

삼성전자(005930)

3Q25 Preview: 비정상의 정상화

3분기 실적은 컨센서스 상회 전망

3분기 매출액은 82.4조원(11% QoQ, 4% YoY), 영업이익은 10.5조원(125% QoQ, 15% YoY)으로 영업이익 컨센서스 9.8조원을 7% 상회할 것이다. 컨벤셔널 디램 수요 증가로 3분기 bit growth는 가이드언스를 상회할 전망이다. HBM 매출은 전분기 대비 98% 증가해 컨벤셔널 디램과 함께 ASP 상승을 견인할 것이다. 파운드리 는 7나노 이상 성숙 공정에서 신규 고객을 추가로 확보하면서 가동률이 점진적으로 상승 중이다. 또한 24년 하반기부터 발생한 일회성 비용의 인식이 마무리되면서 전분기 대비 파운드리 부문 적자폭을 크게 줄일 것으로 추정한다.

HBM으로 시작되는 반등의 신호

HBM3e 12hi는 3분기 내 사실상 엔비디아향 인증을 완료한 것으로 추정한다. HBM4의 11Gbps 이상 샘플 역시 이미 엔비디아로 출하를 완료한 것으로 알려졌다. 25년 하반기는 엔비디아 외 고객향 HBM3e 중심 판매를 이어가겠으나, 26년 이후 엔비디아를 포함한 다양한 고객사로 HBM 매출이 확대되면서 HBM bit growth가 시장 평균을 상회할 전망이다. 우리는 최근의 수급 상황을 반영해 26년 컨벤셔널 디램 ASP 상승률을 기존 10%에서 25%로, HBM ASP 추정치는 기존 2% 하락에서 9% 상승으로 전망을 수정했다. 이를 반영해 26년 영업이익 추정치를 기존 54조원 대비 36% 상향한 73조원으로 제시한다.

목표주가 상향, 섹터 내 차선후주 의견 유지

실적 추정치 상향을 반영해 목표주가를 120,000원(12MF BPS 71,381원, 목표PBR 1.7배)으로 기존 대비 26% 상향하고 섹터 내 차선후주 의견을 유지한다. 엔비디아향 HBM3e 12hi 인증으로 HBM 리스크가 상당 부분 해소되었다고 판단해 목표PBR을 기존 1.3배에서 1.7배로 상향 조정했다. HBM 매출이 증가함에 따라 경쟁사와의 이익률 격차를 점차 줄여 나갈 것이다. 컨벤셔널 디램 업사이클과 HBM 사업 정상화의 수혜를 모두 기대할 수 있다. 매수 추천한다.

| | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | 증감률 (%) | EBITDA (십억원) | PER (x) | EV/EBITDA (x) | PBR (x) | ROE (%) | DY (%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|------------|------------|-----------------|------------|------------------|------------|------------|-----------|
| 2023A | 258,935 | 6,567 | 14,473 | 2,131 | (73.6) | 45,234 | 36.8 | 10.0 | 1.5 | 4.1 | 1.8 |
| 2024A | 300,871 | 32,726 | 33,621 | 4,950 | 132.3 | 75,357 | 10.7 | 3.6 | 0.9 | 9.0 | 2.7 |
| 2025F | 318,171 | 34,293 | 33,944 | 5,036 | 1.7 | 81,581 | 17.7 | 6.1 | 1.4 | 8.2 | 1.6 |
| 2026F | 360,310 | 73,093 | 55,586 | 8,288 | 64.6 | 123,918 | 10.7 | 3.8 | 1.2 | 12.0 | 1.6 |
| 2027F | 414,356 | 76,037 | 58,016 | 8,650 | 4.4 | 130,726 | 10.3 | 3.3 | 1.1 | 11.0 | 1.6 |

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 120,000원 (상향)

KIS ESG Indicator

| 종합 | E | S | G |
|----|----|----|----|
| 54 | 51 | 36 | 70 |

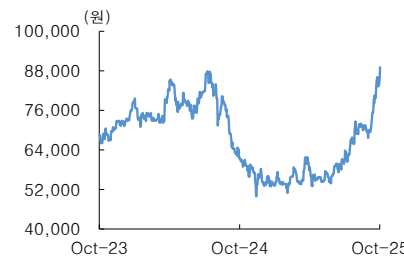
Stock Data

| | |
|-------------------|--------------------|
| KOSPI(10/2) | 3,549 |
| 주가(10/2) | 89,000 |
| 시가총액(십억원) | 526,848 |
| 발행주식수(백만) | 5,920 |
| 52주 최고/최저가(원) | 89,000/49,900 |
| 일평균거래대금(6개월, 백만원) | 1,137,498 |
| 유동주식비율/외국인지분율(%) | 75.3/51.5 |
| 주요주주(%) | 삼성생명보험 외 15 인 20.2 |
| | 국민연금공단 7.8 |

주가상승률

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|--------------|------|------|------|
| 절대주가(%) | 28.8 | 51.4 | 45.2 |
| KOSPI 대비(%p) | 16.9 | 9.7 | 6.6 |

