

삼성전자

(005930)

투자의견
BUY
(유지)

목표주가
80,000원
(하향)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	5.5	-18.0	-20.8
절대기준(%)	3.6	-23.7	-19.2

(원, 조원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	80,000	82,000	▼
영업이익(24)	35.8	35.5	▲
영업이익(25)	40.0	46.2	▼

이승우_02)368-6121_swlee6591@eugenefn.com

현재주가(24.11.26)	58,300원
시가총액(십억원)	348,038
발행주식수(천주)	5,969,783
52주 최고가(원)	88,800
최저가(원)	49,900
52주 일간 Beta	1.16
60일 일평균거래대금(억원)	16,352
외국인 지분율(%)	51.6
배당수익률(2024F)(%)	2.5
주주구성(%)	
삼성생명보험 (외 17인)	20.1
국민연금공단 (외 1인)	7.7



결산기(12월)(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	302,231	258,935	304,035	305,828	333,032
영업이익	43,377	6,567	35,826	39,973	47,176
세전순익	46,440	11,006	40,565	45,863	52,036
당기순이익	54,730	14,473	35,086	37,752	41,442
EPS(원)	9,168	2,424	5,877	6,324	6,942
증감률(%)	na	-73.6	142.4	7.6	9.8
PER(배)	6.0	32.4	9.9	9.2	8.3
ROE(%)	17.1	4.1	9.5	9.5	9.5
PBR(배)	1.1	1.5	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	3.2	9.7	3.6	3.2	2.6

자료: 유진투자증권

흔들린 기술의 삼성

2024년 리뷰 및 주요 포인트

- HBM에서 드러난 삼성의 경쟁력 약화로 인해 기술의 삼성이라는 이미지가 훼손되었고, 기술 기업으로서 장기 성장성에도 의문이 생기면서 주가는 세계에서 손꼽힐 정도로 부진한 기업이 되었음
- 문제를 숨기기보다 공론화한 것은 긍정적 변화의 시작으로 평가됨. 앞으로 근원적 경쟁력 회복은 금융가의 관점에서 보면 생각보다 오래 걸릴 수 있는 문제로 생각됨. 따라서, 점진적으로 이를 하나씩 해결하는 변화된 모습을 통해 다시 투자자들의 신뢰를 회복하는 것이 중요

실적 전망 및 밸류에이션

- 1회성 비용의 축소와 원달러 환율 상승의 영향으로 4분기 실적은 매출 79조원, 영업이익 9.6조원으로 3분기 대비 개선될 것으로 예상됨
- 2024년 연간 실적은 매출 304조원(+17%) 영업이익 35.8조원(+446%)으로 추정. 2025년 실적은 매출 305.8조원(+1%), 영업이익 40.0조원(+12%)으로 소폭 증가할 것으로 전망됨
- 25년 추정 EPS 기준 타겟 P/E 14배와 예상 BPS 기준 타겟 P/B 1.4배를 평균해 산출한 80,000원을 목표로 수정제시. 자사주 매입 등 주가 방어 및 반성문 공개를 통한 변화 노력을 감안하면, 현 주가 수준에서는 실망보다는 점진적 상승에 무게가 실림. 투자의견 'BUY' 유지함

삼성전자: 주요 가정

실적 전망 주요 가정

Key Data	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
원/달러 (평균)	1,328	1,371	1,385	1,400	1,400	1,400	1,380	1,380	1,100	1,165	1,180	1,144	1,290	1,306	1,371	1,390	1,390
(기말)	1,347	1,377	1,385	1,400	1,400	1,400	1,380	1,380	1,100	1,165	1,180	1,144	1,290	1,306	1,371	1,390	1,390
DRAM (GB mil)	3,175	3,319	3,313	3,150	3,277	4,103	3,825	3,599	5,638	6,856	8,250	10,256	10,238	11,321	12,956	14,804	17,047
B/G	-15%	5%	0%	-5%	4%	25%	-7%	-6%	14%	22%	20%	24%	0%	11%	14%	14%	15%
HBM	68	92	151	186	170	184	196	235	-	-	-	-	60	148	497	785	1,249
DDR	3,107	3,227	3,161	2,964	3,107	3,919	3,629	3,364					10,178	11,173	12,459	14,019	15,798
ASP (\$/GB)	\$2.4	\$2.8	\$3.1	\$3.2	\$2.9	\$2.6	\$2.6	\$2.7	\$8.1	\$4.1	\$3.5	\$4.0	\$3.4	\$1.9	\$2.6	\$2.9	\$2.5
Chg.	20%	17%	8%	4%	-8%	-10%	0%	5%	19%	-50%	-14%	14%	-15%	-45%	42%	9%	-14%
NAND (TB mil)	76.7	74.0	69.0	71.0	75.1	81.4	91.0	98.9	81	118	149	205	211	252	291	346	417
B/G	-2%	-4%	-7%	3%	6%	8%	12%	9%	32%	45%	27%	38%	3%	19%	16%	19%	20%
ASP (\$/TB)	\$79	\$93	\$101	\$96	\$91	\$88	\$88	\$90	\$305	\$146	\$144	\$130	\$107	\$57	\$92	\$89	\$84
Chg.	31%	18%	8%	-5%	-5%	-3%	0%	2%	-19%	-52%	-2%	-10%	-18%	-47%	61%	-3%	-6%
OLED (백만장)	78	93	105	115	78	87	102	111	401	435	419	466	455	409	391	378	389
Q/Q, Y/Y	-38%	18%	13%	9%	-32%	11%	18%	8%	-1%	8%	-4%	11%	-2%	-10%	-5%	-3%	3%
Mobile Rigid	27	28	30	35	25	25	28	32	229	280	210	193	165	138	120	-	-
Mobile Flex	40	50	59	62	38	46	56	59	148	126	181	239	251	229	211	378	389
핸드폰 (백만대)	60.6	54.4	58.4	53.6	53.7	48.1	53.6	50.5	323	322	277	285	263	229	227	206	214
Q/Q, Y/Y	12%	-10%	7%	-8%	0%	-10%	11%	-6%	-12%	0%	-14%	3%	-8%	-13%	-1%	-9%	4%
스마트폰 (백만대)	59.9	53.8	57.9	53.1	53.2	47.6	53.1	50.0	292	295	255	273	257	225	225	204	213
Q/Q, Y/Y	13%	-10%	8%	-8%	0%	-11%	12%	-6%	-8%	1%	-14%	7%	-6%	-12%	0%	-9%	4%
스마트폰 ASP(\$)	\$336	\$281	\$295	\$268	\$312	\$284	\$297	\$258	\$248	\$187	\$202	\$259	\$270	\$288	\$296	\$288	\$295
Q/Q, Y/Y	29%	-16%	5%	-9%	17%	-9%	5%	-13%	5%	-25%	8%	28%	4%	7%	3%	-3%	2%
MX ASP(\$)	\$323	\$273	\$287	\$262	\$303	\$277	\$290	\$255	\$228	\$179	\$183	\$246	\$262	\$279	\$287	\$282	\$289
Q/Q, Y/Y	27%	-16%	5%	-9%	15%	-9%	5%	-12%	9%	-22%	3%	34%	6%	7%	3%	-2%	3%
TV 세트(백만대)	8.5	8.2	8.5	9.7	8.6	8.0	8.6	9.4	41.4	44.1	48.8	44.9	38.3	35.0	35.2	33.5	33.0
Q/Q, Y/Y	-13%	-4%	4%	14%	-11%	-7%	8%	9%	-2%	6%	11%	-8%	-15%	-8%	1%	-5%	-1%

