반도체
손인준
02)6260-2470
sij96@heungkuksec.co.kr

(005930)

삼성전자

BUY(유지)

메모리가 왕이다

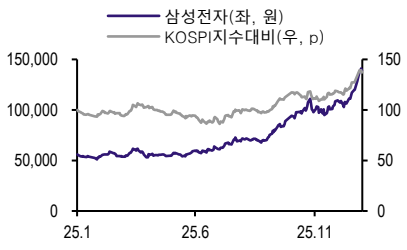
목표주가	170,000원(유지)
현재주가(01/08)	138,800원
상승여력	22.5%
시가총액	821,646십억원
발행주식수	5,919,638천주
52주 최고가 / 최저가	141,000 / 51,000원
3개월 일평균거래대금	2,594십억원
외국인 지분율	52.2%
주요주주	
삼성생명보험 (외 16인)	19.8%
국민연금공단 (외 1인)	7.8%
BlackRock Fund Advisors (외 16인)	5.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	26.8	56.0	126.1	142.2
상대수익률(KOSPI)	17.2	27.7	79.9	61.7

(단위: 십억원, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	258,935	300,871	332,793	446,136
영업이익	6,567	32,726	43,496	141,606
EBITDA	45,234	75,357	90,435	192,295
지배주주순이익	14,473	33,621	41,348	116,984
EPS	2,225	5,433	6,867	19,860
순차입금	-79,086	-93,285	-92,438	-
PER	35.3	9.8	20.2	7.0
PBR	1.5	0.9	2.3	1.8
EV/EBITDA	9.7	3.5	9.0	4.0
배당수익률	1.8	2.7	1.2	1.2
ROE	4.1	9.0	10.3	24.9
컨센서스 영업이	-	-	42,623	111,327
컨센서스 EPS	-	-	6,260	13,974

주가추이



메모리는 기대만큼 좋았다

삼성전자의 4Q25 잠정 실적이 매출액 93.0조원(+8%QoQ, +23%YoY), 영업이익 20.0조원(+64%QoQ, +208%YoY)을 기록해, 당사 추정치 (영업이익 19,6조원)에 부합했으나 최근 높아졌던 시장 기대치에는 미치지 못했다. 기대했던 메모리 가격 급등의 효과는 확인되었으나 성과금 등 일회성 비용 반영, LSI/Foundry의 적자 폭 확대(-0.6조원 → -1.5조원)가 실적에 부정적 영향을 미친 것으로 보인다. DRAM, NAND의 ASP가 각각 +40%, +22%QoQ 급등한 효과로 메모리 영업이익이 17.9조원(+136%QoQ)을 기록하며 전사 실적을 견인했을 것으로 추정한다. 반면 MX/NW의 경우 메모리 등 부품 가격 인상 효과가 반영되며 영업이익 1.5조원을 기록한 것으로 추정, 당사 예상치를 하회했다. 사업부별 영업이익은 DS 16.4조원, MX/NW 1.5조원, VD/DA -0.3조원, SDC 1.9조원, Harman 0.4조원으로 추정한다.

메모리 vs. 세트 사업부 간 온도 차 심화

삼성전자의 2026년 실적 추정치를 매출액 446.1조원(+34%YoY), 영업이익 141.6조원(+226%YoY)으로 상향 조정한다. 2026년 범용 DRAM, NAND의 ASP 상승률 전망치를 +102%, +58%YoY로 상향 조정했다(기존 +89%, +55%YoY). 서버 DRAM과 eSSD 수요에 대한 기대치가 지속적으로 높아지고 있다. AI 추론 확산에 따른 KV 캐시 처리량 급증으로 데이터센터의 범용 DRAM·NAND 탑재량이 빠르게 증가하는 가운데, 주요 하이퍼스케일러는 가격보다 수급 관점에서 메모리 공급 계약에 접근하고 있다. 반면 스마트폰·PC 등 세트 업체의 원가 부담은 급격히 확대되고 있으며, 이는 삼성전자 MX 사업부도 예외가 아니다. 결과적으로 메모리와 세트 간 사업부 온도차는 향후 더욱 확대되는 방향으로 전개될 전망이다.