주가추이



자료: FnGuide

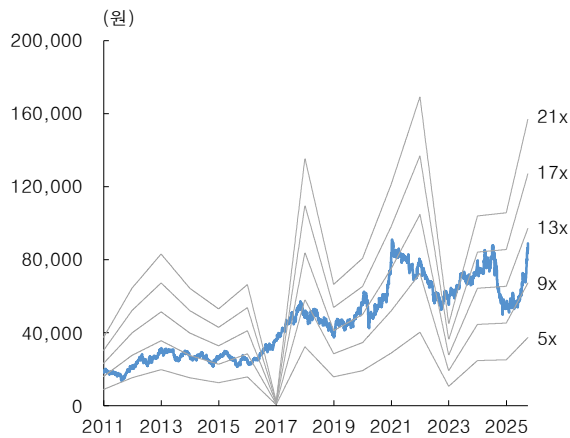
채민숙

minsook@koreainvestment.com

황준태

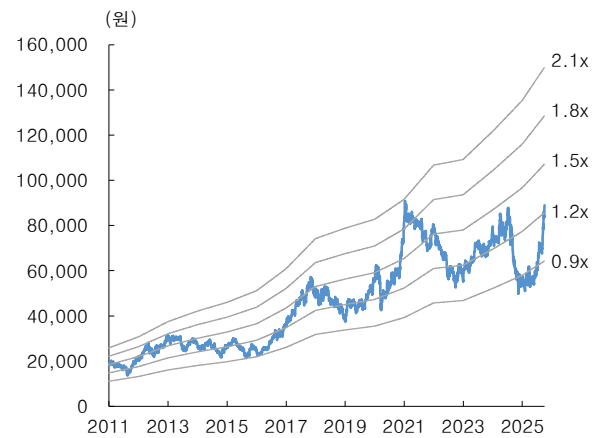
jt.hwang@koreainvestment.com

[그림 1] 12MF PER 밴드



자료: 삼성전자, 한국투자증권

[그림 2] 12MF PBR 밴드



자료: 삼성전자, 한국투자증권

<표 1> 3분기 실적 Preview

(단위: 십억원)

| | 3Q25F | | | | QoQ | | YoY | | |
|---------|---------|--------|---------|--------|-------|--------|---------|--------|---------|
| | Preview | 기준추정 | 차이 | 컨센서스 | 차이 | 2Q25 | 증감률 | 3Q24 | 증감률 |
| 매출액 | 82,433 | 79,936 | 3.1 | 83,688 | (1.5) | 74,566 | 10.5 | 79,099 | 4.2 |
| - 반도체 | 33,000 | 31,673 | 4.2 | - | - | 27,487 | 20.1 | 29,271 | 12.7 |
| - SDC | 7,440 | 7,440 | 0.0 | - | - | 6,406 | 16.1 | 7,999 | (7.0) |
| - MX | 32,269 | 30,951 | 4.3 | - | - | 29,207 | 10.5 | 30,520 | 5.7 |
| - CE | 14,993 | 14,880 | 0.8 | - | - | 14,160 | 5.9 | 14,140 | 6.0 |
| 영업이익 | 10,540 | 8,903 | 18.4 | 9,816 | 7.4 | 4,676 | 125.4 | 9,183 | 14.8 |
| - 반도체 | 5,238 | 4,044 | 29.5 | - | - | 400 | 1,209.5 | 3,864 | 35.6 |
| - SDC | 1,116 | 1,265 | (11.8) | - | - | 513 | 117.7 | 1,514 | (26.3) |
| - MX | 3,227 | 2,640 | 22.2 | - | - | 3,091 | 4.4 | 2,820 | 14.4 |
| - CE | 460 | 454 | 1.2 | - | - | 210 | 118.7 | 530 | (13.3) |
| 영업이익률 | 12.8% | 11.1% | 1.6%p | 11.7% | 1.1%p | 6.3% | 6.5%p | 11.6% | 1.2%p |
| - 반도체 | 15.9% | 12.8% | 3.1%p | - | - | 1.5% | 14.4%p | 13.2% | 2.7%p |
| - SDC | 15.0% | 17.0% | (2.0%p) | - | - | 8.0% | 7.0%p | 18.9% | (3.9%p) |
| - MX | 10.0% | 8.5% | 1.5%p | - | - | 10.6% | (0.6%p) | 9.2% | 0.8%p |
| - CE | 3.1% | 3.1% | 0.0%p | - | - | 1.5% | 1.6%p | 3.7% | (0.7%p) |
| 지배주주순이익 | 10,163 | 8,726 | 16.5 | 9,073 | 12.0 | 4,934 | 106.0 | 9,782 | 3.9 |

주: IFRS 연결 기준

자료: 삼성전자, 한국투자증권

<표 2> 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

| | 변경 후 | | | 변경 전 | | | 증감률 | | |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| | 2025F | 2026F | 2027F | 2025F | 2026F | 2027F | 2025F | 2026F | 2027F |
| 매출액 | 318,171 | 360,310 | 414,356 | 310,970 | 339,902 | 356,897 | 2.3% | 6.0% | 16.1% |
| 영업이익 | 34,293 | 73,093 | 76,037 | 29,755 | 53,748 | 49,772 | 15.2% | 36.0% | 52.8% |
| 영업이익률 | 10.8% | 20.3% | 18.4% | 9.6% | 15.8% | 13.9% | 1.2%p | 4.5%p | 4.4%p |
| 세전이익 | 39,373 | 78,960 | 82,413 | 34,740 | 59,289 | 55,307 | 13.3% | 33.2% | 49.0% |
| 순이익 | 33,944 | 55,586 | 58,016 | 29,958 | 41,738 | 38,935 | 13.3% | 33.2% | 49.0% |
| EPS(원) | 5,033 | 8,272 | 8,633 | 4,444 | 6,216 | 5,800 | 13.2% | 33.1% | 48.8% |
| BPS(원) | 64,446 | 73,684 | 83,283 | 63,854 | 71,036 | 77,802 | 0.9% | 3.7% | 7.0% |
| ROE(%) | 8.2 | 12.0 | 11.0 | 7.3 | 9.2 | 7.8 | 0.9%p | 2.8%p | 3.2%p |