자료: 유진투자증권

삼성전자: 영업 실적 추정 요약

실적 전망 주요 가정

(조원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (조원)	71.9	74.1	79.1	79.0	75.3	74.4	78.5	77.6	243.8	229.6	235.9	279.6	302.2	258.9	304.0	305.8	333.0
YoY	13%	23%	17%	16%	5%	1%	-1%	-2%	2%	-6%	3%	19%	8%	-14%	17%	1%	9%
QoQ	6%	3%	7%	0%	-5%	-1%	5%	-1%									
DS	23.1	28.6	29.3	30.2	28.3	30.7	31.2	32.5	86.3	65.1	72.9	94.2	98.5	66.6	111.2	122.8	136.4
SDC	5.4	7.7	8.0	9.3	6.2	7.0	8.5	9.2	32.5	30.2	29.5	31.0	34.4	31.0	30.4	30.9	33.3
MX/NW	33.5	27.4	30.5	27.0	29.9	25.4	28.3	24.5	100.7	107.3	99.6	109.3	120.8	112.4	118.5	108.2	116.3
VD/CE	13.5	14.4	14.1	15.0	14.4	14.3	14.0	14.5	42.1	44.8	48.3	55.8	60.6	56.4	57.1	57.2	58.5
HAR	3.2	3.6	3.5	3.9	3.2	3.5	3.4	3.8	8.8	10.1	9.2	10.0	13.2	14.4	14.2	13.9	14.4
연결조정	-6.8	-7.6	-6.4	-6.5	-6.7	-6.6	-7.0	-6.9	-26.6	-27.7	-23.6	-20.7	-25.3	-21.9	-27.3	-27.1	-25.8
영업이익 (조원)	6.6	10.4	9.2	9.6	9.2	9.5	10.6	10.6	58.9	27.7	36.0	51.6	43.4	6.6	35.8	40.0	47.2
YoY	932%	1462%	277%	241%	39%	-9%	15%	10%	10%	-53%	30%	43%	-16%	-85%	446%	12%	18%
QoQ	134%	58%	-12%	5%	-4%	3%	11%	0%									
DS	1.9	6.5	3.9	5.3	5.1	5.8	6.0	7.0	44.6	14.0	18.8	29.2	23.8	-14.9	17.5	23.9	29.6
SDC	0.3	1.0	1.5	1.4	0.2	0.8	1.4	1.4	2.6	1.6	2.2	4.5	6.0	5.6	4.2	3.9	4.5
MX/NW	3.5	2.2	2.8	2.2	3.1	2.2	2.6	1.8	10.2	9.3	11.5	13.7	11.4	13.0	10.8	9.7	10.0
VD/CE	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.4	0.4	0.3	2.0	2.6	3.6	3.6	1.4	1.3	2.0	1.6	1.5
HAR	0.2	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.1	0.6	0.9	1.2	1.2	1.0	1.4
기타	0.1	-0.1	0.1	-0.1	0.0	0.1	-0.1	0.0	-0.7	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.4	0.0	-0.1	0.2
영업이익률	9.2%	14.1%	11.6%	12.2%	12.2%	12.8%	13.5%	13.7%	24.2%	12.1%	15.3%	18.5%	14.4%	2.5%	11.8%	13.1%	14.2%
DS	8.3%	22.6%	13.2%	17.4%	18.1%	18.8%	19.1%	21.5%	51.7%	21.5%	25.8%	31.0%	24.2%	-22.3%	15.7%	19.4%	21.7%
SDC	6.3%	13.2%	18.9%	14.7%	4.0%	11.4%	16.8%	14.9%	8.1%	5.2%	7.6%	14.4%	17.3%	18.0%	13.9%	12.5%	13.4%
MX/NW	10.5%	8.1%	9.2%	8.3%	10.2%	8.5%	9.3%	7.4%	10.1%	8.6%	11.5%	12.5%	9.5%	11.6%	9.1%	8.9%	8.6%
VD/CE	3.9%	3.4%	3.7%	3.3%	3.9%	2.9%	2.6%	1.8%	4.8%	5.8%	7.4%	6.5%	2.2%	2.2%	3.6%	2.8%	2.5%
HAR	7.5%	8.8%	10.2%	8.5%	7.0%	8.0%	8.0%	7.0%	1.7%	3.2%	0.5%	5.9%	6.7%	8.1%	8.8%	7.5%	10.0%
순이익	6.8	9.8	10.1	9.2	9.2	9.3	10.1	10.0	44.3	21.7	26.4	39.9	55.7	15.5	35.9	38.6	42.5

