

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

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

005930 · 반도체

삼성전자

수요 회복 초입

(유지)

매수

목표주가

90,000원

상승여력

32.0%

현재주가(23/10/11)

68,200원

KOSPI	2,450.08	시가총액(십억원)	407,139	발행주식수(백만주)	5,970	외국인 보유비중(%)	53.0
-------	----------	-----------	---------	------------	-------	-------------	------

Report summary

Conventional Set 수요의 귀환

글로벌 서플라이체인의 경영현황과 주요 지표에서는 회복의 모습이 포착되고 있다고 판단한다. 예를 들면,

1) Hyperscaler의 투자규모가 더욱 커질 것으로 전망된다. MSFT의 경우 Capex 최고치를 경신했고, META의 경우 내년 Capex 전망치를 상향했다. 2) 스마트폰 회복이 기대된다. 美/中 통신사의 가입자수 감소세가 줄며 스마트폰 수량 증대로 이어질 것으로 판단한다. TSMC 등 주요 부품사는 업황의 회복 초기 국면임을 언급했다.

투자이건 매수 및 목표주가 90,000원 유지

24년중 NAND 흑자전환, 최대 수주를 기록한 파운드리에서의 본격 성장이 동반되면 24년 연간 영업이익은 34조원(YoY +348%)를 기대한다. 현 12MF P/B는 1.3배로 역사적 평균(1.4배)을 하회한다. 최근 10개년간 메모리가격 인상 구간에서의 12MF P/B는 밴드 상단을 경신하는 경우가 일반적이었다. 이전 2회의 업사이클 동안의 밴드 상단 1.6배 도달에는 무리가 없다는 판단이다. 거시지표의 영향을 무시할 수 없으나, 이를 비중확대의 기회로 삼아도 될 정도의 펀더멘털 개선 국면으로 판단한다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.7	3.5	23.1
상대주가	0.5	7.6	10.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	279,605	302,231	260,734	308,036	353,748
영업이익 (십억원)	51,634	43,377	7,659	34,389	56,372
영업이익률 (%)	18.5	14.4	2.9	11.2	15.9
순이익 (십억원)	39,244	54,730	8,619	25,869	42,970
EPS (원)	5,777	8,057	1,269	3,808	6,326
ROE (%)	13.9	17.1	2.5	7.2	11.2
P/E (배)	13.6	6.9	53.8	17.9	10.8
P/B (배)	1.8	1.1	1.3	1.3	1.2
배당수익률 (%)	1.8	2.6	2.1	2.1	2.1

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

Conventional Set 수요의 귀환

동사의 3Q23 실적은 매출액 67.4조원(YoY -12.2%, QoQ +12.3%), 영업이익 2.4조원(YoY -77.6%, QoQ +264%)를 기록했다. DX와 DS에서의 이익이 지난 잠정실적 기반 추정치 대비 소폭 하회했다. 다소 보수적 회계기준 적용으로 메모리의 재고평가손실 총당금이 추가 반영되었기 때문이다. 아직 본격적인 업황의 본격적인 개선을 논하기에는 이르다. 다만, 글로벌 서플라이체인의 경영현황과 주요 지표에서는 회복의 모습이 포착되고 있다고 판단한다. 예를 들면,

1) Hyperscaler의 투자규모가 더욱 커질 것으로 전망된다. Microsoft는 직전 분기간 클라우드 비즈니스의 실적이 기대치를 상회했으며, Capex 규모가 \$11.2B로 사상 최대를 기록했다. 클라우드 및 AI 투자에 따라 다음분기도 증액될 것을 제시했다. Meta의 경우 금년 Capex는 YoY -10% 감소하겠으나, 내년 Capex를 \$35B(YoY +21%)로 제시했다. 특히 AI 뿐만 아니라 Non AI항 Server 투자를 공언한 것이 유의미하다.

2) 스마트폰 수요도 회복이 기대된다. 아직 스마트폰 Sell through의 유의미한 반등은 요원하다. 그러나, 美 통신사의 경우 후불제폰 회원 이탈자 비율이 낮아지기 시작했고, 中 통신사의 경우에도 신규 회원수의 증가율이 YoY Plus 전환에 임박한 상황이다. 통신사의 수요 안정화는 곧 스마트폰 수량 증대로 이어질 것으로 판단한다. TSMC와 MediaTek 등 주요 모바일 부품 공급사는 업황의 회복 초기 국면임을 언급했다.