자료: 한국투자증권

<표 3> 분기 및 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

| | 3Q25F | | | 2025F | | | 2026F | | |
|----------------|---------------|---------------|-------------|----------------|----------------|-------------|----------------|----------------|-------------|
| | 변경 후 | 변경 전 | 차이 | 변경 후 | 변경 전 | 차이 | 변경 후 | 변경 전 | 차이 |
| 매출액 | 82,433 | 79,936 | 3.1 | 318,171 | 310,970 | 2.3 | 360,310 | 339,902 | 6.0 |
| 반도체 | 33,000 | 31,673 | 4.2 | 122,708 | 117,088 | 4.8 | 173,062 | 150,629 | 14.9 |
| SDC | 7,440 | 7,440 | 0.0 | 27,218 | 27,110 | 0.4 | 30,846 | 30,756 | 0.3 |
| MX | 32,269 | 30,951 | 4.3 | 125,246 | 123,201 | 1.7 | 125,171 | 125,171 | 0.0 |
| CE | 14,993 | 14,880 | 0.8 | 59,080 | 58,902 | 0.3 | 58,546 | 58,546 | 0.0 |
| 영업이익 | 10,540 | 8,903 | 18.4 | 34,293 | 29,755 | 15.2 | 73,093 | 53,748 | 36.0 |
| 반도체 | 5,238 | 4,044 | 29.5 | 14,962 | 10,946 | 36.7 | 52,627 | 35,733 | 47.3 |
| SDC | 1,116 | 1,265 | (11.8) | 3,025 | 3,161 | (4.3) | 3,730 | 3,722 | 0.2 |
| MX | 3,227 | 2,640 | 22.2 | 12,905 | 12,257 | 5.3 | 13,332 | 11,327 | 17.7 |
| CE | 460 | 454 | 1.2 | 1,481 | 1,472 | 0.6 | 1,503 | 1,766 | (14.9) |
| 영업이익률 | 12.8 | 11.1 | 1.6 | 10.8 | 9.6 | 1.2 | 20.3 | 15.8 | 4.5 |
| 반도체 | 15.9 | 12.8 | 3.1 | 12.2 | 9.3 | 2.8 | 30.4 | 23.7 | 6.7 |
| SDC | 15.0 | 17.0 | (2.0) | 11.1 | 11.7 | (0.5) | 12.1 | 12.1 | (0.0) |
| MX | 10.0 | 8.5 | 1.5 | 10.3 | 9.9 | 0.4 | 10.7 | 9.0 | 1.6 |
| CE | 3.1 | 3.1 | 0.0 | 2.5 | 2.5 | 0.0 | 2.6 | 3.0 | (0.4) |
| 지배주주순이익 | 10,163 | 8,726 | 16.5 | 33,944 | 29,957 | 13.3 | 55,586 | 41,738 | 33.2 |
| 순이익률 | 12.3 | 10.9 | 1.4 | 10.7 | 9.6 | 1.0 | 15.4 | 12.3 | 3.1 |

