

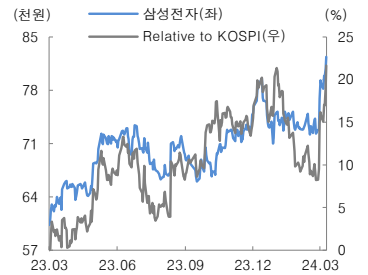
삼성전자
(005930)

신석환 seokhwan.shin@daishin.com
박강호 kangho.park@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 100,000
매수, 신규
현재주가 82,400
(23.03.29)
반도체 업종

KOSPI	2746.63
시가총액	547,866십억원
시가총액비중	25.40%
자본금(보통주)	778십억원
52주 최고/최저	82,400원 / 62,300원
120일 평균거래대금	11,862억원
외국인지분율	55.32%
주요주주	삼성생명보험 외 16 인 20.19%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.3	5.0	20.5	31.4
상대수익률	8.0	1.5	8.1	16.9



Initiation

메모리 반도체 성장
사이클이 다가온다

- 12단 HBM3E의 하반기 시장 침투 전망에 따라 밸류에이션 디스카운트 축소
- 1Q24 매출액 74.1조원, 영업이익 5.6조원 추정, 실적이 빠른 속도로 개선
- AI 수요 확대 기조가 레거시 제품 수요까지 확산 및 4분기 파운드리 사업부 흑전

투자 의견 매수, 목표주가 100,000원으로 커버리지 개선

목표주가는 25년 BPS에 과거 5개년 상단 평균 P/B 1.7x를 적용하여 산출. 2H24 HBM 공급 기대와 AI 수요 확대 기조가 레거시 제품 수요까지 확산되며 25년 메모리 반도체의 구조적인 성장 예상. 고부가 제품(HBM, DDR5) 공급 확대가 상반기부터 시작하며 경쟁사와의 밸류에이션 격차를 축소해 나갈 것으로 판단

턴어라운드 조건: HBM3E 공급 가시화 및 파운드리 개선

삼성전자는 HBM 공급이 다소 지연되며 경쟁사대비 밸류에이션 디스카운트를 받고 있음. 당사는 12Hi HBM3E 쉘 테스트가 진행되고 있으며, 하반기 본격 양산에 돌입할 것으로 예상. HBM3E 양산 시점과 결과에 따라 밸류에이션 리레이팅이 이루어질 전망. 23년 파운드리 사업은 대규모 적자를 기록하였으나 올해 최대 수주 달성 및 하반기 흑자 전환 예상

예상보다 빠르게 개선되는 실적

1Q24 매출액 74.1조원(+9% qoq), 영업이익 5.6조원(+99% qoq)로 실적 개선이 빠르게 이루어지고 있음. 부문별 영업이익으로는 DS 0.7조원, DX 4.0조원, SDC 0.7조원, 하반 0.1조원으로 추정. 하반기 HBM의 공급과 레거시 제품의 수요 증가에 따라 실적 성장 속도는 예상보다 가파르게 나타날 것

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, 배, %)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	279,605	302,231	258,935	301,295	345,485
영업이익	51,634	43,377	6,567	33,683	56,069
세전순이익	53,352	46,440	11,006	38,524	58,668
총당기순이익	39,907	55,654	15,487	30,434	46,347
지배지분순이익	39,244	54,730	14,473	29,621	45,110
EPS	5,777	8,057	2,131	4,361	6,641
PER	13.6	6.9	36.8	17.6	11.6
BPS	43,611	50,817	52,002	54,856	60,013
PBR	1.8	1.1	1.6	1.5	1.4
ROE	13.9	17.1	4.1	8.2	11.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