삼성전자 투자의견 BUY/TP 170,000원 유지

최근 주가 급등에도 불구하고, 주가 상승의 속도가 메모리 가격 상승 반영에 따른 EPS 추정치 상향의 속도를 따라잡지 못하고 있다. 이로 인해 삼성전자를 비롯한 메모리 업체들의 벨류에이션 매력도가 더욱 커지고 있다. 2027년 HBM4E 출시, 피지컬 AI 시장 개화 등이 장기 메모리 업사이클을 이끌 것이며, 삼성전자의 주가 상승 추세 역시 지속될 것으로 보인다.

표 1 삼성전자 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 조원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	**79.1**	**74.6**	**86.1**	**93.0**	**102.4**	**106.1**	**118.1**	**119.6**	**300.9**	**332.8**	**446.1**
QoQ(%)	4%	-6%	15%	8%	10%	4%	11%	1%	-	-	-
YoY(%)	10%	1%	9%	23%	29%	42%	37%	29%	16%	11%	34%
DS	**25.1**	**27.9**	**33.1**	**44.3**	**54.6**	**60.8**	**67.3**	**73.3**	**111.1**	**130.4**	**256.0**
Memory	19.2	21.2	26.7	37.2	47.7	53.8	59.7	65.1	84.4	104.2	226.3
DRAM	13.2	14.1	18.6	27.9	35.8	40.5	45.8	51.7	53.1	73.7	173.8
HBM	1.3	1.3	2.7	3.4	3.9	4.5	6.0	7.4	8.5	8.7	21.9
NAND	6.0	7.1	8.1	9.3	11.9	13.3	13.9	13.3	31.2	30.5	52.4
Foundry/LSI	5.9	6.7	6.4	7.1	6.8	7.0	7.6	8.3	26.7	26.2	29.7
DX	**51.0**	**43.6**	**48.4**	**43.1**	**45.5**	**42.6**	**47.2**	**41.4**	**173.7**	**185.4**	**176.7**
MX / Networks	36.5	29.2	34.1	30.3	31.9	29.0	33.4	29.1	117.2	130.1	123.4
VD / DA	14.5	14.1	13.9	12.8	13.7	13.6	13.7	12.4	56.4	55.4	53.4
SDC	**5.5**	**6.4**	**8.1**	**9.2**	**7.4**	**7.9**	**9.8**	**11.0**	**29.3**	**29.3**	**36.2**
Harman	**3.4**	**3.8**	**4.0**	**4.3**	**3.5**	**3.8**	**3.8**	**4.0**	**14.3**	**15.7**	**15.1**
영업이익	**6.7**	**4.7**	**12.2**	**20.0**	**30.2**	**32.9**	**37.9**	**40.7**	**32.7**	**43.5**	**141.6**
QoQ(%)	3%	-30%	160%	64%	51%	9%	15%	7%	-	-	-
YoY(%)	1%	-55%	32%	208%	351%	603%	212%	104%	398%	33%	226%
DS	**1.1**	**0.4**	**7.0**	**16.4**	**26.5**	**29.8**	**33.6**	**37.2**	**15.2**	**25.0**	**127.1**
Memory	3.3	3.0	7.6	17.9	27.5	30.8	34.6	37.9	21.8	31.9	130.8
DRAM	3.9	3.2	6.7	15.8	23.2	25.9	29.9	34.1	17.0	29.7	113.1
NAND	-0.6	-0.2	0.9	2.1	4.2	4.8	4.8	3.9	4.8	2.2	17.7
Foundry/LSI	-2.3	-2.6	-0.6	-1.5	-1.0	-1.0	-1.0	-0.7	-6.6	-6.9	-3.7
DX	**4.7**	**3.3**	**3.5**	**1.3**	**2.4**	**1.7**	**1.9**	**0.8**	**12.4**	**12.7**	**6.9**
MX / Networks	4.3	3.1	3.6	1.5	2.5	1.7	2.0	1.0	10.7	12.6	7.1
VD / DA	0.3	0.2	-0.1	-0.3	-0.1	0.0	0.0	-0.2	1.8	0.1	-0.2
SDC	**0.5**	**0.5**	**1.2**	**1.9**	**1.0**	**1.1**	**1.9**	**2.3**	**3.8**	**4.1**	**6.3**
Harman	**0.3**	**0.5**	**0.4**	**0.4**	**0.2**	**0.3**	**0.4**	**0.4**	**1.3**	**1.6**	**1.3**
영업이익률	**8%**	**6%**	**14%**	**21%**	**29%**	**31%**	**32%**	**34%**	**11%**	**13%**	**32%**
DS	**4%**	**2%**	**21%**	**37%**	**49%**	**49%**	**50%**	**51%**	**14%**	**19%**	**50%**
Memory	17%	14%	29%	48%	58%	57%	58%	58%	26%	31%	58%
DRAM	29%	23%	36%	57%	65%	64%	65%	66%	32%	40%	65%
NAND	-9%	-3%	11%	23%	35%	36%	34%	29%	15%	7%	34%
Foundry/LSI	-38%	-38%	-9%	-21%	-15%	-14%	-13%	-9%	-25%	-26%	-12%
DX	**9%**	**8%**	**7%**	**3%**	**5%**	**4%**	**4%**	**2%**	**7%**	**7%**	**4%**
MX / Networks	12%	11%	11%	5%	8%	6%	6%	3%	9%	10%	6%
VD / DA	2%	1%	-1%	-2%	0%	0%	0%	-1%	3%	0%	0%
SDC	**9%**	**8%**	**14%**	**20%**	**14%**	**13%**	**19%**	**21%**	**13%**	**14%**	**17%**
Harman	**8%**	**12%**	**11%**	**9%**	**6%**	**9%**	**11%**	**9%**	**9%**	**10%**	**9%**

