/Q, Y/Y	-23%	0%	23%	19%	-39%	3%	31%	11%	-2%	-9%	-7%	9%
스마트폰 (백만대)	60.2	53.0	59.0	53.2	59.9	54.8	58.7	54.2	258	225	228	224
Q/Q, Y/Y	4%	-12%	11%	-10%	13%	-9%	7%	-8%	-6%	-13%	1%	-1%
스마트폰 ASP(\$)	\$325	\$269	\$295	\$264	\$336	\$277	\$320	\$299	\$271	\$290	\$309	\$319
Q/Q, Y/Y	36%	-17%	10%	-10%	27%	-18%	16%	-6%	4%	7%	7%	3%
TV 세트(백만대)	8.7	7.8	8.7	9.8	8.5	7.8	8.4	10.0	38.3	35.0	34.8	36.0
Q/Q, Y/Y	-16%	-10%	12%	13%	-13%	-8%	8%	19%	-15%	-8%	-1%	3%

자료: 유진투자증권

도표 11. 부문별 요약 실적

(조원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억달러)	50.0	45.6	51.4	51.3	54.1	52.2	59.4	60.7	235.1	198.3	226.4	250.2
YoY	-23%	-26%	-10%	-1%	8%	14%	16%	18%	-4%	-16%	14%	10%
QoQ	-4%	-9%	13%	0%	5%	-3%	14%	2%				
매출액 (조원)	63.7	60.0	67.4	67.8	71.9	71.6	80.2	80.8	302.2	258.9	304.5	332.7
YoY	-18%	-22%	-12%	-4%	13%	19%	19%	19%	8%	-14%	18%	9%
QoQ	-10%	-6%	12%	1%	6%	0%	12%	1%				
DS	13.7	14.7	16.4	21.7	23.1	26.6	28.9	31.8	98.5	66.6	110.4	133.6
SDC	6.6	6.5	8.2	9.7	5.4	5.7	8.2	8.8	34.4	31.0	28.1	33.1
MX/NW	31.8	25.6	30.0	25.0	33.5	27.2	31.8	28.2	120.8	112.4	120.7	122.1
VD/CE	14.1	14.4	13.7	14.3	13.5	14.4	13.6	14.3	60.6	56.4	55.8	56.3
HAR	3.2	3.5	3.8	3.9	3.2	3.6	4.0	4.1	13.2	14.4	14.9	15.3
연결조정	-5.7	-4.6	-4.8	-6.8	-6.8	-5.9	-6.4	-6.4	-25.3	-21.9	-25.5	-27.6
영업이익 (조원)	0.6	0.7	2.4	2.8	6.6	8.2	11.6	12.6	43.4	6.6	39.0	58.4
YoY	-95%	-95%	-78%	-34%	932%	1133%	377%	346%	-16%	-85%	493%	50%
QoQ	-85%	4%	264%	16%	134%	25%	41%	8%				
DS	-4.6	-4.4	-3.8	-2.2	1.91	4.6	6.6	8.4	23.8	-14.9	21.5	38.9
SDC	0.8	0.8	1.9	2.0	0.34	0.4	1.4	1.4	6.0	5.6	3.5	4.4
MX/NW	3.9	3.0	3.3	2.7	3.51	2.5	3.0	2.4	11.4	13.0	11.4	12.0
VD/CE	0.2	0.7	0.4	-0.1	0.5	0.6	0.3	0.1	1.4	1.3	1.6	1.7
HAR	0.1	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.9	1.2	1.2	1.3
기타	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.4	-0.2	0.1
영업이익률	1.0%	1.1%	3.6%	4.2%	9.2%	11.5%	14.5%	15.6%	14.4%	2.5%	12.8%	17.6%
DS	-33.4%	-29.6%	-22.8%	-10.1%	8.3%	17.3%	22.8%	26.5%	24.2%	-22.3%	19.5%	29.1%
SDC	11.8%	13.0%	23.6%	20.8%	6.3%	6.7%	16.8%	16.0%	17.3%	18.0%	12.5%	13.3%
MX/NW	12.4%	11.9%	11.0%	10.9%	10.5%	9.1%	9.4%	8.4%	9.4%	11.6%	9.4%	9.9%
VD/CE	1.3%	5.1%	2.8%	-0.4%	3.9%	4.2%	2.3%	0.8%	2.2%	2.2%	2.8%	3.0%
HAR	4.1%	7.1%	11.8%	8.7%	7.5%	8.0%	9.0%	8.0%	6.7%	8.1%	8.1%	8.5%
순이익	1.6	1.7	5.8	6.3	6.8	8.0	10.5	10.9	55.7	15.5	36.2	49.6

