삼성전자
(005930)

3Q24P Review:
지켜지지 못한 약속들

투자의견
BUY(유지)

목표주가
82,000 원(하향)

현재주가
60,300 원(10/8)

시가총액
359,978(십억원)

이승우_ 02)368-6121_ swlee6591@eugenefn.com

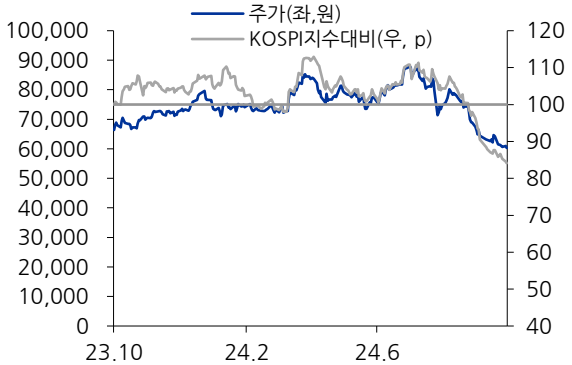
- 3Q24 잠정실적은 매출 79조원, 영업이익 9.1조원으로 컨센서스 및 유진 추정치(79.3조원, 10.2조원)를 하회.
- 지난 실적 발표에서 제시된 HBM에 대한 약속은 또 다시 지켜지지 못했고, 하반기 흑자 전환을 목표로 했던 비메모리도 일회성 비용으로 오히려 적자가 더욱 확대됨. 부문별 영업이익은 DS 4.3조원(6.5조), SDC 1.5조원(1.0조), MX/NW 2.8조원(2.2조원), VD/CE 0.4조원(0.5조)으로 추정됨. (괄호 안은 2분기)
- 비메모리의 일회성 비용은 장기간 성과를 내지 못한 프로젝트들에 대한 정리가 진행되고 있기 때문이 아닌가 추정됨. 경험적으로 볼 때 이 같은 케이스는 연말까지 이어지는 경우가 많음. 이를 감안하면 4분기에도 이는 결국 전사 실적에도 부담이 될 가능성이 커 보임. 4분기 영업이익 추정치를 기존 10.7조원에서 8.9조원으로 하향 조정함.
- 실망스럽긴 하지만 추세적으로는 아직 실적이 개선세에 있고, PBR은 저점인 1.1배까지 낮아졌다. 실망감이 주가에 반영된 것이다. 이에 투자의견은 'BUY'를 유지한다 그러나, 변화의 속도에 대한 기대도 함께 낮아졌다. 이 같은 불신을 극복하기 위해서는 결국 숫자로 된 증명서가 필요하다. 실적 전망와 기대감 하향에 따라 목표가를 82,000원('24~'25 타겟 P/B 1.4배)으로 10% 하향 제시한다.

주가(원, 10/8)	60,300
시가총액(십억원)	359,978
발행주식수	5,969,783천주
52주 최고가	88,800원
최저가	59,500원
52주 일간 Beta	1.14
60일 일평균거래대금	16,513억원
외국인 지분율	53.5%
배당수익률(2024F)	2.4%
주주구성	
삼성생명보험 (외 16인)	20.1%
국민연금공간 (외 1인)	7.7%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-14.5	-24.1	-16.3
절대기준	-12.5	-28.6	-8.6
(조원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	82,000	91,000	▼
영업이익(24F)	35.1	37.9	▼
영업이익(25F)	45.8	48.2	▼

12 월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	258,935	302,454	320,196	345,439
영업이익	6,567	35,081	45,760	50,804
세전손익	11,006	39,914	51,650	55,664
당기순이익	15,487	33,617	42,196	45,088
EPS(원)	2,424	5,519	6,914	7,371
증감률(%)	-73.6	127.6	25.3	6.6
PER(배)	32.4	10.9	8.7	8.2
ROE(%)	4.1	8.9	10.3	10.0
PBR(배)	1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	9.7	3.9	3.2	2.6

자료: 유진투자증권



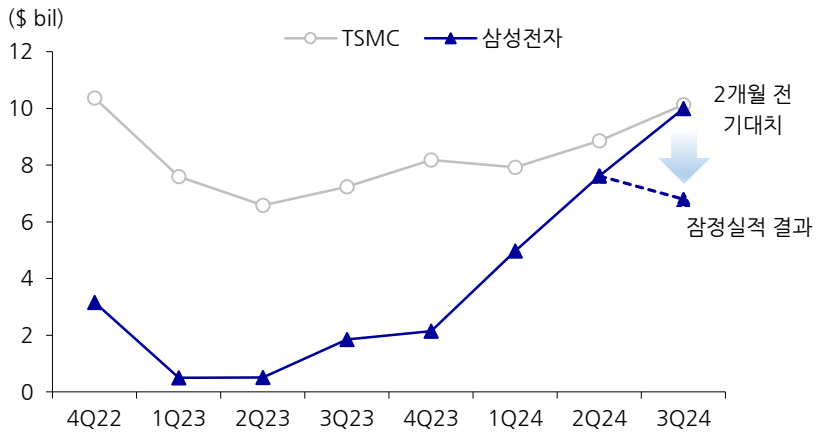
3 분기 실적 Review: 지켜지지 못한 약속들

3 개월 전 발표된 2 분기 영업이익은 10.4 조원이라는 서프라이즈를 냈었다. 7 월 말에 진행된 컨퍼런스콜의 내용도 근래 들어 가장 희망적이었다. 애매모호하게 얼버무렸던 HBM 에 대해서도 그 이전과 달리 비교적 자신감있게 소상히 향후 계획과 전망을 밝혔다. 그 동안 잠들어 있던 삼성전자의 실적본능이 다시 깨어날 것만 같았다. 삼성전자에 대한 기대감은 다시 높아질 수 밖에 없었다.

필자도 삼성전자가 드디어 TSMC 와의 차이를 좁힐 수 있는 기회를 잡았다며 긍정적 평가를 내렸다. 만일 3 분기에도 2 분기에 보여줬던 실적 개선이 이어진다면, 아득하게 보였던 TSMC 의 실적이 삼성전자의 가시권에 들어올 수 있었기 때문이다.

