

삼성전자 (005930/KS)

출하와 가격의 절충

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 100,000 원(유지)

현재주가: 76,600 원

상승여력: 30.5%

4Q23 영업이익 3.3 조원 (+35% QoQ) 예상

삼성전자의 4Q23 연결실적은 매출액 70.8 조원 (+5% QoQ), 영업이익 3.3 조원 (+35% QoQ)을 기록할 것으로 예상된다. 부문별 영업이익은 DS -2.0 조원, DX 2.6 조원, SDC 2.1 조원, Harman 0.4 조원으로 예상된다. 실적 회복은 SDC의 계절 성수기와 고장가 반등 시작과 PC, 모바일 향 재고 축적에 따른 메모리의 P, Q 동반 상승이 견인할 것이다. DRAM B/G +20%, ASP +13%, NAND B/G +28%, ASP +10%로 출하 가이드를 크게 상회하는 가운데, 의미있는 가격 반등이 예상된다.

출하와 가격의 절충

4Q23 삼성전자의 메모리 전략은 출하와 가격의 절충으로 요약할 수 있다고 판단한다. 철저히 가격(수익성)에 집중하고 있는 경쟁 업체들 대비 업계 1위의 생산능력에 따른 높은 재고량과 상대적으로 뒤늦은 감산, Captive market 보유 및 2023년 지속된 점유율 하락을 감안하면, 단기 수익성의 극대화보다는 출하와 가격의 균형점을 찾는 전략 역시 중요하기 때문이다. 이에 따라 4Q23 메모리 영업이익은 시장 기대치를 상회하기 어려울 수 있지만, 2024년의 시작은 더욱 가벼워 질 것으로 전망한다.

2023년 삼성전자의 HBM, Commodity 부진을 기저로 생각한다면?

SK 증권은 삼성전자에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 100,000 원을 유지한다. Commodity 메모리의 가격 반등이 시작된 가운데, HBM3, 3e 시장 대응을 위한 Capa 확장에 따른 Commodity capa loss를 감안하면 공급이 시장 수요에 후행하는 모습은 연중 지속될 것으로 전망한다. 삼성전자의 Commodity 및 HBM에 대한 낮은 기저 역시 2024년의 업사이드로 작용할 것이다. 현 주가는 12m Fwd. P/B 1.39X 수준으로 Band 중단에 불과하다. 단기 주가 상승 및 시장 기대치를 소폭 하회 할 4Q23 실적에 따른 주가 하락 시 중장기적인 비중 확대의 기회로 삼을 것을 권고한다.



Analyst
한동희

donghee.han@sks.co.kr
3773-8826

Company Data

발행주식수	596,978 만주
시가총액	457,285 십억원
주요주주	
삼성생명보험(외15)	20.70%
국민연금공단	7.68%

Stock Data

주가(24/01/04)	76,600 원
KOSPI	2,587.02pt
52주 최고가	79,600 원
52주 최저가	57,800 원
60일 평균 거래대금	978 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	236,807	279,605	302,231	261,958	309,417	349,642
영업이익	십억원	35,994	51,634	43,377	7,014	35,776	48,950
순이익(지배주주)	십억원	26,091	39,244	54,730	11,458	29,168	39,336
EPS	원	3,841	5,777	8,057	1,687	4,294	5,791
PER	배	21.1	13.6	6.9	46.5	17.8	13.2
PBR	배	2.1	1.8	1.1	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	6.8	5.0	3.4	10.0	5.9	4.9
ROE	%	10.0	13.9	17.1	3.3	8.0	10.1

