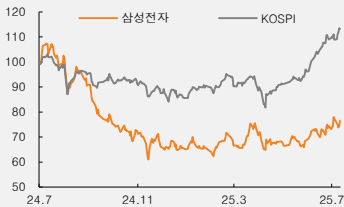


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 78,000원
현재주가(25/7/11)	62,600원
상승여력	24.6%

영업이익(25F,십억원)	29,336
Consensus 영업이익(25F,십억원)	28,514
EPS 성장률(25F,%)	-5.1
MKT EPS 성장률(25F,%)	24.6
P/E(25F,x)	13.3
MKT P/E(25F,x)	11.6
KOSPI	3,175.77
시가총액(십억원)	370,569
발행주식수(백만주)	5,920
유동주식비율(%)	75.9
외국인 보유비중(%)	49.8
베타(12M) 일간수익률	1.15
52주 최저가(원)	49,900
52주 최고가(원)	87,700

(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.5	13.2	-28.5
상대주가	-4.3	-10.3	-34.9



[반도체]

김영건

younggun.kim.a@miraeeasset.com

김제호

jaeho.kim.b@miraeeasset.com

005930 · 반도체

삼성전자

실망감도 이미 반영된 주가

투자 의견 및 밸류에이션

동사에 대한 12개월 목표주가를 78,000원(기존 80,000원)으로 하향한다. 주가/순자산 목표 배수를 1.2배(기존 1.3배)로 낮췄다. P/B 1.3배라는 눈높이가 과하게 높은 것은 아니지만, 메모리 업계 가장 고부가 자산인 HBM에 대한 불용처리 상각은 단순히 규모의 차원을 넘어 이를 생산한 설비 자산, 기술력과 영업권 등 무형자산이 온전히 작동해 지렛대 효과를 발휘하고 있다고 보기 어렵다는 반증이라는 판단이다.

동사의 북미 최대 GPU 제조사인 HBM 3E 12단 납품이 3Q25 이후로 미뤄졌다. 업계 모두가 생산 가능했던 원가 경쟁 위주의 범용 제품 시장에서 특정 제조사만 가능한 경쟁 구도가 되다보니 선두 업체는 보수적 투자 기조를 통해 불확실성을 줄이고 수익성을 극대화하는 여유를 누리고 있다.

시장조사기관 IDC에 따르면 26년 HBM 시장 Bit growth는 30%대로 시장 컨센서스(40%대)에 비해 낮으며, 그마저도 HBM4의 Bit 비중은 24%로 높다. HBM3E의 제품 수명이 길지 않다는 의미다. 동사는 이제 투자자들에게 현실성 있고 예측 가능한 현실적 로드맵과 가이던스를 공식 IR 채널을 통해 제시할 필요가 있어보인다.

비록 아쉬운 결과에도 불구하고 '매수'의 의견을 유지하는 이유는 여전히 스마트폰과 플렉서블 디스플레이, 범용 메모리 시장에서의 시장 지배력의 지위를 고수하고는 있기에 P/B 배수의 1배 이하로의 할인은 무리라는 판단이며, 공시를 통해 밝힌 3.9조원 규모의 자사주 매입에 따른 수급적 효과와 향후 소각 등을 통한 주주환원을 기대하기 때문이다.

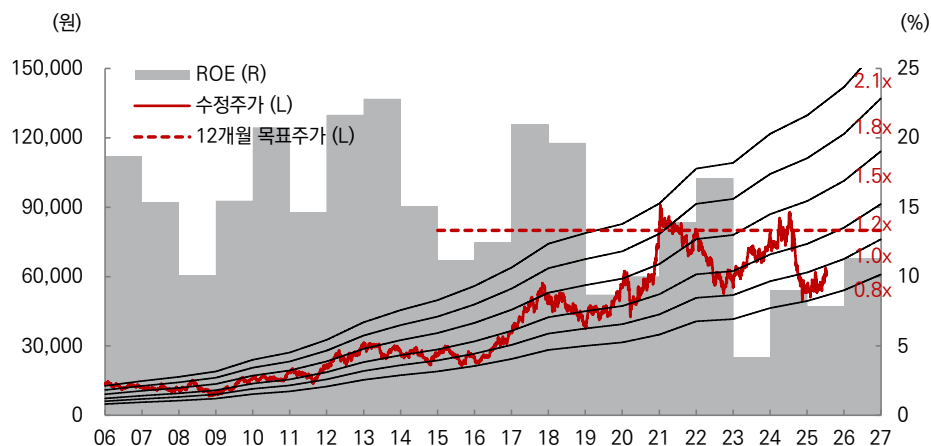
글로벌 가속기 산업에서의 구매 주체들은 N사-T사-H사로 이어지는 역사상 유례를 찾기 어려운 단일 공급망 체제에 의존하고 있다. 이에 대한 유일한 대안은 동사의 경쟁력 회복이다. 동사는 최근 6개 분기동안 R&D 투입 비중을 높이며 기술력 확보에 사활을 걸고 있는 것으로 보인다. 당사는 동사의 26년/27년 HBM 점유율을 26%/35%로 추정하고 있다.

