

# 삼성전자 (005930)

## 경쟁력 회복과 Val. 배수 상승

### Memory 부문 주도로 4Q25 영업이익 당사 전망치 상회

삼성전자가 4Q25 매출과 영업이익을 93조원과 20조원으로 잠정 발표하였다. 이는 기존 당사 전망치 93조원과 19조원 대비 매출은 동일하고 영업이익은 소폭 상회한 것이다. 당사 기존 전망치를 상회한 부문은 Memory, SDC 부문이고 하회한 부문은 MX/NW, CE 부문이다. Memory 부문에서는 DRAM ASP 상승률이 30%대 후반을 기록하며 영업이익이 17.9조원에 달한 것으로 판단된다. SDC 부문에서도 원-달러 환율 상승 효과와 최대 고객향 고가 제품 출하 증가에 따라 영업이익이 2.0조원을 기록했을 것으로 추정된다. 반면 MX/NW 부문에서는 Memory 가격 급등에 따라 이익률이 하락하며 영업이익이 1.6조원에 그치고, CE 부문에서는 중국 등지에서의 판매 부진으로 영업이익이 적자를 기록한 것으로 보인다.

### 1Q26 영업이익 28.1조원으로 상승 전망

1Q26에는 여전히 Memory 반도체 부문의 이익 증가가 동사 전사 영업이익의 개선을 이끌 것으로 전망된다. 1Q26의 고정거래가격 상승폭은 Conventional DRAM 30~40%, NAND 10~20%로 전분기에 이어 급증세가 이어질 것으로 예상된다. 당사가 추정하고 있는 동사 1Q26 Memory 부문 영업이익은 전분기 대비 45% 증가하는 25.9조원이다. 다만 계절적으로 1Q에 강세를 보여온 동사 MX/NW 부문의 실적은 과거와 같은 강세를 보이기 어려울 전망이다. 1Q26에도 이어질 Memory 반도체 가격의 급등은 동부문 이익률에 지속적으로 악영향을 미칠 것으로 보이기 때문이다. 동사의 신제품 Galaxy S26의 가격도 이익률 하락에 따라 인상이 불가피할 것으로 보인다.

### HBM 경쟁력 완전 회복

1C 나노 채택에 따라 업계에서 가장 빠른 속도를 보이고 있는 동사 HBM4는 최대 고객향으로 1Q26 말부터 출하가 성공적으로 개시될 전망이다. 이는 HBM 생산업체 중 가장 빠른 진행으로 동사의 HBM 경쟁력이 완전히 회복되었음을 의미한다. 또한 CY26 HBM 가격도 당초 우려보다는 양호할 것으로 판단된다. TSMC가 CY26 CoWoS 설비 확장 속도를 앞당김에 따라 AI 반도체 생산량 및 HBM 수요량이 당초 예상보다 크게 증가할 것으로 추정된다. 또한 최대 고객사향 가격은 기존 협상 가격에서 변동이 없을 것으로 보이나, 그 외 고객들에 대해서는 공급이 부족한 다른 DRAM의 판매와 연동하여 가격이 인상되는 흐름이다.

### 과거와 다른 DRAM 장기 계약 추세

최근 일부 고객들은 최대 3년까지의 장기 계약을 DRAM 업체들에게 요청 중이며 이 중에는 최저 물량과 최저 구매액의 제한 조건이 걸려있는 계약도 있는 것으로 보인다. 물론 향후 시장 가격의 급격한 변동 시 이러한 제한 조건이 사문화되는 경우가 발생할 수 있으므로, DRAM 업체들은 신중한 태도로 협상에 임할 전망이다. 어쨌든 이처럼 과거에 없었던 형태의 계약이 나타나고 있는 점은 DRAM 공급 부족이 그만큼 심한 상황이며 향후 가격의 안정성이 과거보다 높을 것임을 의미하는 것으로 판단된다.