자료: 유진투자증권

도표 12. 사업부별 상세 실적

실적요약	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (조원)	63.7	60.0	67.4	67.8	71.9	71.6	80.2	80.8	302.2	258.9	304.5	332.7
DS	13.7	14.7	16.4	21.7	23.1	26.6	28.9	31.8	98.5	66.6	110.4	133.6
Memory	8.9	9.0	10.5	15.7	17.4	20.4	22.2	24.6	68.5	44.1	84.6	104.8
DRAM	5.0	5.4	6.3	9.6	9.8	11.4	12.7	14.9	42.3	26.3	48.8	63.3
NAND	3.9	3.5	4.2	6.1	7.6	9.0	9.5	9.7	26.3	17.8	35.8	41.5
SLSI	4.4	5.2	5.4	5.5	5.0	5.7	6.2	6.7	29.9	22.5	25.8	28.7
SDC	6.6	6.5	8.2	9.7	5.4	5.7	8.2	8.8	34.4	31.0	28.1	33.1
Large	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	1.2	0.9	1.0	2.3
Small	6.5	6.3	8.0	9.3	5.2	5.4	7.9	8.4	33.2	30.1	27.0	30.8
MX/NW	31.8	25.6	30.0	25.0	33.5	27.2	31.8	28.2	120.8	112.4	120.7	122.1
MX	30.7	24.6	29.3	24.0	32.8	26.5	31.1	27.4	115.4	108.6	117.7	118.8
NW	1.1	0.9	0.8	1.0	0.7	0.8	0.7	0.8	5.4	3.8	3.0	3.3
VD/CE	14.1	14.4	13.7	14.3	13.5	14.4	13.6	14.3	60.6	56.4	55.8	56.3
VD	7.4	7.3	7.3	8.4	7.2	7.4	7.3	8.5	33.3	30.4	30.5	30.2
DA	6.7	7.1	6.4	5.9	6.3	7.0	6.3	5.8	27.4	26.1	25.4	26.0
Harman	3.2	3.5	3.8	3.9	3.2	3.6	4.0	4.1	13.2	14.4	14.9	15.3
영업이익 (조원)	0.6	0.7	2.4	2.8	6.6	8.2	11.6	12.6	43.4	6.6	39.0	58.4
DS	-4.6	-4.4	-3.8	-2.2	1.9	4.6	6.6	8.4	23.8	-14.9	21.5	38.9
Memory	-4.2	-3.8	-3.1	-1.3	2.7	5.1	6.5	8.0	20.7	-12.5	22.4	36.6
DRAM	-1.2	-0.9	-0.3	1.2	2.2	3.7	4.8	6.4	18.0	-1.1	17.1	28.8
NAND	-3.1	-2.9	-2.8	-2.5	0.5	1.4	1.7	1.7	2.7	-11.3	5.3	7.8
SLSI	-0.3	-0.5	-0.6	-0.9	-0.8	-0.5	0.1	0.4	3.2	-2.4	-0.9	2.3
SDC	0.8	0.8	1.9	2.0	0.3	0.4	1.4	1.4	6.0	5.6	3.5	4.4
Large	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-1.5	-0.9	-0.4	-0.2
Small	1.1	1.1	2.1	2.2	0.4	0.5	1.5	1.5	7.5	6.5	3.9	4.5