동사의 2Q25 잠정실적은 매출액 74.1조원(QoQ -6.4%), OP 4.6조원(QoQ -31.8%)을 기록했다. 부문별 OP는 DX 3.3조원, DS 0.4조원, SDC 0.4조원, 하만 0.4조원으로 추정한다(확정은 7/31 발표). 전반적으로 예상 수준의 매출액을 기록한 반면, DS 부문 이익이 기존 추정치(2.3조원)에 크게 미치지 못한 것으로 판단한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	258,935	300,871	314,063	340,381	373,241
영업이익 (십억원)	6,567	32,726	29,336	49,090	67,866
영업이익률 (%)	2.5	10.9	9.3	14.4	18.2
순이익 (십억원)	14,473	33,621	31,692	49,189	67,218
EPS (원)	2,131	4,950	4,700	7,303	9,980
ROE (%)	4.1	9.0	7.9	11.3	13.9
P/E (배)	36.8	10.7	13.3	8.6	6.3
P/B (배)	1.5	0.9	1.0	0.9	0.8
배당수익률 (%)	1.8	2.7	2.3	2.3	2.3

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

그림 1. 삼성전자 12개월 선행 P/B 밴드 차트



자료: LSEG, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 목표가 산출

구분	값	Note
12MF BPS	64,839	원
Target P/B	1.2	
목표가	78,000	원
현재가	62,600	원
상승여력	24.6	%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. SOTP 방식으로 목표가 산출 (단순참고)

구분	12MF EBITDA	목표 EV/EBITDA	Implied EV	Valuation peer & Note
영업가치	79.0	5.8	458.6	조원
DX	17.8	11.1	198.0	
MX/NW	15.3	12.0	184.1	Xiaomi, Apple 평균 50% 할인
VD/DA	2.5	5.6	13.9	LG전자, Whirlpool
DS	54.1	4.4	236.1	
Memory	46.8	4.1	193.4	SKH, MU 평균 30% 할인
Foundry/LSI	7.2	5.9	42.7	TSMC, GF, Intel 평균 30% 할인
SDC	5.1	2.9	15.1	Innolux, BOE, AUO
Harman	2.0	4.7	9.4	현대모비스, 만도
구분	시가총액	지분율	지분가치	
지분가치			89.6	조원
상장			36.4	
삼성바이오로직스	75.2	31.2	23.5	
삼성전기	10.2	23.7	2.4	
삼성SDI	14.5	19.6	2.8	
삼성SDS	14.2	22.6	3.2	
기타			4.4	
비상장			53.3	
순부채			-94.0	조원
목표 시가총액			597	조원, 지분가치(상장사 시총+비상장) 50% 할인
주식수			6,793	백만주, 보통주+우선주
목표가			87,944	원
현재가			62,600	원
상승여력			39.0	%

자료: LSEG, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 삼성전자 전자 부문별 실적 추이 및 전망