## Company Brief

### Buy (Maintain)

목표주가(12M)	180,000원(상향)
종가(2026.01.08)	138,800원
상승여력	29.7%

#### Stock Indicator

자본금	898십억원
발행주식수	673,561만주
시가총액	918,959십억원
외국인지분율	52.2%
52주 주가	51,000~141,000원
60일평균거래량	23,406,306주
60일평균거래대금	2,497.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	28.8	58.4	129.6	146.1
상대수익률	19.2	30.2	83.5	65.6

#### Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	300,871	332,778	435,350	391,815
영업이익(십억원)	32,726	43,539	137,905	110,053
순이익(십억원)	33,621	37,967	106,662	89,035
EPS(원)	4,950	5,589	15,703	13,107
BPS(원)	57,663	64,294	81,039	95,188
PER(배)	10.7	25.2	9.0	10.8
PBR(배)	0.9	2.2	1.7	1.5
ROE(%)	9.0	9.2	21.6	14.9
배당수익률(%)	2.7	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	3.5	8.7	3.8	3.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

## BOM Cost 부담은 잠재적 Risk 요인

PC, 스마트폰 생산 비용 중 DRAM 구매 비중 (BOM Cost)이 12월 고정거래가격 기준으로 9.9%에 달해 역사적 평균인 5.4%를 크게 상회했다. 1Q26 고정거래가격이 30% 이상 추가 상승하면, DRAM BOM Cost 비중은 2010년의 역사적 최고점인 12.7%를 넘어서게 된다.

BOM Cost 부담에 따라 이미 주요 PC 업체들은 PC 가격을 10~30% 가량 인상하고 중저가 PC에서 DRAM 탑재량을 줄이기 시작했으며, 중국 스마트폰 업체들도 전년 12월부터 스마트폰 가격을 15% 이상 인상했다. 또한 Memory 가격 급등은 서버에도 영향을 미치기 시작한 것으로 판단된다. Dell, Lenovo는 기업용 일반 서버 가격을 10% 이상 인상하겠다고 발표했고, 일부 분석에 따르면 AI 서버 구축 비용이 최대 25%까지 상승할 전망이다. 이에 따라 시장조사기관들은 CY26 PC, 스마트폰 출하 증가율을 상당한 규모의 역성장으로 발표하기 시작했다.

현재 전반적인 공급 부족이 극심하고 고객들의 제품 확보 의지가 워낙 확고하므로 Memory 가격의 상승은 한동안 지속될 것으로 판단된다. 다만 고객들의 Memory 확보가 어느 정도 충족되고, BOM Cost 부담에 따른 Set 가격 상승과 Memory 탑재량 축소의 영향이 발생할 경우 수요 둔화가 나타날 수 있는 점은 염두에 둘 필요가 있다.

## 적용 Valuation 배수 및 목표주가 상향

동사의 FY26 영업이익은 137.9조원으로 전년 대비 217% 증가할 것으로 추정되며 이러한 경우 동사 FY26 BPS는 81,039원으로 계산된다. 그리고 그간 경쟁력 약화에 따라 하향 조정되었던 동사 P/B 밴드는 1C 나노와 HBM4에서의 경쟁력 회복에 따라 다시 상향 조정되는 추세를 보이고 있다.

동사의 경쟁력이 회복되었고 업황이 강세를 이어간다면 동사 목표주가 산정을 위해 지난 10년간 역사적 고점 P/B 배수 2.2배를 적용하지 못할 이유가 없는 것으로 판단된다. FY26의 ROE는 22%로 역사적 고점 배수를 기록했던 2017년의 21%를 넘어설 전망이다. FY26 예상 BPS에 지난 10년간의 최고 P/B 배수 2.2배를 적용하여 도출한 18만원을 동사에 대한 신규 목표주가로 제시한다.