부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 조원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	77.8	77.2	76.8	70.5	63.8	60.1	67.4	70.8	71.6	71.6	82.3	83.8	302.2	262.0	309.4
YoY %	19%	21%	4%	-8%	-18%	-22%	-12%	0%	12%	19%	22%	18%	8%	-13%	18%
QoQ %	2%	-1%	-1%	-8%	-10%	-6%	12%	5%	1%	0%	15%	2%			
DX	47.8	44.2	47.0	42.5	45.9	39.9	43.7	40.8	44.8	41.7	47.0	47.0	181.5	170.3	180.6
VD/CE	15.5	14.8	14.8	15.6	14.1	14.4	13.7	13.2	12.9	13.7	15.5	17.8	60.6	55.4	59.8
MX/NW	32.4	29.3	32.2	26.9	31.8	25.5	30.0	27.6	31.9	28.0	31.6	29.3	120.8	114.9	120.8
DS	26.9	28.5	23.0	20.1	13.7	14.7	16.4	21.7	22.0	24.6	28.4	30.5	98.5	66.5	105.5
Memory	20.1	21.1	15.2	12.1	8.9	9.0	10.5	14.6	15.0	17.1	20.2	21.6	68.5	43.0	73.8
DRAM	12.0	13.2	9.2	7.1	5.0	5.3	6.3	8.6	8.9	10.1	12.1	13.2	41.5	25.2	44.2
NAND	8.0	7.8	5.9	4.8	3.7	3.6	3.6	5.2	5.3	6.1	7.0	7.2	26.4	16.1	25.6
Foundry/LSI	6.8	7.4	7.8	7.9	4.8	5.8	5.9	7.1	7.0	7.5	8.2	8.9	29.9	23.6	31.6
SDC	8.0	7.7	9.4	9.3	6.6	6.5	8.2	9.6	8.3	7.9	10.1	9.6	34.4	30.9	36.0
Harman	2.7	3.0	3.6	3.9	3.2	3.5	3.8	4.1	3.4	3.6	3.9	4.1	13.2	14.6	15.1
영업이익	14.1	14.1	10.9	4.3	0.6	0.7	2.4	3.3	5.1	7.8	11.6	11.3	43.4	7.0	35.8
YoY %	51%	12%	-31%	-69%	-95%	-95%	-78%	-24%	691%	1070%	379%	245%	-16%	-84%	410%
QoQ %	2%	0%	-23%	-60%	-85%	4%	265%	35%	55%	54%	49%	-3%			
DX	4.6	3.0	3.5	1.6	4.1	3.8	3.7	2.6	3.7	3.9	3.9	2.3	12.7	14.2	13.9
VD/CE	0.8	0.4	0.3	(0.1)	0.2	0.7	0.4	(0.0)	0.2	0.4	0.7	(0.0)	1.4	1.3	1.2
MX/NW	3.8	2.6	3.2	1.7	3.9	3.0	3.3	2.7	3.5	3.5	3.3	2.4	11.4	12.9	12.7
DS	8.5	10.0	5.1	0.3	(4.6)	(4.4)	(3.7)	(2.0)	(0.3)	2.4	5.0	6.7	23.8	(14.6)	13.9
Memory	7.8	9.1	4.2	(0.4)	(4.3)	(3.7)	(3.0)	(1.6)	0.2	2.1	4.2	5.8	20.7	(12.5)	12.2
DRAM	6.0	6.8	3.6	0.9	(1.2)	(0.4)	(0.4)	0.8	1.6	3.1	4.7	5.7	17.2	(1.2)	15.1
NAND	1.9	2.3	0.6	(1.3)	(2.9)	(3.2)	(2.6)	(2.5)	(1.5)	(1.0)	(0.3)	0.4	3.5	(11.1)	(2.3)
Foundry/LSI	0.6	0.9	0.9	0.7	(0.3)	(0.7)	(0.7)	(0.3)	(0.4)	0.3	0.8	0.9	3.1	(2.1)	1.6
SDC	1.1	1.1	2.0	1.8	0.8	0.8	1.9	2.1	1.4	1.2	2.3	1.9	6.0	5.7	6.9
Harman	0.1	0.1	0.3	0.4	0.1	0.3	0.5	0.4	0.2	0.2	0.4	0.4	0.9	1.2	1.1
영업이익률	18%	18%	14%	6%	1%	1%	4%	5%	7%	11%	14%	13%	14%	3%	12%
DX	10%	7%	7%	4%	9%	9%	8%	6%	8%	9%	8%	5%	7%	8%	8%
VD/CE	5%	2%	2%	0%	1%	5%	3%	0%	2%	3%	4%	0%	2%	2%	2%
MX/NW	12%	9%	10%	6%	12%	12%	11%	10%	11%	13%	10%	8%	9%	11%	11%
DS	31%	35%	22%	1%	-33%	-30%	-23%	-9%	-1%	10%	18%	22%	24%	-22%	13%
Memory	39%	43%	28%	-3%	-48%	-41%	-29%	-11%	1%	12%	21%	27%	30%	-29%	17%
DRAM	49%	51%	39%	13%	-25%	-8%	-6%	9%	18%	30%	39%	43%	41%	-5%	34%
NAND	24%	29%	11%	-27%	-79%	-88%	-71%	-48%	-28%	-16%	-4%	5%	13%	-69%	-9%
Foundry/LSI	9%	13%	12%	9%	-7%	-12%	-13%	-5%	-6%	4%	10%	11%	10%	-9%	5%
SDC	14%	14%	21%	20%	12%	13%	24%	22%	17%	16%	23%	20%	17%	18%	19%
Harman	4%	3%	9%	9%	4%	7%	12%	10%	5%	6%	9%	9%	7%	8%	7%
지배순이익	11.1	11.0	9.1	23.5	1.4	1.5	5.5	3.0	4.3	6.5	9.4	9.0	54.7	11.5	29.2

