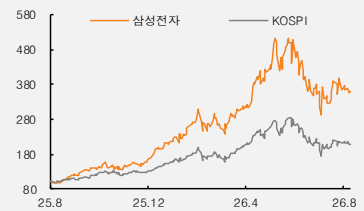


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 400,000원
현재주가(26/9/4)	255,500원
상승여력	56.6%

영업이익(26F, 십억원)	370,057
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	392,753
EPS 성장률(26F, %)	564.8
MKT EPS 성장률(26F, %)	283.0
P/E(26F, x)	5.9
MKT P/E(26F, x)	6.4
KOSPI	6,687.21
시가총액(십억원)	1,493,724
발행주식수(백만주)	5,846
유동주식비율(%)	75.4
외국인 보유비중(%)	46.7
벤투(12M) 일간수익률	1.26
52주 최저가(원)	69,500
52주 최고가(원)	362,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	6.5	48.4	264.5
상대주가	1.2	13.0	74.5



[반도체]

김영건

younggun.kim.a@miraesasset.com

005930 · 반도체

삼성전자

HBM으로 매크로 우려 극복

환율 하락효과 반영하나, 증익 기조는 여전

동사에 대한 목표주가를 40만원(기준 37만원)으로 +8.1% 상향한다. 26F/27F DRAM ASP 전망치를 각각 +4.8%pt/+0.3%pt 상향했으나, 환율 하락(기준 1,553원→1,400원)을 반영해 26F/27F OP 추정치는 각각 -5.7%, -4.2% 하향 조정했다. 또한, 분기 종반월 진입으로 12MF 산정의 범위도 2Q27→3Q27로 확장했다.

동사의 3Q26F/4Q26F/27F 영업이익은 각각 106조원/118조원/536조원으로 추정된다. DRAM ASP는 전기대비 +16.5%/+5.4%/+22.6%로 상승세를 이어갈 것으로 전망한다. 27년 범용 DRAM의 가격 상승세는 완만해지겠지만, HBM이 B/G +57%(vs 범용 +16%), ASP +49%(vs 범용 +20%)으로 DRAM 인상을 견인할 것이다.

HBM 고도화로 메모리 헤게모니 유지 전망

9/3 출시된 GPT-6 Astra는 컨텍스트 창 1.05M토큰, 2배 속도에 2배 가격인 Fast 모드, 272K토큰 초과 프롬프트의 별도 요금을 사양으로 확정했다. 디코드는 토큰마다 가중치와 KV캐시 전체를 다시 읽기 때문에 긴 컨텍스트는 토큰당 대역폭 수요를 키우며, 속도와 컨텍스트에 별도 부과한 요금은 원가가 메모리에 있음을 의미한다.

이 병목을 전제로 설계된 칩이 OpenAI의 ASIC Jalapeno다. OpenAI는 칩당 처리량을 성과 지표에서 빼고 사용자 대기 시간과 요청당 에너지만 남겼는데, 대기 시간은 디코드 속도가, 디코드 속도는 대역폭이 정한다. 이에 OpenAI는 최근 ASIC중에는 유일하게 HBM4를 탑재해 216GiB 용량에 15.4TB/s 대역폭을 확보했다.

HBM 세대 교체만으로는 I/O 전력이 함께 오른다. 이에 베이스 다이로 로직 공정으로 회로 구성과 크기를 축소해, XPU 면적의 5~10%인 메모리 컨트롤러도 베이스 다이로 옮기는 커스텀 HBM이 고려되고 있다. NVIDIA가 8/26 발표한 NVHBM도 유사한 구성으로 HBM4E 대비 대역폭 30%, 전력 15% 개선을 내세웠다.