표 1. 삼성전자 주요 사업 부문별, 분기별, 연도별 실적 추정

월/달러 환율 (원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	FY23	FY24	FY25E	FY26E
	1,331	1,370	1,357	1,400	1,454	1,401	1,388	1,454	1,439	1,424	1,409	1,394	1,305	1,367	1,426	1,415
<b>DRAM</b>																
1Gb 기준 출하량(백만개)	23,065	24,299	24,235	21,829	21,650	23,960	27,835	28,688	28,776	31,583	33,697	32,088	81,698	93,428	102,132	126,144
%QoQ / % YoY	-15%	5%	0%	-10%	-1%	11%	16%	3%	0%	10%	7%	-5%	11%	14%	9%	24%
1Gb 기준 ASP (\$)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8	0.2	0.3	0.4	0.8
%QoQ / % YoY	19%	19%	8%	18%	-14%	1%	15%	38%	24%	10%	4%	-2%	-44%	62%	27%	79%
매출(백만불)	6,336	7,943	8,590	9,104	7,721	8,620	11,537	16,445	20,411	24,612	27,410	25,640	17,279	31,974	44,323	98,074
%QoQ / % YoY	1%	25%	8%	6%	-15%	12%	34%	43%	24%	21%	11%	-6%	-39%	85%	39%	121%
매출(십억원)	8,435	10,882	11,660	12,746	11,225	12,076	16,009	23,911	29,372	35,048	38,621	35,742	22,541	43,723	63,222	138,783
%QoQ / % YoY	2%	29%	7%	9%	-12%	8%	33%	49%	23%	19%	10%	-7%	-37%	94%	45%	120%
영업이익(십억원)	1,643	3,696	3,355	4,078	3,528	3,061	6,907	14,794	19,945	24,902	28,066	25,526	-985	12,773	28,290	98,438
영업이익률	19%	34%	29%	32%	31%	25%	43%	62%	68%	71%	73%	71%	-4%	29%	45%	71%
<b>NAND</b>																
16Gb 기준 출하량(백만개)	48,494	46,182	42,423	41,893	37,543	47,879	52,810	48,426	49,607	54,899	57,443	53,670	158,613	178,991	186,659	215,619
%QoQ / % YoY	-2%	-5%	-8%	-1%	-10%	28%	10%	-8%	2%	11%	5%	-7%	14%	13%	4%	16%
16Gb 기준 ASP (\$)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2
%QoQ / % YoY	31%	21%	9%	-6%	-16%	-4%	6%	20%	15%	10%	0%	-8%	-47%	63%	-8%	41%
매출(백만불)	6,501	7,491	7,466	6,930	5,217	6,367	7,465	8,215	9,677	11,780	12,326	10,595	15,410	28,387	27,264	44,380
%QoQ / % YoY	29%	15%	0%	-7%	-25%	22%	17%	10%	18%	22%	5%	-14%	-39%	84%	-4%	63%
매출(십억원)	8,654	10,262	10,134	9,702	7,585	8,919	10,359	11,944	13,926	16,775	17,368	14,770	20,073	38,752	38,807	62,839
%QoQ / % YoY	29%	19%	-1%	-4%	-22%	18%	16%	15%	17%	20%	4%	-15%	-38%	93%	0%	62%
영업이익(십억원)	1,111	2,949	2,076	1,071	-151	-270	803	3,044	5,876	9,270	9,768	6,728	-11,296	7,208	3,426	31,643
영업이익률	13%	29%	20%	11%	-2%	-3%	8%	25%	42%	55%	56%	46%	-56%	19%	9%	50%
<b>System LSI</b>																
매출(십억원)	5,650	6,820	7,000	7,119	5,951	6,649	6,438	7,083	6,659	7,641	8,317	8,639	22,460	26,590	26,121	31,256
%QoQ / % YoY	-6%	21%	3%	2%	-16%	12%	-3%	10%	-6%	15%	9%	4%	-25%	18%	-2%	20%
영업이익(십억원)	-890	-391	-1,740	-2,401	-2,351	-2,468	-818	-880	-839	-828	-791	-757	-2,571	-5,422	-6,517	-3,215
영업이익률	-16%	-6%	-25%	-34%	-40%	-37%	-13%	-12%	-13%	-11%	-10%	-9%	-11%	-20%	-25%	-10%
<b>디스플레이</b>																
출하량(백만개)	143.6	195.9	202.5	205.0	139.6	157.5	196.9	210.6	147.6	166.5	199.7	209.7	716.0	747.0	704.6	723.6
%QoQ / % YoY	-35%	36%	3%	1%	-32%	13%	25%	7%	-30%	13%	20%	5%	-15%	4%	-6%	3%
ASP (\$)	28	29	29	28	29	29	30	30	30	30	29	28	33	29	30	29
%QoQ / % YoY	-15%	1%	2%	-3%	3%	0%	2%	3%	0%	-1%	-4%	-3%	5%	-14%	4%	-1%
매출(백만불)	4,049	5,584	5,894	5,786	4,065	4,568	5,832	6,403	4,479	5,008	5,789	5,885	23,766	21,312	20,867	21,161
%QoQ / % YoY	-45%	38%	6%	-2%	-30%	12%	28%	10%	-30%	12%	16%	2%	-11%	-10%	-2%	1%