(원, 조원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F	2026F
USD-KRW	1,329	1,371	1,357	1,396	1,453	1,402	1,365	1,360	1,306	1,363	1,395	1,360
QoQ/YoY	0.5	3.2	-1.0	2.9	4.0	-3.5	-2.6	-0.4	1.1	4.4	2.3	-2.5
매출액	71.9	74.1	79.1	75.8	79.1	74.1	79.5	81.3	258.9	300.9	314.1	340.4
DX	47.3	42.1	45.0	40.5	51.7	44.0	45.3	42.4	170.0	174.9	183.3	187.5
DS	23.1	28.6	29.3	30.1	25.1	27.3	30.0	33.2	66.6	111.1	115.7	137.1
SDC	5.4	7.6	8.0	8.1	5.9	6.6	7.7	7.9	31.0	29.1	28.0	29.0
Harman	3.2	3.6	3.5	3.9	3.4	4.2	3.4	4.1	14.4	14.2	15.0	16.2
QoQ/YoY	6.1	3.0	6.8	-4.2	4.4	-6.4	7.3	2.2	-14.3	16.2	4.4	8.4
DX	19.6	-11.0	6.9	-10.0	27.7	-14.9	2.9	-6.4	-6.8	2.9	4.9	2.3
DS	6.7	23.4	2.5	2.8	-16.5	8.6	10.1	10.6	-32.4	66.8	4.2	18.5
SDC	-44.2	42.0	4.6	1.3	-27.6	11.9	17.0	3.4	-9.9	-6.0	-3.7	3.5
Harman	-18.5	13.1	-2.5	10.5	-12.3	21.7	-19.4	22.1	8.9	-1.0	5.5	7.7
영업이익	6.6	10.4	9.2	6.5	6.7	4.6	7.9	10.2	6.6	32.7	29.3	49.1
DX	4.1	2.7	3.4	2.3	4.7	3.3	3.3	2.6	14.4	12.4	13.9	14.2
DS	1.9	6.5	3.9	2.9	1.1	0.4	3.6	6.2	-14.9	15.1	11.3	30.6
SDC	0.3	1.0	1.5	0.9	0.5	0.4	0.8	0.9	5.6	3.7	2.5	2.5
Harman	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3	0.4	1.2	1.3	1.4	1.6
QoQ/YoY	133.9	58.1	-12.1	-29.3	3.0	-31.8	74.0	28.2	-84.9	398.3	-10.4	67.3
DX	55.6	-33.2	23.9	-32.7	108.0	-30.8	0.6	-21.6	12.9	-13.5	11.4	2.6
DS	TTB	237.0	-40.1	-25.9	-61.4	-65.1	821.5	76.0	TTR	TTB	-25.2	170.7
SDC	-83.1	196.5	49.8	-42.6	-46.8	-17.5	104.9	11.5	-6.5	-32.9	-33.1	-0.8
Harman	-29.8	32.9	11.0	10.1	-21.6	40.6	-39.9	61.0	33.3	11.4	8.3	15.3
영업이익률	9.2	14.1	11.6	8.6	8.4	6.1	10.0	12.5	2.5	10.9	9.3	14.4
DX	8.6	6.5	7.5	5.6	9.1	7.4	7.3	6.1	8.5	7.1	7.6	7.6
DS	8.3	22.6	13.2	9.5	4.4	1.4	11.8	18.8	-22.3	13.6	9.8	22.3
SDC	6.3	13.2	18.9	10.7	7.9	5.8	10.2	11.0	18.0	12.8	8.9	8.5
Harman	7.5	8.8	10.1	10.0	9.0	10.4	7.7	10.2	8.2	9.2	9.4	10.1
EBITDA	16.6	20.6	20.2	18.0	18.2	15.9	19.3	21.6	45.2	75.4	75.1	95.8
DX	5.1	3.8	4.4	3.3	5.8	4.4	4.4	3.7	18.6	16.7	18.2	18.6
DS	9.9	14.6	13.0	12.4	10.6	9.7	12.9	15.7	15.2	49.9	49.0	69.2
SDC	1.0	1.7	2.2	1.5	1.1	1.0	1.4	1.5	8.9	6.4	5.1	5.1
Harman	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4	0.6	0.4	0.6	1.7	1.9	2.0	2.2
QoQ/YoY	30.8	24.2	-1.6	-11.1	1.2	-12.6	21.5	11.9	-45.2	66.6	-0.4	27.6
DX	38.5	-26.3	17.3	-24.5	73.7	-24.6	0.4	-16.2	9.9	-10.6	9.6	2.1
DS	77.1	47.5	-11.4	-4.6	-14.1	-8.4	33.0	21.3	-71.1	227.1	-1.7	41.2
SDC	-63.5	66.2	30.6	-29.1	-26.8	-8.4	38.6	6.5	-18.8	-28.1	-19.7	0.1
Harman	-19.5	22.1	4.5	9.6	-15.9	28.2	-30.1	39.5	19.6	9.1	6.3	10.9
Capex	11.3	12.1	12.4	17.8	12.0	12.0	12.7	13.9	53.1	53.6	50.6	57.2
DS	9.7	9.9	10.7	16.0	10.9	10.7	11.2	11.9	48.4	46.3	44.8	51.7
SDC	1.1	1.8	1.0	1.0	0.5	0.7	1.0	1.3	2.4	4.8	3.5	3.2
Others	0.5	0.4	0.7	0.9	0.6	0.5	0.5	0.6	2.4	2.5	2.3	2.3
QoQ/YoY	-31.1	7.0	2.8	43.2	-32.6	-0.3	6.6	8.8	-0.0	1.0	-5.7	13.0
DS	-35.3	2.5	8.4	48.7	-31.4	-1.9	4.2	6.2	1.0	-4.3	-3.3	15.5
SDC	42.7	55.3	-46.2	1.8	-48.8	36.3	50.0	32.4	-4.4	102.7	-26.9	-9.0
Others	-26.6	-15.5	74.4	17.4	-36.2	-2.6	0.0	19.3	-14.3	7.5	-10.1	-0.3
FCF	5.2	8.5	7.8	0.2	6.2	4.0	6.6	7.8	-7.9	21.7	24.5	38.6

