

Tech팀

황민성
 팀장
 m.s.hwang@samsung.com

류형근
 Research Associate
 hyungkeun.ryu@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	90,000원	51.3%
현재주가	59,500원	
시가총액	355.2조원	
Shares (float)	5,969,782,550주 (79.3%)	
52주 최저/최고	52,600원/80,500원	
60일-평균거래대금	8,054.0억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
삼성전자 (%)	9.8	-8.5	-15.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	6.7	5.5	12.2

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	90,000	90,000	0.0%
2022E EPS	5,377	5,072	6.0%
2023E EPS	3,673	4,159	-11.7%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	22
Target price	75,682
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

삼성전자 (005930)

The sky is falling #10: 기술, 기술, 기술

- 삼성은 반도체 감산 없다는 입장을 재확인. 치킨게임을 뜻하는 것이 아니라는 판단
- 투자가 줄지 않는 것은 지속적 가치 창출을 위한 기술 투자가 더욱 절실하기 때문
- FCF 중심의 주주가치 제고를 위한 노력과 소통을 기대

WHAT'S THE STORY?

삼성전자가 메모리반도체 치킨 게임을 한다? 3분기 실적 발표에서 삼성전자는 “인위적인 감산계획이 없다는 입장에 변화가 없다”고 하였다. 당일 삼성전자 주가는 보합이었지만 (KOSPI 1.74% 상승), 경쟁사인 SK하이닉스는 4.15% 하락하였다. 시장은 삼성전자가 불황기에 점유율 확대를 위한 치킨 게임에 돌입했다고 해석했기 때문이다.

당사는 이 같은 해석은 오해라고 판단된다.

- 결론적으로 디램 3사의 2023년 디램 생산량 (bit 기준) 증가는 한 자릿수 중반% (YoY)를 기준으로 크게 차이가 나지 않을 것으로 예상된다 (여기서 말하는 생산량 증가는 Capa와 공정에서 나오는 의미의 생산이다. 재고를 활용한 입고 기준 생산은 별도이고, 또 완제품 재고를 더한 판매 증가는 또 다른 개념이다. 재고는 모두 많다).
- 어떻게 그런가? SK하이닉스와 마이크론은 투자를 30~50% 줄이겠다고 하였고, 삼성전자는 크게 투자를 줄이지 않는다면 삼성전자의 생산이 더 많아야 하는 것이 아닐까?
- 2023년의 상황은 다소 특이한 점을 이해할 필요가 있다. 삼성전자의 경우, 그동안 EUV 도입을 경쟁사보다 서둘렀지만 그만큼 공정 전환과 수율 확보에 어려움을 겪었다. 이를 만회하려면 내년 전환을 “인위적”으로 지연하는 것보다는 오히려 서둘러야 하고, 이로 인한 손실 요인 (Capa 감소)이 불가피하다.
- 삼성전자가 전환투자를 더 할수록 당장 (2023년)의 생산은 제한되는 특이한 상황이다. 물론 Capa 투자를 급증하는 재고 위험을 무릅쓰고 할 회사는 없다. “인위적” 감산이 없다고 한 것도 이 같은 배경으로 판단된다.

(다음 페이지에 계속)

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2020	2021	2022E	2023E
매출액 (십억원)	236,807	279,605	308,299	312,244
영업이익 (십억원)	35,994	51,634	46,722	32,372
순이익 (십억원)	26,408	39,907	37,145	25,368
EPS (adj) (원)	3,841	5,777	5,377	3,673
EPS (adj) growth (%)	21.3	50.4	-6.9	-31.7
EBITDA margin (%)	28.0	30.7	27.4	23.2
ROE (%)	10.0	13.9	11.7	7.4
P/E (adj) (배)	21.1	13.6	11.1	16.2
P/B (배)	2.1	1.8	1.2	1.2
EV/EBITDA (배)	6.8	5.0	3.6	4.2
Dividend yield (%)	3.7	1.8	2.4	2.4

자료: 삼성전자, 삼성증권 추정

삼성전자는 보다 많은 생산보다 보다 빨리 재고를 줄이고 싶어한다. 모두 재고는 많고 현재의 부진한 수요 상황에서 경쟁사보다 더 많이 팔기는 어렵다. 삼성전자는 디램과 낸드의 올해 판매 증가율 예상을 각각 한 자릿수 초중반%과 한 자릿수 중반%으로 제시하였다. 이를 위해서는 4분기 판매가 3분기 대비 20~30% 증가 필요한데, 이는 비현실적이다. 아무리 싸게 판다 해도 믿기 어렵다. 오히려 이러한 가이던스는 삼성전자가 얼마나 재고를 줄이고 싶어하는지를 잘 보여준다고 생각된다.