MX/NW	3.9	3.0	3.3	2.7	3.5	2.5	3.0	2.4	11.4	13.0	11.4	12.0
MX	3.8	3.0	3.2	2.6	3.5	2.4	2.9	2.3	10.8	12.6	11.1	11.7
NW	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.6	0.4	0.2	0.3
VD/CE	0.2	0.7	0.4	-0.1	0.5	0.6	0.3	0.1	1.4	1.3	1.6	1.7
VD	0.4	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	1.6	1.4	1.4	1.5
CE	-0.2	0.5	-0.1	-0.4	0.2	0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	0.2	0.2
Harman	0.1	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.9	1.2	1.2	1.3
영업이익률	1.0%	1.1%	3.6%	4.2%	9.2%	11.5%	14.5%	15.6%	14.4%	2.5%	12.8%	17.6%
DS	-33.4%	-29.6%	-22.8%	-10.1%	8.3%	17.3%	22.8%	26.5%	24.2%	-22.3%	19.5%	29.1%
Memory	-47.6%	-42.7%	-29.8%	-8.0%	15.7%	24.9%	29.4%	32.7%	30.1%	-28.3%	26.5%	34.9%
DRAM	-23.9%	-16.3%	-4.7%	12.9%	22.4%	32.4%	37.8%	42.6%	42.7%	-4.3%	34.9%	45.5%
NAND	-77.7%	-83.4%	-67.4%	-40.6%	7.1%	15.6%	18.0%	17.4%	10.4%	-63.6%	14.9%	18.8%
SLSI	-7.6%	-10.2%	-11.4%	-16.6%	-16.5%	-8.9%	1.3%	5.7%	10.6%	-10.7%	-3.4%	7.9%
SDC	11.8%	13.0%	23.6%	20.8%	6.3%	6.7%	16.8%	16.0%	17.3%	18.0%	12.5%	13.3%
Large	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-38.4%	-6.5%
Small	16.7%	17.0%	26.8%	23.3%	7.1%	9.0%	18.5%	17.5%	22.6%	21.5%	14.4%	14.8%
MX/NW	12.4%	11.9%	11.0%	10.9%	10.5%	9.1%	9.4%	8.4%	9.4%	11.6%	9.4%	9.9%
MX	12.4%	12.0%	11.1%	11.0%	10.6%	9.2%	9.4%	8.3%	9.3%	11.6%	9.4%	9.9%
NW	11.0%	9.0%	8.0%	9.5%	6.0%	7.0%	10.0%	9.0%	10.5%	9.5%	8.0%	10.0%
VD/CE	1.3%	5.1%	2.8%	-0.4%	3.9%	4.2%	2.3%	0.8%	2.2%	2.2%	2.8%	3.0%
VD	5.3%	3.6%	6.0%	3.6%	4.9%	4.8%	5.2%	3.6%	4.7%	4.6%	4.6%	4.8%
CE	-3.1%	6.7%	-0.9%	-6.0%	2.8%	3.5%	-1.0%	-3.3%	-0.8%	-0.5%	0.7%	0.8%
Harman	4.1%	7.1%	11.8%	8.7%	7.5%	8.0%	9.0%	8.0%	6.7%	8.1%	8.1%	8.5%