Note: Capex는 C/F가 아닌 발표(자산인식) 기준, FCF = EBITDA - Capex,

자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 전사 부문별 실적 전망치 변경 내역

(원, 조원, %, %pt)	2Q25F			3Q25F			2025F			2026F		
	신규	기존	변경율	신규	기존	변경율	신규	기존	변경율	신규	기존	변경율
USD-KRW	1,402	1,443	-2.9	1,365	1,443	-5.4	1,395	1,446	-3.5	1,360	1,443	-5.8
매출액	74.1	76.2	-2.7	79.5	85.9	-7.4	314.1	325.0	-3.4	340.4	365.2	-6.8
DX	44.0	44.7	-1.5	45.3	49.1	-7.8	183.3	188.8	-2.9	187.5	195.6	-4.2
DS	27.3	27.2	0.2	30.0	31.5	-4.7	115.7	118.0	-2.0	137.1	144.4	-5.1
SDC	6.6	8.1	-19.3	7.7	8.7	-11.9	28.0	32.6	-13.9	29.0	39.4	-26.3
Harman	4.2	4.2	0.0	3.4	3.9	-13.6	15.0	15.2	-1.4	16.2	16.5	-1.9
영업이익	4.6	6.4	-29.0	7.9	10.0	-21.0	29.3	33.0	-11.2	49.1	52.7	-6.8
DX	3.3	2.8	16.2	3.3	3.4	-2.2	13.9	12.6	10.0	14.2	13.3	7.2
DS	0.4	2.3	-83.2	3.6	5.2	-32.0	11.3	15.5	-27.1	30.6	31.8	-4.0
SDC	0.4	0.9	-57.1	0.8	1.1	-28.2	2.5	3.6	-29.8	2.5	5.9	-58.3
Harman	0.4	0.4	2.3	0.3	0.4	-28.5	1.4	1.4	1.8	1.6	1.7	-1.7
영업이익률	6.1	8.4	-2.3	10.0	11.7	-1.7	9.3	10.2	-0.8	14.4	14.4	-0.0
DX	7.4	6.3	1.1	7.3	6.8	0.4	7.6	6.7	0.9	7.6	6.8	0.8
DS	1.4	8.4	-7.0	11.8	16.6	-4.7	9.8	13.1	-3.4	22.3	22.1	0.2
SDC	5.8	10.9	-5.1	10.2	12.5	-2.3	8.9	10.9	-2.0	8.5	15.1	-6.5
Harman	10.4	10.1	0.2	7.7	9.3	-1.6	9.4	9.1	0.3	10.1	10.1	0.0
EBITDA	15.9	18.4	-13.4	19.3	22.0	-12.1	75.1	81.0	-7.3	95.8	102.2	-6.2
DX	4.4	3.9	11.7	4.4	4.5	-1.6	18.2	17.0	7.3	18.6	17.6	5.5
DS	9.7	12.2	-20.1	12.9	15.1	-14.2	49.0	55.1	-11.1	69.2	73.0	-5.2
SDC	1.0	1.6	-35.3	1.4	1.8	-20.5	5.1	6.4	-20.0	5.1	8.9	-41.9
Harman	0.6	0.6	0.6	0.4	0.5	-21.5	2.0	2.0	-0.1	2.2	2.2	-2.3
Capex	12.0	11.4	4.6	12.7	13.5	-5.5	50.6	54.3	-6.8	57.2	60.6	-5.7
DS	10.7	9.5	13.4	11.2	11.8	-5.5	44.8	47.4	-5.5	51.7	53.9	-4.1
SDC	0.7	1.5	-53.3	1.0	1.2	-16.0	3.5	4.8	-26.9	3.2	4.6	-30.0
Others	0.5	0.5	6.2	0.5	0.4	25.6	2.3	2.0	12.0	2.3	2.1	6.4
FCF	4.0	6.9	-43.0	6.6	8.5	-22.5	24.5	26.7	-8.3	38.6	41.5	-7.0
DS	-1.0	2.7	TTR	1.8	3.2	-46.0	4.2	7.7	-45.3	17.5	19.1	-8.1
SDC	0.4	0.2	138.0	0.4	0.6	-29.7	1.6	1.6	1.0	1.9	4.3	-54.8
Others	4.6	4.1	12.7	4.4	4.7	-5.2	18.7	17.4	7.3	19.2	18.2	5.4