매출(십억원)	5,390	7,650	8,000	8,100	5,910	6,400	8,092	9,310	6,446	7,132	8,156	8,204	30,969	29,140	29,711	29,937
%QoQ / % YoY	-44%	42%	5%	1%	-27%	8%	26%	15%	-31%	11%	14%	1%	-10%	-6%	2%	1%
중대형 영업이익(십억원)	-11	-73	-75	-56	-40	-45	-45	-49	-59	-63	-43	-54	-116	-215	-178	-218
영업이익률	-103%	-33%	-10%	-11%	-34%	-14%	-17%	-16%	-12%	-15%	-8%	-8%	-34%	-15%	-7%	-9%
소형 영업이익(십억원)	351	1,084	1,585	956	540	1,244	1,244	2,030	1,012	839	1,078	1,049	5,686	3,975	4,360	3,977
영업이익률	7%	15%	21%	13%	14%	10%	9%	17%	24%	16%	18%	13%	14%	16%	18%	
전체 영업이익(십억원)	340	1,010	1,510	900	500	1,199	1,981	953	776	1,035	995	959	5,569	3,760	4,182	3,760
영업이익률	6%	13%	19%	11%	8%	8%	15%	21%	15%	11%	13%	12%	18%	13%	14%	13%
<b>휴대폰 / Tablet</b>																
출하량(백만개)	69.1	63.0	67.2	61.0	69.6	66.5	69.7	63.1	67.3	63.7	68.8	61.3	260.9	260.3	268.9	261.1
%QoQ / % YoY	11%	-9%	7%	-9%	14%	-4%	5%	-9%	7%	-5%	8%	-11%	-13%	0%	3%	-3%
ASP (\$)	353	305	325	289	355	303	343	322	352	324	358	329	310	319	331	341
%QoQ / % YoY	24%	-14%	7%	-11%	23%	-15%	13%	-6%	10%	-8%	11%	-8%	8%	3%	3%	3%
매출(백만불)	24,388	19,221	21,841	17,613	24,698	20,148	23,927	20,285	23,696	20,620	24,618	20,145	80,891	83,063	89,059	89,079
%QoQ / % YoY	38%	-21%	14%	-19%	40%	-18%	19%	-15%	17%	-13%	19%	-18%	-6%	3%	7%	0%
매출(십억원)	32,466	26,332	29,648	24,659	35,910	28,225	33,202	29,494	34,098	29,362	34,687	28,083	105,126	113,105	126,831	126,230
%QoQ / % YoY	39%	-19%	13%	-17%	46%	-21%	18%	-11%	16%	-14%	18%	-19%	-5%	8%	12%	0%
영업이익(십억원)	3,505	2,225	2,815	1,973	4,163	2,977	3,585	1,483	2,335	1,358	2,279	1,539	12,899	10,518	12,208	7,511
영업이익률	10.8%	8.5%	9.5%	8.0%	11.6%	10.5%	10.8%	5.0%	6.8%	4.6%	6.6%	5.5%	12.3%	9.3%	9.6%	6.0%
<b>TV</b>																
출하량(백만개)	8.6	8.7	9.7	10.6	8.7	8.4	9.6	10.7	9.1	8.8	9.7	10.7	36.7	37.6	37.4	38.3
%QoQ / % YoY	-15%	1%	11%	10%	-19%	-3%	13%	12%	-16%	-3%	10%	10%	-6%	3%	-1%	2%
ASP (\$)	558	564	519	524	529	535	492	492	497	502	462	462	563	540	510	480
%QoQ / % YoY	0%	1%	-8%	1%	1%	1%	-8%	0%	1%	1%	-8%	0%	-5%	-4%	-6%	
매출(백만불)	4,811	4,911	5,015	5,572	4,586	4,518	4,709	5,284	4,504	4,438	4,492	4,941	20,632	20,308	19,097	18,375
%QoQ / % YoY	-15%	2%	2%	11%	-18%	-1%	4%	12%	-15%	-1%	1%	10%	-10%	-2%	-6%	-4%
매출(십억원)	6,405	6,728	6,807	7,800	6,668	6,329	6,534	7,683	6,482	6,320	6,329	6,888	26,842	27,740	27,214	26,019
%QoQ / % YoY	-14%	5%	1%	15%	-15%	-5%	3%	18%	-16%	-2%	0%	9%	-10%	3%	-2%	-4%
영업이익(십억원)	388	298	383	361	376	126	6	-454	-513	-433	-433	-472	1,895	1,431	54	-1,850
영업이익률	6%	4%	6%	5%	6%	2%	0%	-6%	-7%	-7%	-7%	-7%	7%	5%	0%	-7%
<b>기타</b>																
매출(십억원)	4,916	5,394	5,848	5,663	5,891	5,969	5,428	3,585	5,681	5,896	5,359	3,350	30,922	21,821	20,873	20,286
%QoQ / % YoY	508	656	783	510	620	749	485	43	386	501	537	195	1,056	2,457	1,896	1,619
<b>Total</b>																
매출(십억원)	71,916	74,068	79,099	75,788	79,141	74,566	86,062	93,010	102,663	108,174	118,836	105,676	258,935	300,871	332,778	345,350
%QoQ / % YoY	6%	3%	7%	-4%	4%	-6%	15%	8%	10%	5%	10%	-11%	-14%	16%	11%	31%
영업이익(십억원)	6,606	10,444	9,183	6,493	6,685	4,676	12,166	20,011	28,144	35,547	40,461	33,754	6,567	32,726	43,539	137,905
영업이익률	9%	14%	12%	9%	8%	6%	14%	22%	33%	34%	32%</					

