

# 삼성전자 (005930)

## 3Q24 Preview: 密雲不雨, 구름은 가득한데 비는 내리지 않는다

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**91,000** 원(하향)

현재주가

**64,900** 원(09/11)

시가총액

**387,439**(십억원)

이승우\_02)368-6121\_swlee6591@eugenefn.com

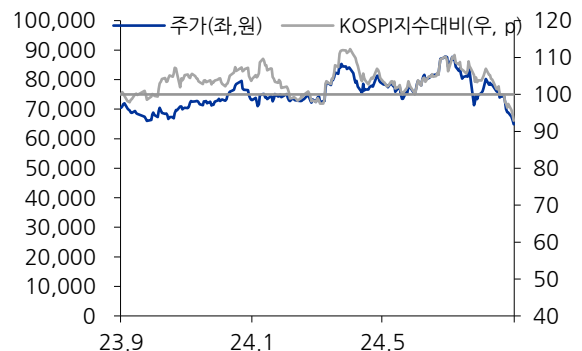
- 2분기 10.4조원의 영업이익으로 서프라이즈를 기록하며, 실적 개선 및 정상화에 속도감을 낼 것으로 기대를 높였지만, 3분기 영업이익은 10.2조원에 그쳐 투자자들의 기대에 부응하지 못할 것으로 예상됨.
- 일회성 비용인 PS 추가 적립이 영향을 미치긴 했지만, 여러 부문에 걸쳐 성과가 기대에 못 미친 것으로 평가됨.
- 특히 상반기 빌드업 효과가 있었던 스마트폰과 AI 노트북의 셀-아웃이 예상보다 부진해 채널 내 재고가 증가 중. 이에 하반기 IT 세트 재고 조정과 반도체 수요에 대한 하향 조정이 필요할 것으로 예상됨.
- 결국 올해와 내년 영업이익 추정치를 37.9조원, 48.2조원으로 기존 대비 15%, 25% 낮추고, 목표가도 91,000원으로 17% 하향. 다만 현재주는 P/B 1.1배로 우려 요인이 일정 부분 반영된 것으로 판단. 투자의견은 'BUY' 유지.

주가(원, 9/11)	64,900
시가총액(십억원)	387,439
발행주식수	5,969,783천주
52주 최고가	88,800원
최저가	64,200원
52주 일간 Beta	1.16
60일 일평균거래대금	15,960억원
외국인 지분율	55.2%
배당수익률(2024F)	2.2%
주주구성	
삼성생명보험 (외 16인)	20.1%
국민연금공단 (외 1인)	7.7%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-10.2%	-4.9%	-6.6%
절대기준	-13.1%	-10.4%	-8.3%
(조원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	91,000	110,000	▼
영업이익(24F)	37.9	44.6	▼
영업이익(25F)	48.2	68.1	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	302,231	258,935	301,756	321,184
영업이익	43,377	6,567	37,904	48,213
세전손익	46,440	11,006	43,046	54,203
당기순이익	55,654	15,487	36,198	44,295
EPS(원)	9,168	2,424	5,942	7,258
증감률(%)	39.5	-73.6	145.1	22.1
PER(배)	6.0	32.4	10.9	8.9
ROE(%)	17.1	4.1	9.6	10.7
PBR(배)	1.1	1.5	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	3.2	9.7	4.1	3.3

자료: 유진투자증권



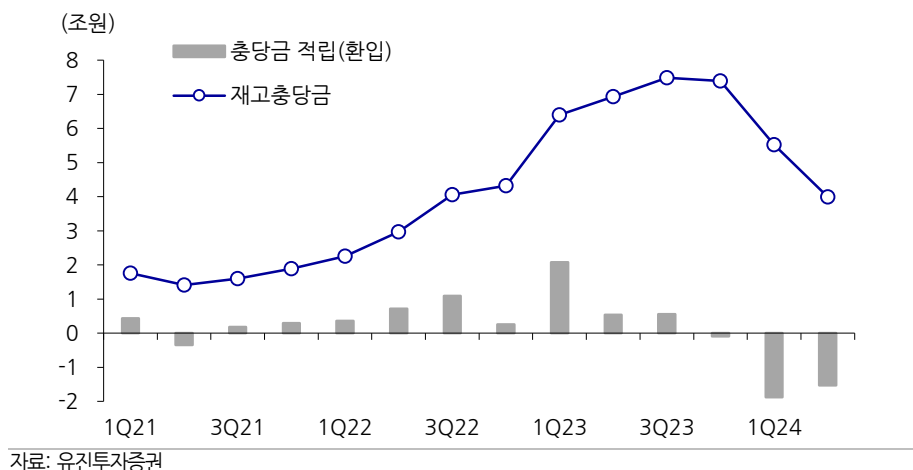
### 3 분기 실적 Preview

방향타를 잃은 거함이 다시 정상 궤도를 회복하기까지는 훨씬 더 많은 시간이 필요한 걸까? 삼성전자는 2 분기 실적 서프라이즈로 하반기에 대한 기대감을 높였고, 경영진들도 향후 실적 회복에 강한 자신감을 피력했었다. 이제 삼성전자가 그 동안의 긴 방황(?)을 끝내고 예전과 같은 위용을 회복할 것이라는 기대감이 높아졌다. 하지만 최근 들어 이 같은 기대가 다소 멀어지고 있는 상황이다.

2 분기 반도체 영업이익은 6.5 조원으로 1 분기 1.9 조원 대비 4.6 조원이나 증가했다. AI 호황은 이어지고 반도체 업황은 너무 좋을 것이라는 회사 측 설명을 감안하면 2 분기만큼은 아니더라도 3 분기에도 이익이 상당 폭 증가하리라는 생각은 당연해 보였다. 그러나, 냉정하게 보면 HBM 을 뺀 메모리 수요는 그다지 좋지 않아 보였다. 메모리 빗그로스가 마이너스에 그칠 가능성까지 고려될 정도이다. HBM 성과도 여전히 삼성이라는 네임 밸류에는 어울리지 않는 수준이다. 여기에다 파운드리와 시스템 LSI는 여전히 적자에 허덕일 전망이다.

결과적으로 3 분기 반도체 부문 영업이익은 5.5 조원에 그쳐 전분기 대비 오히려 감소할 것으로 예상된다. 재고평가손실충당금의 환입 규모가 전분기 대비 줄어든 영향이 있다고는 하나, 이는 이미 알려진 내용으로 대부분의 애널리스트들도 모델에 반영해놨을 것이다. 따라서 이는 핑계로 적절하지 않다. 다만 DS 부문의 PS 규모 증가에 따른 충당금이 일시 반영되는 영향(약 1 조원 규모로 추정)은 고려되어야 한다. 하지만 이를 반영한다 하더라도 반도체 부문의 실적은 시장 기대를 크게 하회하는 다소 실망스러운 수준이라는 것은 분명해 보인다.

도표 1. 삼성전자 재고충당금과 적립/환입 금액



SDC 실적도 기존 기대를 밑돌 것으로 예상된다. OLED 부문의 경쟁 심화로 단가 및 출하량에 영향이 있는 상황이다. SDC의 3분기 실적 추정치를 매출 9.3조원, 영업이익 1.8조원에서 매출 8.5조원, 영업이익 1.5조원으로 하향한다.

MX/NW도 예상보다 부진하다. 스마트폰 출하가 전분기 대비로는 증가한 5,780만대로 예상되지만, 이는 기존 우리의 전망치 6,050만대를 밑도는 수준이다. 파리 올림픽에서 갤럭시 플립 6에 대한 적극적 마케팅이 진행됐지만, 플립 6의 판매 성적은 전작에 미치지 못하고 있는 것으로 파악된다. MX/NW 부문의 영업이익 추정치를 기존 2.9조원에서 2.6조원으로 하향한다.