표 9. 디램 낸드 빛그로스 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
DRAM 출하 (M Gb)	19,121	22,180	24,398	32,449	27,582	28,409	30,114	30,475	88,122	98,148	116,580
QoQ	-11%	16%	10%	33%	-15%	3%	6%	1%			
YoY	-16%	-8%	24%	51%	44%	28%	23%	-6%	-1%	11%	19%
DRAM ASP/Gb (USD)	0.21	0.19	0.20	0.23	0.25	0.27	0.31	0.32	0.37	0.21	0.29
QoQ	-14%	-8%	6%	14%	8%	9%	13%	4%			
YoY	-53%	-56%	-42%	-4%	20%	43%	52%	38%	-16%	-43%	37%
NAND 출하 (M GB)	52,776	54,887	53,789	72,616	67,533	69,559	73,732	76,681	200,767	234,068	287,505
QoQ	3%	4%	-2%	35%	-7%	3%	6%	4%			
YoY	-2%	10%	18%	42%	28%	27%	37%	6%	2%	17%	23%
NAND ASP/GB (USD)	0.06	0.05	0.05	0.06	0.07	0.07	0.08	0.08	0.10	0.06	0.08
QoQ	-17%	-8%	3%	9%	18%	8%	5%	3%			
YoY	-51%	-57%	-43%	-15%	21%	42%	45%	38%	-16%	-44%	36%

자료: 대신증권 리서치센터

표 10. 삼성전자 실적추정 Table

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	63,745	60,006	67,405	67,780	74,124	71,960	79,194	76,017	302,231	258,935	301,295
DS	13,735	14,729	16,438	21,692	21,728	23,350	26,175	27,132	98,455	66,595	98,385
Memory	8,872	9,322	10,252	15,524	15,202	16,900	19,344	20,099	67,085	43,970	71,546
DRAM	5,044	5,548	6,457	9,901	9,055	10,166	11,993	12,379	41,427	26,950	43,594
NAND	3,828	3,774	3,795	5,623	6,147	6,734	7,351	7,720	25,658	17,019	27,952
System LSI + Foundry	4,863	5,407	6,187	6,168	6,526	6,449	6,831	7,032	31,370	22,625	26,839
DX	46,223	40,206	44,015	39,548	47,090	43,394	46,068	41,969	182,490	169,992	178,520
Consumer Electronics	14,403	14,656	14,014	14,507	13,470	13,304	12,939	12,604	61,664	57,580	52,316
IT & Mobile	31,820	25,551	30,002	25,041	33,620	30,090	33,129	29,365	120,826	112,413	126,204
SDC	6,614	6,483	8,219	9,660	7,331	6,996	8,142	8,549	34,383	30,975	31,019
Harman	3,166	3,496	3,803	3,924	3,728	3,915	4,110	4,316	13,214	14,389	16,069
영업이익	640	669	2,434	2,825	5,634	7,333	10,311	10,405	43,377	6,567	33,683
DS	-4,582	-4,362	-3,754	-2,182	740	2,469	4,517	5,533	23,816	-14,879	13,258
Memory	-4,789	-3,115	-3,002	-1,331	1,471	3,003	4,840	5,241	18,504	-12,236	14,555
DRAM	-1,659	-381	-479	885	1,848	2,717	4,453	4,692	16,189	-1,634	13,709
NAND	-3,130	-2,734	-2,522	-2,216	-377	286	387	549	2,315	-10,602	845
System LSI + Foundry	207	-1,247	-747	-851	-731	-534	-324	292	5,312	-2,638	-1,297
DX	4,209	3,829	3,728	2,618	3,997	3,629	4,052	3,098	12,749	14,385	14,776
Consumer Electronics	269	789	427	-112	179	276	423	333	1,368	1,373	1,211
IT & Mobile	3,940	3,040	3,301	2,731	3,818	3,353	3,629	2,765	11,381	13,012	13,564
SDC	776	843	1,935	2,012	733	852	1,363	1,460	5,953	5,566	4,408
Harman	129	251	450	343	164	383	380	314	881	1,174	1,241
영업이익률	1%	1%	4%	4%	8%	10%	13%	14%	14%	3%	11%
DS	-33%	-30%	-23%	-10%	3%	11%	17%	20%	24%	-22%	13%
Memory	-54%	-33%	-29%	-9%	10%	18%	25%	26%	28%	-28%	20%
DRAM	-33%	-7%	-7%	9%	20%	27%	37%	38%	39%	-6%	31%
NAND	-82%	-72%	-66%	-39%	-6%	4%	5%	7%	9%	-62%	3%
System LSI + Foundry	4%	-23%	-12%	-14%	-11%	-8%	-5%	4%	17%	-12%	-5%
DX	9%	10%	8%	7%	8%	8%	9%	7%	7%	8%	8%
Consumer Electronics	2%	5%	3%	-1%	1%	2%	3%	3%	2%	2%	2%
IT & Mobile	12%	12%	11%	11%	11%	11%	11%	9%	9%	12%	11%
SDC	12%	13%	24%	21%	10%	12%	17%	17%	17%	18%	14%
Harman	4%	7%	12%	9%	4%	10%	9%	7%	7%	8%	8%