주: IFRS 연결기준

자료: 삼성전자, 한국투자증권

<표 4> 삼성전자 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

| | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25F | 4Q25F | 1Q26F | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2024 | 2025F | 2026F |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 79,141 | 74,566 | 82,433 | 82,031 | 83,740 | 82,871 | 97,005 | 96,693 | 300,871 | 318,171 | 360,310 |
| 반도체 | 25,070 | 27,487 | 33,000 | 37,152 | 35,382 | 39,876 | 46,670 | 51,134 | 111,066 | 122,708 | 173,062 |
| DRAM | 12,965 | 14,026 | 17,859 | 20,480 | 20,263 | 23,474 | 28,384 | 32,167 | 53,131 | 65,330 | 104,288 |
| NAND | 6,105 | 7,141 | 8,448 | 9,601 | 9,041 | 9,872 | 11,194 | 11,876 | 31,241 | 31,295 | 41,983 |
| System LSI | 6,000 | 6,321 | 6,692 | 7,070 | 6,078 | 6,531 | 7,091 | 7,091 | 26,729 | 26,083 | 26,791 |
| SDC(Display) | 5,900 | 6,406 | 7,440 | 7,472 | 6,551 | 7,792 | 8,112 | 8,392 | 29,158 | 27,218 | 30,846 |
| DX | 51,700 | 43,367 | 47,262 | 42,202 | 48,042 | 41,398 | 49,686 | 44,592 | 174,888 | 184,532 | 183,717 |
| MX | 37,000 | 29,207 | 32,269 | 26,769 | 34,594 | 27,919 | 34,213 | 28,446 | 117,143 | 125,246 | 125,171 |
| CE | 14,495 | 14,160 | 14,993 | 15,433 | 13,448 | 13,478 | 15,473 | 16,146 | 56,443 | 59,080 | 58,546 |
| Harman | 3,400 | 3,981 | 3,353 | 3,730 | 2,420 | 2,420 | 2,600 | 2,600 | 14,275 | 14,464 | 10,040 |
| 영업이익 | 6,685 | 4,676 | 10,540 | 12,391 | 14,513 | 16,506 | 20,734 | 21,340 | 32,726 | 34,293 | 73,093 |
| 반도체 | 1,130 | 400 | 5,238 | 8,195 | 9,350 | 11,775 | 14,829 | 16,673 | 15,288 | 14,962 | 52,627 |
| DRAM | 3,928 | 3,211 | 6,584 | 8,640 | 9,194 | 11,396 | 14,168 | 15,667 | 15,655 | 22,363 | 50,424 |
| NAND | (458) | (286) | 92 | 716 | 764 | 1,032 | 1,370 | 1,716 | 4,374 | 64 | 4,882 |
| System LSI | (2,340) | (2,465) | (1,338) | (1,060) | (608) | (653) | (709) | (709) | (4,332) | (7,204) | (2,679) |
| SDC(Display) | 500 | 513 | 1,116 | 897 | 328 | 935 | 1,460 | 1,007 | 3,762 | 3,025 | 3,730 |
| DX | 4,700 | 3,301 | 3,687 | 2,800 | 4,435 | 3,296 | 3,944 | 3,160 | 12,457 | 14,488 | 14,836 |
| MX | 4,301 | 3,091 | 3,227 | 2,286 | 4,169 | 3,096 | 3,457 | 2,610 | 10,657 | 12,905 | 13,332 |
| CE | 298 | 210 | 460 | 513 | 266 | 200 | 487 | 550 | 1,752 | 1,481 | 1,503 |
| Harman | 300 | 500 | 500 | 500 | 400 | 500 | 500 | 500 | 1,320 | 1,800 | 1,900 |
| 영업이익률 | 8.4 | 6.3 | 12.8 | 15.1 | 17.3 | 19.9 | 21.4 | 22.1 | 10.9 | 10.8 | 20.3 |
| 반도체 | 4.5 | 1.5 | 15.9 | 22.1 | 26.4 | 29.5 | 31.8 | 32.6 | 13.8 | 12.2 | 30.4 |
| DRAM | 30.3 | 22.9 | 36.9 | 42.2 | 45.4 | 48.5 | 49.9 | 48.7 | 29.5 | 34.2 | 48.4 |
| NAND | (7.5) | (4.0) | 1.1 | 7.5 | 8.5 | 10.5 | 12.2 | 14.4 | 14.0 | 0.2 | 11.6 |
| System LSI | (39.0) | (39.0) | (20.0) | (15.0) | (10.0) | (10.0) | (10.0) | (10.0) | (16.2) | (27.6) | (10.0) |
| SDC(Display) | 8.5 | 8.0 | 15.0 | 12.0 | 5.0 | 12.0 | 18.0 | 12.0 | 12.9 | 11.1 | 12.1 |
| DX | 9.1 | 7.6 | 7.8 | 6.6 | 9.2 | 8.0 | 7.9 | 7.1 | 7.1 | 7.9 | 8.1 |
| MX | 11.6 | 10.6 | 10.0 | 8.5 | 12.1 | 11.1 | 10.1 | 9.2 | 9.1 | 10.3 | 10.7 |
| CE | 2.1 | 1.5 | 3.1 | 3.3 | 2.0 | 1.5 | 3.1 | 3.4 | 3.1 | 2.5 | 2.6 |
| Harman | 8.8 | 12.6 | 14.9 | 13.4 | 16.5 | 20.7 | 19.2 | 19.2 | 9.2 | 12.4 | 18.9 |

주: 1. IFRS 연결기준, 2. 변화를 분기는 QoQ, 연간은 YoY 기준

자료: 삼성전자, 한국투자증권

<표 5> MX 부문 실적 추정치 내역

(단위: 십억원, %)

| | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25F | 4Q25F | 1Q26F | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2024 | 2025F | 2026F |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| MX 부문 세부 실적 | | | | | | | | | | | |
| MX 매출액 | 37,000 | 29,207 | 32,269 | 26,769 | 34,594 | 27,919 | 34,213 | 28,446 | 117,143 | 125,246 | 125,171 |
| 핸드셋 | 36,200 | 28,408 | 31,630 | 26,034 | 33,998 | 27,293 | 33,493 | 27,618 | 114,517 | 122,272 | 122,402 |
| 스마트폰 | 34,868 | 27,165 | 30,397 | 24,986 | 32,830 | 26,156 | 32,224 | 26,374 | 109,656 | 117,417 | 117,585 |
| MX 영업이익 | 4,301 | 3,091 | 3,227 | 2,286 | 4,169 | 3,096 | 3,457 | 2,610 | 10,657 | 12,905 | 13,332 |
| 핸드셋 | 4,051 | 3,002 | 3,413 | 2,506 | 3,804 | 2,890 | 3,617 | 2,645 | 12,082 | 12,971 | 12,957 |
| 스마트폰 | 3,905 | 2,988 | 3,404 | 2,499 | 3,677 | 2,877 | 3,609 | 2,637 | 11,945 | 12,796 | 12,801 |
| MX 영업이익률 | 11.6 | 10.6 | 10.0 | 8.5 | 12.1 | 11.1 | 10.1 | 9.2 | 9.1 | 10.3 | 10.7 |
| 핸드셋 | 11.2 | 10.6 | 10.8 | 9.6 | 11.2 | 10.6 | 10.8 | 9.6 | 10.6 | 10.6 | 10.6 |
| 스마트폰 | 11.2 | 11.0 | 11.2 | 10.0 | 11.2 | 11.0 | 11.2 | 10.0 | 10.9 | 10.9 | 10.9 |
| MX 주요 가정 | | | | | | | | | | | |
| 핸드셋 출하량 (백만대) | 70 | 67 | 68 | 61 | 70 | 63 | 70 | 65 | 259 | 264 | 267 |
| 피쳐폰 출하량 (백만대) | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 9 | 6 | 6 |
| 스마트폰 출하량 (백만대) | 61 | 58 | 59 | 53 | 61 | 54 | 60 | 55 | 224 | 231 | 230 |
| 태블릿 출하량 (백만대) | 7 | 7 | 7 | 6 | 7 | 7 | 8 | 8 | 27 | 27 | 31 |