AI항 반도체의 수요는 이제 초기 단계인 것은 맞지만, 기술의 파급력 또한 거대해 국가 간 헤게모니 싸움의 주요 빌미가 되는 것이 불가피하다. 반도체 업종 다운사이클 동안 새로운 성장동력으로 주목받은 것 만으로도 유의미하다. 이제는 다시 업사이클을 준비할 때다. PC, Mobile, Conventional Server 등 전통적 Set 수요의 회복과 이에 대한 메모리 수요 성장이 시작될 예정이다. 전일 발표된 시장조사기관의 메모리 계약가격은 DRAM, NAND 모두 4Q23 부터 유의미한 상승세에 진입했다.

4Q23 영업이익은 3.9조원(YoY -9%, QoQ +62%)로 전망한다. DRAM의 이익 폭 확대, NAND의 적자폭 축소가 본격화되며 동사의 전사 실적 향상을 견인할 예정이다. 24년중 NAND 흑자전환, 최대 수주를 기록한 파운드리에서의 본격 성장이 동반되면 24년 연간 영업이익은 34조원(YoY +348%)를 기대한다.

동사에 대한 밸류에이션은 SOTP 기준 90,000원을 유지한다. 현 12MF P/B는 1.3배로 역사적 평균(1.4배)을 하회한다. 최근 10개년간 메모리가격 인상 구간에서의 12MF P/B는 밴드 상단을 경신하는 경우가 일반적이었다. 이전 2회의 업사이클 동안의 밴드 상단 1.6배 도달에는 무리가 없다는 판단이다. 거시지표의 영향을 무시할 수 없으나, 이를 비중확대의 기회로 삼아도 될 정도의 펀더멘털 개선 국면으로 판단한다.

표 1. 삼성전자 부문별 실적 추정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	63.7	60.0	67.4	70.2	73.4	73.3	82.2	81.2	302.2	261.4	310.1	357.5
YoY	-18.0	-22.3	-12.2	-0.4	15.1	22.1	22.0	15.7	8.1	-13.5	18.6	15.3
QoQ	-9.5	-5.9	12.3	4.2	4.5	-0.2	12.2	-1.2				
DX	46.2	40.2	44.0	43.8	48.5	44.5	49.7	47.9	182.5	174.3	190.6	207.9
VD/DA	14.1	14.4	13.7	15.1	14.0	15.2	15.7	16.4	60.6	57.3	61.3	66.5
MX/NW	31.8	25.6	30.0	28.4	34.3	29.0	33.7	31.2	120.8	115.8	128.3	140.4
DS	13.7	14.7	16.4	19.7	20.5	23.4	26.3	27.2	98.5	64.6	97.5	122.1
Memory	8.9	9.0	10.5	12.9	13.4	15.6	17.4	17.8	68.5	41.3	64.3	83.3
DRAM	5.3	6.0	6.9	8.6	8.7	10.5	11.6	11.6	44.1	26.8	42.2	54.0
NAND	3.7	3.8	3.8	4.3	4.8	5.2	5.9	6.3	25.6	15.6	22.1	29.3
Foundry/LSI	4.8	5.8	5.9	6.8	7.1	7.8	8.9	9.4	29.9	23.3	33.2	38.8
SDC	6.6	6.5	8.2	8.6	7.1	7.3	8.7	8.3	34.4	29.9	31.4	38.5
Harman	3.2	3.5	3.8	3.8	3.6	3.8	4.0	4.0	13.2	14.3	15.4	16.1
영업이익	0.6	0.7	2.4	3.9	5.2	6.8	11.2	11.2	43.4	7.7	34.3	56.4
YoY	-95.5	-95.3	-77.6	-8.8	707.0	913.7	358.9	186.2	-16.0	-82.3	347.9	65.1
QoQ	-85.1	4.4	263.5	61.6	31.6	31.2	64.6	0.8				
DX	4.2	3.8	3.7	3.5	4.0	3.2	4.5	4.1	12.7	15.2	15.8	18.7
VD/DA	0.2	0.4	0.4	0.8	0.3	0.3	0.5	0.7	1.4	1.7	1.7	3.0
MX/NW	3.9	2.6	3.3	2.7	3.7	2.9	4.0	3.5	11.4	12.6	14.1	15.7
DS	-4.6	-4.4	-3.8	-1.5	-0.5	1.7	4.5	5.0	23.8	-14.2	10.6	27.0
Memory	-4.3	-4.0	-3.3	-1.2	-0.1	1.1	2.9	4.1	21.0	-12.7	7.9	24.9
DRAM	-1.3	-0.5	-0.3	0.7	1.3	2.1	2.9	3.5	17.9	-1.5	9.7	18.4
NAND	-3.0	-3.4	-2.9	-1.9	-1.4	-1.0	0.0	0.6	3.2	-11.3	-1.8	6.5
Foundry/LSI	-0.3	-0.4	-0.5	-0.3	-0.4	0.6	1.6	0.9	2.8	-1.5	2.7	2.1
SDC	0.8	0.8	1.9	1.7	1.3	1.5	1.9	1.8	6.0	5.2	6.6	9.5
Harman	0.1	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.9	1.1	1.4	1.4
영업이익률	1.0	1.1	3.6	5.6	7.0	9.3	13.6	13.8	14.4	2.9	11.1	15.9
DX	9.1	9.5	8.5	7.9	8.3	7.2	9.0	8.6	7.0	8.7	8.3	9.0
VD/DA	1.3	2.5	2.8	5.0	2.0	2.0	3.0	4.0	2.2	2.9	2.8	4.5
MX/NW	12.4	10.3	11.0	9.6	10.9	10.1	11.8	11.1	9.4	10.9	11.0	11.2
DS	-33.4	-29.6	-22.8	-7.6	-2.5	7.2	17.0	18.4	24.2	-22.0	10.9	22.1
Memory	-47.8	-44.3	-31.1	-9.5	-1.0	6.8	16.6	23.0	30.7	-30.8	12.3	29.9
DRAM	-24.0	-9.0	-5.0	8.0	15.0	20.0	25.0	30.0	40.6	-5.5	23.1	34.1
NAND	-80.0	-90.0	-77.0	-45.0	-30.0	-20.0	0.0	10.0	12.3	-72.1	-8.3	22.1
Foundry/LSI	-6.6	-6.8	-8.1	-4.0	-5.5	7.9	17.8	9.7	9.3	-6.3	8.2	5.5
SDC	11.7	13.0	23.6	19.6	18.9	21.0	22.1	21.4	17.3	17.5	20.9	24.7
Harman	4.1	7.2	11.8	7.1	9.7	9.2	7.8	8.6	6.7	7.7	8.8	8.7