자료: 대신증권 Research Center

I . 투자포인트

디램/낸드 가격 상승과 하반기 HBM3E 공급 진입

AI수요 확대 기조가
스마트폰/서버/PC까지
확산

고부가 제품인 DDR5 세대교체가 가속화되며 수요가 빠르게 증가하고 디램/낸드의 가격 상승 효과가 나타날 전망이다. 스마트폰과 일반 Server의 수요가 아직까지 크게 올라오는 모습은 아니지만 하반기로 갈수록 서버향 제품 공급이 증가할 것으로 예상된다. 특히 온디바이스AI로 인해 신규 IT기기의 교체수요와 메모리 탑재량 증가가 늘어나며, 분기별 실적 회복세에 기여하고 있다. 파운드리 사업부의 24년 연간 매출액은 26.8조원, 영업이익자 -1.3조원으로 예상되나, 수주 증가 및 수출 개선으로 4분기 흑자전환으로 돌아설 것으로 전망한다.

HBM3E 시장 진입

삼성전자는 엔비디아향 HBM3E 쉘 테스트를 진행 중에 있으며, 하반기부터 공급이 시작될 것으로 예상된다. 경쟁사대비 주가의 디스카운트가 되기 시작했던 시점이 HBM이 화두가된 23년부터이다. HBM3E가 본격적으로 공급되는 2H24~25년에는 시장 점유율 격차를 축소할 것이며, 25년 동사의 이익률 상승에 크게 기여할 전망이다.

그림 82. HBM 공급 로드맵

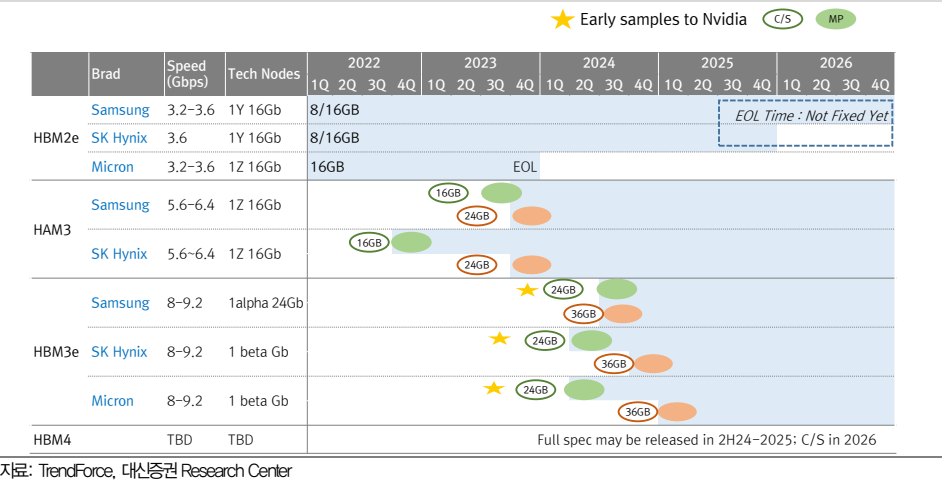
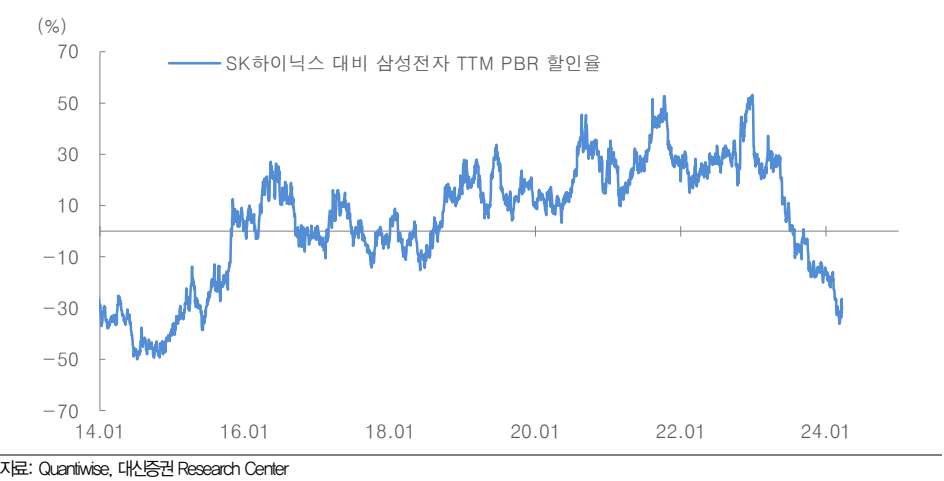