자료: 삼성전자, 한국투자증권

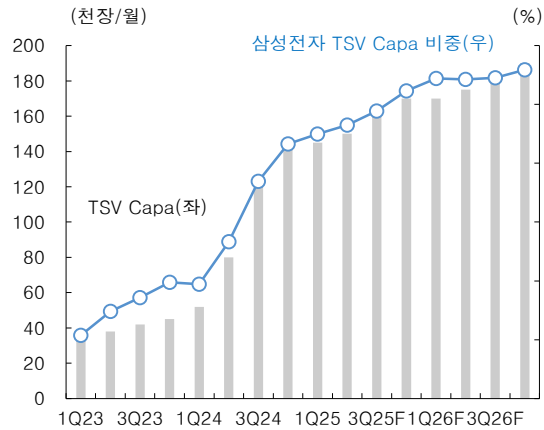
<표 6> DS 부문 실적 추정치 내역

(단위: 십억원, %)

| | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25F | 4Q25F | 1Q26F | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2024 | 2025F | 2026F |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| DS 부문 세부 실적 | | | | | | | | | | | |
| 반도체 매출액 | 25,070 | 27,487 | 33,000 | 37,152 | 35,382 | 39,876 | 46,670 | 51,134 | 111,066 | 122,708 | 173,062 |
| DRAM | 12,965 | 14,026 | 17,859 | 20,480 | 20,263 | 23,474 | 28,384 | 32,167 | 53,131 | 65,330 | 104,288 |
| NAND | 6,105 | 7,141 | 8,448 | 9,601 | 9,041 | 9,872 | 11,194 | 11,876 | 31,241 | 31,295 | 41,983 |
| System LSI | 6,000 | 6,321 | 6,692 | 7,070 | 6,078 | 6,531 | 7,091 | 7,091 | 26,729 | 26,083 | 26,791 |
| 반도체 영업이익 | 1,130 | 400 | 5,238 | 8,195 | 9,350 | 11,775 | 14,829 | 16,673 | 15,288 | 14,962 | 52,627 |
| DRAM | 3,928 | 3,211 | 6,584 | 8,640 | 9,194 | 11,396 | 14,168 | 15,667 | 15,655 | 22,363 | 50,424 |
| NAND | (458) | (286) | 92 | 716 | 764 | 1,032 | 1,370 | 1,716 | 4,374 | 64 | 4,882 |
| System LSI | (2,340) | (2,465) | (1,338) | (1,060) | (608) | (653) | (709) | (709) | (4,332) | (7,204) | (2,679) |
| 반도체 영업이익률 | 4.5 | 1.5 | 15.9 | 22.1 | 26.4 | 29.5 | 31.8 | 32.6 | 13.8 | 12.2 | 30.4 |
| DRAM | 30.3 | 22.9 | 36.9 | 42.2 | 45.4 | 48.5 | 49.9 | 48.7 | 29.5 | 34.2 | 48.4 |
| NAND | (7.5) | (4.0) | 1.1 | 7.5 | 8.5 | 10.5 | 12.2 | 14.4 | 14.0 | 0.2 | 11.6 |
| System LSI | (39.0) | (39.0) | (20.0) | (15.0) | (10.0) | (10.0) | (10.0) | (10.0) | (16.2) | (27.6) | (10.0) |
| 반도체 주요 가정 | | | | | | | | | | | |
| DRAM 출하량 (1Gb eq., 백만개) | 24,601 | 27,553 | 30,032 | 31,534 | 29,957 | 33,552 | 36,908 | 39,860 | 108,177 | 113,720 | 140,277 |
| 출하량 변화율 QoQ, YoY | (1.5) | 12.0 | 9.0 | 5.0 | (5.0) | 12.0 | 10.0 | 8.0 | 16.5 | 5.1 | 23.4 |
| DRAM ASP (달러) | 0.37 | 0.37 | 0.43 | 0.47 | 0.50 | 0.51 | 0.57 | 0.59 | 0.36 | 0.42 | 0.55 |
| ASP 변화율 QoQ, YoY | (18.1) | 2.3 | 15.1 | 10.0 | 4.9 | 3.4 | 9.9 | 4.9 | 60.6 | 14.8 | 31.7 |
| NAND 출하량 (8Gb eq., 백만개) | 55,264 | 71,291 | 75,568 | 80,102 | 74,495 | 78,965 | 85,282 | 87,840 | 267,693 | 282,225 | 326,582 |
| 출하량 변화율 QoQ, YoY | (9.5) | 29.0 | 6.0 | 6.0 | (7.0) | 6.0 | 8.0 | 3.0 | 5.8 | 5.4 | 15.7 |
| NAND ASP (달러) | 0.08 | 0.07 | 0.08 | 0.09 | 0.09 | 0.09 | 0.10 | 0.10 | 0.09 | 0.08 | 0.09 |
| ASP 변화율 QoQ, YoY | (13.5) | (4.0) | 10.0 | 8.0 | 2.0 | 3.0 | 5.0 | 3.0 | 66.1 | (6.9) | 17.9 |

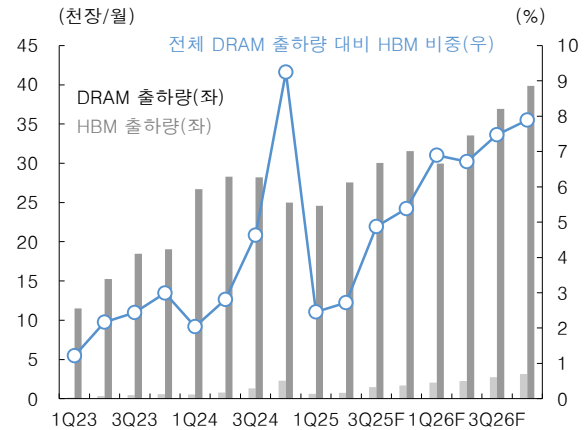
자료: 삼성전자, 한국투자증권

[그림 3] 삼성전자 TSV Capa 전망



자료: 한국투자증권

[그림 4] 삼성전자 HBM 출하량 전망



자료: 한국투자증권

<표 7> 삼성전자 HBM 및 DRAM 추정치

| | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25F | 4Q25F | 1Q26F | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025F | 2026F |
|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주요 가정 | | | | | | | | | | |
| 총 TSV Capa (wafer/month) | 145,000 | 150,000 | 160,000 | 170,000 | 170,000 | 175,000 | 180,000 | 190,000 | 156,250 | 178,750 |
| 수율 | 40% | 40% | 40% | 40% | 45% | 48% | 50% | 55% | 40% | 50% |
| 출하량/ASP/매출액 추이 및 전망 | | | | | | | | | | |
| DRAM 출하량 (Mgb) | 24,601 | 27,553 | 30,032 | 31,534 | 29,957 | 33,552 | 36,908 | 39,860 | 113,720 | 140,277 |
| DRAM ASP (\$/Gb) | 0.37 | 0.37 | 0.43 | 0.47 | 0.50 | 0.51 | 0.57 | 0.59 | 0.42 | 0.55 |
| DRAM 매출액 (USD mn) | 9,003 | 10,313 | 12,941 | 14,949 | 14,899 | 17,260 | 20,871 | 23,652 | 47,207 | 76,682 |
| DRAM 매출액 (십억원) | 12,965 | 14,026 | 17,859 | 20,480 | 20,263 | 23,474 | 28,384 | 32,167 | 65,330 | 104,288 |
| HBM 제외 DRAM 출하량 (Mgb) | 23,997 | 26,804 | 28,568 | 29,836 | 27,892 | 31,301 | 34,149 | 36,716 | 109,205 | 130,057 |
| HBM 제외 DRAM ASP (\$/Gb) | 0.34 | 0.35 | 0.38 | 0.42 | 0.43 | 0.45 | 0.48 | 0.50 | 0.37 | 0.47 |
| HBM 제외 DRAM 매출액 (USD mn) | 8,128 | 9,264 | 10,891 | 12,572 | 12,012 | 14,059 | 16,405 | 18,419 | 40,855 | 60,896 |
| HBM 제외 DRAM 매출액 (십억원) | 11,705 | 12,600 | 15,029 | 17,224 | 16,336 | 19,121 | 22,311 | 25,050 | 56,557 | 82,818 |
| HBM 출하량 (Mgb) | 603 | 749 | 1,465 | 1,698 | 2,066 | 2,252 | 2,759 | 3,144 | 4,515 | 10,220 |
| HBM ASP (\$/Gb) | 1.45 | 1.40 | 1.40 | 1.40 | 1.40 | 1.42 | 1.62 | 1.66 | 1.41 | 1.54 |
| HBM Revenue (USD mn) | 875 | 1,049 | 2,051 | 2,377 | 2,887 | 3,200 | 4,466 | 5,233 | 6,352 | 15,786 |
| HBM Revenue (십억원) | 1,260 | 1,426 | 2,830 | 3,257 | 3,927 | 4,353 | 6,073 | 7,117 | 8,773 | 21,470 |
| 출하량/ASP/매출액 증감률 (QoQ, YoY) | | | | | | | | | | |
| DRAM 출하량 증감률 | (1.5) | 12.0 | 9.0 | 5.0 | (5.0) | 12.0 | 10.0 | 8.0 | 5.1 | 23.4 |
| DRAM ASP 증감률 | (18.1) | 2.3 | 15.1 | 10.0 | 4.9 | 3.4 | 9.9 | 4.9 | 14.8 | 31.7 |
| DRAM 매출액 증감률 | (19.3) | 14.6 | 25.5 | 15.5 | (0.3) | 15.8 | 20.9 | 13.3 | 20.7 | 62.4 |
| DRAM 매출액 증감률(원화기준) | (16.4) | 8.2 | 27.3 | 14.7 | (1.1) | 15.8 | 20.9 | 13.3 | 23.0 | 59.6 |
| HBM 제외 DRAM 출하량 증감률 | 5.9 | 11.7 | 6.6 | 4.4 | (6.5) | 12.2 | 9.1 | 7.5 | 5.8 | 19.1 |
| HBM 제외 DRAM ASP 증감률 | (1.7) | 2.0 | 10.3 | 10.5 | 2.2 | 4.3 | 7.0 | 4.4 | 19.8 | 25.2 |
| HBM 제외 DRAM 매출액 증감률 | 4.1 | 14.0 | 17.6 | 15.4 | (4.5) | 17.0 | 16.7 | 12.3 | 26.8 | 49.1 |
| HBM 제외 DRAM 매출액 증감률(원화기준) | 7.9 | 7.6 | 19.3 | 14.6 | (5.2) | 17.0 | 16.7 | 12.3 | 29.5 | 46.4 |
| HBM 출하량 증감률 | (73.9) | 24.1 | 95.6 | 15.9 | 21.7 | 9.0 | 22.5 | 14.0 | (8.9) | 126.3 |
| HBM ASP 증감률 | 0.1 | (3.4) | 0.0 | 0.0 | (0.2) | 1.7 | 13.9 | 2.8 | 2.2 | 8.8 |
| HBM Revenue 증감률 | (73.9) | 19.9 | 95.6 | 15.9 | 21.5 | 10.8 | 39.5 | 17.2 | (8.0) | 148.5 |
| HBM Revenue 증감률(원화기준) | (72.9) | 13.2 | 98.4 | 15.1 | 20.6 | 10.8 | 39.5 | 17.2 | (7.1) | 144.7 |