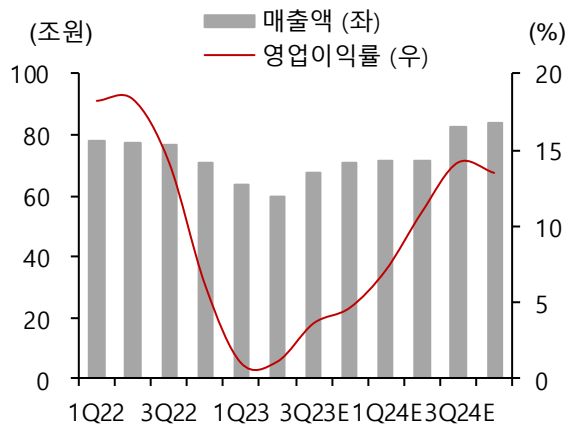
자료: 삼성전자, SK 증권 추정

실적 전망의 주요 가정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
DRAM											
Bit shipments (mn, 1Gb Eq)	18,225	20,522	22,881	27,458	25,536	27,068	29,233	29,818	83,051	89,086	111,655
Bit growth (QoQ %)	-10%	13%	11%	20%	-7%	6%	8%	2%	-2%	7%	25%
ASP (USD)	0.22	0.20	0.21	0.24	0.27	0.29	0.33	0.36	0.39	0.22	0.31
ASP Change (QoQ %)	-16%	-8%	6%	13%	13%	8%	13%	9%	-16%	-44%	44%
NAND											
Bit shipments (mn, 8Gb Eq)	65,131	66,825	66,491	85,108	79,151	87,857	99,279	100,271	256,952	283,555	366,558
Bit growth (QoQ %)	1%	3%	-1%	28%	-7%	11%	13%	1%	2%	10%	29%
ASP (USD)	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.08	0.04	0.05
ASP Change (QoQ %)	-19%	-8%	2%	10%	11%	6%	3%	4%	-17%	-46%	26%
Display											
Shipments (mn Unit)	81	83	96	110	100	99	115	113	422	370	427
Change (QoQ %)	64	59	65	67	64	63	70	68	62	64	66
Smartphone											
Shipments (mn Unit)	61	54	59	54	61	56	61	58	260	227	236
Change (QoQ %)	4%	-12%	10%	-8%	13%	-8%	8%	-5%	-5%	-13%	4%
ASP (USD)	325	269	295	276	307	282	305	294	270	292	297
Change (QoQ %)	36%	-17%	10%	-7%	11%	-8%	8%	-4%	3%	8%	2%