2 개월 전만 하더라도 TSMC 와 비슷한 수준의 영업이익이 가능해 보였지만, 결과는 그렇지 못한 것으로 드러남

도표 1. **TSMC 와 삼성전자 분기 영업이익 추이 비교**



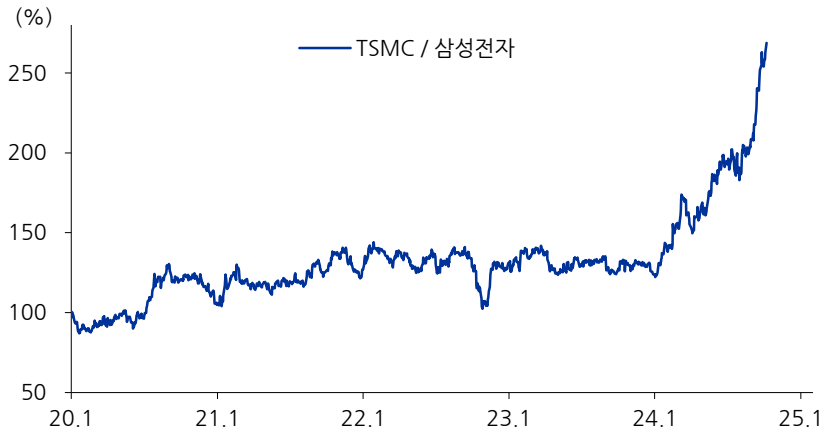
자료: 유진투자증권

그러나, 이번 3 분기 실적, 그 중에서도 반도체는 삼성의 계획대로 되지 못했다. 낮아진 시장의 기대에도 미치지 못했으며, 불과 2 주 전 실적을 발표한 마이크론의 결과와도 온도 차이를 보였다. 메모리 가격이 상승했을 것으로 추정되는 가운데에서도 삼성 반도체 사업부의 영업이익은 2 분기 6.5 조원에서 3 분기 4.3 조원으로 오히려 크게 뒷걸음질 친 것으로 추정된다. 물론 여기에는 일회성 비용이라는 변수가 작용했기 때문일 것이다.

그렇지만 이를 고려한다 해도 기대에 못 미친 것은 사실이다. 특히, 그렇게 다짐했던 HBM 에서도 시장이 원하는 결과를 아직까지도 만들어 내지 못하고 있는 상황이다. 하반기 흑자전환이 가능할 것이라던 파운드리는 여전히 돌파구를 찾지 못한 채 적자의 늪에서 헤어나올 기미가 보이지 않는다. 결과적으로 지난 실적 발표에서 제시했던 삼성의 계획은 지켜지지 못한 약속이 되고 말았고, TSMC 와의 시가총액 차이는 더더욱 벌어지게 되었다.

기대와 달리 삼성전자와 TSMC 의 시가총액 차이는 더욱 확대됨

도표 2. **삼성전자 대비 TSMC 의 시가총액 상대비율**



자료: 유진투자증권

이쯤 되면 이번 실적에 부담이 됐던 비메모리 분야의 일회성 요인이 과연 정말 일회성일까 하는 의문을 지울 수 없다. 일회성이 아니라면 이회성, 또는 삼회성 요인이 될 가능성을 생각해봐야 한다. 지나간 실적은 지나간 대로라고 하더라도 실적의 불확실성과 관련되는 문제는 여전히 남는다.

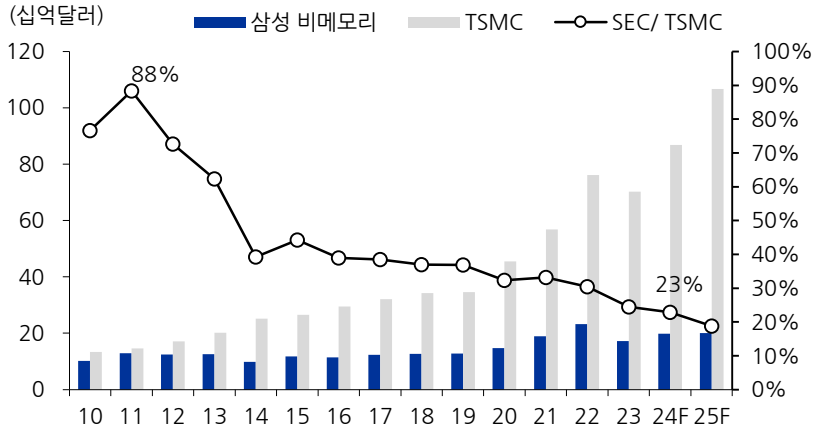
비메모리/파운드리 사업부의 현실

2011 년 삼성전자 비메모리 사업부 매출은 14.2 조원(128 억 달러)을 기록했다. 달러 환산 기준으로 이는 2011 년 TSMC 의 매출액 145 억 달러 대비 약 88% 수준이었다. 그리고 12 년이 흐른 2023 년 지난해 삼성 비메모리 사업부 매출은 22.5 조원(172 억 달러)으로 1.58 배로 늘어났다. 12 년간 원화 기준으로는 CAGR+3.9%, 달러 기준으로는 CAGR +2.5% 성장한 셈이라 할 수 있다.

반면 TSMC 의 2023 년 매출은 702 억 달러로 4.84 배나 늘어, CAGR 14%의 성장률을 기록했다. 삼성전자 대비 성장률이 5.6 배나 높다는 얘기다. 이러한 성장률의 차이로 인해 2023 년 삼성 비메모리 사업부의 TSMC 대비 매출 비중은 25% 수준으로 쪼그라들고 말았다. 이제 TSMC 는 삼성전자에겐 넘을 수 없는 다른 차원의 벽이 되고 말았다.

막대한 투자에도 불구하고 삼성 비메모리는 놀라울 정도로 저조한 성과를 기록했으며, 더더욱 놀랍게도 그럼에도 불구하고 전략적 변화가 이루어지지 않고 있다는 것이다

도표 3. **TSMC 와 삼성전자 비메모리 매출 비교**



자료: 유진투자증권

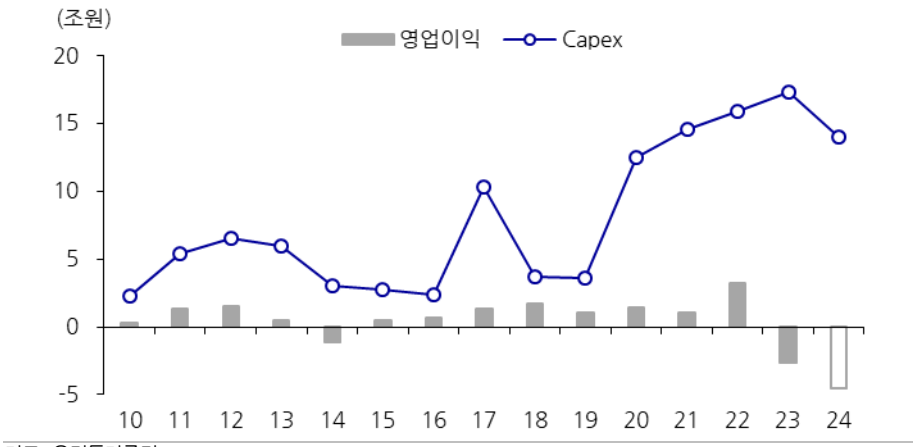
가혹하게 얘기하자면 삼성 비메모리 사업부의 상대적 성과는 2011 년을 피크로 계속 뒷걸음질 친 셈이다. 더욱 놀라운 점은 이 기간동안 무려 90 조원 이상의 금액이 투자되었다는 것이다. 그리고 더더욱 놀라운 것은 이렇게 용납할 수 없을 정도로 낮은 투자 효율성에도 불구하고 비메모리 사업에 대한 전략적 수정이 거의 이루어지지 않았다는 점이다.