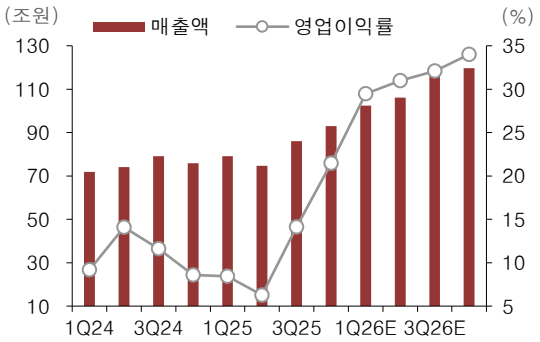
자료: 삼성전자, 흥국증권 리서치센터

표 2 삼성전자 주요 가정

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
DRAM	B/G (%)	1	11	15	3	-2	6	8	10	16	9	21
	ASP (%)	-20	1	16	40	33	9	6	3	61	22	97
HBM	B/G (%)	-66	30	85	12	18	13	15	15	262	7	112
	ASP (%)	-15	-15	12	6	0	3	17	8	51	-7	20
DRAM (HBM 제외)	B/G (%)	7	10	12	2	-3	5	7	10	13	9	17
	ASP (%)	-6	2	11	45	36	9	4	2	47	28	102
NAND	B/G (%)	-10	28	10	-10	3	5	2	-5	6	2	9
	ASP (%)	-15	-4	5	22	26	8	3	2	74	-4	58
스마트폰	출하량(백만대)	61	58	61	53	60	56	60	51	224	233	227
	ASP($)	326	270	304	282	297	282	304	301	294	296	296
디스플레이	OLED(백만장)	66	93	107	111	77	92	109	118	404	377	396
	OLED ASP($)	52	45	52	54	63	58	62	65	54	51	62

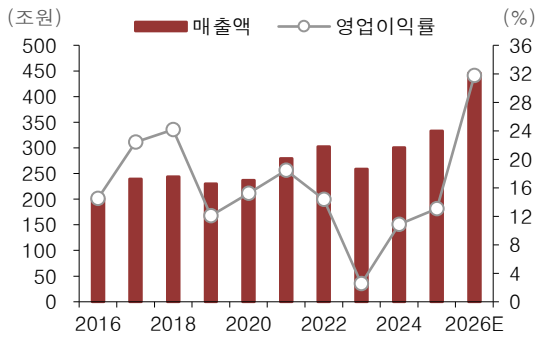
자료: 흥국증권 리서치센터
주: DRAM, NAND의 B/G, ASP는 QoQ/YoY 증감률

그림 1 삼성전자 분기 매출액 및 영업이익률 전망



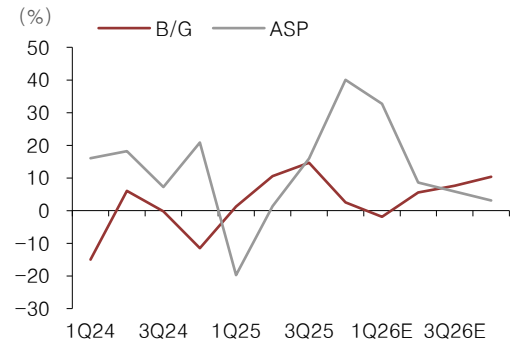
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 2 삼성전자 연간 매출액 및 영업이익률 전망