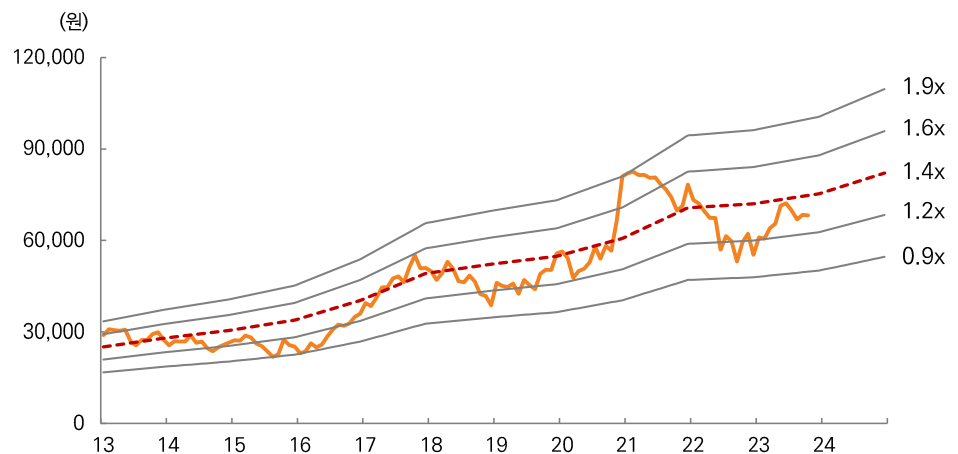
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 삼성전자 주요 제품 Data 추정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
TV												
출하량(백만대)	9.5	8.4	9.4	11.0	9.4	9.4	9.8	10.3	39.8	38.4	38.9	41.4
YoY/QoQ	-13.4	-11.6	12.0	17.0	-15.0	0.0	5.0	5.0	-5.7	-3.7	1.4	6.3
ASP(US\$)	613	655	592	604	592	651	664	698	648	615	653	692
YoY/QoQ	0.2	6.8	-9.6	2.0	-2.0	10.0	2.0	5.0	-0.4	-5.2	6.2	6.1
Smartphone												
출하량(백만대)	60.0	53.0	59.0	60.8	63.8	57.4	60.3	60.3	258.0	232.8	241.8	256.9
YoY/QoQ	3.4	-11.7	11.3	3.0	5.0	-10.0	5.0	0.0	-4.7	-9.8	3.9	6.2
ASP(US\$)	325	269	295	266	319	277	305	274	271	289	294	304
YoY/QoQ	35.4	-17.2	9.7	-10.0	20.0	-13.0	10.0	-10.0	0.0	6.6	1.8	3.4
Mobile OLED												
출하량(백만대)	80.1	70.2	80.7	83.1	73.1	75.3	86.6	78.0	429.2	314.0	313.1	325.8
YoY/QoQ	-34.1	-12.4	15.0	3.0	-12.0	3.0	15.0	-10.0	-	-26.8	-0.3	4.1
ASP(US\$)	62.9	68.2	69.5	69.5	62.6	62.6	65.7	69.0	59.8	67.5	65.0	68.9
YoY/QoQ	17.7	8.4	2.0	0.0	-10.0	0.0	5.0	5.0	-	13.0	-3.7	5.9
DRAM												
Bit shipments(십억Gb)	17.5	20.1	22.1	24.8	23.6	25.9	27.2	27.2	81.6	84.6	103.9	125.1
Bit growth	-12.0	15.0	10.0	12.0	-5.0	10.0	5.0	0.0	-1.6	3.6	22.8	20.4
ASP(\$/Gb)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.2	0.3	0.3
ASP change	-14.5	-5.5	5.0	10.0	5.0	10.0	5.0	0.0	-14.0	-43.0	25.3	10.0
NAND												
Bit shipments(십억GB)	60.8	64.5	63.2	63.2	67.0	70.3	77.4	81.2	233.7	251.7	295.9	366.1
Bit growth	2.0	6.0	-2.0	0.0	6.0	5.0	10.0	5.0	4.0	7.7	17.6	23.7
ASP(\$/GB)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
ASP change	-17.5	-6.6	2.0	10.0	5.0	3.0	3.0	2.0	-16.7	-44.9	17.0	11.2