그림 83. HBM 공급 로드맵



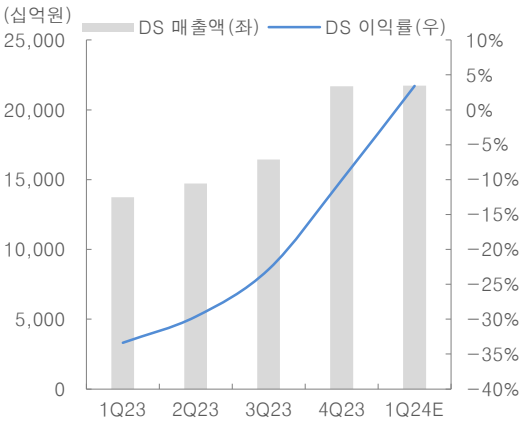
II. 실적추정 및 밸류에이션

24년 1분기 시작부터 좋다

DS부문 1Q24 DS 사업부 매출액과 영업이익은 각각 21.7조원, 0.7조원으로 전분기대비 이익률이 눈에 띄게 개선될 것이다. 세부 사업별로 보면 1) Dram 매출액: 9.1조원, 영업이익: 1.8조원, 2) Nand 매출액: 6.1조원, 영업이익자 -0.4조원, 3) 파운드리 LSI: 매출액: 6.5조원, 영업이익자 -0.7조원으로 추정한다. Dram은 고부가제품인 DDR5 수요가 증가와 가격 상승 효과가 발생, Nand는 공급 조절과 낸드 가격 상승에 따른 재고 평가손 환입이 일부 발생할 전망이다. (1분기 Dram 빗 그로스는 QoQ -15%, ASP는 QoQ +8% // Nand 빗 그로스 QOQ -7%, ASP는 QoQ +18%로 예상한다)

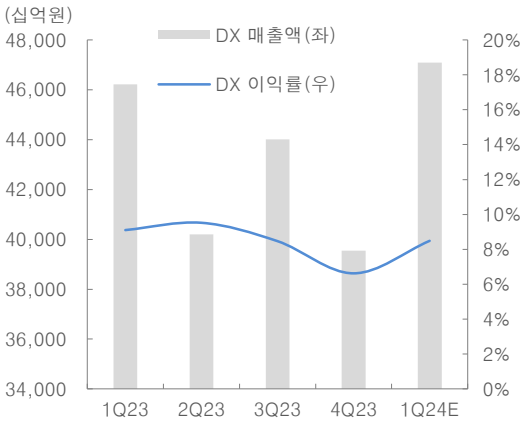
DX 부문 1분기 DX 사업부 매출액 47.1조원, 영업이익 4.0조원, OPM은 8%로 전년과 유사한 이익률을 나타낼 것이다. MX 사업부 매출액과 영업이익은 각각 33.6조원, 영업이익 3.8조원으로 소폭 탑라인 성장을 보여줄 것으로 기대되나, VD/CE 사업부의 매출이 전년동기 대비 소폭 감소할 전망이다.