표 2. 삼성전자 분류 기준 부문별, 분기별, 연도별 실적 추정

(사업원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	FY24	FY25E	FY26E
전사	<b>매출</b>	<b>79,141</b>	<b>74,566</b>	<b>86,062</b>	<b>93,010</b>	<b>102,663</b>	<b>108,174</b>	<b>118,836</b>	<b>105,676</b>	<b>300,871</b>	<b>332,778</b>	<b>435,350</b>
	매출총이익	28,131	25,497	33,500	44,393	51,855	58,575	64,339	58,224	114,309	131,521	232,993
	매출총이익률	35.5%	34.2%	38.9%	47.7%	50.5%	54.1%	54.1%	55.1%	38.0%	39.5%	53.5%
	<b>영업이익</b>	<b>6,685</b>	<b>4,676</b>	<b>12,166</b>	<b>20,011</b>	<b>28,144</b>	<b>35,547</b>	<b>40,461</b>	<b>33,754</b>	<b>32,726</b>	<b>43,539</b>	<b>137,905</b>
	영업이익률	8.4%	6.3%	14.1%	21.5%	27.4%	32.9%	34.0%	31.9%	10.9%	13.1%	31.7%
DS	<b>매출</b>	<b>25,073</b>	<b>27,883</b>	<b>33,119</b>	<b>43,266</b>	<b>50,249</b>	<b>59,726</b>	<b>64,563</b>	<b>59,406</b>	<b>111,069</b>	<b>129,341</b>	<b>233,945</b>
	매출총이익	5,507	5,166	11,678	21,885	29,776	38,282	42,137	36,775	32,807	44,237	146,970
	매출총이익률	22.0%	18.5%	35.3%	50.6%	59.3%	64.1%	65.3%	61.9%	29.5%	34.2%	62.8%
	<b>영업이익</b>	<b>1,123</b>	<b>393</b>	<b>6,964</b>	<b>17,012</b>	<b>25,071</b>	<b>33,422</b>	<b>37,098</b>	<b>31,533</b>	<b>15,156</b>	<b>25,491</b>	<b>127,124</b>
	영업이익률	4.5%	1.4%	21.0%	39.3%	49.9%	56.0%	57.5%	53.1%	13.6%	19.7%	54.3%
SDC	<b>매출</b>	<b>5,910</b>	<b>6,400</b>	<b>8,092</b>	<b>9,310</b>	<b>6,446</b>	<b>7,132</b>	<b>8,156</b>	<b>8,204</b>	<b>29,140</b>	<b>29,711</b>	<b>29,937</b>
	매출총이익	5,365	5,444	6,221	7,238	5,974	5,876	6,213	6,409	23,218	24,267	24,473
	매출총이익률	90.8%	85.1%	76.9%	77.7%	92.7%	82.4%	76.2%	78.1%	79.7%	81.7%	81.7%
	<b>영업이익</b>	<b>500</b>	<b>501</b>	<b>1,199</b>	<b>1,981</b>	<b>953</b>	<b>776</b>	<b>1,035</b>	<b>995</b>	<b>3,760</b>	<b>4,182</b>	<b>3,760</b>
	영업이익률	8.5%	7.8%	14.8%	21.3%	14.8%	10.9%	12.7%	12.1%	12.9%	14.1%	12.6%
MX/네트워크	<b>매출</b>	<b>37,006</b>	<b>29,207</b>	<b>34,106</b>	<b>30,634</b>	<b>35,198</b>	<b>30,371</b>	<b>35,724</b>	<b>29,210</b>	<b>117,229</b>	<b>130,952</b>	<b>130,503</b>
	매출총이익	12,438	9,922	11,776	10,656	12,470	10,305	12,659	10,402	39,831	44,791	45,837
	매출총이익률	33.6%	34.0%	34.5%	34.8%	35.4%	33.9%	35.4%	35.6%	34.0%	34.2%	35.1%
	<b>영업이익</b>	<b>4,300</b>	<b>3,100</b>	<b>3,602</b>	<b>1,611</b>	<b>2,476</b>	<b>1,490</b>	<b>2,359</b>	<b>1,627</b>	<b>10,661</b>	<b>12,613</b>	<b>7,951</b>
	영업이익률	11.6%	10.6%	10.6%	5.3%	7.0%	4.9%	6.6%	5.6%	9.1%	9.6%	6.1%
VD/가전 (하만 포함)	<b>매출</b>	<b>17,900</b>	<b>17,915</b>	<b>17,894</b>	<b>18,901</b>	<b>17,519</b>	<b>17,783</b>	<b>17,542</b>	<b>17,956</b>	<b>70,695</b>	<b>72,610</b>	<b>70,800</b>
	매출총이익	12,438	9,922	11,776	10,656	12,470	10,305	12,659	10,402	39,831	44,791	45,837
	매출총이익률	69.5%	55.4%	65.8%	56.4%	71.2%	57.9%	72.2%	57.9%	56.3%	61.7%	64.7%
	<b>영업이익</b>	<b>600</b>	<b>704</b>	<b>295</b>	<b>-487</b>	<b>-519</b>	<b>-119</b>	<b>-138</b>	<b>-295</b>	<b>3,071</b>	<b>1,112</b>	<b>-1,071</b>
	영업이익률	3.4%	3.9%	1.7%	-2.6%	-3.0%	-0.7%	-0.8%	-1.6%	4.3%	1.5%	-1.5%