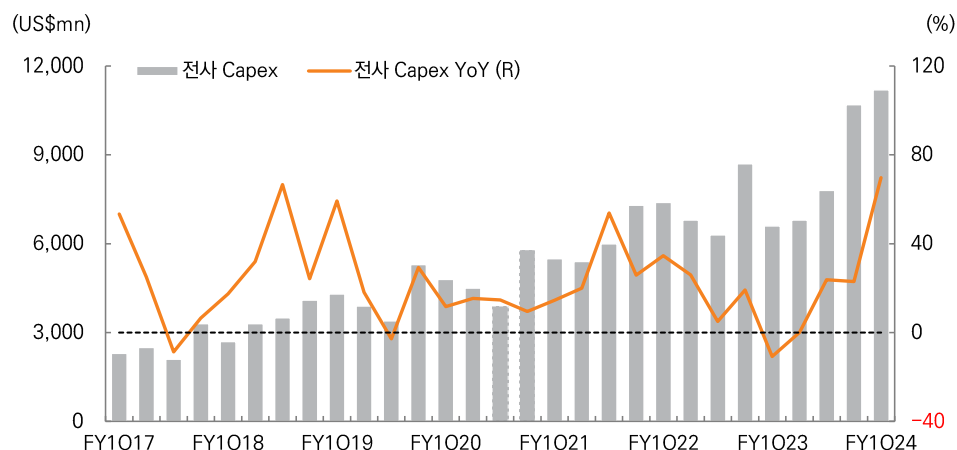
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 삼성전자 12개월 선행 P/B 밴드 차트