자료: 유진투자증권

삼성전자: 부문별 상세 실적

실적 전망 주요 가정

실적요약	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (조원)	71.9	74.1	79.1	79.0	75.3	74.4	78.5	77.6	243.8	229.6	235.9	279.6	302.2	258.9	304.0	305.8	333.0
DS	23.1	28.6	29.3	30.2	28.3	30.7	31.2	32.5	86.3	65.1	72.9	94.2	98.5	66.6	111.2	122.8	136.4
Memory	17.5	21.7	22.3	22.8	22.2	24.3	24.0	25.0	72.4	50.2	55.5	72.6	68.5	44.1	84.3	95.4	107.4
DRAM	9.8	12.5	13.7	13.7	13.1	14.7	13.5	13.3	47.9	31.3	32.7	45.0	42.3	26.3	49.8	54.6	61.3
NAND	7.7	9.2	8.5	9.1	9.1	9.6	10.5	11.7	24.5	19.0	22.9	27.6	26.3	17.8	34.5	40.9	46.1
SLSI	5.5	6.0	6.9	7.1	5.8	6.2	7.0	7.2	13.9	14.9	17.4	21.6	29.9	22.5	26.9	27.3	29.0
SDC	5.4	7.7	8.0	9.3	6.2	7.0	8.5	9.2	32.5	30.2	29.5	31.0	34.4	31.0	30.4	30.9	33.3
Large	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	7.7	5.8	5.2	1.7	1.2	0.9	1.2	2.1	3.9
Small	5.2	7.4	7.7	9.0	5.7	6.5	8.0	8.6	24.7	24.4	24.2	29.3	33.2	30.1	29.2	28.8	29.4
MX/NW	33.5	27.4	30.5	27.0	29.9	25.4	28.3	24.5	100.7	107.3	99.6	109.3	120.8	112.4	118.5	108.2	116.3
MX	32.8	26.6	30.0	26.5	29.1	24.7	27.7	23.9	96.5	102.3	96.0	104.7	115.4	108.6	115.9	105.4	111.6
NW	0.7	0.7	0.5	0.6	0.8	0.8	0.6	0.6	4.2	4.9	3.6	4.6	5.4	3.8	2.6	2.8	4.7
VD/CE	13.5	14.4	14.1	15.0	14.4	14.3	14.0	14.5	42.1	44.8	48.3	55.8	60.6	56.4	57.1	57.2	58.5
Harman	3.2	3.6	3.5	3.9	3.2	3.5	3.4	3.8	8.8	10.1	9.2	10.0	13.2	14.4	14.2	13.9	14.4
영업이익 (조원)	6.6	10.4	9.2	9.6	9.2	9.5	10.6	10.6	58.9	27.7	36.0	51.6	43.4	6.6	35.8	40.0	47.2
DS	1.9	6.5	3.9	5.3	5.1	5.8	6.0	7.0	44.6	14.0	18.8	29.2	23.8	-14.9	17.5	23.9	29.6
Memory	2.7	6.8	5.9	6.6	5.7	5.9	5.8	6.7	42.8	13.0	17.4	28.1	20.6	-12.3	22.0	24.1	28.4
DRAM	2.2	5.2	3.9	5.2	4.6	4.7	4.2	4.5	33.0	12.4	11.9	21.5	17.9	-0.9	16.5	18.1	20.6
NAND	0.5	1.6	2.0	1.4	1.1	1.2	1.5	2.2	9.9	0.5	5.5	6.6	2.6	-11.3	5.6	6.1	7.8
SLSI	-0.8	-0.3	-2.1	-1.3	-0.6	-0.1	0.2	0.3	1.8	1.0	1.4	1.1	3.3	-2.6	-4.1	-0.3	1.3
SDC	0.3	1.0	1.5	1.4	0.2	0.8	1.4	1.4	2.6	1.6	2.2	4.5	6.0	5.6	4.2	3.9	4.5
Large	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	-1.4	-1.3	-0.9	-1.5	-0.9	-0.6	-0.2	0.0
Small	0.5	1.1	1.5	1.5	0.3	0.9	1.4	1.4	2.5	3.0	3.5	5.3	7.5	6.5	4.8	4.0	4.4
MX/NW	3.5	2.2	2.8	2.2	3.1	2.2	2.6	1.8	10.2	9.3	11.5	13.7	11.4	13.0	10.8	9.7	10.0
MX	3.5	2.2	2.9	2.2	3.0	2.1	2.6	1.8	9.4	8.5	11.1	13.1	10.9	12.6	10.8	9.6	9.8
NW	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	0.8	0.4	0.6	0.6	0.4	0.0	0.1	0.2
VD/CE	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.4	0.4	0.3	2.0	2.6	3.6	3.6	1.4	1.3	2.0	1.6	1.5
Harman	0.2	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.1	0.6	0.9	1.2	1.2	1.0	1.4

자료: 유진투자증권

삼성전자: 실적 전망 조정

실적 추정치 변경 요약

(조원)	신규 추정치		기존 추정치		변경폭	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
원달러	1,371	1,390	1,346	1,330	25	60
매출액	304.0	305.8	301.6	317.8	1%	-4%
DS	111.2	122.8	110.9	132.9	0%	-8%
SDC	30.4	30.9	29.9	32.7	2%	-5%
MX/NW	118.5	108.2	117.4	111.3	1%	-3%
VD/CE	57.1	57.2	56.3	55.0	1%	4%
HAR	14.2	13.9	14.1	14.2	1%	-2%
기타	-27.3	-27.1	-27.1	-28.2	~	~
영업이익	35.8	40.0	35.5	46.2	1%	-13%
DS	17.5	23.9	17.4	28.5	0%	-16%
SDC	4.2	3.9	4.2	4.5	1%	-14%
MX/NW	10.8	9.7	10.7	9.5	1%	2%
VD/CE	2.0	1.6	2.0	1.8	2%	-11%
HAR	1.2	1.0	1.2	1.2	4%	-13%
기타	0.0	-0.1	0.0	0.0	~	~
순이익	35.9	38.6	35.1	42.9	2%	-10%