자료: 삼성전자, iM 증권 리서치본부

표 3. CoWoS Capa 할당량 및 CY26 가속기 반도체 생산량 신규 전망

CY26	Nvidia AI GPU 생산량	Net Die	B200	15
			B300A	30
			B300	15
			중국 전용 (H200)	29
			Rubin	9
		CoWoS (K)		800 103%
		비중	B200	0%
			B300A	5%
			B300	20%
			중국 전용 (H200)	5%
			Rubin	70%
		Chip 수 (K)	B200	0
			B300A	1,200
			B300	2,400
			중국 전용 (H200)	1,160
			Rubin	5,040
			Total	9,800 38%
		AMD AI GPU 생산량	Net Die	MI350X 14
			MI400X	10
		CoWoS (K)		90 80%
		비중	MI350X	50%
			MI400X	50%
		Chip 수 (K)	MI350X	630
			MI400X	450
			Total	1,080 35%
		Intel AI GPU 생산량	Net Die	Gaudi3 20
		CoWoS (K)		0 -100%
		비중	Gaudi3	100%
		Chip 수 (K)	Gaudi3	0 -100%
		ASIC/FPGA 생산량	Net Die	Avg. 18
		CoWoS (K)		495 173%
		Chip 수 (K)		9,059 100%
		Total AI 가속기 생산량	Chip 수 (K)	19,939 58%