비메모리 분야의 일회성 비용이 어떤 성격의 것인지는 구체적으로 알려지지 않았다. 그러나 추정컨대 이는 어쩌면 막대한 투자에도 불구하고 장기간 성과를 내지 못한 프로젝트 및 사업들에 대한 정리가 진행되면서 드러난 문제가 아닐까 추측된다. 만일 우리의 추측이 맞다면 3 분기 일회성 비용은 일회성으로 그치지 않을 가능성이 높다. 그런 측면에서 우리는 4 분기에도 추가적인 손익 조정이 진행될 것으로 예상한다. 삼성전자 비메모리 사업부의 실적은 3분기에 이어 4분기에도 영업손실 1.6조원을 기록할 것으로 추정한다.

2010 년 이후 삼성전자 비메모리 분야에 투입된 설비투자 규모는 90 조원을 훌쩍 넘는 것으로 추정된다. 특히 2019 년 선언된 '2030 년 시스템 반도체 세계 1 위 계획' 이후 삼성전자 비메모리 사업에 대한 캐팩스는 그야말로 급증하기 시작했다. 대대적인 투자를 앞세운 규모의 경제는 삼성 메모리 반도체의 성공 공식 중 하나였다. 하지만, 비메모리와 메모리는 본질적인 비즈니스의 성격이 엄연히 달랐다. 삼성 메모리의 성공 공식은 비메모리/파운드리 사업에 그대로 적용되지 않았다. 고객과 기술이 확보되지 않은 상태에서의 대규모 투자가 어떤 결과를 낳을지를 상상하는 것은 그리 어려운 일이 아닐지도 모른다.

2020 년 이후 캐팩스가 급증했지만, 이익 증가는 이에 한참 미치지 못했고, 이런 저수익성이 누적되면서 결국 적자로 전환하기 시작한 것이다

도표 4. **삼성전자 비메모리 캐팩스와 영업이익 추이**



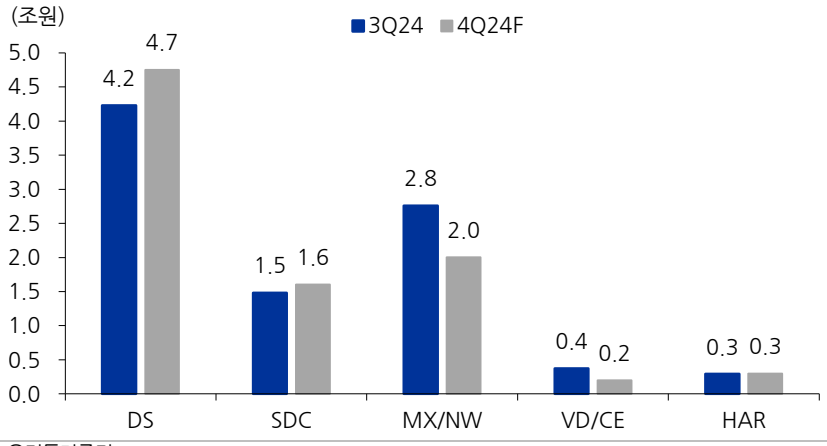
자료: 유진투자증권

4 분기 실적 전망 하향: 영업이익 8.8 조원 예상

비메모리의 극적 변화가 나타나지 않는다면 4 분기 실적은 매출 76.9 조원, 영업이익 8.9 조원에 그쳐 3 분기를 넘어서기 힘들어 보인다. 4 분기는 그 동안 그나마 선방했던 세트부문(MX/NW, VD/CE)의 실적이 둔화할 가능성이 높기 때문이다. 메모리의 실적 개선 폭이 세트 부문의 실적 둔화를 충분히 메워주기는 쉽지 않을 것으로 예상한다.

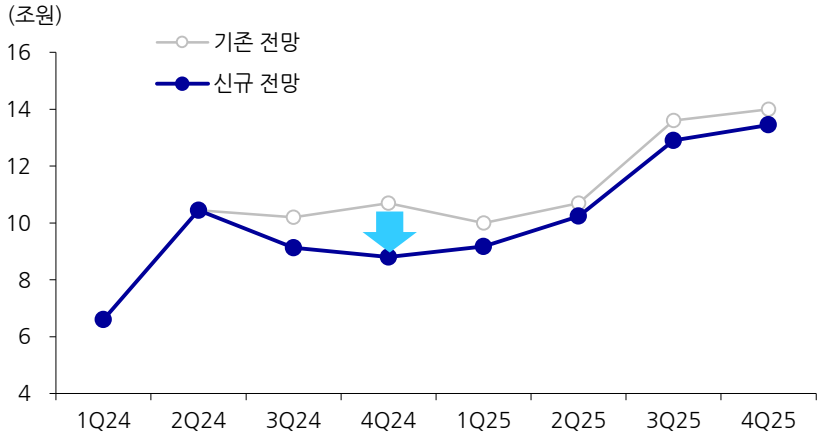
부문별 영업이익(3 분기 → 4 분기)은 반도체 4.2 조 → 4.7 조원, DP 1.5 조 → 1.6 조원, MX/NW 2.8 조원 → 2.0 조원, VD/CE 0.4 조원 → 0.2 조원으로 예상한다.

도표 5. **삼성전자 사업부별 3 분기, 4 분기 영업이익 추정**



자료: 유진투자증권

도표 6. **삼성전자 분기별 이익 전망 변경**



자료: 유진투자증권

연간 실적 추정 및 목표가 조정

주가는 7 월 고점 이후 단기간에 30% 이상 급락했다. 그러나 주가는 이미 부진한 실적을 상당 부분 반영한 수준이고, PBR은 '24년 말 기준 1.1배, '25년 말 기준 1.0 배 수준까지 하락해 역사적 저점 수준에 이른 상황이다. 따라서, 지금 투자의견을 낮출 필요까지는 아니라고 생각한다. 악재가 반영된 것으로 볼 수 있기 때문이다. 투자의견은 'BUY'를 유지한다.