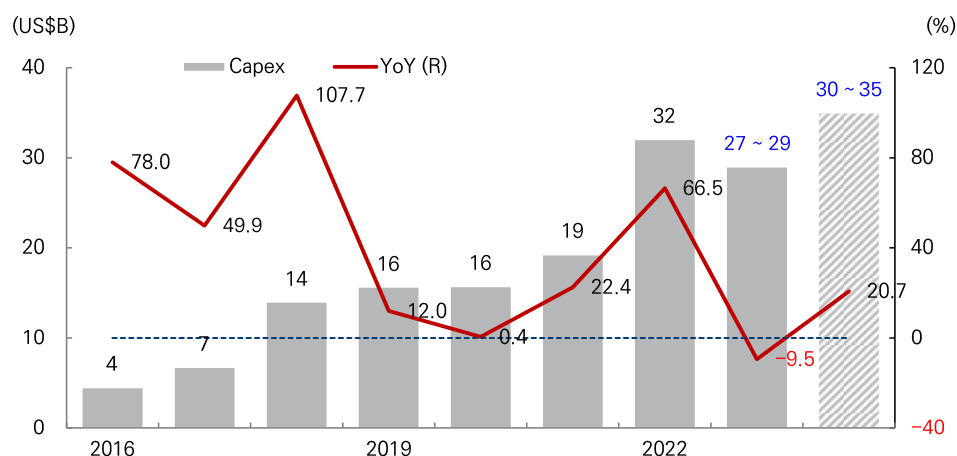
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. Microsoft capex 추이



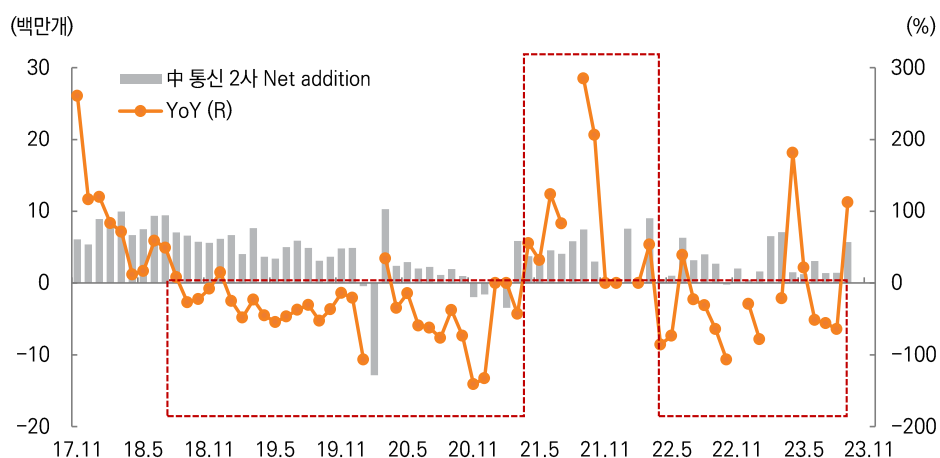
자료: Microsoft, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. Meta 연간 capex 추이



자료: Meta, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 중국 통신사(China Mobile, China Telecom) 월별 가입자 순증 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

삼성전자 (005930)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	302,231	260,734	308,036	353,748
매출원가	190,042	182,323	197,187	216,125
매출총이익	112,189	78,411	110,849	137,623
판매비와관리비	68,813	70,752	76,459	81,251
조정영업이익	43,377	7,659	34,389	56,372
영업이익	43,377	7,659	34,389	56,372
비영업손익	3,063	4,066	3,065	3,471
금융손익	1,957	3,469	3,065	3,471
관계기업등 투자손익	1,091	414	0	0
세전계속사업손익	46,440	11,725	37,454	59,843
계속사업법인세비용	-9,214	2,693	8,634	11,969
계속사업이익	55,654	9,616	28,821	47,874
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	55,654	9,616	28,821	47,874
지배주주	54,730	8,619	25,869	42,970
비지배주주	924	997	2,952	4,904
총포괄이익	59,660	15,512	28,821	47,874
지배주주	58,745	14,443	25,917	43,051
비지배주주	915	1,069	2,903	4,823
EBITDA	82,484	47,478	76,180	104,545
FCF	12,751	-8,111	14,346	39,133
EBITDA 마진율 (%)	27.3	18.2	24.7	29.6
영업이익률 (%)	14.4	2.9	11.2	15.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	18.1	3.3	8.4	12.1

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	62,181	48,663	67,546	92,733
당기순이익	55,654	9,616	28,821	47,874
비현금수익비용가감	33,073	42,637	47,305	56,617
유형자산감가상각비	35,952	36,661	38,628	45,010
무형자산상각비	3,156	3,158	3,163	3,163
기타	-6,035	2,818	5,514	8,444
영업활동으로인한자산및부채의변동	-16,999	-1,063	-3,066	-3,315
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	6,332	2,365	-5,503	-5,950
재고자산 감소(증가)	-13,311	-2,142	-8,040	-8,693
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6,742	47	1,640	1,773
법인세납부	-11,499	-6,429	-8,634	-11,969
투자활동으로 인한 현금흐름	-31,603	-56,817	-69,229	-70,444
유형자산처분(취득)	-49,213	-56,706	-53,200	-53,600
무형자산감소(증가)	-3,673	-4,609	-6,000	-6,000
장단기금융자산의 감소(증가)	16,606	483	-10,029	-10,844
기타투자활동	4,677	4,015	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-19,390	-11,665	-9,809	-9,809
장단기금융부채의 증가(감소)	-8,059	-1,194	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-9,814	-9,810	-9,809	-9,809
기타재무활동	-1,517	-661	0	0
현금의 증가	10,649	-15,930	-13,171	10,665
기초현금	39,031	49,681	33,751	20,580
기말현금	49,681	33,751	20,580	31,244