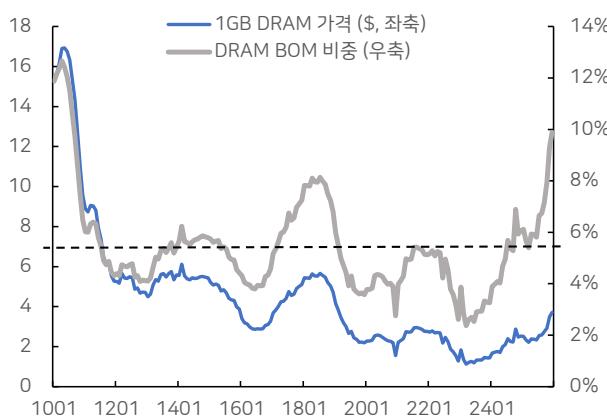
자료: 대만 서버 ODM, TSMC, iM 증권 리서치본부

표 4. CY25, CY26 HBM 실수요량 신규 추정

	고객	가속기 반도체 제품명	생산량 (K)	제품명	개당 용량 (GB)	HBM 가속기 당 개수	가속기 당 총용량	수요 (M GB)	% YoY
CY25	Nvidia	H100	0	HBM3	16	5	80	0	
		H200	1,257	HBM3E	24	6	144	181	
		New H20	0	HBM3E	24	6	144	0	
		B200	2,482	HBM3E	24	8	192	477	
		B300A	1,182	HBM3E	36	4	144	170	
		B300	2,187	HBM3E	36	8	288	630	
		Total	7,108					1,458	136%
	AMD	MI325X/350	800	HBM3E	36	8	288	230	70%
	Intel	Gaudi3	200	HBM2E	16	8	128	26	18%
	기타	ASIC/FPGA	4,525	HBM3/3E	20	5	100	453	67%
		Total	12,633				171	2,166	107%
CY26	Nvidia	B200	0	HBM3E	24	8	192	0	
		B300A	1,200	HBM3E	36	4	144	173	
		B300	2,400	HBM3E	36	8	288	691	
		중국 전용 (H200)	1,160	HBM3E	24	6	144	167	
		Rubin	5,040	HBM4	36	8	288	1,452	
		Total	9,800					2,483	70%
	AMD	MI350X	630	HBM3E	36	8	288	181	
		MI400X	450	HBM4	54	8	432	194	
		Total	1,080					376	63%
	Intel	Gaudi3	0	HBM2E	16	8	128	0	-100%
	기타	ASIC/FPGA	9,059	HBM3E/4	24	6	151	1,368	202%
		Total	19,939				212	4,227	95%

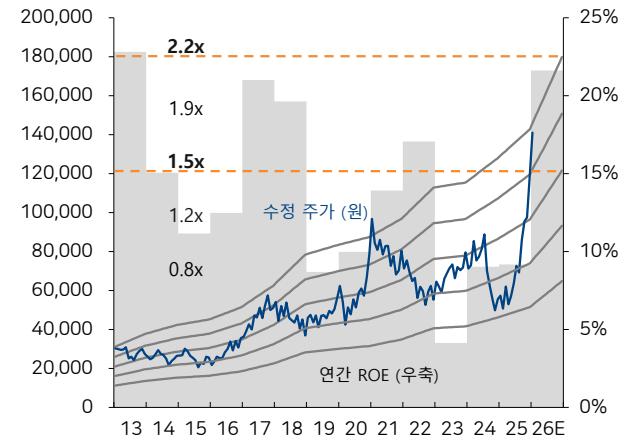
자료: 대만 서버 ODM, 각사 자료, iM 증권 리서치본부

그림1. CY25 12월 기준 DRAM BOM Cost 비중 및 DRAM 가격



자료: WSTS, Inspectrum, iM증권 리서치본부

그림2. P/B Valuation을 이용한 삼성전자 목표주가 도출



자료: 삼성전자, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	227,062	280,623	401,889	513,343
현금 및 현금성자산	53,706	95,273	179,805	299,535
단기금융자산	58,946	58,946	58,946	64,841
매출채권	53,246	58,893	77,045	69,341
재고자산	51,755	57,243	74,887	67,399
비유동자산	287,470	289,258	297,959	293,939
유형자산	205,945	210,037	220,486	217,761
무형자산	23,739	20,705	18,227	16,203
자산총계	514,532	569,882	699,848	807,282
유동부채	93,326	102,696	116,291	125,417
매입채무	12,370	13,682	17,899	16,109
단기차입금	13,173	13,173	13,173	13,173
유동성장기부채	2,207	2,207	2,207	2,207
비유동부채	19,014	19,014	19,014	19,014
사채	15	15	15	15
장기차입금	3,936	3,936	3,936	3,936
부채총계	112,340	121,709	135,305	144,430
지배주주지분	391,688	436,731	550,469	646,579
자본금	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	370,513	398,711	495,604	574,870
기타자본항목	15,873	32,718	49,563	66,408
비지배주주지분	10,504	11,442	14,075	16,273
자본총계	402,192	448,172	564,543	662,852