그림 84. 삼성전자 DS 사업부 매출액, 영업이익률



자료: 대신증권 Research Center

그림 85. 삼성전자 DX 매출액, 매출 증감률 전망



자료: 대신증권 Research Center

목표주가 100,000 원으로 커버리지 개시

밸류 부담이 덜한 시점

투자자의견 매수, 목표주가 100,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 25년 BPS 60,013원에 과거 5개년 상단 평균 1.7x를 적용하여 산출하였다. 2H24 HBM 공급 기대와 AI 수요 확대 기조가 레거시 제품 수요 증대로 확대되며 25년 메모리 반도체의 구조적인 성장을 보여줄 것이다. 동사는 고부가 제품(HBM, DDR5) 중심으로 공급 확대가 이루어지고 있으며, HBM3E 공급 확정 시 경쟁사와의 밸류에이션 격차를 빠르게 축소해 나갈 것으로 판단한다.

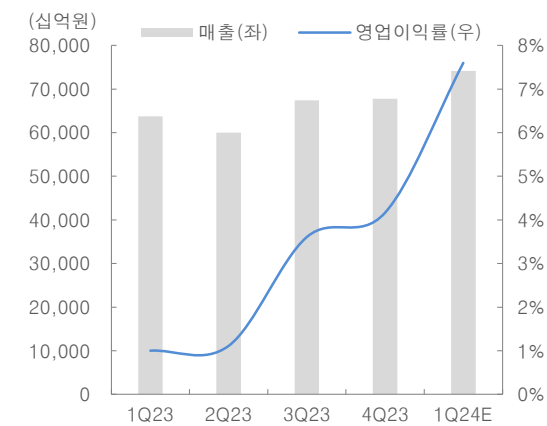
표 11. 삼성전자 Valuation Table

(단위: 원, 배, 십억원)

	2024F	2025F
BPS(원)	54,856	60,013
Target P/B	1.7	1.7
적정주가(원)		100,821
목표주가(원)		100,000
현재주가(원) (2024.03.29)		82,400
현재 P/B		1.4
Upside Potential		22.4%

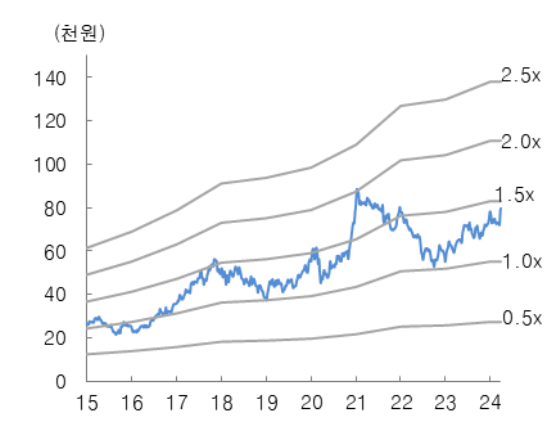
주1: 2025 BPS에 목표 P/B는 과거 5개년 상단 평균 1.7배를 적용하여 산출
자료: 대신증권 Research Center

그림 86. 삼성전자 전사 매출액, 영업이익률 전망



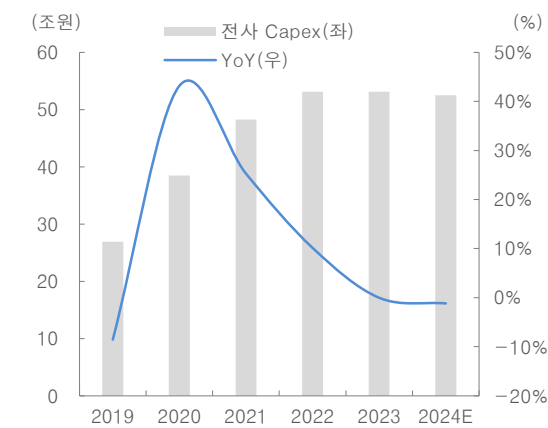
자료: 대신증권 Research Center

그림 87. 삼성전자 PBR 밴드 추이



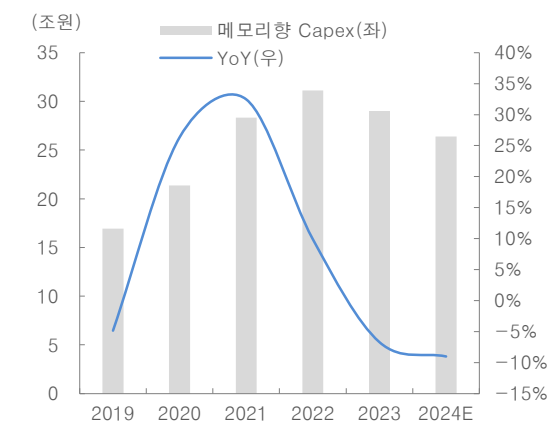
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 88. 삼성전자 CAPEX 전망