주: 분기 증감률은 QoQ, 연간 증감률은 YoY 기준
 자료: 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 258,935 | 300,871 | 318,171 | 360,310 | 414,356 |
| 매출원가 | 180,389 | 186,562 | 198,852 | 195,335 | 244,470 |
| 매출총이익 | 78,547 | 114,309 | 119,319 | 164,975 | 169,886 |
| 판매관리비 | 71,980 | 81,583 | 85,026 | 91,882 | 93,849 |
| 영업이익 | 6,567 | 32,726 | 34,293 | 73,093 | 76,037 |
| 영업이익률(%) | 2.5 | 10.9 | 10.8 | 20.3 | 18.4 |
| EBITDA | 45,234 | 75,357 | 81,581 | 123,918 | 130,726 |
| EBITDA Margin(%) | 17.5 | 25.0 | 25.6 | 34.4 | 31.5 |
| 영업외수익 | 4,439 | 4,804 | 5,080 | 5,867 | 6,376 |
| 금융수익 | 16,100 | 16,703 | 15,496 | 15,721 | 15,822 |
| 금융비용 | 12,646 | 12,986 | 11,652 | 11,345 | 11,128 |
| 기타영업외손익 | 97 | 335 | 122 | 139 | 160 |
| 관계기업관련손익 | 888 | 751 | 1,114 | 1,353 | 1,522 |
| 세전계속사업이익 | 11,006 | 37,530 | 39,373 | 78,960 | 82,413 |
| 법인세비용 | (4,481) | 3,078 | 4,174 | 21,319 | 22,251 |
| 연결당기순이익 | 15,487 | 34,451 | 35,199 | 57,641 | 60,161 |
| 지배주주지분순이익 | 14,473 | 33,621 | 33,944 | 55,586 | 58,016 |
| 지배주주순이익률(%) | 5.6 | 11.2 | 10.7 | 15.4 | 14.0 |
| 성장성(% , YoY) | | | | | |
| 매출 증가율 | (14.3) | 16.2 | 5.7 | 13.2 | 15.0 |
| 영업이익 증가율 | (84.9) | 398.3 | 4.8 | 113.1 | 4.0 |
| 지배주주순이익 증가율 | (73.6) | 132.3 | 1.0 | 63.8 | 4.4 |
| EPS 증가율 | (73.6) | 132.3 | 1.7 | 64.6 | 4.4 |
| EBITDA 증가율 | (45.2) | 66.6 | 8.3 | 51.9 | 5.5 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 영업활동현금흐름 | 44,137 | 72,983 | 67,218 | 92,393 | 112,587 |
| 당기순이익 | 15,487 | 34,451 | 35,199 | 57,641 | 60,161 |
| 유형자산감가상각비 | 35,532 | 39,650 | 44,134 | 47,545 | 49,859 |
| 무형자산상각비 | 3,134 | 2,981 | 3,154 | 3,280 | 4,829 |
| 자산부채변동 | (5,459) | (1,568) | (14,682) | (17,682) | (3,879) |
| 기타 | (4,557) | (2,531) | (587) | 1,609 | 1,617 |
| 투자활동현금흐름 | (16,923) | (85,382) | (28,991) | (90,890) | (83,292) |
| 유형자산투자 | (57,611) | (51,406) | (53,600) | (58,536) | (60,000) |
| 유형자산매각 | 98 | 156 | 320 | 320 | 320 |
| 투자자산순증 | 44,772 | (31,789) | 9,890 | 13,383 | 16,505 |
| 무형자산순증 | (2,911) | (2,319) | (4,869) | (10,254) | (4,721) |
| 기타 | (1,271) | (24) | 19,268 | (35,803) | (35,396) |
| 재무활동현금흐름 | (8,593) | (7,797) | (12,390) | (16,190) | (11,280) |
| 자본의증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 차입금의순증 | 1,281 | 4,912 | (1,547) | (4,547) | 453 |
| 배당금지급 | (9,864) | (10,889) | (9,811) | (9,588) | (9,588) |
| 기타 | (10) | (1,820) | (1,032) | (2,055) | (2,145) |
| 기타현금흐름 | 779 | 4,821 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가 | 19,400 | (15,375) | 25,837 | (14,687) | 18,015 |
| FCF | (27,611) | 18,710 | 5,122 | 19,375 | 42,949 |