자료: 유진투자증권

※ 컨퍼런스콜 Q&A 요약

Q. 메모리) 1 분기 실적 설명 및 2 분기 실적에 대한 전망?

: 1 분기 GenAI 수요 기반 고부가 제품 HBM 과 서버 SSD 비중 늘리며 빛 출하량 확대보다는 ASP 개선 통한 수익성에 주력. 출하량은 DRAM 10% 중반 감소, NAND 한 자릿수 초반 감소, ASP DRAM 20%, ASP NAND 30% 초반으로 시장 기대 상회. 디램, 낸드 공히 흑자로 전환. ASP 상승 등에 따른 재고평가손 환입 영향으로 손익 개선. 2 분기에도 업황 개선에 따른 시장 전반의 가격 상승 추이 지속될 것으로 예상. 하반기 HBM 생산 집중에 따른 디램 선단 공정의 추가 공급 제약 예상. 2 분기 디램 B/G 한 자릿수 초반에서 중후반, 낸드는 전분기 유사 수준. 2 분기 기준 전년비 서버 DRAM 50% 이상, 서버 SSD 는 100% 이상 빛 성장 기대. 2 분기에도 수익성 회복 추세 이어나갈 것

Q. 디스플레이) 폴더블 디스플레이 격차 유지 전략에 대해.

: 재료 개선, 곡률 반경 최적화, 폴더블 적층 구조 최적화 등 기술 개발 중. 신제품에 이러한 기술 반영될 것. 아웃폴딩, 인앤아웃폴딩, 슬라이더블 등 신규 폼팩터 개발 중.

Q. HBM) 올해 및 내년 전체 HBM 공급량은 얼마나 확대? HBM3E 진행 상황?

: 올해 HBM 공급 규모는 빗기준 전년비 3 배 이상. 해당 물량은 공급 협의가 완료된 상태. 25 년 HBM 은 올해 대비 최소 2 배 이상 계획 중이며 고객사와 원활한 협의 진행 중. HBM3E 사업화는 고객사 타임라인 맞춰 순조롭게 진행. 8 단은 초기양산 개시했으며 2 분기말부터 매출 발생 전망.

HBM3E 12 단 샘플을 현재 공급 중이며 2 분기 중 양산 전개 예정. 금년 하반기 예상되는 12 단 제품에 대한 급격한 수요 증가에 대응. HBM3E 는 연말 기준 2024 년 전체 HBM 판매 수량의 2/3 이상이 될 것으로 예상.

Q. 파운드리) 향후 미국 투자 진행과 가동 계획?

: 21 년 테일러 신규팩 투자 결정. 최근 미 정부와 예비 협약을 체결했음. R&D 및 첨단 패키지 라인이 투자 범위에 추가됨에 따라 미국 내 향후 400 억불 이상 투자 예상. 테일러 첫 신규팩 양산 시점은 26 년으로 예상.

Q. GenAI 확산에 따른 NAND 수요 영향?

: 학습 데이터 수 증가에 따른 저장공간 니즈 증대. 기존 Gen4 SSD 4TB 에서 Gen5 8TB 및 16TB 로 고객 요청 증가. 추론에서는 정확성 개선을 위한 데이터 베이스 보관 과정에서 스토리지가 사용됨. 64, 128TB 등 초고용량 SSD 중심으로 공급 문의 증가. GenAI 시장 성장이 DRAM 뿐만 아니라 SSD 수요 또한 가파르게 성장시키고 있음을 뚜렷하게 체감. Gen5 기반 TLC SSD와 초고용량 QLC SSD 등 준비된 제품 기반으로 수요 상승세 대응. 서버 SSD 출하량은 전년비 80% 증가 전망. 서버용 QLC 빛 판매량은 상반기 대비 하반기 3배 수준 증가.

Q. MX) MX 부문 향후 실적과 방향성 전망?

: 2 분기 수익은 예년과 유사하게, 1 분기 3 분기에 비해 소폭 감소. 갤럭시 AI 지원 모델을 늘려 플래그십 판매를 확대하고 스마트폰 라인업에서 업셀링 활성화 하여 에코시스템 제품군 매출을 늘리는 등 지속적으로 믹스 개선 노력 중. 갤럭시 AI 기능 강화와 대세화를 위해 R&D 투자를 지속 확대하는 중