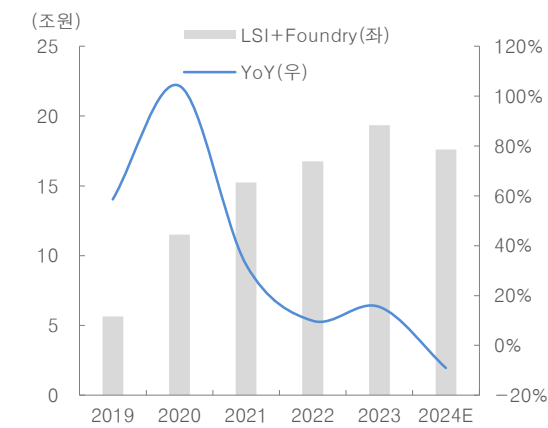
자료: 대신증권 Research Center

그림 89. 삼성전자 메모리항 CAPEX 전망



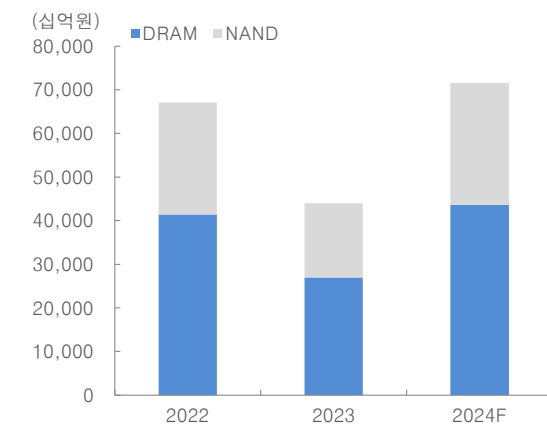
자료: 대신증권 Research Center

그림 90. 삼성전자 LSI 파운드리 CAPEX



자료: 대신증권 Research Center

그림 91. 삼성전자 디램, 낸드 연간 매출 추이



자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	279,605	302,231	258,935	301,295	345,485
매출원가	166,411	190,042	180,389	188,733	208,643
매출총이익	113,193	112,190	78,547	112,562	136,842
판매비와판매비	61,560	68,813	71,960	78,878	80,773
영업이익	51,634	43,377	6,567	33,683	56,069
영업이익률	18.5	14.4	2.5	11.2	16.2
EBITDA	85,881	82,484	45,234	73,059	99,496
영업외손익	1,718	3,064	4,439	4,841	2,599
관계기업손익	730	1,091	888	888	888
금융수익	8,543	20,829	16,100	16,656	15,383
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-7,705	-19,028	-12,646	-12,800	-13,769
외환관련손실	6,486	16,810	10,711	11,000	12,000
기타	150	172	97	97	97
법인세비용차감전순이익	53,352	46,440	11,006	38,524	58,668
법인세비용	-13,444	9,214	4,481	-8,090	-12,320
계속사업순이익	39,907	55,654	15,487	30,434	46,347
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	39,907	55,654	15,487	30,434	46,347
당기순이익률	14.3	18.4	6.0	10.1	13.4
비재계분순이익	664	924	1,014	813	1,237
재계분순이익	39,244	54,730	14,473	29,621	45,110
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1,000	401	335	168	84
포괄순이익	49,910	59,660	18,837	32,109	47,185
비재계분포괄이익	872	915	992	857	1,260
재계분포괄이익	49,038	58,745	17,846	31,252	45,925