치킨 게임은 절대적인 원가 경쟁력이 필요하다. 그런데 격차는 이제 크지 않다. 3분기 디램 영업 마진을 보면 삼성전자 37%, SK하이닉스 32%, 마이크론 34%로 차이가 크지 않다. 낸드는 삼성전자가 10%, SK하이닉스 -10% (솔리다임 제외), 마이크론 -10%로 차이가 있지만, 이는 규모의 경제를 통한 결과이지 치킨게임에 필요한 Cash cost에서는 큰 차이가 없다. 기술의 격차는 이제 크지 않다.

그럼 CAPEX는 왜 안 줄이나? 삼성전자가 원하는 것은 무엇인가?

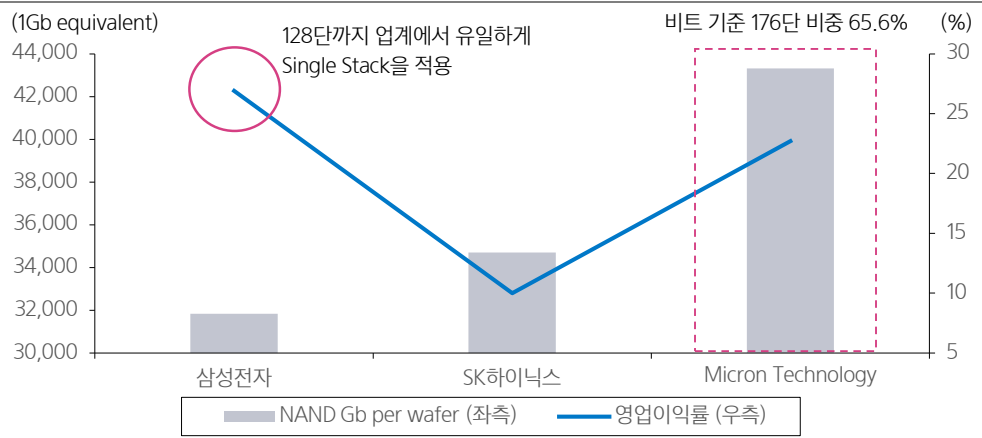
일부 시장에서는 삼성전자가 치킨게임을 한다는 근거로 설비투자가 줄지 않는다는 점을 든다. 하지만 삼성전자의 설비투자 중에 장비 투자는 60% 수준이고 (나머지는 인프라 투자와 기타로 구분된다), 여기에서도 양산을 위한 설비투자는 더욱 줄어든다. 양산을 위한 장비 투자는 올해보다 줄어든다. (하지만 앞서 언급한 대로 전환 투자를 많이 해야 내년은 생산 증가가 줄어드는 특이한 상황이다)

- 설비투자가 줄지 않는 것은 기술 투자가 늘기 때문이다. 연구소와 (평택 3기의 일부도 양산에서 연구 단지로 전환하고 있다. 평소에는 믿기 어려운 일이 벌어지고 있다) 향후 후공정 기술 차별화를 위한 Wafer level Package 투자가 많이 늘고 있다.
- 지정학적 갈등에 대비하여 건설투자를 앞당겨 평택 4기와 5기도 건설 투자가 필요하고, 미국 파운드리 공장도 내년 말 장비 반입을 위해 서둘러야 한다.
- 파운드리에서 기술 투자는 더욱 절실하다. 삼성전자는 과거 14나노까진 IBM과 Common platform alliance를 기반으로 소자 개발과 공정 개발에 도움을 받았다. 하지만 그동안 미국의 반도체 개발도 많이 동력을 잃었다 (인텔의 기술력은 인정하지만 인텔도 공정 개발이 지연된 것은 부인할 수 없다). 결과적으로 10나노부터 많은 부분이 국내 개발로 이루어졌고, 여기에는 더욱 많은 투자와 인적 자원이 필요하다. 특히 기술이 어려워지며 새로운 구조와 새로운 소재를 활용하는 것도 좋지만, 많은 오류와 검증을 통한 실수를 줄이는 것이 중요하다. 이는 TSMC도 다르지 않다.
- 디스플레이에서도 삼성전자는 폴더블이라는 독보적인 영역을 개척하고 있다. 구글과 애플이 참여하고 싶지만 아직 하지 못하는 영역이다. 중국이 따라오겠다고 하지만 격차는 크다. 이러한 영역을 더욱 소비자가 만족하도록 개발하는 것이 삼성전자가 원하는 곳이다.