그러나, 목표가 조정은 필요해 보인다. 예상보다 부진한 실적과 시장의 기대보다 더디게 진행 중인 개선 프로세스 때문이다. 즉, 밸류에이션의 기초인 실적과 멀티플, 두 가지가 모두 하향될 필요가 있다. 2024년과 2025년 추정 BPS 평균 기준 타겟 PBR을 기존 1.6 배에서 1.4 배로 낮춤에 따라 목표주가를 기존 91,000원에서 82,000원으로 약 10% 하향 조정한다.

도표 7. **연간 실적 추정치 변경 내용 요약**

(조원)	신규 추정치		기존 추정치		변경폭	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
원달러	1,346	1,330	1,346	1,330	0	0
매출액	**302.5**	**320.2**	**301.8**	**321.2**	**0%**	**0%**
반도체	112.8	134.1	112.0	135.2	1%	-1%
DP	30.7	32.7	30.7	32.7	0%	0%
IM	117.8	111.3	117.8	111.3	0%	0%
CE	55.9	56.0	55.9	56.0	0%	0%
HAR	14.4	14.5	14.4	14.5	0%	0%
기타	-29.1	-28.4	-29.1	-28.5	~	~
영업이익	**35.1**	**45.8**	**37.9**	**48.2**	**-7%**	**-5%**
반도체	17.3	28.5	20.2	30.9	-14%	-8%
DP	4.4	4.8	4.5	4.8	-1%	1%
IM	10.5	9.5	10.5	9.6	0%	-1%
CE	1.6	1.7	1.6	1.7	0%	0%
HAR	1.2	1.3	1.2	1.3	-4%	-2%
기타	0.1	0.0	0.0	0.0	~	~
순이익	**33.6**	**42.2**	**36.2**	**44.3**	**-7%**	**-5%**

자료: 유진투자증권

도표 8. **주요 가정**

Key Data	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024F	2025F
원/달러 (평균)	1,328	1,371	1,356	1,330	1,330	1,330	1,330	1,330	1,290	1,306	1,346	1,330
(기말)	1,347	1,377	1,356	1,330	1,330	1,330	1,330	1,330	1,290	1,306	1,346	1,330
DRAM (GB mil)	**3,175**	**3,319**	**3,250**	**3,550**	**3,505**	**3,646**	**3,974**	**4,067**	**10,238**	**11,321**	**13,294**	**15,192**
B/G	*-15%*	*5%*	*-2%*	*9%*	*-1%*	*4%*	*9%*	*2%*	*0%*	*11%*	*17%*	*14%*
HBM	**68**	**117**	**161**	**219**	**247**	**295**	**344**	**372**	**61**	**150**	**565**	**1,258**
DDR	**3,107**	**3,202**	**3,089**	**3,331**	**3,258**	**3,351**	**3,629**	**3,695**	**10,177**	**11,172**	**12,728**	**13,934**
ASP ($/GB)	**$2.4**	**$2.9**	**$3.2**	**$3.2**	**$3.2**	**$3.3**	**$3.3**	**$3.5**	**$3.4**	**$1.9**	**$2.6**	**$2.9**
Chg.	*20%*	*20%*	*9%*	*2%*	*-1%*	*2%*	*2%*	*5%*	*-15%*	*-45%*	*42%*	*9%*
NAND (TB mil)	**76.7**	**74.0**	**72.0**	**74.5**	**75.2**	**81.0**	**92.2**	**96.5**	**211**	**252**	**297**	**345**
B/G	*-2%*	*-4%*	*-3%*	*3%*	*1%*	*8%*	*14%*	*5%*	*3%*	*19%*	*18%*	*16%*
ASP ($/TB)	**$79**	**$93**	**$99**	**$96**	**$94**	**$94**	**$96**	**$98**	**$107**	**$57**	**$92**	**$96**
Chg.	*31%*	*18%*	*6%*	*-3%*	*-2%*	*0%*	*2%*	*2%*	*-18%*	*-47%*	*60%*	*4%*
스마트폰 (백만대)	**59.9**	**53.8**	**57.8**	**53.1**	**57.2**	**51.6**	**53.6**	**49.0**	**257**	**225**	**225**	**211**
Q/Q, Y/Y	*13%*	*-10%*	*7%*	*-8%*	*8%*	*-10%*	*4%*	*-9%*	*-6%*	*-12%*	*0%*	*-6%*
스마트폰 ASP($)	**$336**	**$281**	**$301**	**$274**	**$340**	**$286**	**$313**	**$260**	**$270**	**$288**	**$299**	**$302**
Q/Q, Y/Y	*29%*	*-16%*	*7%*	*-9%*	*24%*	*-16%*	*9%*	*-17%*	*4%*	*7%*	*4%*	*1%*
TV 세트(백만대)	**8.5**	**8.2**	**8.5**	**9.7**	**8.2**	**7.8**	**8.7**	**10.0**	**38.3**	**35.0**	**35.2**	**36.0**
Q/Q, Y/Y	*-13%*	*-4%*	*4%*	*14%*	*-15%*	*-5%*	*12%*	*15%*	*-15%*	*-8%*	*1%*	*2%*