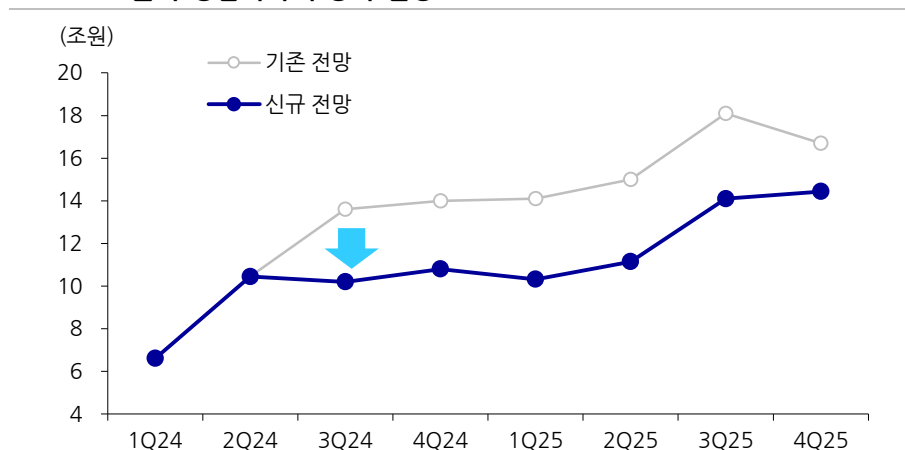
VD/CE 실적은 매출 14조원, 영업이익 0.4조원, 하만 실적은 매출 3.8조원 영업이익 0.3조원 수준을 예상한다. 결과적으로 3분기 전사 영업이익은 10.2조원에 그쳐 기존 추정치 대비 25% 낮은 수준일 것으로 추정된다.

도표 2. 3분기 실적 추정치 변경 요약

(조원)	매출액			영업이익		
	신규	기존	변경폭	신규	기존	변경폭
전사	79.3	84.2	-6%	10.2	13.6	-25%
DS	29.9	31.5	-5%	5.5	8.2	-33%
DP	8.5	9.3	-8%	1.5	1.8	-18%
MC/NW	30.6	32.9	-7%	2.6	2.9	-9%
VD/CD	14.0	14.3	-2%	0.4	0.3	25%
Harman	3.8	4.1	-7%	0.3	0.4	-27%

자료: 유진투자증권

도표 3. 분기 영업이익 추정치 변경



자료: 유진투자증권

## 하반기 IT 수요 하향 조정

글로벌 스마트폰 출하는 상반기 동안 진행된 빌드업 영향으로 전년비 10% 가까이 증가한 것으로 집계되었다. 그러나, 실제 소비자들로의 셀아웃이 기대만큼 진행되지 못하고 있는 것으로 파악된다.

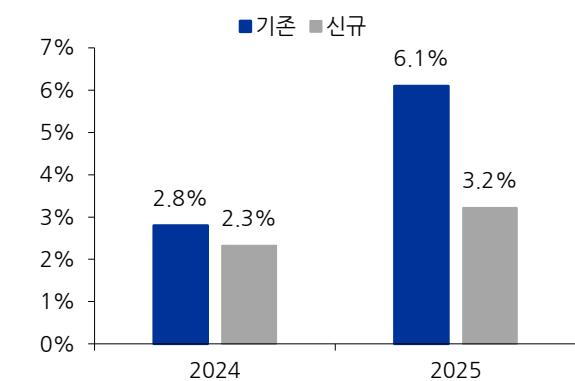
이에 따라 스마트폰의 채널 재고가 상당히 높아진 상황이다. 특히 중화권 업체들의 셀인과 셀아웃의 차이가 커 중국 메이커들을 중심으로 스마트폰 재고 조정이 일어날 가능성이 높아 보인다. 이에 따라, 하반기는 상반기와 반대로 재고조정이 진행될 것으로 보여 올해 하반기 스마트폰 출하량은 오히려 전년동기 대비 감소할 것으로 예상된다.

이러한 상황은 노트북 분야에서도 마찬가지로 적용된다. 2 분기 후반 이후 AI 노트북 신제품들의 출하가 크게 증가했고, 소비자들도 높은 관심을 보였지만, 실제 셀아웃은 기대에 못 미치고 있는 상황이다.

따라서, 하반기 IT 세트 수요 전망과 반도체 수요에 대한 전망이 하향조정 될 것으로 예상된다. 다만, 반도체 업체들의 증설 투자가 공격적인 것은 아니어서 우려할 정도의 과격한 공급 증가를 야기할 가능성은 높지 않다.

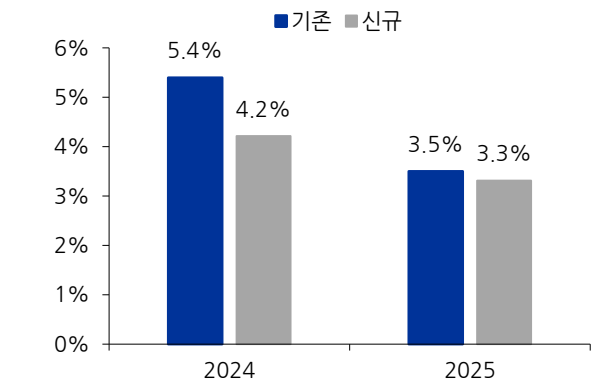
특히 메모리 공급 가능량을 상당 부분 흡수했던 HBM 은 여전히 수요 우위 상황이 지속 중이다. 따라서, 메모리 수급은 소폭 조정되는 정도에 그쳐 과거 패턴처럼 급격히 다운턴으로 전환하지는 않을 것으로 판단한다.

도표 4. PC 수요 가정 변경



자료: 유진투자증권

도표 5. 스마트폰 수요 가정 변경



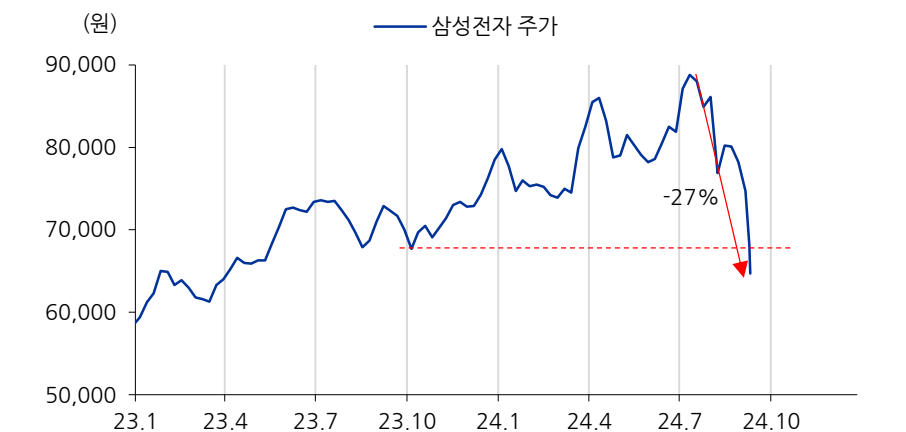
자료: 유진투자증권

## 과거와는 다른 현재의 삼성전자

과거의 삼성전자답지 않은 현재의 삼성전자가 답답하기만 하다. 분명 개선은 되고 있지만, 그 속도가 시장의 시점에서 보면 너무 느리다. 반면, 주가는 두 달 만에 27% 급락해 빛의 속도로 하락했다.

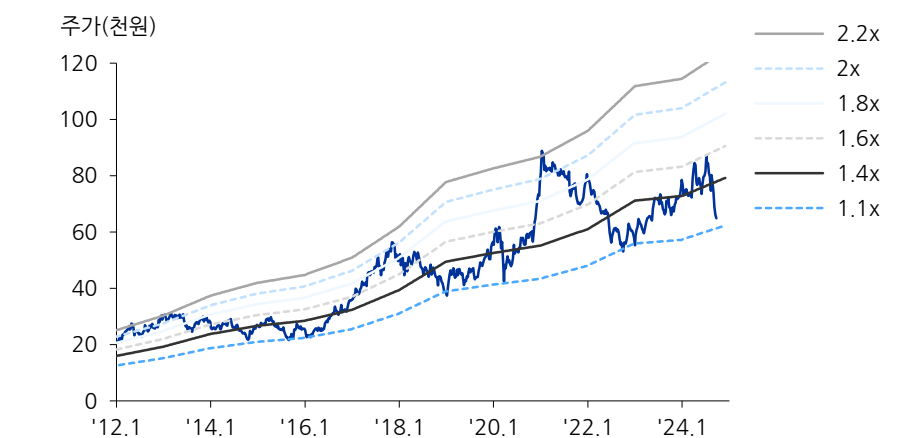
그럼에도 삼성전자가 개선될 것이라는 희망은 여전히 놓고 싶지 않다. 조바심 많은 금융시장의 시각과는 별개로 내부적으로는 문제점 개선을 위한 노력이 계속되고 있기 때문이다.