앞으로는 어떻게 될까?

항상 크게 어려운 불황기가 오면 산업은 구조조정을 거쳐왔다. 디램은 이미 3사로 Consolidation 되었고, 낸드도 예외가 아닐 것이다. 하지만 과거와 달리 이제는 지정학적 이해관계에 따라 경제적인 이유보다는 정치적인 관점에서 산업의 변화가 발생 가능하다. 풍부한 현금자원에서 삼성전자는 어떠한 위기도 버틸 수 있는 유리한 고지에 있다. 이번 위기가 마무리될 때에는 이러한 재무적인 위치가 향후 기술혁신을 위한 중요한 자원이 될 것이라 확신한다.

NAND: 웨이퍼당 생산성과 영업이익률 비교



참고: 2Q22말 기준
자료: Omdia, 삼성증권

삼성전자 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
매출액	77,781	77,204	76,780	76,534	75,644	72,192	79,024	85,384	279,605	308,299	312,244
반도체	27,020	28,786	23,258	21,533	19,731	20,985	23,748	27,299	97,441	107,440	92,581
DRAM	12,152	13,393	9,454	8,155	7,192	7,248	8,335	9,627	43,759	43,154	32,401
NAND	8,092	7,971	6,014	5,188	5,136	5,629	6,455	7,437	28,060	27,265	24,657
LSI	6,776	7,422	7,790	8,191	7,403	8,109	8,959	10,236	21,556	30,179	34,706
디스플레이	7,970	7,710	9,390	9,299	8,028	7,756	10,057	9,567	31,713	34,369	35,407
OLED	7,646	7,386	9,390	9,299	8,028	7,756	10,057	9,567	29,580	33,721	35,407
통신	32,370	29,340	32,210	33,846	37,049	32,713	32,974	35,085	109,251	127,766	137,821
핸드셋	30,061	27,278	29,920	31,471	34,846	30,571	30,801	32,891	97,861	118,730	129,109
CE	18,136	17,813	18,380	18,855	17,836	17,738	19,245	20,432	65,872	73,184	75,250
영업이익	14,121	14,097	10,850	7,654	6,419	6,130	8,767	11,057	51,634	46,722	32,372
반도체	8,450	10,388	5,156	2,041	1,266	1,586	2,677	4,571	29,436	26,035	10,101
DRAM	5,591	7,233	3,451	1,428	828	834	1,293	2,359	20,549	17,703	5,313
NAND	2,019	2,339	848	-288	-302	-59	310	1,086	7,531	4,917	1,035
LSI	841	816	857	901	740	811	1,075	1,126	1,356	3,415	3,752
디스플레이	1,093	1,058	1,980	1,937	746	723	1,920	1,801	4,457	6,067	5,189
OLED	1,093	1,058	1,980	1,937	746	723	1,920	1,801	3,670	6,067	5,189
통신	3,820	2,620	3,240	3,092	3,639	3,097	3,192	3,563	13,648	12,772	13,491
핸드셋	3,647	2,482	3,092	2,937	3,485	2,935	3,029	3,399	12,743	12,159	12,847
CE	902	440	560	654	838	794	1,048	1,191	4,245	2,556	3,871
영업이익률 (%)	18.2	18.3	14.1	10.0	8.5	8.5	11.1	12.9	18.5	15.2	10.4
반도체	31.3	36.1	22.2	9.5	6.4	7.6	11.3	16.7	30.2	24.2	10.9
DRAM	46.0	54.0	36.5	17.5	11.5	11.5	15.5	24.5	47.0	41.0	16.4
NAND	22.6	26.6	12.6	-5.4	-6.4	-1.4	4.6	14.6	24.3	16.8	4.1
LSI	12.4	11.0	11.0	11.0	10.0	10.0	12.0	11.0	6.3	11.3	10.8
디스플레이	13.7	13.7	21.1	20.8	9.3	9.3	19.1	18.8	14.1	17.7	14.7
OLED	14.3	14.3	21.1	20.8	9.3	9.3	19.1	18.8	12.4	18.0	14.7
통신	11.8	8.9	10.1	9.1	9.8	9.5	9.7	10.2	12.5	10.0	9.8
핸드셋	12.1	9.1	10.3	9.3	10.0	9.6	9.8	10.3	13.0	10.2	10.0
CE	5.0	2.5	3.0	3.5	4.7	4.5	5.4	5.8	6.4	3.5	5.1