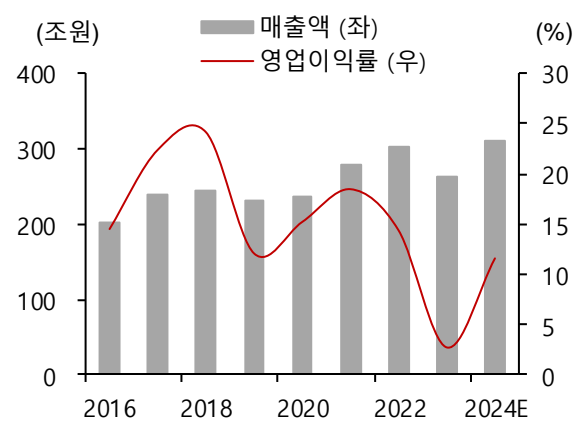
자료: SK 증권 추정

분기 연결 실적 추이 및 전망



자료 : 전자공시, SK 증권 추정

연간 연결 실적 추이 및 전망



자료 : 전자공시, SK 증권 추정

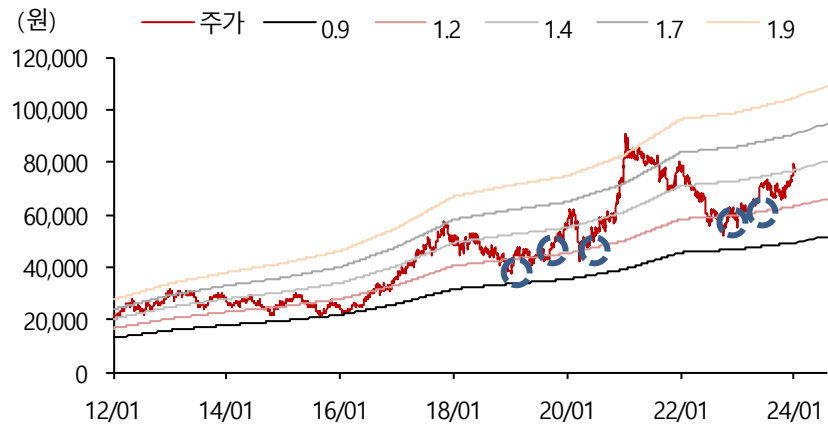
삼성전자 부문별 분기 실적 변경 내역

(단위: 조원)

	변경 후			변경 전			차이		
	4Q23E	2023E	2024E	4Q23E	2023E	2024E	4Q23E	2023E	2024E
매출액	70.8	262.0	309.4	70.6	256.8	282.4	0%	2%	10%
DX	42.5	170.3	180.6	42.5	170.8	168.5	0%	0%	7%
VD/CE	15.6	55.4	59.8	15.6	58.4	58.0	0%	-5%	3%
MX/NW	26.9	114.9	120.8	26.9	112.4	110.5	0%	2%	9%
DS	21.7	66.5	105.5	20.1	61.6	90.6	8%	8%	16%
Memory	14.6	43.0	73.8	12.9	38.4	59.5	13%	12%	24%
DRAM	8.6	25.2	44.2	7.9	22.9	37.6	9%	10%	17%
NAND	5.2	16.1	25.6	4.3	15.2	21.6	20%	6%	18%
Foundry/LSI	7.1	23.6	31.6	7.2	23.2	31.1	-1%	2%	2%
SDC	9.6	30.9	36.0	9.2	30.3	33.7	5%	2%	7%
Harman	4.1	14.6	15.1	4.1	14.4	14.8	-1%	1%	2%
영업이익	3.3	7.0	35.8	2.9	5.7	35.5	11%	23%	1%
DX	2.6	14.2	13.9	2.6	13.9	11.5	1%	2%	21%
VD/CE	(0.0)	13	12	0.1	15	(0.4)	적전	-14%	흑전
MX/NW	2.7	12.9	12.7	2.5	12.4	11.9	5%	4%	7%
DS	(2.0)	(14.6)	13.9	(1.9)	(14.5)	14.0	적지	적지	-1%
Memory	(1.6)	(12.5)	12.2	(1.5)	(13.1)	11.9	적지	적지	3%
DRAM	0.8	(1.2)	15.1	0.5	(1.2)	12.0	적지	적지	26%
NAND	(2.5)	(11.1)	(2.3)	(2.0)	(11.6)	(0.0)	적지	적지	적지
Foundry/LSI	(0.3)	(2.1)	1.6	(0.4)	(1.4)	2.2	적지	적지	-23%
SDC	2.1	5.7	6.9	1.8	5.0	5.7	17%	14%	19%
Harman	0.4	1.2	1.1	0.4	1.0	1.0	-1%	26%	8%
영업이익률	5%	3%	12%	4%	2%	13%	0%p	0%p	-1%p
DX	6%	8%	8%	6%	8%	7%	0%p	0%p	1%p
VD/CE	0%	2%	2%	0%	3%	-1%	-1%p	0%p	3%p
MX/NW	10%	11%	11%	9%	11%	11%	1%p	0%p	0%p
DS	-9%	-22%	13%	-9%	-24%	15%	0%p	2%p	-2%p
Memory	-11%	-29%	17%	-11%	-34%	20%	0%p	5%p	-3%p
DRAM	9%	-5%	34%	6%	-5%	32%	3%p	1%p	2%p
NAND	-48%	-69%	-9%	-47%	-77%	0%	0%p	7%p	-9%p
Foundry/LSI	-5%	-9%	5%	-6%	-6%	7%	1%p	-3%p	-2%p
SDC	22%	18%	19%	20%	16%	17%	2%p	2%p	2%p
Harman	10%	8%	7%	9%	7%	7%	0%p	2%p	0%p