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	300,871	332,778	435,350	391,815
증가율(%)	16.2	10.6	30.8	-10.0
매출원가	186,562	201,258	202,357	195,907
매출총이익	114,309	131,521	232,993	195,907
판매비와관리비	81,583	87,982	95,087	85,854
연구개발비	34,998	36,606	39,181	35,263
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	32,726	43,539	137,905	110,053
증가율(%)	398.3	33.0	216.7	-20.2
영업이익률(%)	10.9	13.1	31.7	28.1
이자수익	16,703	16,511	19,047	22,815
이자비용	12,986	13,048	12,855	12,855
지분법이익(손실)	751	751	751	751
기타영업외손익	335	879	879	879
세전계속사업이익	37,530	48,631	145,727	121,644
법인세비용	3,078	9,726	36,432	30,411
세전계속이익률(%)	12.5	14.6	33.5	31.0
당기순이익	34,451	38,905	109,295	91,233
순이익률(%)	11.5	11.7	25.1	23.3
지배주주귀속 순이익	33,621	37,967	106,662	89,035
기타포괄이익	16,845	16,845	16,845	16,845
총포괄이익	51,296	55,750	126,140	108,078
지배주주귀속총포괄이익	50,061	54,406	123,101	105,474

현금흐름표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	72,983	80,129	130,693	161,785
당기순이익	34,451	38,905	109,295	91,233
유형자산감가상각비	39,650	43,308	44,551	47,725
무형자산상각비	2,981	3,033	2,478	2,024
지분법관련손실(이익)	751	751	751	751
투자활동 현금흐름	-85,382	-40,653	-48,253	-44,148
유형자산의 처분(취득)	-51,250	-47,400	-55,000	-45,000
무형자산의 처분(취득)	-2,319	-	-	-
금융상품의 증감	-35,620	-	-	-5,895
재무활동 현금흐름	-7,797	-9,819	-9,778	-9,778
단기금융부채의증감	5,871	-	-	-
장기금융부채의증감	-960	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-10,889	-9,811	-9,769	-9,769
현금및현금성자산의증감	-15,375	41,567	84,533	119,730
기초현금및현금성자산	69,081	53,706	95,273	179,805
기말현금및현금성자산	53,706	95,273	179,805	299,535

주요투자지표				
	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	4,950	5,589	15,703	13,107
BPS	57,663	64,294	81,039	95,188
CFPS	11,226	12,412	22,626	20,431
DPS	1,446	1,446	1,446	1,446
Valuation(배)				
PER	10.7	25.2	9.0	10.8
PBR	0.9	2.2	1.7	1.5
PCR	4.7	11.4	6.2	6.9
EV/EBITDA	3.5	8.7	3.8	3.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	9.0	9.2	21.6	14.9
EBITDA이익률	25.0	27.0	42.5	40.8
부채비율	27.9	27.2	24.0	21.8
순부채비율	-23.2	-30.1	-38.9	-52.1
매출채권회전율(x)	6.2	5.9	6.4	5.4
재고자산회전율(x)	5.8	6.1	6.6	5.5

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

## 삼성전자 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율		216,000
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2024-01-09	Buy	87,000	-15.3%	-13.6%	180,600
2024-02-23	Buy	84,000	-10.0%	-1.9%	145,200
2024-04-02	Buy	99,000	-18.7%	-13.8%	109,800
2024-04-30	Buy	95,000	-16.7%	-14.4%	74,400
2024-05-17	Buy	91,000	-14.2%	-10.3%	39,000
2024-07-01	Buy	95,500	-13.4%	-11.4%	
2024-07-05	Buy	101,000	-16.1%	-13.1%	
2024-07-31	Buy	97,000	-19.6%	-14.3%	
2024-08-06	Buy	87,000	-17.7%	-7.8%	
2024-09-27	Buy	77,000	-20.6%	-20.1%	
2024-10-08	Buy	76,000	-24.2%	-19.7%	
2024-11-15	Buy	72,000	-23.6%	-19.0%	
2024-12-23	Buy	71,000	-23.6%	-21.3%	
2025-01-08	Buy	68,000	-17.8%	-9.1%	
2025-04-02	Buy	70,000	-19.1%	-12.4%	
2025-06-30	Buy	72,000	-10.0%	0.8%	
2025-07-31	Buy	85,000	-13.3%	1.3%	
2025-09-30	Buy	106,000	-14.5%	-10.9%	
2025-10-14	Buy	110,000	-10.6%	-7.3%	
2025-10-30	Buy	135,000	-22.3%	-11.2%	
2026-01-02	Buy	160,000	-12.9%	-11.9%	
2026-01-08	Buy	180,000			

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자의견]

## 종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

## 산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

## [투자등급 비율 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-