자료: 삼성전자, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	230,401	236,807	279,605	308,299	312,244
매출원가	147,240	144,488	166,411	189,801	207,969
매출총이익	83,161	92,319	113,193	118,498	104,275
(매출총이익률, %)	36.1	39.0	40.5	38.4	33.4
판매 및 일반관리비	55,393	56,325	61,560	71,776	71,902
영업이익	27,769	35,994	51,634	46,722	32,372
(영업이익률, %)	12.1	15.2	18.5	15.2	10.4
영업외손익	2,664	351	1,718	2,500	1,767
금융수익	10,162	12,268	8,543	16,004	12,641
금융비용	8,275	11,318	7,705	14,607	11,690
지분법손익	413	507	730	1,000	1,000
기타	364	-1,105	150	103	-184
세전이익	30,432	36,345	53,352	49,222	34,139
법인세	8,693	9,937	13,444	12,077	8,771
(법인세율, %)	28.6	27.3	25.2	24.5	25.7
계속사업이익	21,739	26,408	39,907	37,145	25,368
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	21,739	26,408	39,907	37,145	25,368
(순이익률, %)	9.4	11.2	14.3	12.0	8.1
지배주주순이익	21,505	26,091	39,244	36,527	24,946
비지배주주순이익	234	317	664	618	422
EBITDA	57,366	66,329	85,881	84,595	72,365
(EBITDA 이익률, %)	24.9	28.0	30.7	27.4	23.2
EPS (지배주주)	3,166	3,841	5,777	5,377	3,673
EPS (연결기준)	3,200	3,888	5,875	5,468	3,735
수정 EPS (원)*	3,166	3,841	5,777	5,377	3,673

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동에서의 현금흐름	45,383	65,287	65,105	54,438	66,186
당기순이익	21,739	26,408	39,907	37,145	25,368
현금유출입이없는 비용 및 수익	37,443	41,619	49,056	48,109	47,025
유형자산 감가상각비	26,574	27,116	31,285	35,245	37,643
무형자산 상각비	3,024	3,220	2,962	2,627	2,349
기타	7,845	11,283	14,808	10,236	7,032
영업활동 자산부채 변동	-2,546	122	-16,287	-20,614	905
투자활동에서의 현금흐름	-39,948	-53,629	-33,048	-61,000	-49,944
유형자산 증감	-24,854	-37,215	-46,764	-50,700	-47,000
장단기금융자산의 증감	-10,358	-16,190	10,733	-8,385	-1,153
기타	-4,735	-224	2,983	-1,914	-1,791
재무활동에서의 현금흐름	-9,485	-8,328	-23,991	-9,959	-9,959
차입금의 증가(감소)	3,745	1,805	-1,825	-100	-100
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-9,639	-9,677	-20,510	-9,859	-9,859
기타	-3,590	-456	-1,655	0	0
현금증감	6,904	18,686	-1,084	-2,736	8,188
기초현금	96,234	103,138	121,824	120,740	118,005
기말현금	103,138	121,824	120,740	118,005	126,192
Gross cash flow	59,182	68,026	88,963	85,254	72,393
Free cash flow	20,015	27,695	17,983	3,738	19,186

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 삼성전자, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	181,385	198,216	218,163	235,722	239,992
현금 및 현금등가물	103,138	121,824	120,740	118,005	126,192
매출채권	35,131	30,965	40,713	44,892	45,466
재고자산	26,766	32,043	41,384	56,278	51,618
기타	92,601	105,825	97,034	106,642	107,963
비유동자산	171,179	180,020	208,458	222,732	231,208
투자자산	17,561	21,855	24,423	24,870	25,339
유형자산	119,825	128,953	149,929	165,383	174,740
무형자산	20,704	18,469	20,236	18,609	17,260
기타	13,089	10,744	13,870	13,870	13,870
자산총계	352,564	378,236	426,621	458,454	471,201
유동부채	63,783	75,604	88,117	87,680	84,583
매입채무	8,718	9,739	13,453	14,834	15,024
단기차입금	14,393	16,553	13,688	13,688	13,688
기타 유동부채	40,671	49,312	60,976	59,158	55,872
비유동부채	25,901	26,683	33,604	33,622	33,606
사채 및 장기차입금	975	948	510	510	510
기타 비유동부채	24,926	25,735	33,094	33,112	33,096
부채총계	89,684	102,288	121,721	121,301	118,189
지배주주지분	254,915	267,670	296,238	327,872	343,310
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	254,583	271,068	293,065	319,783	334,920
기타	-4,969	-8,699	-2,128	2,788	3,088
비지배주주지분	7,965	8,278	8,662	9,280	9,702
자본총계	262,880	275,948	304,900	337,152	353,012
순부채	-84,726	-101,607	-102,348	-99,712	-108,000