자료: 유진투자증권

도표 9. **부문별 요약 실적**

(조원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억달러)	**54.1**	**54.0**	**58.7**	**57.8**	**58.9**	**56.8**	**63.1**	**62.0**	**235.1**	**198.3**	**224.6**	**240.7**
YoY	8%	18%	14%	13%	9%	5%	8%	7%	-4%	-16%	13%	7%
QoQ	5%	0%	9%	-1%	2%	-4%	11%	-2%				
매출액 (조원)	**71.9**	**74.1**	**79.5**	**76.9**	**78.4**	**75.5**	**83.9**	**82.4**	**302.2**	**258.9**	**302.5**	**320.2**
YoY	13%	23%	18%	14%	9%	2%	5%	7%	8%	-14%	17%	6%
QoQ	6%	3%	7%	-3%	2%	-4%	11%	-2%				
DS	23.1	28.6	30.1	31.0	29.5	31.4	35.5	37.7	98.5	66.6	112.8	134.1
SDC	5.4	7.7	8.5	9.1	6.6	7.2	9.1	9.7	34.4	31.0	30.7	32.7
MX/NW	33.5	27.4	30.6	26.3	32.4	26.0	29.0	23.9	120.8	112.4	117.8	111.3
VD/CE	13.5	14.4	14.0	14.0	13.6	14.0	13.9	14.6	60.6	56.4	55.9	56.0
HAR	3.2	3.6	3.8	3.7	3.3	3.6	3.8	3.8	13.2	14.4	14.4	14.5
연결조정	-6.8	-7.6	-7.5	-7.2	-7.0	-6.7	-7.4	-7.3	-25.3	-21.9	-29.1	-28.4
영업이익 (조원)	**6.6**	**10.4**	**9.1**	**8.9**	**9.2**	**10.2**	**12.9**	**13.4**	**43.4**	**6.6**	**35.1**	**45.8**
YoY	932%	1462%	275%	216%	39%	-2%	41%	51%	-16%	-85%	434%	30%
QoQ	134%	58%	-13%	-2%	3%	12%	26%	4%				
DS	1.9	6.5	4.2	4.7	4.7	6.2	8.1	9.5	23.8	-14.9	17.3	28.5
SDC	0.3	1.0	1.5	1.6	0.6	1.0	1.6	1.6	6.0	5.6	4.4	4.8
MX/NW	3.5	2.2	2.8	2.0	3.2	2.1	2.5	1.7	11.4	13.0	10.5	9.5
VD/CE	0.5	0.5	0.4	0.2	0.4	0.5	0.5	0.3	1.4	1.3	1.6	1.7
HAR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.9	1.2	1.2	1.3
기타	0.1	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.4	0.1	0.0
영업이익률	**9.2%**	**14.1%**	**11.5%**	**11.6%**	**11.7%**	**13.6%**	**15.4%**	**16.3%**	**14.4%**	**2.5%**	**11.6%**	**14.3%**
DS	8.3%	22.6%	14.0%	15.3%	16.1%	19.7%	22.7%	25.2%	24.2%	-22.3%	15.4%	21.2%
SDC	6.3%	13.2%	17.4%	17.5%	8.7%	14.3%	17.5%	16.7%	17.3%	18.0%	14.5%	14.8%
MX/NW	10.5%	8.1%	9.0%	7.6%	10.0%	8.1%	8.5%	7.1%	9.5%	11.6%	8.9%	8.5%
VD/CE	3.9%	3.4%	2.7%	1.4%	2.9%	3.6%	3.3%	2.3%	2.2%	2.2%	2.8%	3.0%
HAR	7.5%	8.8%	7.7%	8.0%	7.0%	9.0%	10.0%	9.0%	6.7%	8.1%	8.0%	8.8%
순이익	**6.8**	**9.8**	**8.6**	**8.4**	**8.9**	**9.7**	**11.6**	**12.0**	**55.7**	**15.5**	**33.6**	**42.2**