자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. DS 부문 실적

(조원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	23.1	28.6	29.3	30.1	25.1	27.3	30.0	33.2	66.6	111.1	115.7	137.1
DRAM	10.7	13.5	14.5	15.7	13.2	14.2	15.8	18.4	28.7	54.4	61.6	74.2
NAND	6.8	8.3	7.7	7.2	5.8	6.8	7.6	7.9	15.5	30.1	28.1	34.1
Foundry/LSI	5.6	6.8	7.0	7.1	6.1	6.3	6.6	6.9	22.5	26.6	25.9	28.8
QoQ/YoY	6.7	23.4	2.5	2.8	-16.5	8.6	10.1	10.6	-32.4	66.8	4.2	18.5
DRAM	1.8	25.9	7.9	8.1	-15.8	7.8	11.0	16.2	-35.0	89.8	13.3	20.3
NAND	30.7	21.7	-6.3	-6.4	-19.3	15.8	12.0	4.7	-36.8	94.5	-6.4	21.3
Foundry/LSI	-5.7	20.8	2.6	2.1	-15.1	3.5	6.0	4.2	-24.9	18.4	-2.6	11.1
영업이익	1.9	6.5	3.9	2.9	1.1	0.4	3.6	6.2	-14.9	15.1	11.3	30.6
DRAM	2.4	5.0	4.8	4.7	3.7	3.0	4.2	5.9	-1.2	16.8	16.8	24.4
NAND	0.3	1.9	0.9	0.4	-0.8	-0.3	0.7	1.0	-10.2	3.5	0.6	6.3
Foundry/LSI	-0.8	-0.4	-1.9	-2.2	-1.8	-2.3	-1.4	-0.6	-3.5	-5.3	-6.1	-0.2
QoQ/YoY	TTB	237.0	-40.1	-25.9	-61.4	-65.1	821.5	76.0	TTR	TTB	-25.2	170.7
DRAM	123.9	111.7	-3.8	-1.7	-21.4	-19.8	42.8	38.8	TTR	TTB	-0.2	45.4
NAND	TTB	459.8	-51.1	-61.0	TTR	RR	TTB	42.2	TTR	TTB	-82.8	932.2
Foundry/LSI	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	TTR	RR	RR	RR
영업이익률	8.3	22.6	13.2	9.5	4.4	1.4	11.8	18.8	-22.3	13.6	9.8	22.3
DRAM	22.0	37.0	33.0	30.0	28.0	20.8	26.8	32.1	-4.1	31.0	27.3	32.9
NAND	5.0	23.0	12.0	5.0	-13.0	-4.3	9.0	12.3	-66.1	11.8	2.2	18.4
Foundry/LSI	-13.8	-6.4	-26.6	-30.9	-30.3	-36.5	-20.7	-8.9	-15.5	-19.9	-23.6	-0.5
EBITDA	9.9	14.6	13.0	12.4	10.6	9.7	12.9	15.7	15.2	49.9	49.0	69.2
DRAM	4.5	7.2	7.2	7.3	7.5	6.7	8.0	9.6	8.3	26.2	31.8	41.9
NAND	2.5	4.1	3.4	2.9	1.9	2.3	3.3	3.6	-0.3	12.9	11.2	16.5
Foundry/LSI	2.9	3.3	2.3	2.2	1.2	0.7	1.7	2.4	7.2	10.7	6.0	10.8
Capex	9.7	9.9	10.7	16.0	10.9	10.7	11.2	11.9	48.4	46.3	44.8	51.7
DRAM	3.8	3.9	4.3	6.4	4.9	4.9	5.1	5.4	13.1	18.4	20.2	26.0
NAND	2.7	2.8	3.0	4.5	2.9	2.8	3.0	3.1	13.1	13.0	11.9	10.5
Foundry/LSI	3.1	3.2	3.5	5.1	3.1	3.0	3.2	3.4	22.3	14.9	12.7	15.2

자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터