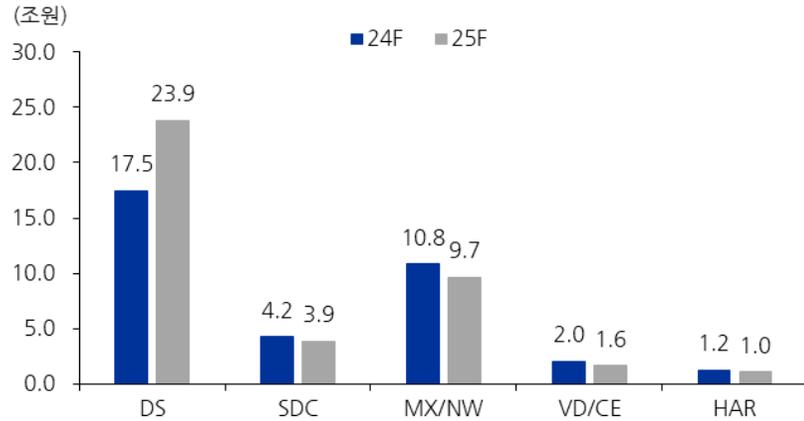
자료: 유진투자증권

반도체 및 세트 사업 실적 전망 조정

- 트럼프의 당선과 레드 스윙 이후 반도체 산업을 둘러싼 환경에 불확실성이 커지고 있음. 대략 다음과 같은 변수들이 불확실성을 키우고 투자 심리를 위축 시키고 있음
 - 1) 이미 현실로 나타나고 있는 IT 기기 수요 둔화
 - 2) 트럼프 2기 행정부의 관세 확대 문제
 - 3) CXMT의 생산 확대와 이로 인한 레거시 메모리 공급 증가
- 이러한 변수들은 아직 불확실하지만, 반도체 뿐만 아니라 세트 사업 실적에도 부정적 영향을 줄 가능성이 있음. 즉, SDC, MX/NW, VD/CE 사업부의 실적도 기존 대비 하향 조정이 필요해 보임
- 이러한 점들을 반영해 우리는 2025년 실적을 매출 305.8조원, 영업이익 40.0조원으로 각각 기존 추정치 대비 4%, 13% 하향 조정

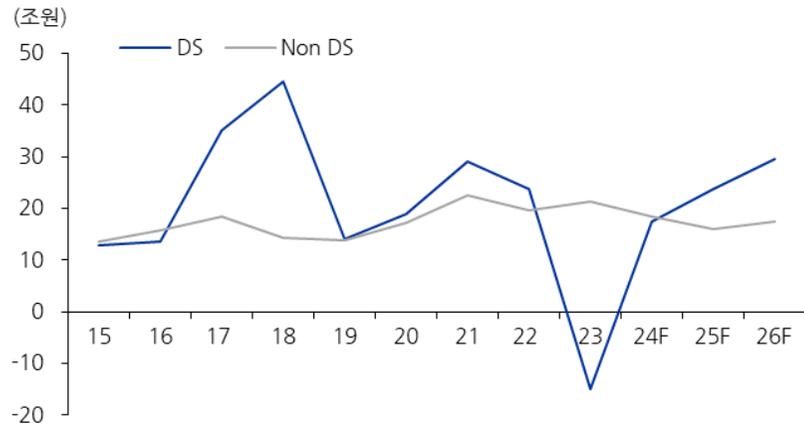
삼성전자: 2025년 부문별 실적 추정

24년과 25년 부문별 영업이익 추정



자료: 유진투자증권

반도체와 비반도체 영업이익 장기 추이



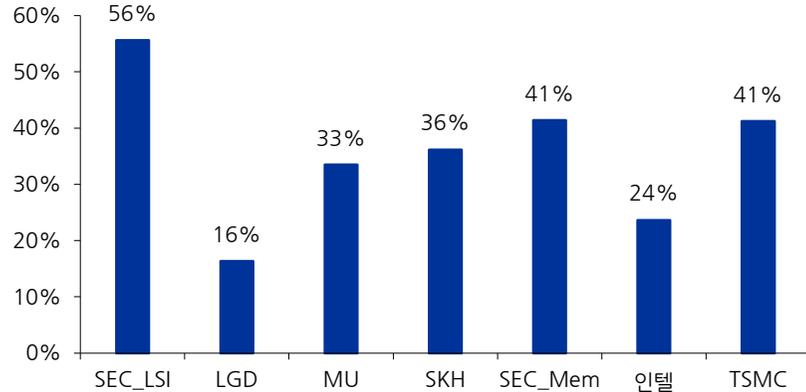
자료: 유진투자증권

반도체 +6.4조원, 비반도체 -2.2조원

- DS 사업부 영업이익은 24년 17.5조원에서 25년 23.9조원으로 6.4조원 증가할 것으로 추정. DS 부문 실적은 23년 15.5조원 적자에서 24년 +17.6조원으로 증가했지만, 프리미엄 제품인 HBM에서의 경쟁력 저하로 평가는 부정적. SK하이닉스는 2024년 역대 최고의 실적이 예상되지만, 삼성전자 DS는 역대 최고였던 2018년의 절반에도 미치지 못하는 영업이익을 기록할 것으로 보이기 때문
- 25년 실적에 대해서는 설마 24년보다 더 못할 수 있을까 하는 생각이 들 정도. 조금만 경쟁력을 회복하고, 파운드리 적자를 줄이기만 해도 DS 부문 실적은 24년 대비 개선될 전망
- 나머지 사업부들은 이익이 감소할 것으로 예상됨. SDC는 4.2조원에서 3.9조원으로, MX/NW은 10.8조원에서 9.7조원, VD/CE 부문은 2.0조원에서 1.6조원, 하만은 1.2조원에서 1.0조원으로 예상되는 등 비반도체 부문에서 약 2.2조원의 이익 감소가 발생할 것으로 추정
- 불확실성에도 불구하고 내년 영업이익이 두 자릿수 증가한다면, 그리고 현재와 같이 낮은 밸류에이션을 감안한다면, 향후 주가에 대해서는 긍정적 시각에서 접근할 필요성이 크다고 판단됨

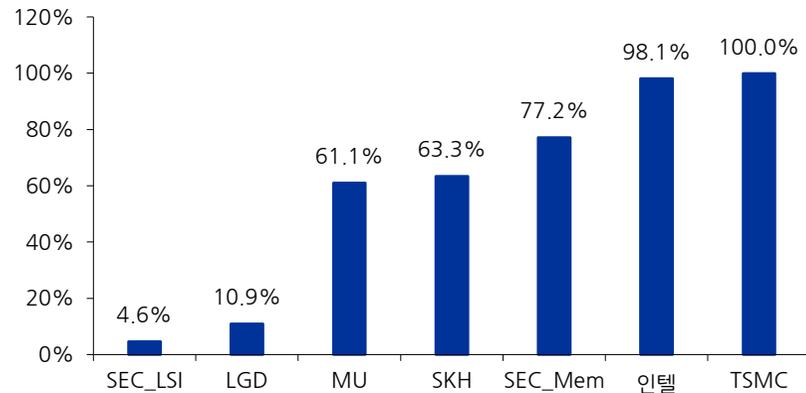
삼성전자: 메모리보다 더 걱정인 파운드리

삼성 비메모리 사업부의 매우 높은 캐팩스 부담률 (캐팩스/매출)



자료: 유진투자증권

삼성 비메모리 부문의 매우 낮은 투자 효율성 (영업이익/캐팩스)



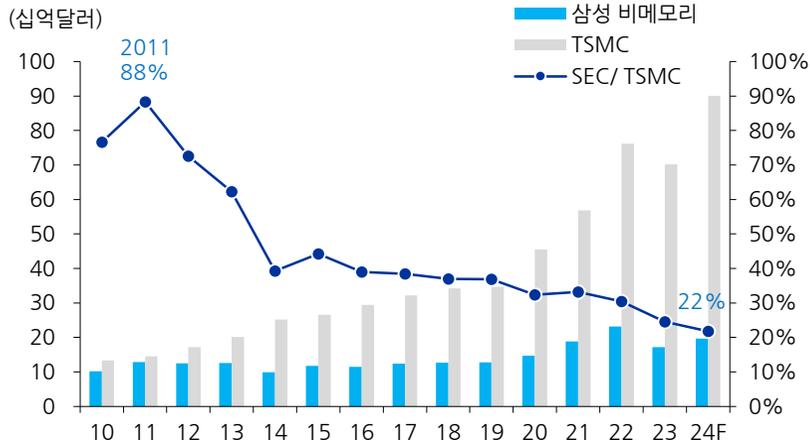
자료: 유진투자증권

밑 빠진 독에 물 붓기

- 삼성전자가 HBM에서 전략적 미스로 SK하이닉스에 주도권을 내주고 2~3위를 다투는 처지로 내려앉은 것은 뼈아플 수 밖에 없음. 하지만 삼성 파운드리의 실패는 더욱 심각한 상황
- 2010년부터 2024년(F)까지 반도체 업체들의 실적과 투자를 분석해본 결과 투자 부담률(캐팩스 / 매출액)은 대략 30~40% 선인 것으로 분석. 하지만, 삼성 비메모리 사업부는 투자부담률이 56%로 이례적으로 높은 수준. 극단적으로 해석하자면, 10년이 넘는 기간 동안 성과 없이 투자만 계속 진행되었다고도 볼 수 있는 것
- 15년간의 총 투자규모 대비 누적 영업이익(투자효율성)을 분석해봄. 이 결과를 보면 TSMC나 인텔의 경우는 투자효율성이 약 100% 수준. 메모리 업체들의 경우는 60%대이며, 삼성전자 메모리는 70% 후반대를 기록. 하지만, 삼성 비메모리 사업부는 놀랍게도 한 자릿수 중반에 그치고 있음. 투자효율이 극히 낮은 LG 디스플레이보다도 더 낮은 수치.
- 삼성의 파운드리 투자는 한마디로 밑 빠진 독에 물 붓기와 다를 없는 상황. 제대로 물을 모으기 위해서는 밑을 잘 막아야 할 것임. 그리고 이를 위해서는 정확한 진단과 평가가 반드시 선행되어야 할 것

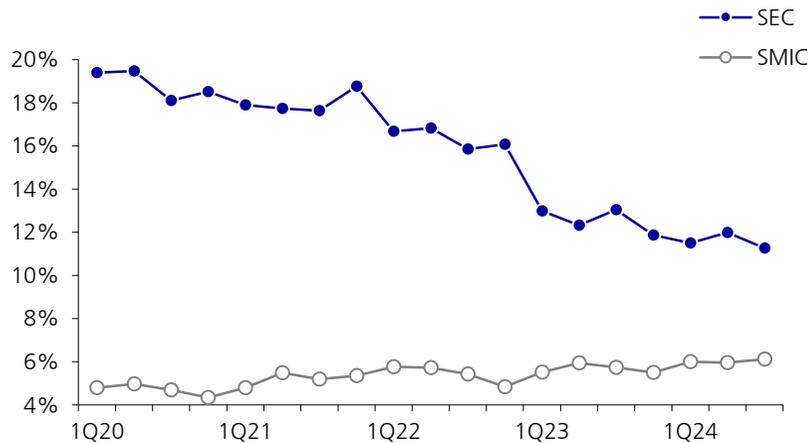
삼성전자: 멀어진 TSMC, 다가온 SMIC

삼성 비메모리와 TSMC 매출 비교



자료: TSMC, 삼성전자, 유진투자증권

삼성전자와 SMIC 파운드리 시장 점유율 비교



자료: Trendforce, 유진투자증권

1위보다 3위가 더 가까이...

- 삼성전자 비메모리 반도체 사업부의 매출은 2011년 14.2조원을 기록. 이를 달러로 환산해 당시 TSMC의 매출과 비교하면 TSMC 전체 매출의 88%에 달했음. 당시만 하더라도 조금만 더 분발하면 삼성이 비메모리에서도 TSMC를 잡을 수 있을지 모르겠다는 기대가 높았음
- 삼성은 파운드리 사업에 대대적인 투자를 집행. 하지만, 이후 삼성전자의 비메모리 사업부와 TSMC의 매출 격차는 점점 더 벌어지기 시작. 급기야 2024년에는 TSMC 대비 매출이 22% 수준에 그칠 것으로 예상됨. 13년간 엄청난 투자를 집행했음에도 TSMC 대비 상대 매출은 오히려 4분의 1로 쪼그라 든 셈. TSMC를 따라 잡을 것이란 시장의 기대는 이제 완전히 사라졌다고 봐도 무방할 정도
- 대신 가시권에 없었던 SMIC가 삼성 파운드리와의 격차를 바짝 좁히고 있음. 2020년 1분기만 하더라도 삼성의 점유율은 SMIC의 4배에 달했지만 2024년 하반기에는 격차가 2배 이내로 좁혀질 것으로 예상
- 파운드리 1위를 목표로 내걸었던 삼성전자이지만, 현실은 3위로 내려앉을 지도 모른다는 걱정이 더 커 보임

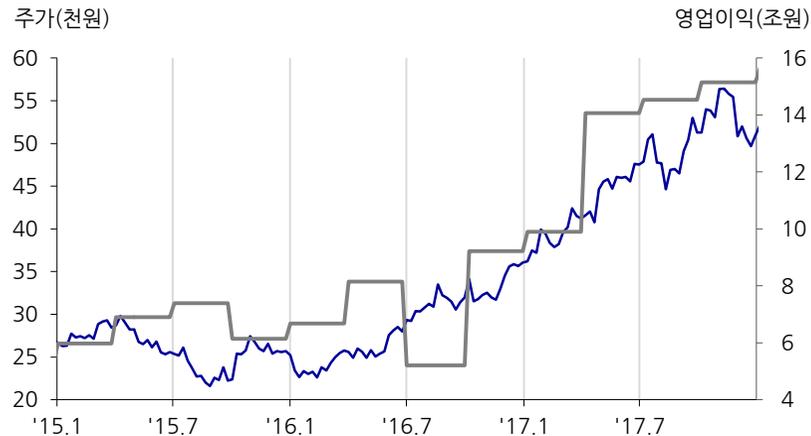
삼성전자: 2015년 자사주 매입/소각

2015~2017 삼성전자 주가 및 외인 수급



자료: FNGuide, 유진투자증권

펀더멘털의 개선과 함께 주가 상승



자료: 유진투자증권

2015년 자사주 매입 소각의 추억

- 2015년 10월 9일 자사주 매입을 발표. 직전 6개월간 주가는 약 30% 조정을 거친 상황. 같은 기간 SOX 지수도 25% 조정. 당시로서는 11.3조원의 매입 및 전량 소각, 분기배당 등 주주환원 정책 등이 대거 발표됨
- 하지만 주가는 그 이전부터 관련 기대감을 반영하면서 이미 2개월 동안 바닥 대비 25% 오른 상황. 따라서 공시가 발표되자 잠시 오른 후 이후 3개월간 15% 하락함. 외국인들은 지속적으로 매도세를 이어감
- 그러나, 2016년 들어서면서 서서히 업황이 개선되기 시작했고, 외국인들의 매도세도 확연히 둔화됨. 그러면서, 주가는 본격적으로 상승하기 시작
- 자사주 매입이 완료된 이후 삼성전자는 2017년 4월 27일 추가 자사주 매입 소각과 함께 기보유중인 자사주 2100만주 (당시 총 주식의 13%)를 전량 소각하기로 결정
- 2017년 들어서면서 서버용 DRAM 수요가 본격 증가하기 시작했고, 삼성전자의 실적도 급격히 개선됨. 결과적으로 당시 삼성전자 주가는 2016년 1월 저점 대비 2017년 11월까지 최대 150%의 주가 상승률을 기록