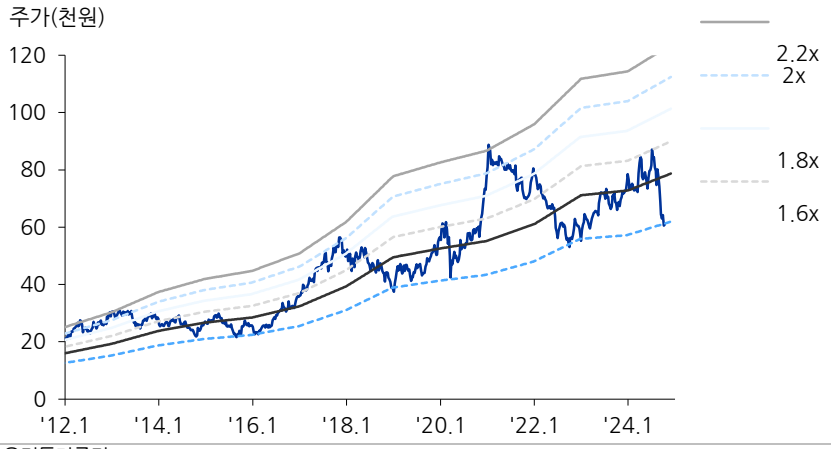
자료: 유진투자증권

도표 10. **사업부별 영업 실적**

실적요약	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (조원)	71.9	74.1	79.5	76.9	78.4	75.5	83.9	82.4	302.2	258.9	302.5	320.2
DS	23.1	28.6	30.1	31.0	29.5	31.4	35.5	37.7	98.5	66.6	112.8	134.1
Memory	17.5	21.7	22.9	23.9	23.5	25.1	28.4	30.4	68.5	44.1	86.0	107.4
DRAM	9.8	12.8	13.7	14.9	14.5	15.5	17.2	18.5	42.3	26.3	51.2	65.7
HBM	0.9	1.8	2.6	3.5	3.9	4.7	5.6	6.2	0.6	1.8	8.8	20.5
DDR	8.9	11.0	11.1	11.4	10.6	10.8	11.7	12.2	41.7	24.5	42.5	45.2
NAND	7.7	8.9	9.2	9.0	8.9	9.6	11.2	11.9	26.3	17.8	34.8	41.7
SLSI	5.5	6.0	6.8	6.7	5.7	6.0	6.8	7.1	29.9	22.5	26.7	26.7
SDC	5.4	7.7	8.5	9.1	6.6	7.2	9.1	9.7	34.4	31.0	30.7	32.7
Large	0.2	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5	0.6	0.7	1.2	0.9	1.1	2.3
Small	5.2	7.4	8.2	8.8	6.1	6.7	8.5	9.0	33.2	30.1	29.6	30.3
MX/NW	33.5	27.4	30.6	26.3	32.4	26.0	29.0	23.9	120.8	112.4	117.8	111.3
MX	32.8	26.6	29.8	25.4	31.7	25.2	28.2	23.0	115.4	108.6	114.7	108.1
NW	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9	5.4	3.8	3.1	3.2
VD/CE	13.5	14.4	14.0	14.0	13.6	14.0	13.9	14.6	60.6	56.4	55.9	56.0
VD	7.2	7.5	7.5	8.2	6.9	6.6	7.3	8.6	33.3	30.4	30.5	29.4
DA	6.3	6.9	6.5	5.8	6.6	7.4	6.6	6.0	27.4	26.1	25.5	26.6
Harman	3.2	3.6	3.8	3.7	3.3	3.6	3.8	3.8	13.2	14.4	14.4	14.5
영업이익 (조원)	6.6	10.4	9.1	8.9	9.2	10.2	12.9	13.4	43.4	6.6	35.1	45.8
DS	1.9	6.5	4.2	4.7	4.7	6.2	8.1	9.5	23.8	-14.9	17.3	28.5
Memory	2.7	6.8	5.8	6.4	5.7	6.5	8.2	9.5	20.6	-12.3	21.7	29.9
DRAM	2.2	5.2	4.1	5.2	4.6	5.1	6.1	6.9	18.0	-1.1	16.7	22.7
NAND	0.5	1.6	1.7	1.2	1.0	1.4	2.1	2.6	2.6	-11.3	5.1	7.1
SLSI	-0.8	-0.3	-1.6	-1.6	-0.9	-0.3	-0.1	0.0	3.3	-2.6	-4.4	-1.4
SDC	0.3	1.0	1.5	1.6	0.6	1.0	1.6	1.6	6.0	5.6	4.4	4.8
Large	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-1.5	-0.9	-0.5	-0.2
Small	0.5	1.1	1.6	1.7	0.7	1.1	1.6	1.6	7.5	6.5	5.0	5.0
MX/NW	3.5	2.2	2.8	2.0	3.2	2.1	2.5	1.7	11.4	13.0	10.5	9.5
MX	3.5	2.2	2.7	2.0	3.2	2.1	2.4	1.6	10.9	12.6	10.4	9.3
NW	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.6	0.4	0.1	0.2
VD/CE	0.5	0.5	0.4	0.2	0.4	0.5	0.5	0.3	1.4	1.3	1.6	1.7
VD	0.4	0.3	0.4	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	1.6	1.4	1.3	1.5
CE	0.2	0.2	0.0	-0.1	0.0	0.2	0.1	-0.1	-0.2	-0.1	0.3	0.2
Harman	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.9	1.2	1.2	1.3
영업이익률	9.2%	14.1%	11.5%	11.6%	11.7%	13.6%	15.4%	16.3%	14.4%	2.5%	11.6%	14.3%
DS	8.3%	22.6%	14.0%	15.3%	16.1%	19.7%	22.7%	25.2%	24.2%	-22.3%	15.4%	21.2%
Memory	15.7%	31.2%	25.4%	26.7%	24.2%	25.7%	28.8%	31.4%	30.0%	-27.8%	25.3%	27.8%
DRAM	22.5%	40.6%	29.9%	34.6%	32.0%	32.8%	35.3%	37.4%	42.7%	-4.3%	32.5%	34.6%
NAND	7.0%	17.7%	18.7%	13.7%	11.5%	14.3%	18.7%	22.1%	10.0%	-63.6%	14.6%	17.1%
SLSI	-15.3%	-5.4%	-23.4%	-24.7%	-16.5%	-4.7%	-1.7%	-0.4%	10.9%	-11.6%	-16.5%	-5.1%
SDC	6.3%	13.2%	17.4%	17.5%	8.7%	14.3%	17.5%	16.7%	17.3%	18.0%	14.5%	14.8%
MX/NW	10.5%	8.1%	9.0%	7.6%	10.0%	8.1%	8.5%	7.1%	9.5%	11.6%	8.9%	8.5%
MX	10.7%	8.3%	9.1%	7.7%	10.1%	8.2%	8.6%	7.1%	9.4%	11.6%	9.1%	8.6%
NW	0.2%	4.3%	6.0%	5.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	10.5%	9.5%	3.9%	5.6%
VD/CE	3.9%	3.4%	2.7%	1.4%	2.9%	3.6%	3.3%	2.3%	2.2%	2.2%	2.8%	3.0%
VD	4.9%	3.7%	5.0%	3.8%	5.8%	4.8%	4.8%	4.7%	4.7%	4.6%	4.3%	5.0%
CE	2.8%	3.1%	0.0%	-2.0%	0.0%	2.6%	1.7%	-1.3%	-0.8%	-0.5%	1.1%	0.9%
Harman	7.5%	8.8%	7.7%	8.0%	7.0%	9.0%	10.0%	9.0%	6.7%	8.1%	8.0%	8.8%

자료: 유진투자증권

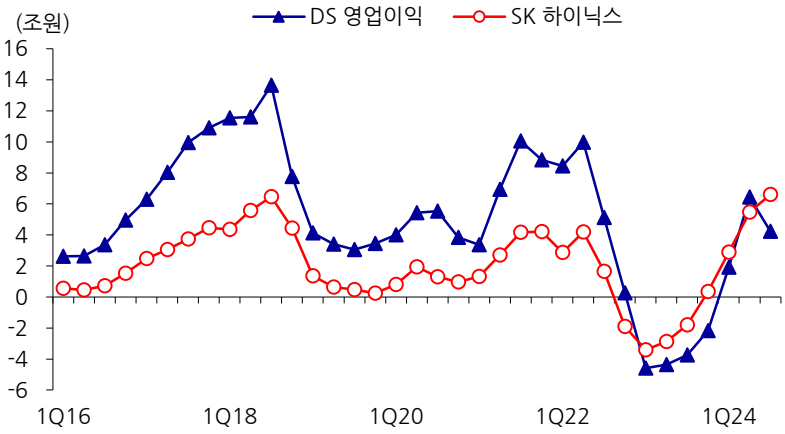
도표 11. **PBR 밴드: 저점 레벨인 1.1 배 수준에 근접**



자료: 유진투자증권

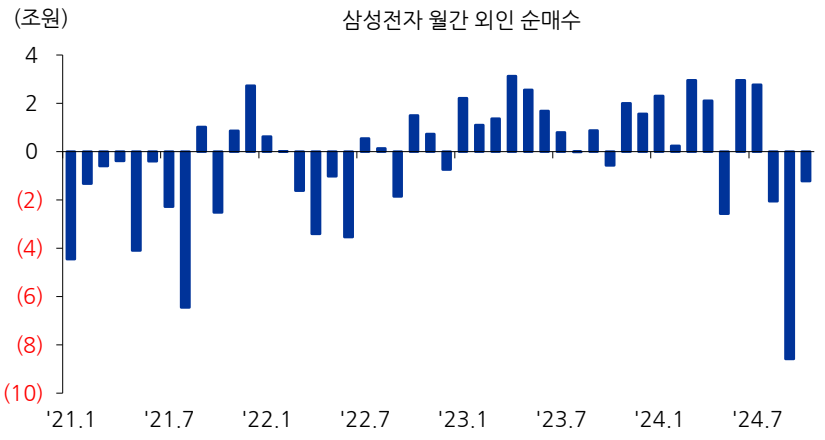
예전에는 생각지도 못했던 일이 벌어지고 있다. 2023 년부터 SK 하이닉스의 영업이익이 삼성전자 DS 를 상회하고 있다