도표 6. 7/12 일 고점 이후 2 개월 만에 27% 하락



자료: 유진투자증권

도표 7. PBR 밴드: 저점 레벨인 1.1 배 수준에 근접



자료: 유진투자증권

예상보다 부진한 3 분기 실적과 하반기 이후 IT 세트의 재고 조정 가능성을 반영해 실적 추정치를 조정한다. 2024 년 연간 영업이익 추정치를 기존 44.6 조원에서 37.9조원으로 15% 낮추고, 순이익 추정치를 36.2조원으로 기존 대비 12% 내린다. 2025 년 영업이익과 순이익 추정치도 기존 64.1 조원, 54 조원에서 48.2 조원, 44.3 조원으로 하향조정 한다.

실적 전망 하향 조정을 반영해 목표가를 91,000 원(12M Target P/B 1.6 배)으로 17% 낮춘다. (실적 전망 조정에 따른 예상 ROE 하락으로 Target P/B 를 1.9 배에서 1.6 배로 하향 조정)

하지만 현재 주가는 과거 저점 레벨이었던 PBR 1.1 배 수준까지 하락해 부진한 3 분기 실적과 불안한 매크로 상황이 이미 상당 부분 주가에 반영된 것으로 판단한다. 이에 일부 실망스러운 부분이 있음에도 불구하고 삼성전자에 대한 투자의견은 'BUY'로 유지한다.

도표 8. 실적 추정치 변경 내용 요약

(조원)	신규 추정치		기존 추정치		변경폭	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
원달러	1,346	1,330	1,360	1,350	-14	-20
<b>매출액</b>	<b>301.8</b>	<b>321.2</b>	<b>313.8</b>	<b>349.0</b>	<b>-4%</b>	<b>-8%</b>
반도체	112.0	135.2	116.8	146.7	-4%	-8%
DP	30.7	32.7	32.3	36.8	-5%	-11%
IM	117.8	111.3	122.9	123.4	-4%	-10%
CE	55.9	56.0	56.8	57.5	-2%	-3%
HAR	14.4	14.5	15.1	15.5	-5%	-7%
기타	-29.1	-28.5	-30.2	-31.0	~	~
<b>영업이익</b>	<b>37.9</b>	<b>48.2</b>	<b>44.6</b>	<b>64.1</b>	<b>-15%</b>	<b>-25%</b>
반도체	20.2	30.9	25.9	43.5	-22%	-29%
DP	4.5	4.8	4.9	5.8	-7%	-17%
IM	10.5	9.6	11.1	11.4	-6%	-16%
CE	1.6	1.7	1.5	1.6	6%	6%
HAR	1.2	1.3	1.3	1.5	-11%	-15%
기타	0.0	0.0	0.0	0.2	~	~
<b>순이익</b>	<b>36.2</b>	<b>44.3</b>	<b>41.3</b>	<b>54.0</b>	<b>-12%</b>	<b>-18%</b>

자료: 유진투자증권

도표 9. 주요 가정

Key Data	1Q24	2Q24	3Q24F	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	3,472	3,486	3,609	3,937	4,040	10,238	11,321	13,215	15,071
B/G	-15%	5%	-2%	7%	0%	4%	9%	3%	0%	11%	17%	14%
HBM	73	92	110	169	221	249	299	334	59	150	444	1,103
DDR	3,102	3,227	3,140	3,303	3,265	3,360	3,638	3,706	10,178	11,172	12,772	13,968
ASP (\$/GB)	\$2.4	\$2.8	\$3.1	\$3.2	\$3.2	\$3.3	\$3.4	\$3.5	\$3.4	\$1.9	\$2.6	\$2.9
Chg.	20%	17%	11%	2%	0%	2%	3%	4%	-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	\$95	\$92	\$90	\$90	\$91	\$107	\$57	\$91	\$91
Chg.	31%	18%	6%	-4%	-3%	-2%	0%	1%	-18%	-47%	60%	-1%
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 10. 부문별 요약 실적

(조원)	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억달러)	54.1	54.0	58.5	57.5	59.3	57.2	63.2	61.8	235.1	198.3	224.1	241.5
YoY	8%	18%	14%	12%	10%	6%	8%	8%	-4%	-16%	13%	8%
QoQ	5%	0%	8%	-2%	3%	-3%	10%	-2%				
매출액 (조원)	71.9	74.1	79.3	76.4	78.9	76.1	84.0	82.2	302.2	258.9	301.8	321.2
YoY	13%	23%	18%	13%	10%	3%	6%	8%	8%	-14%	17%	6%
QoQ	6%	3%	7%	-4%	3%	-3%	10%	-2%				
DS	23.1	28.6	29.9	30.4	30.0	32.0	35.6	37.5	98.5	66.6	112.0	135.2
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	-28.5
영업이익 (조원)	6.6	10.4	10.2	10.7	10.0	10.7	13.6	14.0	43.4	6.6	37.9	48.2
YoY	932%	1462%	319%	278%	51%	2%	33%	31%	-16%	-85%	477%	27%
QoQ	134%	58%	-2%	5%	-7%	7%	27%	3%				
DS	1.9	6.5	5.5	6.3	5.5	6.6	8.8	10.0	23.8	-14.9	20.2	30.9
SDC	0.3	1.0	1.5	1.7	0.6	1.0	1.6	1.6	6.0	5.6	4.5	4.8
MX/NW	3.5	2.2	2.6	2.1	3.3	2.1	2.4	1.8	11.4	13.0	10.5	9.6
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	-0.1	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.4	0.0	0.0
영업이익률	9.2%	14.1%	12.9%	14.0%	12.6%	14.0%	16.2%	17.1%	14.4%	2.5%	12.6%	15.0%
DS	8.3%	22.6%	18.4%	20.8%	18.2%	20.6%	24.7%	26.6%	24.2%	-22.3%	18.0%	22.8%
SDC	6.3%	13.2%	17.4%	18.6%	8.7%	14.3%	17.5%	16.7%	17.3%	18.0%	14.8%	14.8%
MX/NW	10.5%	8.1%	8.6%	7.9%	10.1%	8.1%	8.3%	7.5%	9.5%	11.6%	8.9%	8.6%
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%
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	9.6	10.0	9.7	10.1	12.1	12.5	55.7	15.5	36.2	44.3

자료: 유진투자증권

도표 11. 사업부별 영업 실적

실적요약	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (조원)	71.9	74.1	79.3	76.4	78.9	76.1	84.0	82.2	302.2	258.9	301.8	321.2
DS	23.1	28.6	29.9	30.4	30.0	32.0	35.6	37.5	98.5	66.6	112.0	135.2
Memory	17.5	21.7	22.8	23.4	23.4	24.6	27.7	29.5	68.5	44.1	85.1	105.2
DRAM	9.8	12.5	13.6	14.5	14.6	15.4	17.2	18.4	42.3	26.3	50.4	65.6
HBM	0.8	1.2	1.5	2.4	3.3	3.8	4.8	5.3	0.5	1.4	5.9	17.2
DDR	9.0	11.3	12.1	12.1	11.3	11.5	12.5	13.1	41.8	24.9	44.5	48.3
NAND	7.7	9.2	9.2	8.9	8.8	9.2	10.5	11.1	26.3	17.8	34.7	39.6
SLSI	5.5	6.0	6.6	6.5	6.2	7.0	7.4	7.5	29.9	22.5	26.6	30.0
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	10.2	10.7	10.0	10.7	13.6	14.0	43.4	6.6	37.9	48.2
DS	1.9	6.5	5.5	6.3	5.5	6.6	8.8	10.0	23.8	-14.9	20.2	30.9
Memory	2.7	6.8	5.8	6.5	5.7	6.4	8.4	9.6	20.7	-12.5	21.9	30.2
DRAM	2.2	4.9	4.2	5.4	5.1	5.6	6.8	7.6	18.0	-1.1	16.7	25.0
NAND	0.5	1.9	1.7	1.1	0.6	0.8	1.6	2.0	2.7	-11.3	5.1	5.1
SLSI	-0.8	-0.3	-0.4	-0.2	-0.3	0.2	0.4	0.4	3.2	-2.4	-1.7	0.7
SDC	0.3	1.0	1.5	1.7	0.6	1.0	1.6	1.6	6.0	5.6	4.5	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	1.8	0.7	1.1	1.6	1.6	7.5	6.5	5.0	5.0
MX/NW	3.5	2.2	2.6	2.1	3.3	2.1	2.4	1.8	11.4	13.0	10.5	9.6
MX	3.5	2.2	2.6	2.0	3.3	2.1	2.3	1.7	10.9	12.6	10.3	9.4
NW	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	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%	12.9%	14.0%	12.6%	14.0%	16.2%	17.1%	14.4%	2.5%	12.6%	15.0%
DS	8.3%	22.6%	18.4%	20.8%	18.2%	20.6%	24.7%	26.6%	24.2%	-22.3%	18.0%	22.8%
Memory	15.7%	31.2%	25.7%	27.8%	24.5%	26.1%	30.4%	32.5%	30.1%	-28.3%	25.7%	28.7%
DRAM	22.5%	39.2%	30.9%	37.5%	35.1%	36.4%	39.3%	41.1%	42.7%	-4.3%	33.2%	38.2%
NAND	7.0%	20.2%	18.1%	12.1%	6.9%	8.9%	15.6%	18.3%	10.4%	-63.6%	14.8%	12.9%
SLSI	-15.3%	-5.4%	-5.5%	-2.5%	-4.2%	2.5%	5.3%	5.2%	10.6%	-10.7%	-6.4%	2.3%
SDC	6.3%	13.2%	17.4%	18.6%	8.7%	14.3%	17.5%	16.7%	17.3%	18.0%	14.8%	14.8%
MX/NW	10.5%	8.1%	8.6%	7.9%	10.1%	8.1%	8.3%	7.5%	9.5%	11.6%	8.9%	8.6%
MX	10.7%	8.3%	8.7%	8.0%	10.3%	8.2%	8.3%	7.5%	9.4%	11.6%	9.0%	8.7%
NW	0.2%	4.3%	4.0%	6.0%	5.0%	7.0%	7.0%	7.0%	10.5%	9.5%	3.7%	6.5%
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%
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%