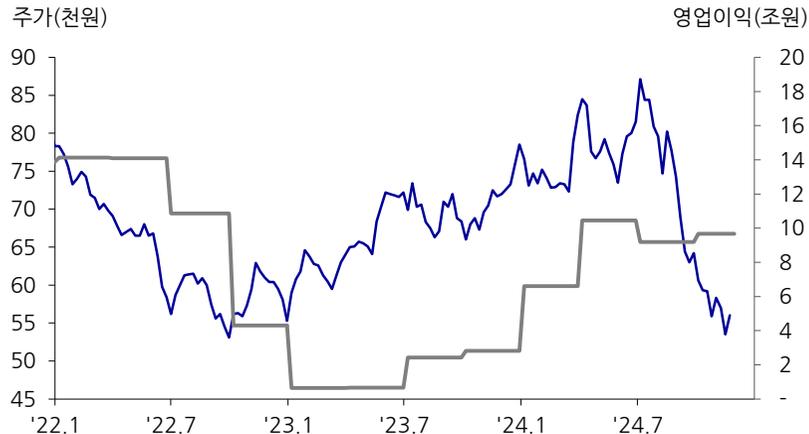
삼성전자: 2024년 자사주 매입/소각

삼성 비메모리와 TSMC 매출 비교



자료: TSMC, 삼성전자, 유진투자증권

삼성전자와 SMIC 파운드리 시장 점유율 비교



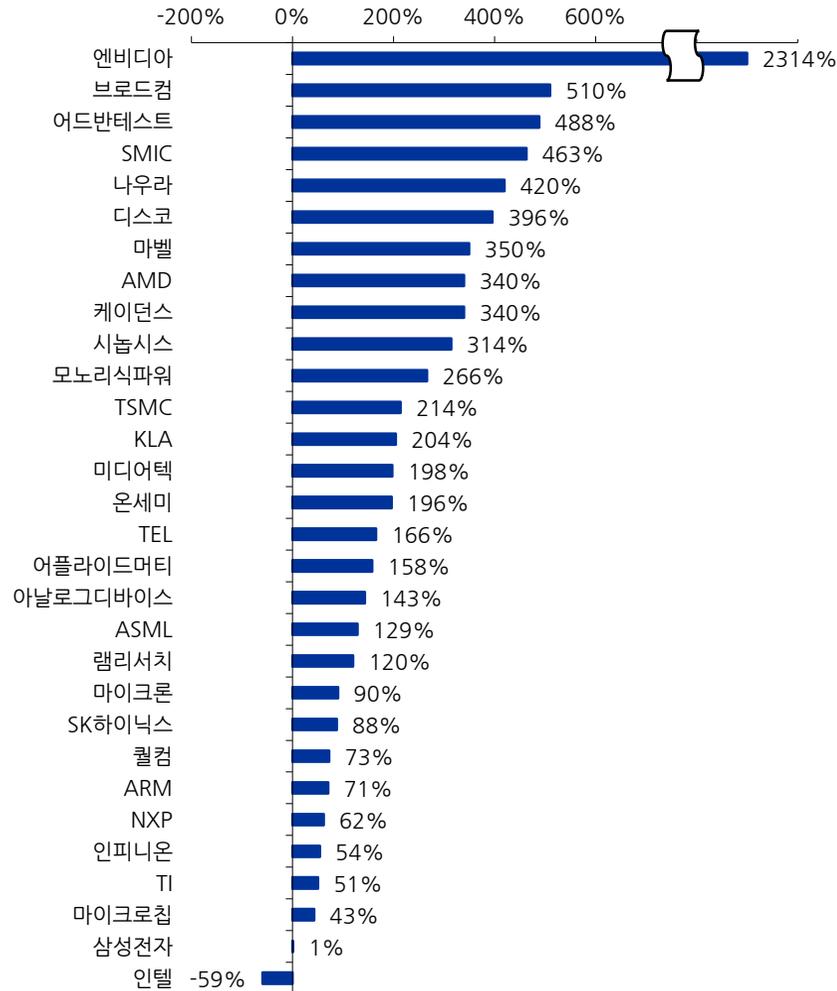
자료: Trendforce, 유진투자증권

삼성에게 정말 필요한 것은 자사주 매입보다는 경쟁력 회복을 통한 펀더멘털 개선

- 9년이 지난 2024년 11월 15일 금요일 저녁 삼성전자는 전격적인 자사주 매입을 발표. 매입 규모는 10조원이며, 이중 3조원을 소각하겠다는 내용
- 이유야 어쨌든 이번 공시를 통해 불과 4개월 만에 44% 하락한 주가의 추가 하락 방어에는 성공. 이번 결정이 대주주들의 주식담보대출 담보비율 부족 때문이라는 분석이 제기되기도 했지만, 우리는 삼성전자 이사회가 설마 대주주를 위해 자사주 매입을 결정했을 것이라고는 결단코 믿고 싶지 않음
- 하지만 이번 결정이 주가 상승으로 이어지기 위해서는 앞서도 봤듯이 무엇보다 펀더멘털의 개선이 뒷받침 되어야 할 것. 진정한 주주가치 제고는 자사주 매입이 아니라 실적 개선이라는 점을 강조하고 싶음
- 자사주 매입을 거의 하지 않는 TSMC와 2010년 이후 834억 달러의 자사주 매입에 나선 인텔의 주가 차이가 이러한 사실을 잘 설명해주고 있음

삼성전자: 지금 삼성에게 필요한 것은...

반도체 시가총액 Top 30 기업들의 2020년 이후 시가총액 증가율



주: 2019년 말 대비 시가총액 증가율
 자료: 유진투자증권

코로나 이후 인텔과 함께 최하위로 추락

- 코로나 이후 반도체 업체들의 시가총액 증가율은 극명한 차이를 보임. 반도체 부문 시가총액 Top 30 기업들의 2019년 말 대비 시가총액 증가율을 분석한 결과 상승률 1위 기업은 +2314%를 기록한 엔비디아였고, 그 뒤를 브로드컴, 어드반테스트, SMIC, 나우라 테크놀로지가 차지
- Top 30 기업 중 최하위는 -59%를 기록한 인텔. 오랜 기간 반도체 산업의 지존이었던 인텔의 몰락은 그야말로 충격적. 또 하나 충격적인 것은 삼성전자였음. 인텔과 함께 양대산맥을 구축해왔던 삼성전자도 코로나 기간 사이 주가가 제자리걸음을 벗어나지 못한 것
- 삼성전자의 이 같은 부진은 앞서서도 살펴본 바와 같이 삼성전자의 경쟁력 하락에 있는 것임. 결국 삼성전자에게 필요한 것은 그 동안 문제가 됐던 요인들에 대한 철저한 진단과 이를 개선하기 위한 파격적인 변화와 혁신임. 그렇지 않다면 시장의 삼성전자 외면은 쉽사리 멈추지 않을 것
- 왜냐하면 투자자들은 그 동안 세계 최고의 기업들이 어떻게 그들의 무대에서 사라졌는지 여러 사례를 통해 목격해왔기 때문. 변화가 없다면 반전의 계기도 쉽지 않을 수 있다는 점을 강조하고 싶음