도표 12. **영업이익 비교: 삼성전자 DS vs. SK 하이닉스**



자료: 유진투자증권

도표 13. **지난 9 월 역대 최대 규모인 8.6 조원의 외국인 순매도가 진행**



자료: 유진투자증권

도표 14. **글로벌 반도체 시가총액 Top 40 비교**

순위	기업명	국적	시가총액 (십억달러)	PER (X) 12M FWD	영업마진 (%)	주가 상승률(%)	
						2023A	2024YTD
1	엔비디아	미국	3,260	35.6	65.2%	238.9	168.4
2	브로드컴	미국	844	29.3	41.3%	99.6	61.9
3	TSMC	대만	815	19.5	43.1%	32.2	70.3
4	ASML	네덜란드	330	27.0	32.6%	35.3	10.3
5	삼성전자	한국	298	9.3	13.0%	42.0	(23.2)
6	AMD	미국	280	33.9	16.2%	127.6	17.2
7	퀄컴	미국	185	14.8	29.3%	31.6	15.0
8	TI	미국	185	32.8	34.8%	3.2	18.6
9	어플라이드머티리얼	미국	166	20.6	28.8%	66.4	24.0
10	ARM	영국	150	77.3	24.0%	-	91.1
11	마이크론	미국	114	10.8	16.6%	70.8	20.2
12	아날로그디바이스	미국	114	30.4	30.9%	21.1	15.5
13	램리서치	미국	105	20.9	29.2%	86.4	3.4
14	KLA	미국	105	25.3	38.2%	54.2	34.9
15	인텔	미국	100	24.0	-5.4%	90.1	(53.6)
16	SK하이닉스	한국	96	5.4	34.5%	88.7	25.8
17	TEL	일본	81	21.3	27.5%	94.9	0.8
18	시놉시스	미국	80	34.7	30.6%	61.3	0.6
19	케이던스	미국	74	40.1	36.6%	69.6	(0.8)
20	마벨	미국	63	32.7	10.6%	62.8	21.2
21	미디어텍	대만	61	17.8	19.7%	62.4	20.7
22	NXP	네덜란드	60	15.7	31.8%	45.3	2.3
23	모노리식파워	미국	45	54.8	29.5%	78.4	46.4
24	인피니온	독일	43	14.0	16.0%	33.0	(21.0)
25	마이크로칩	미국	41	28.2	23.4%	28.4	(14.3)
26	SMIC	중국	41	33.6	3.9%	18.8	37.0
27	어드반테스트	일본	38	39.1	20.4%	126.3	53.6
28	ASMi	네덜란드	32	32.7	26.6%	99.4	24.1
29	온세미	미국	30	15.3	26.9%	33.9	(15.6)
30	디스코	일본	27	28.3	43.9%	178.0	5.4
31	나우라	중국	30	29.3	22.5%	9.1	63.8
32	르네사스	일본	27	9.6	26.9%	115.4	(16.4)
33	ST마이크로	스위스	25	13.1	12.5%	40.9	(44.2)
34	WDC	미국	23	8.1	14.5%	66.0	26.4
35	글로벌파운드리	미국	22	21.8	11.0%	12.5	(34.8)
36	테라다인	미국	21	29.4	21.5%	24.2	19.2
37	ASE	대만	21	13.5	7.1%	43.8	13.3
38	UMC	대만	20	11.1	23.9%	29.2	0.0
39	윌	중국	20	33.1	14.3%	38.4	10.5
40	엔테그리스	미국	17	27.0	19.5%	82.7	(8.2)

자료: 유진투자증권

삼성전자(005930.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	**448,425**	**455,906**	**495,063**	**526,253**	**576,913**
유동자산	218,471	195,937	225,443	238,233	273,163
현금성자산	114,784	91,772	115,510	133,677	159,913
매출채권	41,871	43,281	41,315	42,842	45,598
재고자산	52,188	51,626	45,761	45,884	48,362
비유동자산	229,954	259,969	269,620	288,020	303,750
투자자산	41,691	49,971	46,467	50,248	53,918
유형자산	168,045	187,256	215,485	227,388	236,910
기타	20,218	22,742	7,668	10,384	12,922
부채총계	**93,675**	**92,228**	**100,501**	**99,698**	**101,014**
유동부채	78,345	75,719	83,352	84,617	86,704
매입채무	58,747	53,550	12,945	13,818	14,520
유동성이자부채	6,236	8,423	8,357	8,118	7,854
기타	13,362	13,746	62,050	62,682	64,330
비유동부채	15,330	16,509	16,308	16,346	16,397
비유동이자부채	4,097	4,262	4,091	4,151	4,216
기타	11,233	12,246	12,217	12,195	12,182
자본총계	**354,750**	**363,678**	**394,562**	**426,555**	**475,899**
지배지분	345,186	353,234	384,421	415,592	464,256
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	337,946	346,652	369,829	401,325	449,541
기타	1,938	1,280	9,291	8,965	9,413
비지배지분	9,563	10,444	10,141	10,963	11,643
자본총계	**354,750**	**363,678**	**394,562**	**426,555**	**475,899**
총차입금	10,333	12,686	12,448	12,268	12,069
순차입금	(104,450)	(79,086)	(103,062)	(121,409)	(147,843)

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	**302,231**	**258,935**	**302,454**	**320,196**	**345,439**
증가율(%)	8.1	(14.3)	16.8	5.9	7.9
매출원가	190,042	180,389	178,891	194,885	209,080
매출총이익	**112,190**	**78,547**	**123,563**	**125,310**	**136,360**
판매 및 일반관리비	68,813	71,980	79,646	81,410	86,507
기타영업손익	12	5	11	2	6
영업이익	**43,377**	**6,567**	**35,081**	**45,760**	**50,804**
증가율(%)	(16.0)	(84.9)	434.2	30.4	11.0
EBITDA	**82,484**	**45,234**	**75,988**	**88,741**	**97,244**
증가율(%)	(4.0)	(45.2)	68.0	16.8	9.6
영업외손익	**3,064**	**4,439**	**4,832**	**5,890**	**4,860**
이자수익	3,135	4,522	4,730	4,740	5,000
이자비용	763	930	768	600	580
지분법손익	1,091	888	733	1,230	1,200
기타영업손익	(399)	(40)	136	520	(760)
세전순이익	**46,440**	**11,006**	**39,914**	**51,650**	**55,664**
증가율(%)	(13.0)	(76.3)	262.6	29.4	7.8
법인세비용	(9,214)	(4,481)	6,316	9,454	10,576
당기순이익	**55,654**	**15,487**	**33,617**	**42,196**	**45,088**
증가율(%)	39.5	(72.2)	117.1	25.5	6.9
지배주주지분	54,730	14,473	32,945	41,275	44,006
증가율(%)	39.5	(73.6)	127.6	25.3	6.6
비지배지분	924	1,014	673	921	1,082
EPS(원)	**9,168**	**2,424**	**5,519**	**6,914**	**7,371**
증가율(%)	39.5	(73.6)	127.6	25.3	6.6
수정EPS(원)	9,168	2,424	5,319	6,715	7,173
증가율(%)	39.5	(73.6)	119.4	26.2	6.8