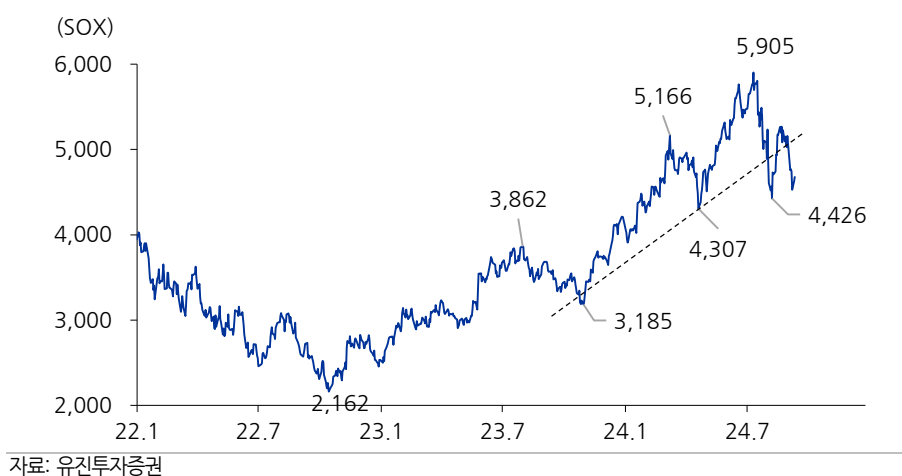
자료: 유진투자증권



## 7월 둘째 주 주말 이후 본격화된 불확실성

필라델피아 반도체 지수(SOX)는 지난해 큰 폭으로 상승한 데 이어 올해 들어서도 강세를 이어갔다. 지난 7월 10일에는 5,905포인트로 고점을 찍으며 연초 대비 최고 41%나 추가 상승했다.

도표 12. 필라델피아 반도체 지수 차트



하지만, 7월 13일 트럼프 피격 사건 이후 상황에 변화가 생겼다. 피습 이후 트럼프의 당선 가능성은 매우 높아졌다. 하지만 그는 실리콘밸리와는 그다지 좋은 관계가 아니었다. 특히 러닝메이트로 지명된 J.D.밴스가 빅테크 특혜법으로 알려진 '섹션 230' 법안의 일몰을 추진하고 있다는 점이 빅테크와 반도체 섹터 주가에 부담이 되었다. 참고로 삼성전자 주가의 고점은 7월 12일 이었다.

이후 7월 21일 바이든이 대통령 후보직에서 전격 사퇴하고 그 자리를 결국 카멀라 해리스가 이어받으면서 미국 대선의 판도는 또 다시 안개 속으로 빠져 들었다. 미국 대선이 있던 해의 9월과 10월은 주가 변동성이 높아지고, 주가도 약해지는 불안한 시기이다.

## 낮아진 기업 가이던스

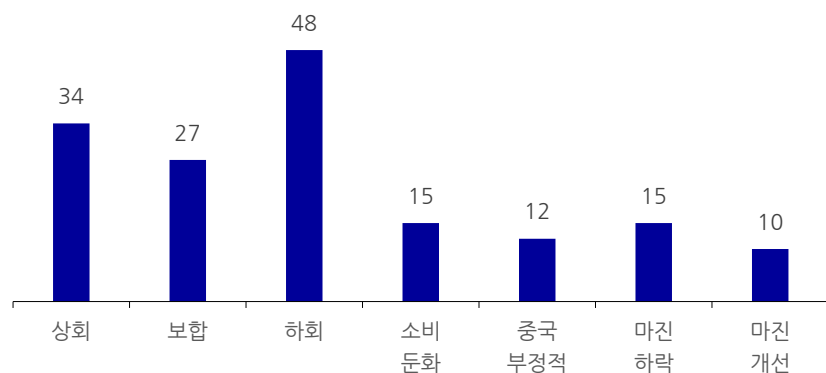
7 월말~8 월초 실적을 발표한 테크 및 소비재 기업들의 가이던스도 3 개월 전과 비교할 때 목소리가 확실히 약해졌다.

패스트리테일링, 코카콜라, LVMH, 케링 그룹, 로레알, 에스티로더, 메리어트, 힐튼, 에어비앤비, 도요타, 페라리, BMW, 폭스바겐 등 여러 업체들이 소비 둔화와 중국 경기 부진, 지정학적 리스크 등을 이유로 시장 눈높이에 미치지 못하는 전망을 제시했다. 클라우드와 데이터센터 관련 업체들을 제외하면 반도체 업체들의 전망도 대체로 긍정적이지 못했다. 특히 NXP, 르네사스, 온세미, ST 마이크로 등 자동차 반도체 업체들의 분위기가 좋지 않았다.

다행히 8 월 중순 이후 월마트와 TJX, 타겟 등 미국을 대표하는 유통업체들이 비교적 양호한 실적과 가이던스를 발표했고, 실제 미국의 8 월 소매판매 데이터도 긍정적으로 나오며 침체 공포는 재차 완화되었고, SOX 지수는 다시 반등을 시도하고 나섰다.

하지만, 7 월과 8 월에 실적을 발표한 약 120 개의 테크 섹터와 컨슈머 섹터 기업들의 가이던스를 집계하고 평가해본 결과 기업들의 가이던스가 시장 기대치를 상회한 케이스보다 하회한 케이스가 약 40% 가량 더 많은 것으로 분석되었다.

도표 13. 해외 기업들의 가이던스 평가



자료: 유진투자증권

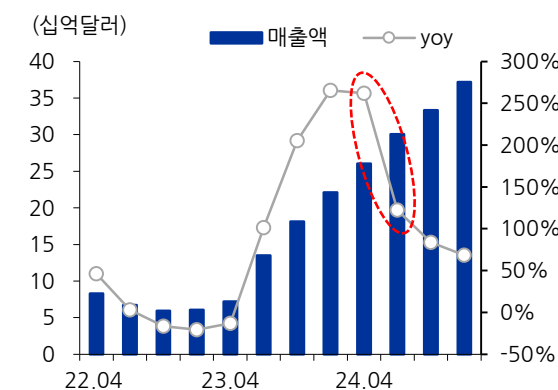
## 엔비디아와 브로드컴의 구원 등판 실패

8 월 미국 소매 판매가 긍정적으로 발표되고, 실제 월마트 등도 상당히 괜찮은 가이드언스를 제시하자 실질적인 전세계 대장주인 엔비디아의 실적에 대한 기대감이 다시 높아졌다.