자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

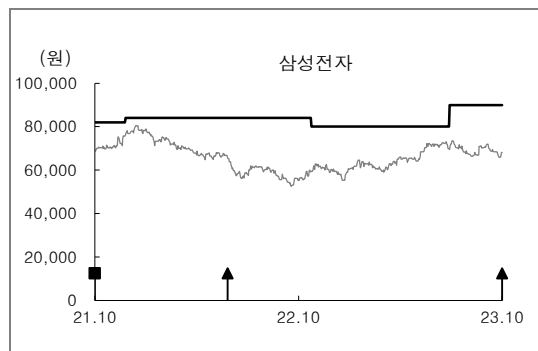
(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	218,471	200,873	213,637	252,342
현금 및 현금성자산	49,681	33,751	20,580	31,244
매출채권 및 기타채권	41,871	41,560	48,010	54,985
재고자산	52,188	51,801	59,840	68,533
기타유동자산	74,731	73,761	85,207	97,580
비유동자산	229,954	253,230	272,317	285,558
관계기업투자등	10,894	10,813	12,491	14,306
유형자산	168,045	186,178	200,750	209,340
무형자산	20,218	24,849	27,685	30,522
자산총계	448,425	454,103	485,954	537,900
유동부채	78,345	76,395	87,503	99,514
매입채무 및 기타채무	28,237	28,028	32,378	37,081
단기금융부채	6,236	4,821	4,821	4,821
기타유동부채	43,872	43,546	50,304	57,612
비유동부채	15,330	15,468	17,198	19,069
장기금융부채	4,097	4,318	4,318	4,318
기타비유동부채	11,233	11,150	12,880	14,751
부채총계	93,675	91,862	104,701	118,583
지배주주지분	345,187	351,661	367,719	400,880
자본금	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	337,946	339,077	355,136	388,297
비지배주주지분	9,563	10,580	13,533	18,437
자본총계	354,750	362,241	381,252	419,317

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	6.9	53.8	17.9	10.8
P/CF (x)	4.2	8.9	6.1	4.4
P/B (x)	1.1	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	3.4	7.9	5.0	3.5
EPS (원)	8,057	1,269	3,808	6,326
CFPS (원)	13,062	7,693	11,207	15,383
BPS (원)	50,817	51,771	54,135	59,017
DPS (원)	1,444	1,444	1,444	1,444
배당성향 (%)	15.5	89.6	29.9	18.0
배당수익률 (%)	2.6	2.1	2.1	2.1
매출액증가율 (%)	8.1	-13.7	18.1	14.8
EBITDA증가율 (%)	-4.0	-42.4	60.5	37.2
조정영업이익증가율 (%)	-16.0	-82.3	349.0	63.9
EPS증가율 (%)	39.5	-84.3	200.1	66.1
매출채권 회전율 (회)	7.9	7.3	8.1	8.1
재고자산 회전율 (회)	6.5	5.0	5.5	5.5
매입채무 회전율 (회)	15.8	17.2	17.3	16.5
ROA (%)	12.7	2.1	6.1	9.4
ROE (%)	17.1	2.5	7.2	11.2
ROIC (%)	23.4	2.2	10.0	15.6
부채비율 (%)	26.4	25.4	27.5	28.3
유동비율 (%)	278.9	262.9	244.1	253.6
순차입금/자기자본 (%)	-29.4	-24.6	-22.6	-25.7
조정영업이익/금융비용 (x)	56.8	6.8	31.3	51.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성전자 (005930)				
2023.07.10	매수	90,000	-	-
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
2021.10.12	Trading Buy	82,000	-12.98	-7.56
2021.07.30	매수	100,000	-23.84	-17.10



* 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
89.09%	7.88%	2.42%	0.61%

* 2023년 06월 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.