Q. 메모리) 올해 삼성전자가 보는 메모리 수급 전망과 공급 측면 대응 전략?

: 올해 수요는 회복세 전망. 또한, 범용 서버 교체도 가속화 기대. PC, 모바일 교체 주기 도래와 on device AI 확산이 수요 견인할 전망. 모바일은 상반기 고객사들의 적극적 셀인 영향으로 완제품 유통재고가 높아 하반기 세트수요 성장 부담. 공급 관점에서 업계 생산 빗그로스 제한적일 것으로 예상. AI 향 선단제품 수요 급증으로 일부 선단공정 제품 중심으로 공급이 수요를 하회. 연말로 갈수록 시장 전반 수급은 더욱 타이트해지면서, 컨벤셔널 디램인 DDR 및 LPDDR 제품의 수익성도 지속 개선될 것. 서버용 SSD 도 수요 증가해 ASP 상승에 따른 실적 개선 전망. 선단공정 공급 역량 더욱 강화하고 고객 수요 원활히 대응.,

Q. 이미지센서) 시황과 대응전략?

: 채널 재고 소진, 주요 카메라 모듈사 가동률 상승 중. 우리 1~2 분기 가동률도 높은 수준. 세트업체의 카메라 차별화 요구 증가. 픽셀 웨이퍼는 우리가 직접 생산. 로직 웨이퍼는 아웃 소싱하는 팹 라이트 전략으로 운영 중.

삼성전자(005930.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계	352,564	448,425	455,906	496,457	540,280
유동자산	181,385	218,471	195,937	226,384	251,302
현금성자산	108,780	114,784	91,772	119,270	145,502
매출채권	39,310	35,722	36,647	41,591	44,516
재고자산	26,766	52,188	51,626	46,067	47,677
비유동자산	171,179	229,954	259,969	270,073	288,977
투자자산	30,650	41,691	49,971	46,573	50,842
유형자산	119,825	168,045	187,256	201,515	215,848
기타	20,704	20,218	22,742	21,985	22,287
부채총계	89,684	93,675	92,228	100,762	101,055
유동부채	63,783	78,345	75,719	84,454	84,710
매입채무	20,721	10,645	11,320	12,895	13,451
유동성이자부채	15,240	6,236	8,423	8,531	8,357
기타	27,822	61,464	55,976	63,029	62,902
비유동부채	25,901	15,330	16,509	16,308	16,346
비유동이자부채	3,172	4,097	4,262	4,091	4,151
기타	22,729	11,233	12,246	12,217	12,195
자본총계	262,880	354,750	363,678	395,695	439,224
지배지분	254,915	345,186	353,234	384,257	426,529
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	254,583	337,946	346,652	375,862	418,019
기타	(4,969)	1,938	1,280	3,095	3,208
비지배지분	7,965	9,563	10,444	11,437	12,695
자본총계	262,880	354,750	363,678	395,695	439,224
총차입금	18,412	10,333	12,686	12,622	12,507
순차입금	(90,368)	(104,450)	(79,086)	(106,648)	(132,995)

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업현금	45,383	62,181	44,137	91,977	93,281
당기순이익	21,739	55,654	15,487	36,192	49,641
자산상각비	29,598	39,108	38,667	41,198	42,965
기타비현금성손익	7,238	(15,581)	(4,557)	19,415	13,331
운전자본증감	(2,546)	(16,999)	(5,459)	(4,828)	(12,656)
매출채권감소(증가)	1,829	6,332	236	(3,363)	(1,564)
재고자산감소(증가)	2,135	(13,311)	(3,207)	3,343	(4,441)
매입채무증가(감소)	(1,305)	(6,742)	1,104	(1,417)	(2,546)
기타	(5,204)	(3,278)	(3,592)	(3,392)	(4,105)
투자현금	(39,948)	(31,603)	(16,923)	(56,530)	(58,142)
단기투자자산감소	(2,738)	15,214	39,422	(1,330)	(742)
장기투자증권감소	3,234	3,879	(742)	0	0
설비투자	25,368	49,430	57,611	52,000	54,000
유형자산처분	513	218	98	0	0
무형자산처분	(3,243)	(3,673)	(2,911)	(3,200)	(3,400)
재무현금	(9,485)	(19,390)	(8,593)	(9,885)	(9,931)
차입금증가	156	(9,576)	1,281	(64)	(115)
자본증가	(9,639)	(9,814)	(9,864)	(9,809)	(9,809)
배당금지급	9,639	9,814	9,864	9,809	9,809
현금 증감	(3,455)	10,649	19,400	26,168	25,490
기초현금	30,341	39,031	49,681	69,081	95,249
기말현금	26,886	49,681	69,081	95,249	120,739
Gross Cash flow	59,182	88,728	52,007	88,102	109,866
Gross Investment	39,756	63,816	61,803	60,028	70,056
Free Cash Flow	19,426	24,911	(9,797)	28,073	39,810