지난 8 월 28 일 엔비디아는 이번에도 시장 컨센서스를 넘어서는 실적과 가이드언스를 발표했다. 하지만 결과는 이전과 달리 주가 급락으로 이어지고 말았다. 이번 실적발표에는 몇 가지 아쉬운 부분이 있었다. 엔비디아의 매출증가율은 전년 비 122%로 여전히 타의추종을 불허할 정도로 높았다. 그러나, 증가율의 모멘텀은 둔화하기 시작했고, 마진도 2 년 만에 처음으로 하락 전환하고 만 것이다. 결과적으로 이번에는 엔비디아가 주식시장의 구원자가 되지 못한 것이다.

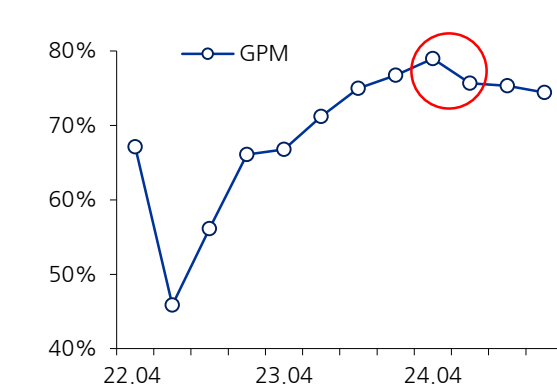
9월 5일 실적을 발표한 반도체 시가총액 3위 브로드컴도 구원투수 역할을 해내지 못했다. 브로드컴의 매출 가이드언스는 140 억 달러로 컨센서스보다 겨우 1 억 달러 미달했지만, 주가는 실적 발표 익일 10%나 하락하고 말았다. 가이드언스가 예상을 상회해도 주가가 하락하는 마당에 브로드컴의 주가가 올라갈 이유는 없어 보였다.

도표 14. 엔비디아 매출 및 매출 증가율



자료: 유진투자증권

도표 15. 매출총이익률: 2 년 만에 처음 하락 전환



자료: 유진투자증권

넷앱(NetApp)과 퓨어스토리지는 하반기 메모리 수요에 우려를 키웠다. 대표적 올플래시 스토리지 업체인 두 회사의 실적은 예상치를 상회했지만, 전망은 좋지 못했다. 넷앱은 하반기에 필요한 낸드 칩을 대부분 확보해 향후 주문이 줄어들 수 있음을 시사했고, 퓨어스토리지도 TCV(Total Contract Value) 전망치를 하향 조정했다. 두 회사가 NAND에서 차지하는 비중이 아주 크지는 않지만, NAND에

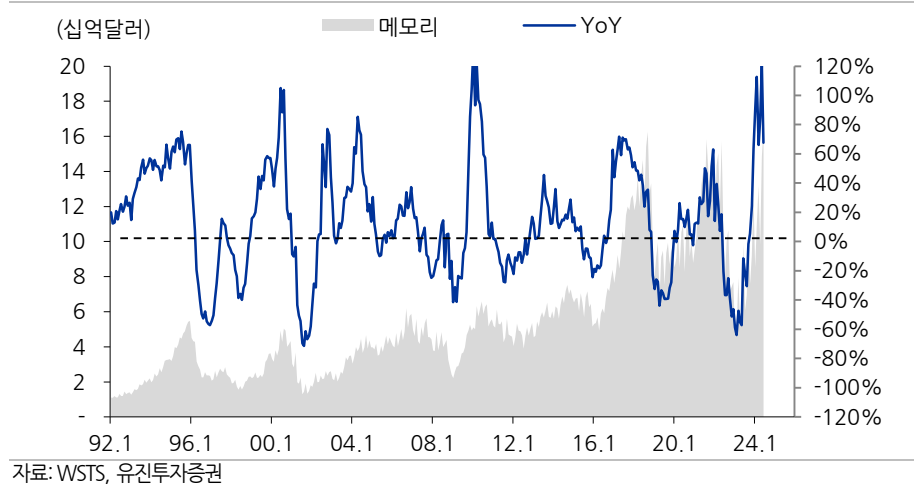
대한 기대감을 낮출 필요가 있는 것이다.

### 여러 곳에서 포착되는 피크 아웃의 징후

주가에 더 큰 영향을 주는 것은 실적의 레벨보다는 증가율의 모멘텀인 경우가 많다. 메모리 반도체의 상승 사이클이 좀 더 이어질 것이라는 전망을 유지한다. 다만 성장률의 모멘텀은 피크아웃이 진행 중인 것은 사실이다.

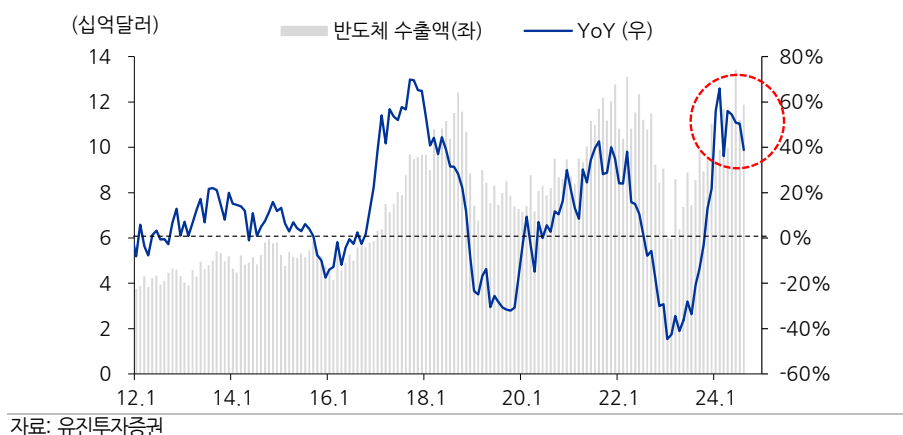
WSTS 의 월별 반도체 시장 데이터에도 이러한 점들을 확인할 수 있다. 5 월 WSTS 메모리 매출은 148 억 달러로 전년비 121% 증가해 정점을 찍은 것으로 보인다. 6 월 매출은 164 억 달러로 추가 성장했지만, 전년비 증가율은 67%로 5 월과 비교해서는 확실히 둔화한 모습을 보였다.

도표 16. WSTS 월별 메모리 매출 및 전년비 증감율



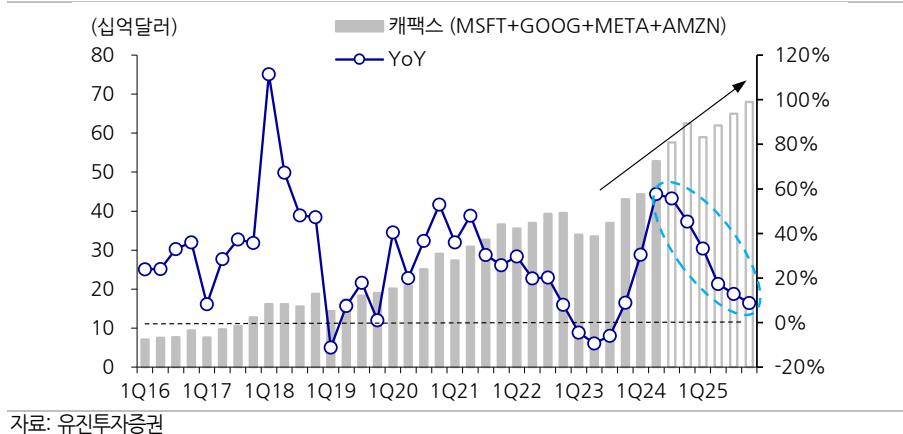
반도체 수출도 마찬가지이다. 한국의 반도체 수출은 아직 상승 추세이다. 하지만, 증가율은 감속 중이다. 8 월 한국 반도체 수출은 118.8 억 달러로 전년동기비 38.8% 증가했다. 하지만 이는 올해 1 월~7 월까지의 수출 증가율 평균인 52.9%에 비해서는 둔화된 것이다. 투자자들의 입장에서 우려를 할 수 밖에 없는 추세로 볼 수 있다.

도표 17. 한국 반도체 수출 추이 및 증가율



데이터센터 투자에 대한 논란도 그러하다. 빅테크들은 AI 피크 논란에도 불구하고 향후 투자를 더욱 늘릴 것이라는 계획을 재확인했다. 알파벳의 CEO 인 순다 피차이 는 '지금은 과잉투자 리스크보다 과소투자 리스크가 더 크다'며 향후 투자를 줄일 생각이 없음을 명확히 밝혔다. 실제로 IBM 과 SAP, 버티브(Vertiv), 슈나이더, 슈퍼마이크로, 델 등 데이터센터 관련 기업들은 일제히 서버의 매출 증가세가 계속될 것이라는 전망을 유지했다. 하지만 투자가 증가한다 하더라도 증가율의 모멘텀은 피크를 지나 둔화할 수 있는 단계에 들어선 것이다.

도표 18. 빅테크 캐팩스 추이: 투자는 증가하지만, 증감률 모멘텀은 다소 둔화



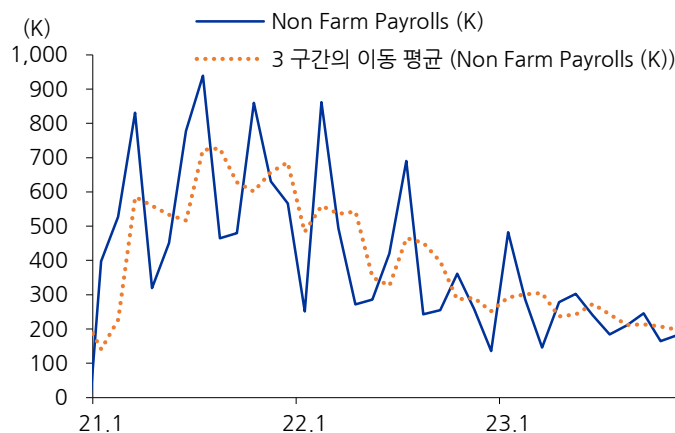
## 고용 둔화와 리세션 리스크의 부각

미국 연준의 두 가지 가장 중요한 목표는 바로 인플레이션 관리와 최대 고용을 유지하는 것이다. 인플레이션 관리를 위해 연준은 기준금리를 5.5%까지 올렸고 이를 1년 이상 유지해왔다. 하지만 지난 8월 초 발표된 미국의 고용 보고서에는 비농업 일자리수 증가가 11.4 만개에 그쳤고, 실업률은 4.3%로 높아졌다는 다소 우려스러운 내용이 담겨 있었다. 이는 곧바로 고용의 둔화 신호로 해석되기 때문이다. 이제 연준은 고용의 추가 둔화와 경기 침체를 막기 위한 금리 인하 카드를 꺼낼 준비를 해야만 하는 상황이다.

그런 면에서 9월 6일 발표된 8월 고용 보고서의 내용은 그 어느 때보다 중요했다. 다행히 비농업 신규일자리는 14.2 만개로 소폭 늘었고, 실업률은 4.2%로 전월비 하락한 것으로 나타났다. 나쁘지 않은 결과로 해석될 수 있는 내용이었다.

하지만, 6, 7 월 일자리 수 데이터가 큰 폭으로 하향 조정된 것이 문제였다. 6 월 일자리 수는 원래 20.6 만개에서 지난달 17.9 만개로 조정되더니, 이번 달에 다시 11.8 만개로 6.1 만개나 하향조정 되었다. 7 월 데이터도 원래 11.4 만개로 발표되었지만, 이번에 8.9 만개로 2.5 만개가 하향되었다. 그렇기 때문에 이번에 14.2 만개로 발표된 8 월 일자리 개수도 추후 하향 조정될 수 있는 것 아니냐는 우려가 생길 수 있다. 고용의 둔화는 미 연준이 가장 우려하는 요인이라는 점에서 향후 경제 상황에 대한 긴장감이 점차 고조되는 국면이다.

도표 19. 비농업 일자리수 추이: 추세적으로 감소 중



자료: 유진투자증권

## 메모리 시장 전망

우리는 사실 하반기 반도체 전망 자료를 공표하지 않았다. 그만큼 불안한 측면이 컸기 때문이다. 반도체 시장이 좋다는 의견이 주류였지만, 증가율의 모멘텀이 피크아웃 하고 있다는 점이 분석가 입장에서는 굉장히 큰 부담이었다. 전망의 불확실성을 가중시키는 요인들은 다음과 같다.

- 미국 대선을 앞둔 투자 심리의 불안감 확대
- 시장 기대치를 밑도는 기업들의 실적 가이던스
- 중국 소비의 광범위한 둔화
- 상반기 빌드업 되었던 PC와 스마트폰의 재고 조정 가능성
- 반도체 매출 성장률의 단기 모멘텀 둔화
- 미국 고용 데이터의 추세적 둔화
- HBM 수요의 지속적 강세와 기존 캐파 흡수

이러한 요인들을 종합적으로 고려할 때 메모리 수요 전망은 현재 시장 컨센서스 대비로는 조정이 필요해 보인다. 따라서, 메모리 반도체 업체들은 투자 확대에 대해 신중한 접근이 요구된다. **순다 피차이가 얘기한 것과 달리 고정비 부담이 큰 반도체 제조업의 경우에는 과소투자 리스크보다 과잉투자 리스크가 더 크다고 판단되기 때문이다.**

우리는 지난 팬데믹 기간 동안 성실히 투자에 임했던 국내 메모리 업체가 그 부작용으로 인해 지난해 전대미문의 대규모 적자에 허덕이던 것을 너무나 생생히 기억하고 있다. **여기서 메모리 사이클이 다운턴으로 진행되는 것을 막기 위해서는 무엇보다 절제된 캐팩스가 중요하다. 자칫 메모리 캐팩스 증가가 이어진다면 2025년 메모리 시장은 다시 급락하는 궤적을 그리게 될지도 모른다.**

다행스럽게도 반도체 업체들의 투자가 무리한 수준인 것으로 보이진 않는다. 따라서 메모리 업황이 급격한 다운턴에 빠지기 보다는 성장률이 둔화되는 정도로 진행될 것으로 판단한다.

DRAM 시장규모는 2024년 937억 달러(+81%)에 이어 2025년 1,129억 달러(+20% Y/Y)로 성장세가 이어질 것으로 예상된다. NAND 시장 규모는 2024년 655억 달러(+82%)로 급성장 한 이후 2025년에는 플랫 수준에 그칠 것으로 예상된다.

도표 20. 유진 리서치 DRAM 시장 수급 모델

DRAM 모델	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2022	2023	2024	2025
수요 (GB bil)	7.11	7.49	7.96	8.03	7.96	8.62	9.46	9.45	23.81	25.91	30.59	35.49
YoY	42%	27%	12%	2%	12%	15%	19%	18%	1%	9%	18%	16%
QoQ	-10%	5%	6%	1%	-1%	8%	10%	0%				
생산 (GB bil)	6.60	7.19	7.57	8.01	8.11	8.38	8.68	9.17	29.93	25.41	29.36	34.33
YoY	-8%	11%	28%	37%	23%	17%	15%	15%	26%	-15%	16%	17%
QoQ	13%	9%	5%	6%	1%	3%	4%	6%				
출하 (GB bil)	7.51	8.00	7.99	8.29	8.25	8.80	9.27	9.46	24.69	27.29	31.78	35.78
YoY	42%	28%	11%	-3%	10%	10%	16%	14%	1%	11%	16%	13%
QoQ	-12%	7%	0%	4%	0%	7%	5%	2%				
재고 (GB bil)	4.04	3.23	2.81	2.53	2.39	1.97	1.37	1.08	6.83	4.95	2.53	1.08
재고주수	6.8	5.3	4.5	3.7	3.5	2.8	1.9	1.5	14.4	9.4	4.1	1.6
생산/수요	0.93	0.96	0.95	1.00	1.02	0.97	0.92	0.97	1.26	0.98	0.96	1.01
출하/수요	1.06	1.07	1.00	1.03	1.04	1.02	0.98	1.00	1.04	1.05	1.04	1.01
ASP (\$/GB)	2.42	2.81	3.19	3.34	3.05	3.05	3.15	3.35	3.15	1.90	2.95	3.15
YoY	27%	56%	73%	64%	26%	8%	-2%	0%	-17%	-40%	55%	7%
QoQ	19%	16%	14%	4%	-9%	0%	3%	6%				
DRAM 시장규모 (\$ bil)	18.2	22.5	25.5	27.7	25.2	26.8	29.2	31.7	77.8	51.9	93.9	112.9
YoY	82%	99%	92%	59%	38%	19%	14%	15%	-16%	-33%	81%	20%
QoQ	5%	24%	13%	8%	-9%	7%	9%	9%				