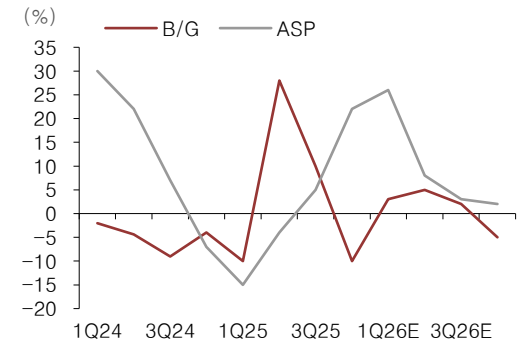
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 3 삼성전자 DRAM B/G, ASP QoQ 증감률



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 4 삼성전자 NAND B/G, ASP QoQ 증감률



자료: 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**258,935**	**300,871**	**332,793**	**446,136**	**478,258**
증가율 (Y-Y,%)	(14.3)	16.2	10.6	34.1	7.2
영업이익	**6,567**	**32,726**	**43,496**	**141,606**	**148,709**
증가율 (Y-Y,%)	(84.9)	398.3	32.9	225.6	5.0
EBITDA	45,234	75,357	90,435	192,295	203,684
영업외손익	4,439	4,804	5,927	5,952	6,825
순이자수익	3,592	4,050	4,040	4,532	5,111
외화관련손익	(102)	(363)	50	(523)	(561)
지분법손익	888	751	862	1,454	1,559
세전계속사업손익	11,006	37,530	49,423	147,558	155,534
당기순이익	**15,487**	**34,451**	**42,341**	**119,817**	**126,294**
지배기업당기순이익	**14,473**	**33,621**	**41,348**	**116,984**	**123,307**
증가율 (Y-Y,%)	(73.6)	132.3	23.0	182.9	5.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	3.0	2.5	3.3	19.9	16.7
영업이익증가율(3Yr)	(43.3)	(14.1)	0.1	178.3	65.6
EBITDA증가율(3Yr)	(12.0)	(4.3)	3.1	62.0	39.3
순이익증가율(3Yr)	(16.3)	(4.8)	(8.7)	97.8	54.2
영업이익률(%)	2.5	10.9	13.1	31.7	31.1
EBITDA마진(%)	17.5	25.0	27.2	43.1	42.6
순이익률 (%)	6.0	11.5	12.7	26.9	26.4
NOPLAT	**4,761**	**30,042**	**37,263**	**114,984**	**120,752**
(+) Dep	38,667	42,631	46,939	50,689	54,974
(-) 운전자본투자	5,290	(368)	14,019	32,885	22,017
(-) Capex	57,611	51,406	49,973	60,115	76,521
OpFCF	(19,474)	21,634	20,210	72,673	77,188

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	195,937	227,062	237,565	324,806	419,438
현금성자산	91,772	112,615	108,359	160,108	220,398
매출채권	43,281	53,246	60,767	78,142	89,389
재고자산	51,626	51,755	55,050	68,169	89,941
비유동자산	259,969	287,470	301,806	333,827	365,107
투자자산	49,971	57,786	67,976	87,413	93,706
유형자산	187,256	205,945	207,444	220,194	245,074
무형자산	22,742	23,739	26,386	26,220	26,327
자산총계	**455,906**	**514,532**	**539,371**	**658,632**	**784,546**
유동부채	75,719	93,326	88,813	88,976	100,635
매입채무	53,550	61,523	59,740	56,929	67,501
유동성이자부채	8,423	15,380	10,126	7,683	7,016
비유동부채	16,509	19,014	24,434	31,596	34,997
비유동이자부채	4,262	3,950	5,795	7,628	9,304
부채총계	**92,228**	**112,340**	**113,246**	**120,572**	**135,632**
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	346,652	370,513	399,228	504,983	616,367
자본조정	1,280	15,873	10,094	16,275	15,745
자기주식	0	(1,812)	(6,569)	0	0
자본총계	**363,678**	**402,192**	**426,124**	**538,061**	**648,913**
투하자본	263,912	284,559	301,904	352,392	401,022
순차입금	(79,086)	(93,285)	(92,438)	(144,797)	(204,078)
ROA	3.2	6.9	7.8	19.5	17.1
ROE	4.1	9.0	10.3	24.9	21.2
ROIC	1.9	11.0	12.7	35.1	32.1