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	230,401	302,231	258,935	304,474	332,707
증가율(%)	(3.8)	31.2	(14.3)	17.6	9.3
매출원가	147,240	190,042	180,389	180,086	202,500
매출총이익	83,161	112,190	78,547	124,388	130,207
판매 및 일반관리비	55,393	68,813	71,980	80,700	83,816
기타영업손익	(2)	24	5	12	4
영업이익	27,769	43,377	6,567	38,975	58,439
증가율(%)	(48.2)	56.2	(84.9)	493.5	49.9
EBITDA	57,366	82,484	45,234	80,173	101,404
증가율(%)	(24.3)	43.8	(45.2)	77.2	26.5
영업외손익	2,664	3,064	4,439	5,561	5,860
이자수익	2,815	2,720	4,358	4,570	4,740
이자비용	686	763	930	710	600
지분법손익	413	1,091	888	1,110	1,260
기타영업손익	122	16	124	591	460
세전순이익	30,432	46,440	11,006	44,536	64,299
증가율(%)	(45.8)	52.6	(76.3)	304.6	44.4
법인세비용	8,693	(9,214)	(4,481)	8,419	14,659
당기순이익	21,739	55,654	15,487	36,192	49,641
증가율(%)	(48.5)	156.0	(72.2)	133.7	37.2
지배주주지분	21,505	54,730	14,473	35,470	48,400
증가율(%)	(48.0)	154.5	(73.6)	145.1	36.5
비지배지분	234	924	1,014	722	1,241
EPS(원)	3,166	8,057	2,131	5,222	7,125
증가율(%)	(41.3)	154.5	(73.6)	145.1	36.5
수정EPS(원)	3,166	8,057	2,131	5,222	7,125
증가율(%)	(41.3)	154.5	(73.6)	145.1	36.5

주요투자지표

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,166	8,057	2,131	5,222	7,125
BPS	37,528	50,817	52,002	56,569	62,792
DPS	1,416	1,444	1,444	1,444	1,444
밸류에이션(배, %)					
PER	17.6	4.8	36.4	14.8	10.9
PBR	1.5	0.8	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	4.9	5.4	9.7	5.1	3.8
배당수익율	2.5	3.7	1.9	1.9	1.9
PCR	6.4	3.0	10.1	6.0	4.8
수익성(%)					
영업이익율	12.1	14.4	2.5	12.8	17.6
EBITDA이익율	24.9	27.3	17.5	26.3	30.5
순이익율	9.4	18.4	6.0	11.9	14.9
ROE	8.7	17.1	4.1	9.6	11.9
ROIC	13.1	15.5	1.9	11.9	16.4
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(34.4)	(29.4)	(21.7)	(27.0)	(30.3)
유동비율	284.4	278.9	258.8	268.1	296.7
이자보상배율	40.5	56.8	7.1	54.9	97.4
활동성(회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	6.0	7.9	7.2	7.8	7.7
재고자산회전율	8.3	6.5	5.0	6.2	7.1
매입채무회전율	11.5	25.1	23.6	25.1	25.3

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	1%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.03.31 기준)