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	5,777	8,057	2,131	4,361	6,641
PER	136	6.9	36.8	17.6	11.6
BPS	43,611	50,817	52,002	54,856	60,013
PBR	1.8	1.1	1.6	1.5	1.4
EBITDAPS	12,643	12,143	6,659	10,756	14,648
EV/EBITDA	5.0	3.4	10.6	6.8	5.0
SPS	41,163	44,494	38,120	44,356	50,861
PSR	1.9	1.2	2.2	1.9	1.6
CFPS	13,097	13,062	7,656	11,265	15,155
DPS	1,444	1,444	1,444	1,444	1,444

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증감률	18.1	8.1	-14.3	16.4	14.7
영업이익 증감률	43.5	-16.0	-84.9	412.9	66.5
순이익 증감률	51.1	39.5	-72.2	96.5	52.3
수익성					
ROIC	18.1	21.1	3.4	8.9	13.5
ROA	12.8	9.9	1.5	7.2	11.2
ROE	13.9	17.1	4.1	8.2	11.6
안정성					
부채비율	39.9	26.4	25.4	25.5	24.8
순차입금비율	-34.7	-29.6	-21.9	-16.2	-15.5
이자보상배율	119.7	56.8	7.1	30.4	43.5

자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	218,163	218,471	195,937	195,910	216,789
현금및현금성자산	39,031	49,681	69,081	68,873	79,277
매출채권 및 기타채권	45,211	41,871	43,281	49,798	56,615
재고자산	41,384	52,188	51,626	60,071	68,882
기타유동자산	92,537	74,731	31,949	17,167	12,015
비유동자산	208,458	229,954	259,969	285,717	306,944
유형자산	149,929	168,045	187,256	208,908	226,440
관계기업투자금	8,932	10,894	11,767	12,700	13,633
기타비유동자산	49,597	51,015	60,946	64,108	66,871
자산총계	426,621	448,425	455,906	481,626	523,733
유동부채	88,117	78,345	75,719	80,023	84,508
매입채무 및 기타채무	58,260	58,747	53,550	55,401	57,333
차입금	13,688	5,147	7,115	9,260	11,405
유동상채무	1,330	1,089	1,309	1,220	1,220
기타유동부채	14,839	13,362	13,746	14,142	14,549
비유동부채	33,604	15,330	16,509	17,968	19,526
차입금	510	570	538	892	1,247
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	33,094	14,760	15,971	17,075	18,279
부채총계	121,721	93,675	92,228	97,991	104,034
자본자본	296,238	345,186	353,234	372,618	407,646
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	293,065	337,946	346,652	366,464	401,765
기타자본변동	-2,128	1,938	1,280	852	580
비자본자본	8,662	9,563	10,444	11,017	12,053
자본총계	304,900	354,750	363,678	383,635	419,699
순차입금	-105,758	-104,894	-79,721	-62,321	-65,072

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	65,105	62,181	44,137	56,373	76,794
당기순이익	39,907	55,654	15,487	30,434	46,347
비현금항목의 가감	49,056	33,073	36,520	46,088	56,598
감가상각비	34,247	39,108	38,667	39,376	43,427
외환손익	0	0	0	391	1,391
자본법정이익의	-730	-1,091	-888	-888	-888
기타	15,538	-4,944	-1,259	7,208	12,667
자산취득의 증감	-16,287	-16,999	-5,459	-16,181	-16,725
기타현금흐름	-7,571	-9,547	-2,410	-3,967	-9,427
투자활동 현금흐름	-33,048	-31,603	-16,923	-49,045	-58,938
투자자산	4,841	6,513	5,350	-933	-933
유형자산	-46,764	-49,213	-57,513	-58,702	-58,964
기타	8,875	11,097	35,240	10,589	959
재무활동 현금흐름	-23,991	-19,390	-8,593	-7,408	-7,318
단기차입금	-2,617	-8,339	2,145	2,145	2,145
사채	-895	-1,508	-1,220	0	0
장기차입금	58	272	355	355	355
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-20,510	-9,814	-9,864	-9,809	-9,809
기타	-27	0	-9	-98	-9
현금의 증감	9,649	10,649	19,400	-208	10,403
기초 현금	29,383	39,031	49,681	69,081	68,873
기말 현금	39,031	49,681	69,081	68,873	79,277
NOPLAT	38,622	51,982	9,241	26,610	44,295
FCF	23,042	37,987	-12,615	4,263	25,736