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	2,225	5,433	6,867	19,860	20,959
BPS	52,002	57,663	61,557	78,176	94,633
DPS	1,444	1,446	1,695	1,695	1,600
Multiples(x,%)					
PER	35.3	9.8	20.2	7.0	6.6
PBR	1.5	0.9	2.3	1.8	1.5
EV/ EBITDA	9.7	3.5	9.0	4.0	3.4
배당수익율	1.8	2.7	1.2	1.2	1.2
PCR	10.3	4.7	10.8	5.5	5.2
PSR	2.1	1.2	2.8	2.1	2.0
재무건전성 (%)					
부채비율	25.4	27.9	26.6	22.4	20.9
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	258.8	243.3	267.5	365.0	416.8
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1
자산구조					
투하자본(%)	65.1	62.5	63.1	58.7	56.1
현금+투자자산(%)	34.9	37.5	36.9	41.3	43.9
자본구조					
차입금(%)	3.4	4.6	3.6	2.8	2.5
자기자본(%)	96.6	95.4	96.4	97.2	97.5

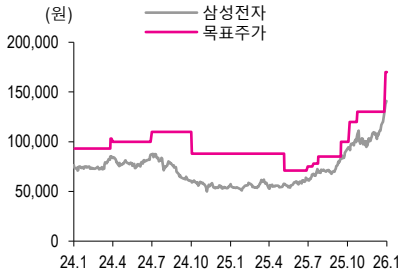
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**44,137**	**72,983**	**73,756**	**138,587**	**156,351**
당기순이익	15,487	34,451	42,341	119,817	126,294
자산상각비	38,667	42,631	46,939	50,689	54,974
운전자본증감	(5,459)	(1,568)	(11,231)	(32,885)	(22,017)
매출채권감소(증가)	236	(3,139)	(7,496)	(17,375)	(11,247)
재고자산감소(증가)	(3,207)	2,541	(6,223)	(13,119)	(21,772)
매입채무증가(감소)	1,104	(1,539)	1,409	(2,811)	10,572
투자현금	**(16,923)**	**(85,382)**	**(61,475)**	**(98,192)**	**(90,125)**
단기투자자산감소	45,559	(31,923)	2,527	(17,012)	(5,509)
장기투자증권감소	4,520	4,121	(1,698)	(7,634)	(1,384)
설비투자	(57,611)	(51,406)	(49,973)	(60,115)	(76,521)
유무형자산감소	(2,813)	(2,163)	(3,953)	(3,082)	(3,360)
재무현금	**(8,593)**	**(7,797)**	**(16,761)**	**(5,657)**	**(11,445)**
차입금증가	1,281	4,912	(4,092)	(610)	1,009
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(9,864)	(10,889)	(9,781)	(11,229)	(11,924)
현금 증감	19,400	(15,375)	(4,844)	34,738	54,781
총현금흐름(Gross CF)	**52,007**	**77,398**	**86,492**	**171,472**	**178,368**
(-) 운전자본증가(감소)	5,290	(368)	14,019	32,885	22,017
(-) 설비투자	57,611	51,406	49,973	60,115	76,521
(+) 자산매각	(2,813)	(2,163)	(3,953)	(3,082)	(3,360)
Free Cash Flow	(13,708)	24,197	18,547	75,389	76,470
(-) 기타투자	(4,520)	(4,121)	1,698	7,634	1,384
잉여현금	(9,187)	28,318	16,849	67,756	75,086

삼성전자 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-01-10	Buy	93,000	(19.7)	(8.6)
2024-04-03	Buy	103,000	(17.8)	(17.2)
2024-04-08	Buy	100,000	(21.0)	(12.9)
2024-07-08	Buy	110,000	(32.0)	(20.2)
2024-10-10	Buy	88,000	(36.5)	(29.8)
2025-05-14	담당자변경			
2025-05-14	Buy	71,000	(17.9)	(10.1)
2025-07-07	Buy	75,000	(12.0)	(3.2)
2025-08-01	Buy	85,000	(15.2)	(1.8)
2025-09-23	Buy	100,000	(13.7)	(5.6)
2025-10-13	Buy	120,000	(18.4)	(13.3)
2025-10-31	Buy	130,000	(18.9)	(1.2)
2026-01-05	Buy	170,000	(18.0)	(17.1)
2026-01-09	Buy	170,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 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 (2025년 12월 31일 기준)

Buy (97.4%)	Hold (2.6%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 14층
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 6층
□ 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02)739-6286