삼성전자 (005930.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	448,425	455,906	496,235	521,368	570,404
유동자산	218,471	195,937	217,794	224,981	257,483
현금성자산	114,784	91,772	118,196	135,613	159,525
매출채권	41,871	43,281	41,531	40,920	43,960
재고자산	52,188	51,626	46,001	43,825	46,624
비유동자산	229,954	259,969	278,441	296,387	312,921
투자자산	41,691	49,971	57,224	60,166	64,290
유형자산	168,045	187,256	213,142	225,514	235,411
기타	20,218	22,742	8,075	10,708	13,220
부채총계	93,675	92,228	100,706	97,940	100,390
유동부채	78,345	75,719	81,594	83,992	84,980
매입채무	58,747	53,550	12,364	13,321	13,711
유동성이자부채	6,236	8,423	8,357	8,118	7,854
기타	13,362	13,746	60,872	62,553	63,415
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	395,529	423,429	470,014
자배지분	345,186	353,234	385,158	412,326	458,273
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	337,946	346,652	371,944	399,869	445,459
기타	1,938	1,280	7,912	7,155	7,513
비지배지분	9,563	10,444	10,372	11,103	11,741
자본총계	354,750	363,678	395,529	423,429	470,014
총차입금	10,333	12,686	12,448	12,268	12,069
순차입금	(104,450)	(79,086)	(105,747)	(123,345)	(147,456)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	62,181	44,137	88,223	84,466	84,493
당기순이익	55,654	15,487	35,923	38,586	42,461
자산상각비	39,108	38,667	41,302	42,596	46,090
기타비현금성손익	(6,034)	(2,147)	0	0	0
운전자본증감	(16,999)	(5,459)	(4,721)	(6,402)	(13,736)
매출채권감소(증가)	6,332	236	(3,303)	1,972	(1,673)
재고자산감소(증가)	(13,311)	(3,207)	3,410	(655)	(5,738)
매입채무증가(감소)	(6,742)	1,104	(1,435)	(3,614)	(1,890)
기타	(3,278)	(3,592)	(3,392)	(4,105)	(4,435)
투자현금	(31,603)	(16,923)	(53,838)	(57,447)	(59,213)
단기투자자산감소	18,743	45,559	(1,317)	(47)	(713)
장기투자증권감소	7,378	4,520	0	0	0
설비투자	49,430	57,611	49,321	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
현금증감	10,649	19,400	25,107	17,370	23,199
기초현금	39,031	49,681	69,081	94,187	111,557
기말현금	49,681	69,081	94,187	111,557	134,756
Gross Cash flow	88,728	52,007	84,199	91,061	100,536
Gross Investment	67,344	67,941	57,241	63,802	72,236
Free Cash Flow	21,383	(15,934)	26,958	27,259	28,300

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	302,231	258,935	304,035	305,828	333,032
증가율(%)	8.1	(14.3)	17.4	0.6	8.9
매출원가	190,042	180,389	179,826	186,141	201,570
매출총이익	112,190	78,547	124,209	119,688	131,462
판매 및 일반관리비	68,813	71,980	80,473	80,473	85,907
기타영업손익	12	5	12	(0)	7
영업이익	43,377	6,567	35,826	39,973	47,176
증가율(%)	(16.0)	(84.9)	445.6	11.6	18.0
EBITDA	82,484	45,234	77,128	82,569	93,266
증가율(%)	(4.0)	(45.2)	70.5	7.1	13.0
영업외손익	3,064	4,439	4,739	5,890	4,860
이자수익	3,135	4,522	4,792	4,740	5,000
이자비용	763	930	842	600	580
지분법손익	1,091	888	767	1,230	1,200
기타영업손익	(40)	(40)	23	520	(760)
세전순이익	46,440	11,006	40,565	45,863	52,036
증가율(%)	(13.0)	(76.3)	268.6	13.1	13.5
법인세비용	(9,214)	(4,481)	4,683	7,278	9,575
당기순이익	55,654	15,487	35,923	38,586	42,461
증가율(%)	39.5	(72.2)	132.0	7.4	10.0
지배주주지분	54,730	14,473	35,086	37,752	41,442
증가율(%)	39.5	(73.6)	142.4	7.6	9.8
비지배지분	924	1,014	836	834	1,019
EPS(원)	9,168	2,424	5,877	6,324	6,942
증가율(%)	39.5	(73.6)	142.4	7.6	9.8
수정EPS(원)	9,168	2,424	5,678	6,125	6,743
증가율(%)	39.5	(73.6)	134.2	7.9	10.1

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	9,168	2,424	5,877	6,324	6,942
BPS	50,817	52,002	56,702	60,702	67,466
DPS	1,444	1,444	1,440	1,440	1,440
밸류에이션(배, %)					
PER	6.0	32.4	9.9	9.2	8.3
PBR	1.1	1.5	1.0	1.0	0.9
EV/ EBITDA	3.2	9.7	3.6	3.2	2.6
배당수익률	2.6	1.8	2.5	2.5	2.5
PCR	4.2	10.3	4.7	4.3	3.9
수익성(%)					
영업이익율	14.4	2.5	11.8	13.1	14.2
EBITDA이익율	27.3	17.5	25.4	27.0	28.0
순이익율	18.4	6.0	11.8	12.6	12.7
ROE	17.1	4.1	9.5	9.5	9.5
ROIC	15.5	1.9	11.8	12.2	13.4
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(29.4)	(21.7)	(26.7)	(29.1)	(31.4)
유동비율	278.9	258.8	266.9	267.9	303.0
이자보상배율	56.8	7.1	42.5	66.6	81.3
활동성(회)					
총자산회전율	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	6.9	6.1	7.2	7.4	7.8
재고자산회전율	6.5	5.0	6.2	6.8	7.4
매입채무회전율	5.2	4.6	9.2	23.8	24.6