주: 모델은 추후 변경될 수 있음  
자료: WSTS, 유진투자증권

도표 21. 유진 리서치 NAND 시장 수급 모델

NAND 모델	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2022	2023	2024	2025
수요 (GB bil)	169	179	191	187	196	217	224	224	559	614	727	861
YoY	31%	21%	16%	9%	16%	21%	17%	20%	2%	10%	18%	18%
QoQ	-2%	6%	7%	-2%	4%	11%	3%	0%				
생산 (GB bil)	163	182	203	216	221	229	239	249	703	614	764	938
YoY	-9%	8%	51%	64%	36%	26%	18%	15%	24%	-13%	24%	23%
QoQ	24%	12%	11%	7%	2%	4%	4%	4%				
출하 (GB bil)	196	197	196	207	207	221	240	246	585	704	796	914
YoY	37%	14%	5%	2%	5%	12%	23%	19%	3%	20%	13%	15%
QoQ	-3%	0%	0%	6%	0%	7%	9%	2%				
재고 (GB bil)	40	26	32	42	56	64	63	66	163	73	42	66
WOI	2.6	1.7	2.1	2.4	3.2	3.6	3.4	6.9	13.2	5.1	2.6	3.4
생산/수요	0.963	1.017	1.058	1.154	1.130	1.058	1.066	1.109	1.258	1.000	1.051	1.090
출하/수요	1.161	1.097	1.023	1.103	1.059	1.018	1.071	1.097	1.047	1.146	1.094	1.062
ASP (\$/TB)	68.6	90.6	88.8	81.7	75.1	72.1	70.7	70.7	80.5	51.3	82.4	72.0
YoY	50%	63%	82%	51%	10%	-20%	-20%	-13%	-19%	-36%	61%	-13%
QoQ	27%	32%	-2%	-8%	-8%	-4%	-2%	0%				
시장규모 (\$ bil)	13.5	17.8	17.4	16.9	15.6	15.9	17.0	17.4	47.1	36.1	65.5	65.8
YoY	106%	87%	91%	54%	16%	-11%	-2%	3%	-16%	-23%	82%	0%
QoQ	23%	32%	-2%	-3%	-8%	2%	7%	2%				

주: 모델은 추후 변경될 수 있음  
자료: WSTS, 유진투자증권



도표 22. 유진 리서치 반도체 시장 모델

Year	반도체 (십억달러)		메모리			로직/마이크로			DAO		
		YoY		YoY	비중		YoY	비중		YoY	비중
01	139.0	-32.0%	24.9	-49.5%	17.9%	61.6	-27.5%	44.3%	52.5	-25.3%	37.8%
02	140.7	1.3%	27.0	8.7%	19.2%	69.3	12.6%	49.3%	44.3	-15.6%	31.5%
03	166.4	18.3%	32.5	20.2%	19.5%	80.4	16.0%	48.3%	53.5	20.6%	32.1%
04	213.0	28.0%	47.1	45.0%	22.1%	100.0	24.3%	47.0%	65.9	23.2%	30.9%
05	227.5	6.8%	48.5	2.9%	21.3%	112.4	12.3%	49.4%	66.6	1.1%	29.3%
06	247.7	8.9%	58.4	20.3%	23.6%	114.1	1.5%	46.1%	75.2	12.9%	30.4%
07	255.6	3.2%	57.9	-0.9%	22.6%	123.5	8.2%	48.3%	74.3	-1.2%	29.1%
08	248.6	-2.8%	46.3	-19.9%	18.6%	126.7	2.6%	51.0%	75.6	1.7%	30.4%
09	226.3	-9.0%	44.8	-3.3%	19.8%	113.5	-10.4%	50.2%	68.0	-10.1%	30.0%
10	298.3	31.8%	69.6	55.4%	23.3%	138.0	21.5%	46.3%	90.7	33.4%	30.4%
11	299.5	0.4%	60.7	-12.7%	20.3%	144.0	4.3%	48.1%	94.8	4.5%	31.6%
12	291.7	-2.6%	57.0	-6.2%	19.5%	141.5	-1.8%	48.5%	93.2	-1.7%	32.0%
13	306.0	4.9%	67.4	18.3%	22.0%	144.6	2.2%	47.3%	93.9	0.8%	30.7%
14	335.1	9.5%	79.2	17.5%	23.6%	153.7	6.3%	45.9%	102.2	8.8%	30.5%
15	335.2	0.0%	77.2	-2.6%	23.0%	152.0	-1.1%	45.4%	105.9	3.6%	31.6%
16	338.9	1.1%	76.8	-0.6%	22.7%	152.1	0.0%	44.9%	110.1	3.9%	32.5%
17	412.2	21.6%	124.0	61.5%	30.1%	166.1	9.2%	40.3%	122.1	10.9%	29.6%
18	468.7	13.7%	158.0	27.4%	33.7%	176.5	6.2%	37.7%	134.2	9.9%	28.6%
19	411.4	-12.2%	106.3	-32.7%	25.8%	170.7	-3.3%	41.5%	134.4	0.1%	32.7%
20	440.4	7.0%	117.5	10.5%	26.7%	188.1	10.2%	42.7%	134.8	0.3%	30.6%
21	555.9	26.2%	153.8	30.9%	27.7%	235.1	25.0%	42.3%	167.0	23.8%	30.0%
22	573.5	3.2%	129.8	-15.6%	22.6%	255.1	8.5%	44.5%	188.6	12.9%	32.9%
23	526.8	-8.1%	92.3	-28.9%	17.5%	255.0	0.0%	48.4%	179.5	-4.8%	34.1%
24F	623.7	18.4%	163.2	76.7%	26.2%	289.6	13.6%	46.4%	170.9	-4.8%	27.4%
25F	678.0	8.7%	182.5	11.8%	26.9%	317.9	9.8%	46.9%	177.6	3.9%	26.2%

주: 모델은 추후 변경될 수 있음  
 자료: WSTS, 유진투자증권

도표 23. 반도체 시가총액 Top 40 (기준일 2024.9.10)

순위	기업명	국적	시가총액 (십억달러)	PER (X) 12M FWD	영업마진 (%)	주가 상승률(%)	
						2023A	2024YTD
1	엔비디아	미국	2,652	29.9	65.3%	238.9	118.3
2	TSMC	대만	729	17.8	43.1%	32.2	52.5
3	브로드컴	미국	690	24.9	41.4%	99.6	32.8
4	삼성전자	한국	328	9.4	14.2%	42.0	(15.7)
5	ASML	네덜란드	296	24.7	32.8%	35.3	(1.4)
6	AMD	미국	231	29.0	16.2%	127.6	(3.1)
7	TI	미국	182	32.9	34.8%	3.2	17.2
8	퀄컴	미국	180	14.5	29.4%	31.6	11.8
9	어플라이드머티리얼	미국	147	18.4	28.8%	66.4	9.9
10	ARM	영국	133	70.0	23.8%	-	69.3
11	아날로그디바이스	미국	109	29.3	30.9%	21.1	10.2
12	마이크론	미국	96	8.9	16.5%	70.8	1.8
13	KLA	미국	96	23.2	38.2%	54.2	22.7
14	램리서치	미국	95	19.0	29.2%	86.4	(6.6)
15	SK하이닉스	한국	84	4.6	35.2%	88.7	9.9
16	인텔	미국	81	20.7	-5.4%	90.1	(62.2)
17	TEL	일본	74	18.9	27.3%	94.9	(11.9)
18	시놉시스	미국	72	31.5	30.5%	61.3	(9.6)
19	케이던스	미국	70	38.5	36.6%	69.6	(6.1)
20	마벨	미국	62	33.5	10.6%	62.8	18.7
21	NXP	네덜란드	57	15.2	32.0%	45.3	(2.0)
22	미디어텍	대만	56	16.4	19.6%	62.4	11.3
23	모노리식파워	미국	41	51.0	29.5%	78.4	34.4
24	인피니온	독일	41	13.1	16.1%	33.0	(24.6)
25	마이크로칩	미국	40	28.1	23.6%	28.4	(16.6)
26	어드반테스트	일본	32	34.1	19.6%	126.3	23.0
27	온세미	미국	29	15.0	26.9%	33.9	(18.3)
28	ASMi	네덜란드	29	30.3	26.3%	99.4	14.1
29	르네사스	일본	28	9.1	27.1%	115.4	(17.0)
30	디스코	일본	26	24.8	43.7%	178.0	(3.9)
31	ST마이크로	스위스	25	13.1	12.5%	40.9	(44.1)
32	SMIC	중국	24	19.9	3.9%	18.8	(21.5)
33	나우라	중국	22	22.2	22.1%	9.1	21.6
34	글로벌파운드리	미국	22	22.6	11.0%	12.5	(34.0)
35	WDC	미국	22	7.8	6.9%	66.0	19.9
36	UMC	대만	21	11.5	23.8%	29.2	1.3
37	테라다인	미국	20	29.4	21.5%	24.2	15.5
38	ASE	대만	20	13.1	7.1%	43.8	7.0
39	엔테그리스	미국	16	27.0	19.4%	82.7	(10.4)
40	스카이웍스	미국	16	15.5	22.1%	23.4	(11.5)