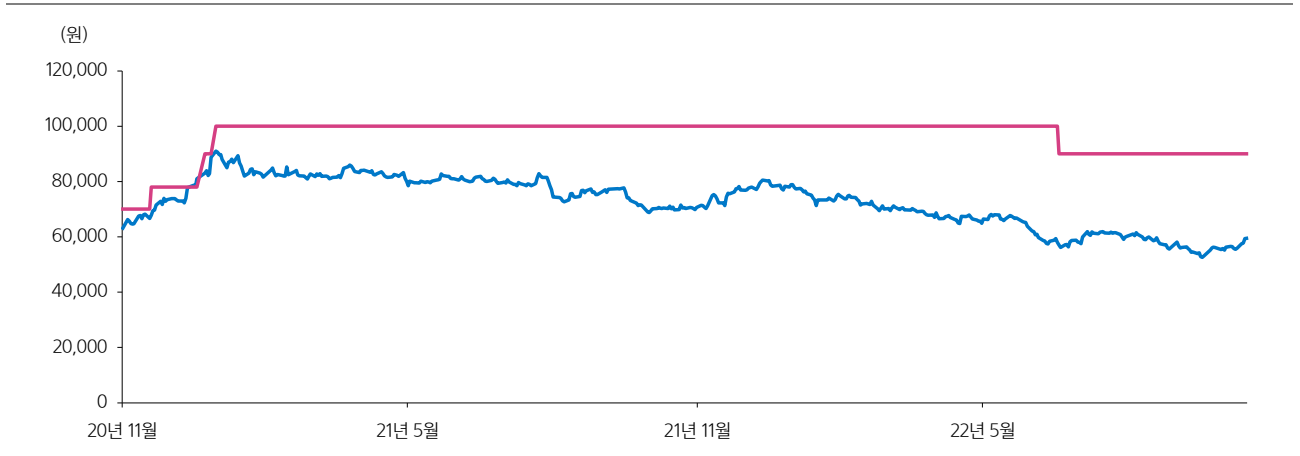
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2019	2020	2021	2022E	2023E
증감률 (%)					
매출액	-5.5	2.8	18.1	10.3	1.3
영업이익	-52.8	29.6	43.5	-9.5	-30.7
순이익	-51.0	21.5	51.1	-6.9	-31.7
수정 EPS**	-47.4	21.3	50.4	-6.9	-31.7
주당지표					
EPS (지배주주)	3,166	3,841	5,777	5,377	3,673
EPS (연결기준)	3,200	3,888	5,875	5,468	3,735
수정 EPS**	3,166	3,841	5,777	5,377	3,673
BPS	37,528	39,406	43,611	48,269	50,541
DPS (보통주)	1,416	2,994	1,444	1,444	1,444
Valuations (배)					
P/E***	17.6	21.1	13.6	11.1	16.2
P/B***	1.5	2.1	1.8	1.2	1.2
EV/EBITDA	5.1	6.8	5.0	3.6	4.2
비율					
ROE (%)	8.7	10.0	13.9	11.7	7.4
ROA (%)	6.3	7.2	9.9	8.4	5.5
ROIC (%)	11.5	14.9	20.4	15.8	9.8
배당성향 (%)	39.3	68.5	22.0	23.6	34.6
배당수익률 (보통주, %)	2.5	3.7	1.8	2.4	2.4
순부채비율 (%)	-32.2	-36.8	-33.6	-29.6	-30.6
이자보상배율 (배)	40.5	61.7	119.7	81.3	63.5

Compliance notice

- 당사는 2022년 10월 27일 현재 삼성전자와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2022년 10월 27일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2022년 10월 27일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2020/1/8	12/1	2021/1/4	1/11	2022/1/11	2022/6/30
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	70000	78000	90000	100000	100000	90000
과리율 (평균)						
과리율 (최대or최소)						

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2022.09.30

매수(84%)·중립(16%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA