



KB 증권



더 많은 리포트 보기

2024년 3월 28일

삼성전자 (005930)

실적 기대 구간 진입

반도체 / 전기전자 Analyst 김동원
02-6114-2913 jeff.kim@kbf.com

반도체 장비 Analyst 박주영
02-6114-2920 juyoung.park@kbf.com

반도체, 파운드리 실적: 바닥 확인

삼성전자 목표주가 95,000원, Buy를 유지한다. 그동안 실적개선의 걸림돌로 작용한 메모리 반도체, 파운드리 실적이 1분기를 기점으로 바닥을 확인하는 동시에 하반기부터 HBM 공급 우려 완화도 기대되기 때문이다. ① 1분기 DS (DRAM, NAND, S.LSI) 영업이익은 22년 4분기 이후 흑자전환에 성공하고, ② 12단 HBM3E 출하가 올 3분기부터 시작되며, ③ 파운드리 사업은 3, 4나노 및 레거시 가동률 동시 상승에 따른 고정비 부담 완화로 1분기 실적 바닥이 예상된다. 특히 2024년 메모리 반도체 영업이익은 15.3조원으로 전년대비 +27조원 손익 개선이 추정된다. ① 24년 DRAM, NAND 가격이 전년대비 각각 +39%, +49% 상승하고, ② 수조원 규모의 재고평가손실이 이익으로 환입이 예상되기 때문이다.

1분기 추정 영업이익 5.7조원, 예상상회

삼성전자 1분기 영업이익은 메모리 반도체 (DS), 스마트 폰 (DX) 실적 개선에 따라 5.7조원 (+792% YoY)으로 전망되어 영업이익 컨센서스 (4.95조원)를 +15% 상회할 것으로 추정된다. 특히 1분기 DS 영업이익은 전분기 대비 +3.0조원 개선된 +0.9조원으로 4Q22 이후 5개 분기 만에 흑자전환이 예상된다. ① 1분기 DRAM, NAND 가격은 각각 +14%, +27% 상승하며 재고평가손실 환입 규모가 커지고, ② 1분기 파운드리 적자규모도 전분기 대비 약 30% 축소될 전망이다. 특히 2분기 영업이익은 MX를 제외한 전 사업부의 실적 개선으로 전년대비 +10배 증가한 6.8조원으로 추정된다. 1분기 부문별 영업이익은 DS 0.9조원, DX 3.8조원, DP 0.3조원, CE / Harman 0.7조원으로 추정된다.

2024E 영업이익 34조원, +418% YoY

24년 삼성전자 실적은 매출 310조원 (+20% YoY), 영업이익 34조원 (+418% YoY)으로 추정된다. ① 올해 메모리 반도체 영업이익 +27조원 YoY 손익 개선 (23A -12.3조원 vs. 24E +15.3조원), ② 3분기부터 12단 HBM3E 출하 시작, ③ 지난해 최대 주주 (160억 달러)를 기록한 파운드리 사업은 올 하반기부터 흑자전환 가시권 진입이 예상되기 때문이다. 특히 ① DRAM은 웨이퍼 기준 최선단 공정 (1a, 1b) 비중이 24년 하반기 50%까지 확대될 것으로 보여 향후 모바일, PC 수요 회복 시 수익성 개선에 긍정적 영향이 기대되고, ② NAND는 공급축소 효과에 따른 큰 폭의 ASP 상승 및 재고평가손실의 이익 환입 효과로 연간 흑자전환 (+2.5조원)이 예상된다.

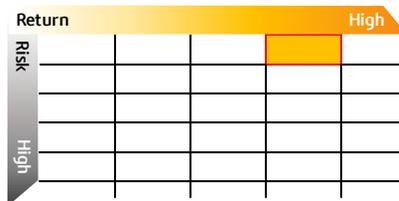
Buy 유지

목표주가 (유지, 원)	95,000
Dividend yield* (%)	1.8
Total return (%)	20.8
현재가 (3/27, 원)	79,800
Consensus target price (원)	95,625
시가총액 (조원)	476.4

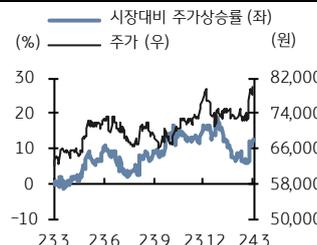
* Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data				
Free float (%)	79.8			
거래대금 (3m, 십억원)	1,467.5			
외국인 지분율 (%)	55.1			
주요주주 지분율 (%)	삼성생명보험 외 16 인 20.2			
	국민연금공단 7.7			
Stock Price Performance (Total Return 기준)				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.5	2.5	17.2	31.2
시장대비 상대수익률	3.9	-3.3	3.5	12.6

Risk & Total Return (annualized over three years)



Stock Price & Relative Performance

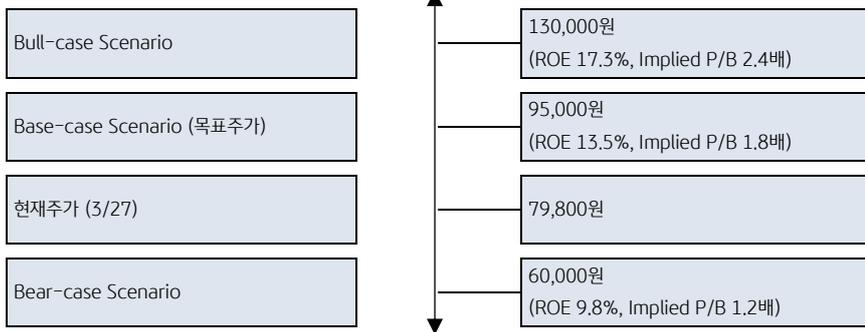


자료: 삼성전자, KB증권

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액 (십억원)	302,231	258,935	310,053	341,868
영업이익 (십억원)	43,377	6,567	34,043	48,921
지배주주순이익 (십억원)	54,730	14,473	28,282	39,823
EPS (원)	8,057	2,131	4,164	5,863
증감률 (%)	39.5	-73.6	95.4	40.8
P/E (x)	6.9	36.8	19.2	13.6
EV/EBITDA (x)	3.4	10.0	6.2	5.0
P/B (x)	1.1	1.5	1.4	1.3
ROE (%)	17.1	4.1	7.7	10.1
배당수익률 (%)	2.6	1.8	1.8	1.8

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 메모리 업황 개선 및 ASP 하락 폭 축소
- 2) 글로벌 매크로 이슈 완화에 따른 IT 수요 회복

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 2024년 DRAM ASP +50% 이상 상승
- 2) 2024년 NAND ASP +30% 이상 상승

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 2024년 DRAM ASP +40% 이하 상승
- 2) 2024년 NAND ASP +20% 이하 상승

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	304,801	341,868	310,053	341,868	1.7	0.0
영업이익	33,006	48,921	34,043	48,921	3.1	0.0
지배주주순이익	27,887	39,823	28,282	39,823	1.4	0.0

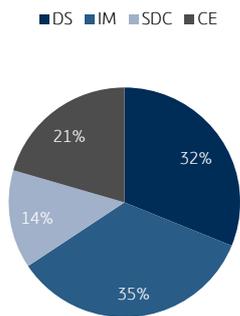
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	310,053	341,868	302,157	333,581	2.6	2.5
영업이익	34,043	48,921	33,076	48,515	2.9	0.8
지배주주순이익	28,282	39,823	29,211	41,168	-3.2	-3.3

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (% , 4Q23 기준)



자료: 삼성전자, KB증권

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
삼성전자	476,388	19.2	13.6	1.4	1.3	6.2	5.0	7.7	10.1	1.8	1.8
인텔	239,949	31.5	19.2	1.7	1.6	13.5	9.8	N/A	24.2	1.2	1.3
마이크론	177,806	211.8	15.7	3.0	2.6	NA	NA	7.3	16.5	0.4	0.4

자료: Bloomberg, 삼성전자는 KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):

P/B-ROE Valuation

2) 목표주가 산정:

12m forward BVPS 53,404원 x P/B 1.78배

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

130,000원 ~ 60,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

P/B 1.8배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2024E	2025E
환율 1% 상승 시	+0.4	+0.4

표 1. 2024E B/G: DRAM +17%, NAND +25

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
DRAM											
Bit Growth (% QoQ)	(11)	16	10	35	(15)	10	10	3	(4)	10	17
ASP (% QoQ)	(16)	(7)	5	11	14	7	9	4	(14)	(45)	39
영업이익 (십억원)	(1,020)	(445)	(353)	1,100	1,716	2,688	3,991	4,413	15,460	(718)	14,354
영업이익률 (%)	(22)	(9)	(6)	11	23	32	37	39	39	(3)	34
NAND											
Bit Growth (% QoQ)	3	5	(3)	35	(5)	2	8	3	4	16	25
ASP (% QoQ)	(18)	(8)	2	8	27	12	4	2	(16)	(47)	49
영업이익 (십억원)	(3,255)	(3,311)	(2,728)	(2,302)	(102)	424	1,024	1,166	5,366	(11,596)	2,513
영업이익률 (%)	(80)	(84)	(73)	(40)	(2)	6	12	13	19	(66)	8

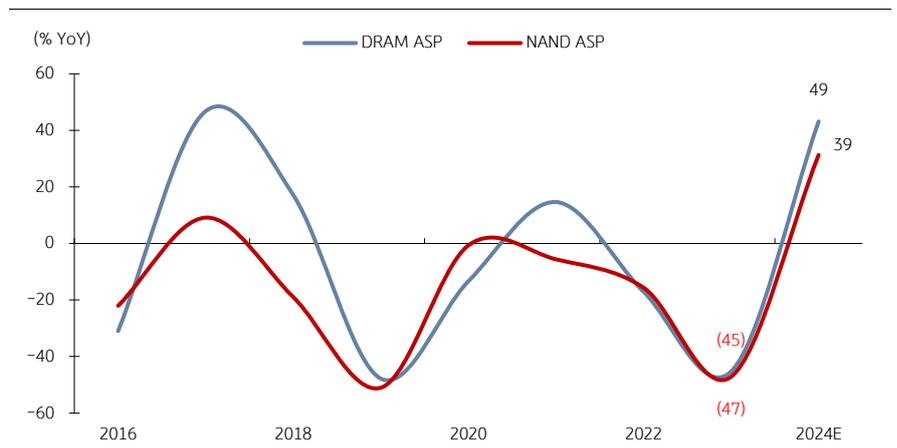
자료: 삼성전자, KB증권 추정

표 2. 1분기 추정 영업이익 5.7조원, +792% YoY

(조원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	63.7	60.0	67.4	67.8	73.9	72.5	81.4	82.2	302.2	258.9	310.1
Semi	13.7	14.8	16.4	20.6	19.2	21.3	26.9	29.2	98.4	65.6	96.6
DRAM	4.7	5.1	5.6	8.9	7.5	8.5	10.7	11.5	40.0	24.2	38.1
NAND	4.1	3.9	3.7	5.8	6.7	7.3	8.6	9.0	28.5	17.5	31.5
System LSI	4.8	5.8	6.4	6.0	5.0	5.6	7.7	8.7	29.9	22.9	26.9
DP	6.6	6.5	8.2	9.7	7.2	7.7	10.2	9.3	34.4	31.0	34.4
IM	31.8	25.5	30.0	24.0	33.9	29.5	30.9	30.4	120.8	111.4	124.8
CE	14.1	14.4	13.7	14.3	14.1	15.3	14.9	14.9	60.6	56.4	59.2
영업이익	0.6	0.7	2.4	2.8	5.7	6.8	10.5	11.0	43.4	6.6	34.0
Semi	(4.6)	(4.4)	(3.7)	(2.2)	0.9	2.6	4.7	5.7	23.9	(14.9)	13.9
DP	0.8	0.8	1.9	2.0	0.3	0.5	1.8	1.9	6.0	5.6	4.4
IM	3.9	3.0	3.3	2.7	3.8	2.9	3.2	2.6	11.4	13.0	12.5
CE	0.2	0.7	0.4	(0.0)	0.4	0.4	0.4	0.4	1.4	1.3	1.6
영업이익률 (%)	1.0	1.1	3.6	4.2	7.7	9.4	12.9	13.4	14.4	2.5	11.0
Semi	(33.4)	(29.5)	(22.8)	(10.6)	4.7	12.3	17.4	19.6	24.3	(22.7)	14.4
DP	11.7	13.0	23.6	20.8	4.2	6.0	17.6	20.4	17.3	18.0	13.0
IM	12.4	11.9	11.0	11.4	11.3	9.9	10.2	8.5	9.4	11.7	10.0
CE	1.3	5.1	2.8	(0.0)	2.5	2.8	2.8	2.9	2.3	2.3	2.8
지배주주 순이익	1.4	1.5	5.5	6.3	5.0	5.8	8.6	8.9	54.7	14.8	28.3

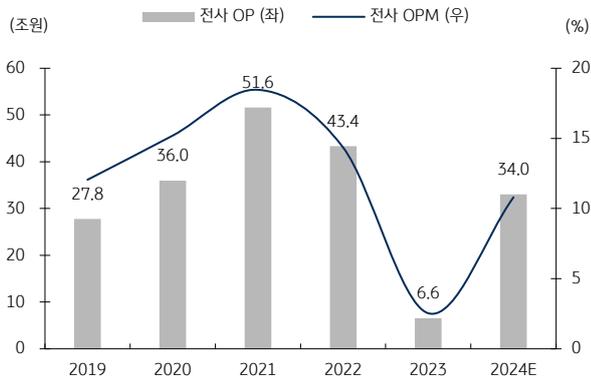
자료: 삼성전자, KB증권 추정

그림 1. 2024E ASP: DRAM +39%, NAND +49% YoY



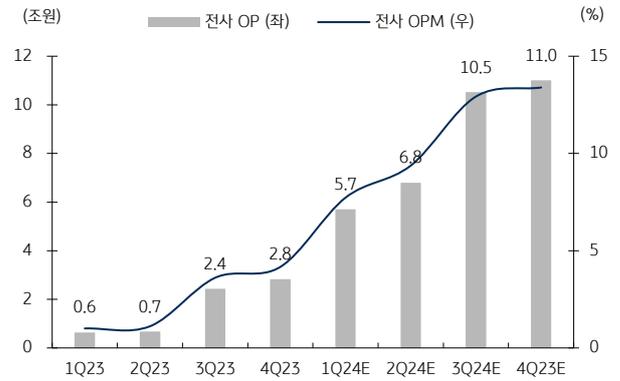
자료: 삼성전자, KB증권 추정

그림 2. 2024E 삼성전자 영업이익 34.0조원, +418% YoY



자료: 삼성전자, KB증권 추정

그림 3. 1분기부터 실적 개선, 메모리 6분기 만에 흑자전환



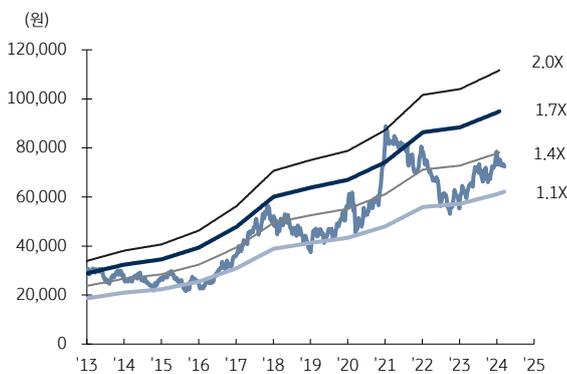
자료: 삼성전자, KB증권 추정

표 3. 삼성전자 Historical Valuation

(십억원, x)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	평균
매출액	206,206	200,653	201,867	239,575	243,771	230,401	236,807	279,605	302,231	237,902
영업이익	25,025	26,413	29,241	53,645	58,887	27,769	35,994	51,634	43,377	39,109
영업이익률	12.1	13.2	14.5	22.4	24.2	12.1	15.2	18.5	14.4	16.3
EPS	2,713	2,198	2,735	5,421	6,024	3,166	3,841	5,777	8,057	4,437
P/E (High)	11.0	13.7	13.4	10.6	9.0	18.1	21.2	16.8	9.9	13.7
P/E (Low)	7.9	9.4	8.0	6.6	6.3	11.6	11.0	11.8	6.4	8.8
P/E (Avg.)	9.5	11.8	10.5	8.6	7.8	14.7	14.9	13.7	7.9	11.0
BVPS	20,056	21,903	24,340	28,971	35,342	37,528	39,406	43,611	50,817	33,553
P/B (High)	1.6	1.5	1.6	2.0	1.5	1.5	2.1	2.2	1.6	1.7
P/B (Low)	1.1	1.0	0.9	1.3	1.1	1.0	1.1	1.6	1.0	1.1
P/B (Avg.)	1.4	1.3	1.2	1.7	1.3	1.2	1.5	1.8	1.3	1.4
ROE (%)	16.0	11.5	13.0	22.2	21.2	9.0	10.2	14.7	18.5	15.1