자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 삼성전자(005930.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>448,425</b>	<b>455,906</b>	<b>497,569</b>	<b>531,110</b>	<b>582,137</b>
유동자산	218,471	195,937	227,985	243,026	278,534
현금성자산	114,784	91,772	118,824	138,587	166,163
매출채권	41,871	43,281	41,220	42,974	45,284
재고자산	52,188	51,626	45,656	46,026	48,028
비유동자산	229,954	259,969	269,584	288,084	303,603
투자자산	41,691	49,971	46,430	50,311	53,771
유형자산	168,045	187,256	215,485	227,388	236,910
기타	20,218	22,742	7,668	10,384	12,922
<b>부채총계</b>	<b>93,675</b>	<b>92,228</b>	<b>100,411</b>	<b>99,850</b>	<b>100,689</b>
유동부채	78,345	75,719	83,504	84,291	86,279
매입채무	58,747	53,550	12,985	13,722	14,324
유동성이자부채	6,236	8,423	8,357	8,118	7,854
기타	13,362	13,746	62,162	62,451	64,101
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
<b>자본총계</b>	<b>354,750</b>	<b>363,678</b>	<b>397,158</b>	<b>431,260</b>	<b>481,448</b>
지배지분	345,186	353,234	386,951	420,176	469,657
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	337,946	346,652	372,359	405,909	454,942
기타	1,938	1,280	9,291	8,965	9,413
비지배지분	9,563	10,444	10,207	11,084	11,791
<b>자본총계</b>	<b>354,750</b>	<b>363,678</b>	<b>397,158</b>	<b>431,260</b>	<b>481,448</b>
총차입금	10,333	12,686	12,448	12,268	12,069
순차입금	(104,450)	(79,086)	(106,376)	(126,319)	(154,093)

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업현금</b>	<b>62,181</b>	<b>44,137</b>	<b>90,893</b>	<b>86,812</b>	<b>88,156</b>
당기순이익	55,654	15,487	36,198	44,295	45,904
자산상각비	39,108	38,667	40,907	42,981	46,440
기타비현금성손익	(6,034)	(2,147)	0	0	0
운전자본증감	(16,999)	(5,459)	(4,161)	(10,596)	(12,428)
매출채권감소(증가)	6,332	236	(2,991)	(394)	(942)
재고자산감소(증가)	(13,311)	(3,207)	3,754	(3,201)	(4,941)
매입채무증가(감소)	(6,742)	1,104	(1,532)	(2,897)	(2,110)
기타	(3,278)	(3,592)	(3,392)	(4,105)	(4,435)
<b>투자현금</b>	<b>(31,603)</b>	<b>(16,923)</b>	<b>(55,813)</b>	<b>(57,914)</b>	<b>(59,055)</b>
단기투자자산감소	18,743	45,559	(1,251)	(514)	(555)
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)
<b>재무현금</b>	<b>(19,390)</b>	<b>(8,593)</b>	<b>(9,885)</b>	<b>(9,931)</b>	<b>(2,636)</b>
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
<b>현금 증감</b>	<b>10,649</b>	<b>19,400</b>	<b>25,802</b>	<b>19,249</b>	<b>27,021</b>
기초현금	39,031	49,681	69,081	94,883	114,132
기말현금	49,681	69,081	94,883	114,132	141,152
Gross Cash flow	88,728	52,007	86,265	99,785	105,521
Gross Investment	67,344	67,941	58,723	67,996	70,928
<b>Free Cash Flow</b>	<b>21,383</b>	<b>(15,934)</b>	<b>27,542</b>	<b>31,789</b>	<b>34,593</b>

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>302,231</b>	<b>258,935</b>	<b>301,756</b>	<b>321,184</b>	<b>343,059</b>
증가율(%)	8.1	(14.3)	16.5	6.4	6.8
매출원가	190,042	180,389	178,478	195,487	207,639
<b>매출총이익</b>	<b>112,190</b>	<b>78,547</b>	<b>123,278</b>	<b>125,697</b>	<b>135,420</b>
판매 및 일반관리비	68,813	71,980	79,463	81,478	86,073
기타영업손익	12	5	10	3	6
<b>영업이익</b>	<b>43,377</b>	<b>6,567</b>	<b>37,904</b>	<b>48,213</b>	<b>51,812</b>
증가율(%)	(16.0)	(84.9)	477.2	27.2	7.5
<b>EBITDA</b>	<b>82,484</b>	<b>45,234</b>	<b>78,811</b>	<b>91,194</b>	<b>98,252</b>
증가율(%)	(4.0)	(45.2)	74.2	15.7	7.7
<b>영업외손익</b>	<b>3,064</b>	<b>4,439</b>	<b>5,142</b>	<b>5,990</b>	<b>4,860</b>
이자수익	3,135	4,522	4,740	4,740	5,000
이자비용	763	930	768	600	580
지분법손익	1,091	888	963	1,230	1,200
기타영업외손익	(399)	(40)	206	620	(760)
<b>세전순이익</b>	<b>46,440</b>	<b>11,006</b>	<b>43,046</b>	<b>54,203</b>	<b>56,672</b>
증가율(%)	(13.0)	(76.3)	291.1	25.9	4.6
법인세비용	(9,214)	(4,481)	6,868	9,908	10,768
<b>당기순이익</b>	<b>55,654</b>	<b>15,487</b>	<b>36,198</b>	<b>44,295</b>	<b>45,904</b>
증가율(%)	39.5	(72.2)	133.7	22.4	3.6
지배주주지분	54,730	14,473	35,474	43,330	44,802
증가율(%)	39.5	(73.6)	145.1	22.1	3.4
비지배지분	924	1,014	724	965	1,102
<b>EPS(원)</b>	<b>9,168</b>	<b>2,424</b>	<b>5,942</b>	<b>7,258</b>	<b>7,505</b>
증가율(%)	39.5	(73.6)	145.1	22.1	3.4
수정EPS(원)	9,168	2,424	5,743	7,060	7,306
증가율(%)	39.5	(73.6)	136.9	22.9	3.5

## 주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	9,168	2,424	5,942	7,258	7,505
BPS	50,817	52,002	56,966	61,857	69,142
DPS	1,444	1,444	1,440	1,440	1,440
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	6.0	32.4	10.9	8.9	8.6
PBR	1.1	1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.2	9.7	4.1	3.3	2.8
배당수익율	2.6	1.8	2.2	2.2	2.2
PCR	4.2	10.3	5.1	4.4	4.2
<b>수익성(%)</b>					
영업이익율	14.4	2.5	12.6	15.0	15.1
EBITDA이익율	27.3	17.5	26.1	28.4	28.6
순이익율	18.4	6.0	12.0	13.8	13.4
ROE	17.1	4.1	9.6	10.7	10.1
ROIC	15.5	1.9	11.6	13.7	13.9
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	(29.4)	(21.7)	(26.8)	(29.3)	(32.0)
유동비율	278.9	258.8	273.0	288.3	322.8
이자보상배율	56.8	7.1	49.4	80.4	89.3
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	6.9	6.1	7.1	7.6	7.8
재고자산회전율	6.5	5.0	6.2	7.0	7.3
매입채무회전율	5.2	4.6	9.1	24.1	24.5

### Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 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 제작용으로서 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/투자조건 비율

종목추천 일 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)      당사 투자조건 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%

(2024.06.30 기준)