주: 삼성전자, SK 증권 추정

삼성전자 12M Fwd. P/B Band Chart



자료 : SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	218,163	218,471	166,773	184,497	245,429
현금및현금성자산	39,031	49,681	7,822	5,285	41,351
매출채권 및 기타채권	45,211	41,871	46,752	46,901	52,914
재고자산	41,384	52,188	40,459	49,319	50,724
비유동자산	208,458	229,954	289,924	311,743	279,553
장기금융자산	18,301	18,654	15,668	18,552	19,457
유형자산	149,929	168,045	215,920	232,347	200,364
무형자산	20,236	20,218	24,925	25,191	22,394
자산총계	426,621	448,425	456,698	496,240	524,983
유동부채	88,117	78,345	71,761	86,792	90,780
단기금융부채	15,018	6,236	6,266	7,420	8,385
매입채무 및 기타채무	29,038	28,237	52,860	64,946	66,561
단기충당부채	5,373	5,845	5,873	6,955	7,859
비유동부채	33,604	15,330	20,300	24,237	18,662
장기금융부채	3,374	4,097	5,762	7,261	7,261
장기매입채무 및 기타채무	2,991	2,753	6,017	6,886	6,886
장기충당부채	2,307	1,929	1,938	2,295	2,593
부채총계	121,721	93,675	92,061	111,029	109,443
지배주주지분	296,238	345,186	354,237	373,596	403,122
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
기타자본구성요소	87	87	86	86	86
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	293,065	337,946	342,682	362,041	391,567
비지배주주지분	8,662	9,563	10,400	11,615	12,418
자본총계	304,900	354,750	364,637	385,211	415,540
부채외자본총계	426,621	448,425	456,698	496,240	524,983

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	63,834	60,230	51,707	76,677	67,826
당기순이익(손실)	39,907	55,654	12,338	30,384	40,138
비현금성항목등	49,056	33,073	40,659	45,415	42,726
유형자산감가상각비	31,285	35,952	36,601	37,825	31,982
무형자산상각비	2,962	3,156	3,193	3,160	2,797
기타	14,808	-6,034	865	4,430	7,947
운전자본감소(증가)	-16,287	-16,999	3,780	6,332	-3,798
매출채권및기타채권의감소(증가)	-7,507	6,332	-1,721	-149	-6,013
재고자산의감소(증가)	-9,712	-13,311	8,511	-8,860	-1,405
매입채무및기타채무의증가(감소)	2,543	-6,742	848	12,086	1,614
기타	-1,611	-3,278	-3,858	3,255	2,006
법인세납부	-8,842	-11,499	-5,752	-8,570	-11,989
투자활동현금흐름	-31,342	-28,937	-88,158	-75,763	-9,366
금융자산의감소(증가)	15,786	22,622	6,142	-13,849	-10,070
유형자산의감소(증가)	-46,764	-49,213	-87,576	-54,252	0
무형자산의감소(증가)	-2,705	-3,673	-7,900	-3,426	0
기타	2,341	1,327	1,176	-4,236	704
재무활동현금흐름	-24,425	-20,105	-9,006	-7,157	-8,845
단기금융부채의증가(감소)	-2,617	-8,339	-54	1,154	965
장기금융부채의증가(감소)	-836	-1,236	1,564	1,498	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-20,510	-9,814	-9,821	-9,809	-9,809
기타	-462	-715	-695	0	0
현금의 증가(감소)	9,649	10,649	-41,859	-2,537	36,067
기초현금	29,383	39,031	49,681	7,822	5,285
기말현금	39,031	49,681	7,822	5,285	41,351
FCF	17,070	11,017	-35,869	22,425	67,826