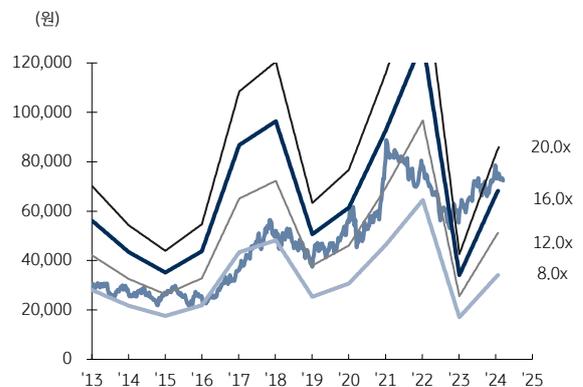
자료: 삼성전자, KB증권

그림 4. 삼성전자 2024E P/B 1.4배



자료: 삼성전자, KB증권 추정

그림 5. 삼성전자 2024E P/E 19.2배



자료: 삼성전자, KB증권 추정

포괄손익계산서					
(십억원)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	279,605	302,231	258,935	310,053	341,868
매출원가	166,411	190,042	180,389	205,560	232,597
매출총이익	113,193	112,190	78,547	104,493	109,270
판매비와관리비	61,560	68,813	71,980	70,450	60,350
영업이익	51,634	43,377	6,567	34,043	48,921
EBITDA	85,881	82,484	45,234	75,156	90,694
영업외손익	1,718	3,064	4,439	4,176	4,176
이자수익	1,278	2,720	4,358	3,874	3,926
이자비용	432	763	930	928	989
지분법손익	730	1,091	888	951	935
기타영업외손익	142	16	124	279	304
세전이익	53,352	46,440	11,006	38,219	53,097
법인세비용	13,444	-9,214	-4,481	9,937	13,274
당기순이익	39,907	55,654	15,487	28,282	39,823
지배주주순이익	39,244	54,730	14,473	28,282	39,823
수정순이익	39,244	54,730	14,473	28,282	39,823

성장성 및 수익성 비율					
(%)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액 성장률	18.1	8.1	-14.3	19.7	10.3
영업이익 성장률	43.5	-16.0	-84.9	418.4	43.7
EBITDA 성장률	29.5	-4.0	-45.2	66.2	20.7
지배기업순이익 성장률	50.4	39.5	-73.6	95.4	40.8
매출총이익률	40.5	37.1	30.3	33.7	32.0
영업이익률	18.5	14.4	2.5	11.0	14.3
EBITDA이익률	30.7	27.3	17.5	24.2	26.5
세전이익률	19.1	15.4	4.3	12.3	15.5
지배기업순이익률	14.0	18.1	5.6	9.1	11.7

현금흐름표					
(십억원)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	65,105	62,181	44,137	50,357	70,099
당기순이익	39,907	55,654	15,487	28,282	39,823
유형자산상각비	34,247	39,108	38,667	41,113	41,773
기타비현금손익 조정	14,808	-6,034	-2,147	8,986	12,339
운전자본증감	-16,287	-16,999	-5,459	-18,219	-10,639
매출채권감소 (증가)	-7,507	6,332	236	-7,812	-4,562
재고자산감소 (증가)	-9,712	-13,311	-3,207	-11,005	-6,427
매입채무증가 (감소)	2,543	-6,742	1,104	2,413	1,409
기타운전자본증감	-1,611	-3,278	-3,592	-1,815	-1,060
기타영업현금흐름	-7,571	-9,547	-2,410	-9,805	-13,197
투자활동 현금흐름	-33,048	-31,603	-16,923	-60,145	-56,028
유형자산투자감소 (증가)	-46,764	-49,213	-57,513	-49,420	-49,550
무형자산투자감소 (증가)	-2,705	-3,673	-2,911	-1,500	-1,000
투자자산감소 (증가)	4,841	6,513	5,350	-4,409	-2,574
기타투자현금흐름	11,581	14,770	38,151	-4,816	-2,904
재무활동 현금흐름	-23,991	-19,390	-8,593	734	-4,759
금융부채 증감	-3,453	-9,576	1,281	1,796	1,049
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-20,510	-9,814	-9,864	-7,357	-4,905
기타재무현금흐름	-27	0	-9	6,296	-903
기타현금흐름	1,582	-539	779	500	-13
현금의 증가 (감소)	9,649	10,649	19,400	-8,553	9,311
기말현금	39,031	49,681	69,081	60,528	69,839
잉여현금흐름 (FCF)	18,342	12,969	-13,376	937	20,549
순현금흐름	1,323	-864	-25,173	-5,376	11,167
순현금 (순차입금)	105,758	104,894	79,721	74,345	85,512