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	**62,181**	**44,137**	**87,579**	**85,216**	**86,816**
당기순이익	55,654	15,487	33,617	42,196	45,088
자산상각비	39,108	38,667	40,907	42,981	46,440
기타비현금성손익	(6,034)	(2,147)	0	0	0
운전자본증감	(16,999)	(5,459)	(4,332)	(10,191)	(13,214)
매출채권감소(증가)	6,332	236	(3,087)	(166)	(1,388)
재고자산감소(증가)	(13,311)	(3,207)	3,649	(2,953)	(5,416)
매입채무증가(감소)	(6,742)	1,104	(1,502)	(2,966)	(1,975)
기타	(3,278)	(3,592)	(3,392)	(4,105)	(4,435)
투자현금	**(31,603)**	**(16,923)**	**(55,833)**	**(57,869)**	**(59,142)**
단기투자자산감소	18,743	45,559	(1,271)	(469)	(642)
장기투자증권감소	7,378	4,520	0	0	0
설비투자	49,430	57,611	51,362	54,000	55,000
유형자산처분	218	98	15	0	0
무형자산처분	(3,673)	(2,911)	(3,200)	(3,400)	(3,500)
재무현금	**(19,390)**	**(8,593)**	**(9,885)**	**(9,931)**	**(2,636)**
차입금증가	(9,576)	1,281	(64)	(115)	(174)
자본증가	(9,814)	(9,864)	(9,809)	(9,809)	(2,453)
배당금지급	9,814	9,864	9,809	9,809	2,453
현금 증감	**10,649**	**19,400**	**22,467**	**17,699**	**25,593**
기초현금	39,031	49,681	69,081	91,548	109,247
기말현금	49,681	69,081	91,548	109,247	134,840
Gross Cash flow	88,728	52,007	83,133	97,233	104,513
Gross Investment	67,344	67,941	58,895	67,591	71,714
Free Cash Flow	**21,383**	**(15,934)**	**24,238**	**29,642**	**32,799**

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	9,168	2,424	5,519	6,914	7,371
BPS	50,817	52,002	56,594	61,182	68,347
DPS	1,444	1,444	1,440	1,440	1,440
밸류에이션(배,%)					
PER	6.0	32.4	10.9	8.7	8.2
PBR	1.1	1.5	1.1	1.0	0.9
EV/ EBITDA	3.2	9.7	3.9	3.2	2.6
배당수익율	2.6	1.8	2.4	2.4	2.4
PCR	4.2	10.3	4.9	4.2	3.9
수익성(%)					
영업이익율	14.4	2.5	11.6	14.3	14.7
EBITDA이익율	27.3	17.5	25.1	27.7	28.2
순이익율	18.4	6.0	11.1	13.2	13.1
ROE	17.1	4.1	8.9	10.3	10.0
ROIC	15.5	1.9	10.8	12.9	13.6
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(29.4)	(21.7)	(26.1)	(28.5)	(31.1)
유동비율	278.9	258.8	270.5	281.5	315.1
이자보상배율	56.8	7.1	45.7	76.3	87.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	6.9	6.1	7.2	7.6	7.8
재고자산회전율	6.5	5.0	6.2	7.0	7.3
매입채무회전율	5.2	4.6	9.1	23.9	24.4

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

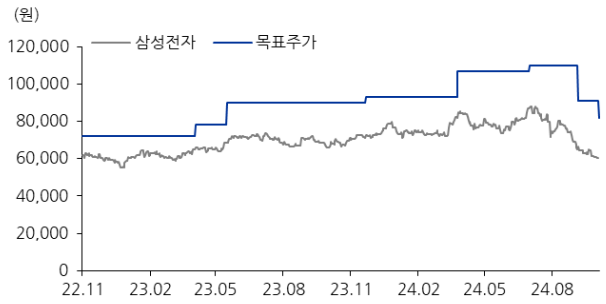
당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
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: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2022-10-11	Buy	72,000	1년	-16	-9.7
2022-10-28	Buy	72,000	1년	-15.4	-9.7
2022-11-22	Buy	72,000	1년	-15.4	-9.7
2022-12-20	Buy	72,000	1년	-15.1	-9.7
2022-12-20	Buy	72,000	1년	-15.1	-9.7
2023-01-09	Buy	72,000	1년	-14.1	-9.7
2023-02-01	Buy	72,000	1년	-14.0	-9.7
2023-03-14	Buy	72,000	1년	-13.5	-9.7
2023-04-10	Buy	78,000	1년	-16.4	-15.3
2023-04-28	Buy	82,000	1년	-20.0	-16.5
2023-05-23	Buy	90,000	1년	-22.2	-18.4
2023-07-28	Buy	90,000	1년	-23.1	-19.1
2023-09-19	Buy	90,000	1년	-22.8	-19.1
2023-10-12	Buy	90,000	1년	-22.2	-19.1
2023-11-01	Buy	90,000	1년	-20.7	-19.1
2023-11-28	Buy	93,000	1년	-20.3	-14.4
2024-01-04	Buy	93,000	1년	-20.5	-17.6
2024-01-09	Buy	93,000	1년	-20.9	-19.1
2024-02-01	Buy	91,000	1년	-17.8	-9.5
2024-02-07	Buy	91,000	1년	-17.8	-9.5
2024-03-14	Buy	91,000	1년	-14.7	-9.5
2024-04-01	Buy	107,000	1년	-25.8	-18.6
2024-04-08	Buy	107,000	1년	-26.2	-18.6
2024-04-11	Buy	107,000	1년	-26.4	-18.6
2024-05-02	Buy	107,000	1년	-26.3	-18.6
2024-05-14	Buy	107,000	1년	-26.4	-18.6
2024-06-27	Buy	107,000	1년	-22.3	-18.6
2024-07-08	Buy	110,000	1년	-28.9	-20.2
2024-07-08	Buy	110,000	1년	-28.9	-20.2
2024-08-01	Buy	110,000	1년	-32.6	-27.1
2024-09-12	Buy	91,000	1년	-31.4	-28.9
2024-10-10	Buy	82,000	1년		

삼성전자(005930.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 이승우