자료 : 삼성전자, SK증권 추정

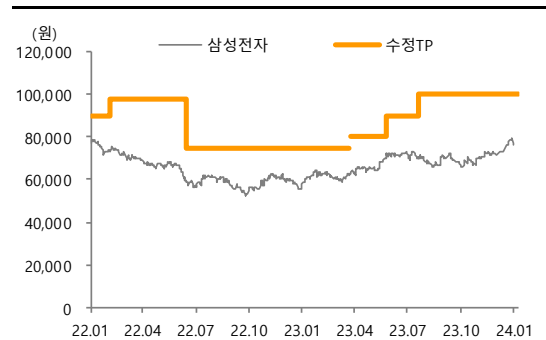
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	279,605	302,231	261,958	309,417	349,642
매출원가	166,411	190,042	185,251	198,649	209,785
매출총이익	113,193	112,190	76,707	110,769	139,857
매출총이익률(%)	40.5	37.1	29.3	35.8	40.0
판매비와 관리비	61,560	68,813	69,693	74,993	90,907
영업이익	51,634	43,377	7,014	35,776	48,950
영업이익률(%)	18.5	14.4	2.7	11.6	14.0
비영업손익	1,718	3,064	4,141	3,178	3,178
순금융손익	847	1,957	3,181	3,116	749
외환관련손익	40	-272	-360	-982	2,369
관계기업등 투자손익	730	1,091	859	893	925
세전계속사업이익	53,352	46,440	11,156	38,954	52,128
세전계속사업이익률(%)	19.1	15.4	4.3	12.6	14.9
계속사업법인세	13,444	-9,214	-1,183	8,570	11,989
계속사업이익	39,907	55,654	12,338	30,384	40,138
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	39,907	55,654	12,338	30,384	40,138
순이익률(%)	14.3	18.4	4.7	9.8	11.5
지배주주	39,244	54,730	11,458	29,168	39,336
지배주주귀속 순이익률(%)	14.0	18.1	4.4	9.4	11.3
비지배주주	664	924	880	1,215	803
총포괄이익	49,910	59,660	19,807	30,384	40,138
지배주주	49,038	58,745	18,906	29,044	38,368
비지배주주	872	915	901	1,340	1,770
EBITDA	85,881	82,484	46,809	76,760	83,729

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	18.1	8.1	-13.3	18.1	13.0
영업이익	43.5	-16.0	-83.8	410.0	36.8
세전계속사업이익	46.8	-13.0	-76.0	249.2	33.8
EBITDA	29.5	-4.0	-43.3	64.0	9.1
EPS	50.4	39.5	-79.1	154.6	34.9
수익성 (%)					
ROA	9.9	12.7	2.7	6.4	7.9
ROE	13.9	17.1	3.3	8.0	10.1
EBITDA마진	30.7	27.3	17.9	24.8	23.9
안정성 (%)					
유동비율	247.6	278.9	232.4	212.6	270.4
부채비율	39.9	26.4	25.2	28.8	26.3
순차입금/자기자본	-34.7	-29.6	-16.8	-17.7	-27.3
EBITDA/이자비용(배)	199.0	108.1	39.7	52.3	247.0
배당성향	25.0	17.9	85.6	33.6	24.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,777	8,057	1,687	4,294	5,791
BPS	43,611	50,817	52,150	55,000	59,347
CFPS	10,819	13,815	7,545	10,328	10,911
주당 현금배당금	1,444	1,444	1,444	1,444	1,444
Valuation지표 (배)					
PER	13.6	6.9	46.5	17.8	13.2
PBR	1.8	1.1	1.5	1.4	1.3
PCR	7.2	4.0	10.4	7.4	7.0
EV/EBITDA	5.0	3.4	10.0	5.9	4.9
배당수익률	1.8	2.6	1.8	1.9	1.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.07.25	매수	100,000원	6개월		
2023.05.31	매수	90,000원	6개월	-20.37%	-18.44%
2023.03.30	매수	80,000원	6개월	-17.88%	-9.63%
2022.06.20	매수	75,000원	6개월	-20.62%	-13.87%
2022.02.08	매수	98,000원	6개월	-30.09%	-23.06%
2021.10.20	매수	90,000원	6개월	-16.98%	-10.56%



Compliance Notice

작성자(한동희)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 05일 기준)

매수	93.89%	중립	6.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------