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 자산총계 | 455,906 | 514,532 | 510,866 | 571,519 | 658,641 |
| 유동자산 | 195,937 | 227,062 | 213,174 | 248,614 | 319,054 |
| 현금성자산 | 69,081 | 53,706 | 79,543 | 64,856 | 82,871 |
| 매출채권및기타채권 | 43,281 | 53,246 | 47,726 | 57,650 | 70,441 |
| 재고자산 | 51,626 | 51,755 | 38,180 | 43,237 | 49,723 |
| 비유동자산 | 259,969 | 287,470 | 297,691 | 322,905 | 339,587 |
| 투자자산 | 20,680 | 24,349 | 31,817 | 36,031 | 37,292 |
| 유형자산 | 187,256 | 205,945 | 215,091 | 225,762 | 235,583 |
| 무형자산 | 22,742 | 23,739 | 25,454 | 32,428 | 32,320 |
| 부채총계 | 92,228 | 112,340 | 66,218 | 61,973 | 81,677 |
| 유동부채 | 75,719 | 93,326 | 47,473 | 40,668 | 57,282 |
| 매입채무및기타채무 | 53,550 | 61,523 | 31,817 | 28,825 | 33,148 |
| 단기차입금및단기사채 | 7,115 | 13,173 | 11,173 | 6,173 | 6,173 |
| 유동성장기부채 | 1,309 | 2,207 | 1,966 | 1,726 | 1,485 |
| 비유동부채 | 16,509 | 19,014 | 18,744 | 21,306 | 24,394 |
| 사채 | 538 | 15 | 46 | 78 | 109 |
| 장기차입금및금융부채 | 3,725 | 3,936 | 4,598 | 5,261 | 5,923 |
| 자본총계 | 363,678 | 402,192 | 444,648 | 509,546 | 576,964 |
| 지배주주지분 | 353,234 | 391,688 | 432,288 | 494,531 | 559,203 |
| 자본금 | 898 | 898 | 898 | 898 | 898 |
| 자본잉여금 | 4,404 | 4,404 | 4,404 | 4,404 | 4,404 |
| 기타자본 | 99 | (1,725) | (1,725) | (1,725) | (1,725) |
| 이익잉여금 | 346,652 | 370,513 | 394,869 | 440,867 | 489,296 |
| 비지배주주지분 | 10,444 | 10,504 | 12,360 | 15,015 | 17,761 |
| 순차입금 | (79,721) | (93,322) | (99,940) | (123,682) | (172,771) |

주요 투자지표

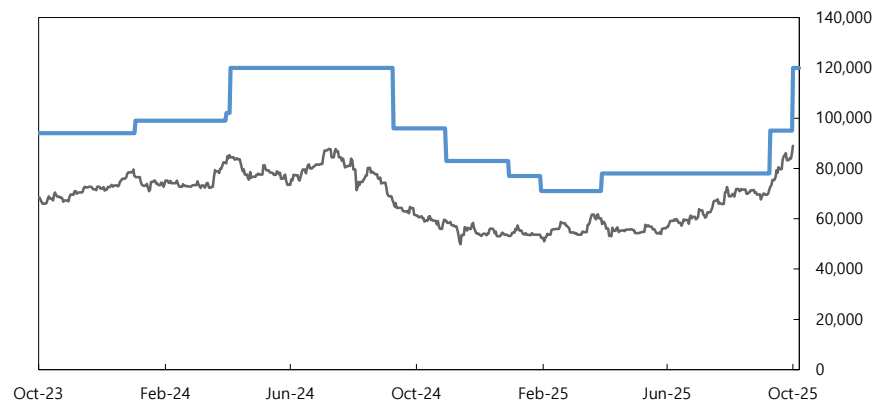
| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 2,131 | 4,950 | 5,036 | 8,288 | 8,650 |
| BPS | 52,002 | 57,930 | 64,448 | 73,689 | 83,291 |
| DPS | 1,444 | 1,446 | 1,446 | 1,446 | 1,446 |
| 수익성(%) | | | | | |
| ROA | 3.4 | 7.1 | 6.9 | 10.7 | 9.8 |
| ROE | 4.1 | 9.0 | 8.2 | 12.0 | 11.0 |
| 배당수익률 | 1.8 | 2.7 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| 배당성향 | 67.8 | 29.2 | 28.2 | 17.2 | 16.5 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율(x) | 25.4 | 27.9 | 14.9 | 12.2 | 14.2 |
| 차입금/자본총계비율(%) | 3.5 | 4.8 | 4.0 | 2.6 | 2.4 |
| 이자보상배율(x) | 7.1 | 36.2 | 37.0 | 117.8 | 188.3 |
| 순차입금/EBITDA(x) | (1.8) | (1.2) | (1.2) | (1.0) | (1.3) |
| Valuation(x) | | | | | |
| PER | 36.8 | 10.7 | 17.7 | 10.7 | 10.3 |
| 최고 | 36.8 | 17.9 | 17.9 | 10.9 | 10.4 |
| 최저 | 25.6 | 10.1 | 10.1 | 6.1 | 5.9 |
| PBR | 1.5 | 0.9 | 1.4 | 1.2 | 1.1 |
| 최고 | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 1.2 | 1.1 |
| 최저 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| PSR | 2.1 | 1.2 | 1.9 | 1.7 | 1.4 |
| EV/EBITDA | 10.0 | 3.6 | 6.1 | 3.8 | 3.3 |

KIS ESG Indicator

자료: 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호) | 제시일자 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율 | |
|---------------|------------|------|----------|---------|-------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 삼성전자 (005930) | 2023.07.04 | 매수 | 94,000원 | -25.1 | -15.3 |
| | 2024.01.04 | 매수 | 99,000원 | -24.8 | -16.8 |
| | 2024.04.01 | 매수 | 102,000원 | -16.9 | -16.4 |
| | 2024.04.05 | 매수 | 120,000원 | -34.2 | -26.8 |
| | 2024.09.10 | 매수 | 96,000원 | -36.6 | -30.9 |
| | 2024.10.31 | 매수 | 83,000원 | -33.8 | -29.3 |
| | 2024.12.31 | 매수 | 77,000원 | -29.3 | -25.6 |
| | 2025.01.31 | 매수 | 71,000원 | -20.5 | -13.0 |
| | 2025.03.31 | 매수 | 78,000원 | -20.7 | -6.9 |
| | 2025.09.10 | 매수 | 95,000원 | -14.4 | -9.4 |
| | 2025.10.02 | 매수 | 120,000원 | - | - |



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 10월 2일 현재 삼성전자 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성전자 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 6. 30 기준)

| 매수 | 중립 | 비중축소(매도) |
|-------|-------|----------|
| 77.9% | 22.1% | 0% |

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.