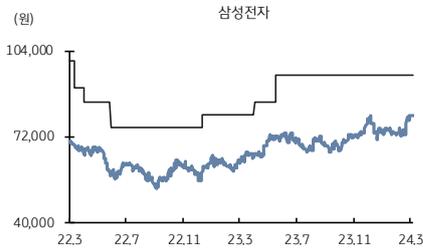
자료: 삼성전자, KB증권 추정

재무상태표					
(십억원)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	426,621	448,425	455,906	488,346	524,773
유동자산	218,163	218,471	195,937	214,161	239,238
현금 및 현금성자산	39,031	49,681	69,081	60,528	69,839
단기금융자산	85,119	65,547	23,326	28,299	31,203
매출채권	40,713	35,722	36,647	44,460	49,022
재고자산	41,384	52,188	51,626	62,631	69,058
기타유동자산	11,915	15,334	15,256	18,244	20,116
비유동자산	208,458	229,954	259,969	274,185	285,536
투자자산	24,423	23,696	20,680	25,089	27,663
유형자산	149,929	168,045	187,256	198,382	208,732
무형자산	20,236	20,218	22,742	21,423	19,850
기타비유동자산	13,870	17,994	29,291	29,291	29,291
부채총계	121,721	93,675	92,228	100,377	105,171
유동부채	88,117	78,345	75,719	81,258	84,528
매입채무	13,453	10,645	11,320	13,733	15,142
단기금융부채	15,018	6,236	8,423	10,219	11,268
기타유동부채	59,646	61,464	55,976	57,305	58,118
비유동부채	33,604	15,330	16,509	19,119	20,644
장기금융부채	3,374	4,097	4,262	4,262	4,262
기타비유동부채	30,230	11,233	12,246	14,857	16,381
자본총계	304,900	354,750	363,678	387,970	419,602
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
기타자본항목	87	87	99	99	99
기타포괄손익누계액	-2,215	1,852	1,181	7,000	6,167
이익잉여금	293,065	337,946	346,652	365,125	397,590
지배자본 계	296,238	345,186	353,234	377,526	409,158
비지배자본	8,662	9,563	10,444	10,444	10,444

주요투자지표					
(X, %, 원)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
Multiples					
P/E	13.6	6.9	36.8	19.2	13.6
P/B	1.8	1.1	1.5	1.4	1.3
P/S	1.9	1.2	2.1	1.7	1.6
EV/EBITDA	5.0	3.4	10.0	6.2	5.0
EV/EBIT	8.3	6.4	68.6	13.7	9.3
배당수익률	1.8	2.6	1.8	1.8	1.8
EPS	5,777	8,057	2,131	4,164	5,863
BVPS	43,611	50,817	52,002	55,578	60,235
SPS (주당매출액)	41,163	44,494	38,120	45,645	50,329
DPS (주당배당금)	1,444	1,444	1,444	1,444	1,444
배당성향 (%)	25.0	17.9	67.8	34.7	24.6
수익성지표					
ROE	13.9	17.1	4.1	7.7	10.1
ROA	9.9	12.7	3.4	6.0	7.9
ROIC	13.2	16.6	4.3	7.7	10.0
안정성지표					
부채비율	39.9	26.4	25.4	25.9	25.1
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	2.5	2.8	2.6	2.6	2.8
이자보상배율 (배)	119.7	56.9	7.1	36.7	49.5
활동성지표					
총자산회전율	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
매출채권회전율	7.8	7.9	7.2	7.7	7.3
매입채무회전율	24.1	25.1	23.6	24.8	23.7
재고자산회전율	7.6	6.5	5.0	5.4	5.2

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



삼성전자 (005930)

변경일	투자의견	에널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
22-03-23	Buy	김동원	100,000	-30.49	
22-04-07	Buy	김동원	90,000	-25.48	-23.67
22-04-28	Buy	김동원	85,000	-23.37	-19.88
22-06-23	Buy	김동원	75,000	-21.70	-16.13
23-01-05	Buy	김동원	80,000	-21.96	-17.38
23-04-28	Buy	김동원	85,000	-19.93	-14.94
23-06-13	Buy	김동원	95,000		

KB증권은 자료 공표일 현재 [삼성전자]을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행자 및 유동성공급자입니다.

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2023. 12. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
89.0	11.0	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과 Hold: 15% ~ -15% Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회 Neutral: 시장수익률 수준 Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.