동사는 2.5D의 수평 연결 전력까지 없애는 zHBM도 공개했다. DRAM을 XPU 위에 올려 I/O를 분산하며, HBM5 대비 I/O 전력 70% 감소와 대역폭 2.3배 이상을 목표로 하고 절감된 100W를 GPU 연산에 돌려준다. 대역폭을 높이는 수단이 베이스 다이 제조와 웨이퍼 본딩으로 옮겨가면, 메모리 제조사의 주도권이 커질 수 있다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	300,871	333,606	713,635	953,514	993,124
영업이익 (십억원)	32,726	43,601	370,057	535,682	504,112
영업이익률 (%)	10.9	13.1	51.9	56.2	50.8
순이익 (십억원)	33,621	44,261	291,087	424,487	416,133
EPS (원)	4,950	6,564	43,637	63,846	62,589
ROE (%)	9.0	10.8	49.6	44.4	30.6
P/E (배)	10.7	18.3	5.9	4.0	4.1
P/B (배)	0.9	1.9	2.2	1.4	1.1
배당수익률 (%)	2.7	1.4	0.7	0.7	0.7

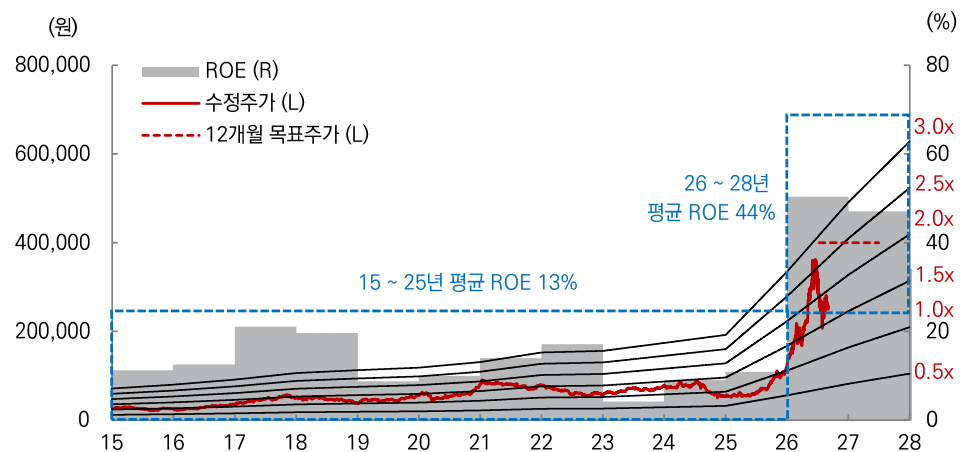
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 삼성전자 SOTP 밸류에이션

구분	12MF EBITDA		EV/EBITDA	Implied EV	Valuation peer & Note
	기존(~ 2Q27)	신규(~ 3Q27)			
영업가치	504.9	554.4	4.2	2,352.1	조원
DX	7.9	11.0	7.3	80.5	
MX/NW	6.1	8.7	7.6	66.8	Xiaomi, Apple 50% 할인
VD/DA	1.8	2.3	6.0	13.7	LG전자, Whirlpool
DS	487.8	533.4	4.2	2,224.7	
Memory	478.7	524.3	4.0	2,089.9	MU, Kioxia 평균 10% 할인
Foundry/LSI	9.1	9.1	14.7	134.8	글로벌 파운드리 평균
SDC	7.1	7.8	4.3	33.2	Innolux, BOE, AUO
Harman	2.2	2.2	6.1	13.6	현대모비스, 만도
구분	시가총액	지분율	지분가치		
지분가치			122.2	조원	
상장			68.6		
바이오로직스	67.0	31.2	20.9		
에피스홀딩스	8.9	31.2	2.8		
삼성전기	104.6	23.7	24.8		
삼성SDI	44.2	19.4	8.6		
삼성SDS	18.4	22.6	4.2		
기타			7.4		
비상장			53.6		
순부채			-236.0	조원, 3Q26 추정	
목표 시가총액			2,649	조원, 지분가치 50% 할인	
주식수			6,649	백만주, 보통주+우선주	
목표가			398,449	원	
목표가(보정)			400,000	원, +8.1% 상향	
현재가			255,500	원, 9/4 증가	
상승여력			56.6	%	
환산 27F P/E			6.3	배, 목표가/27F EPS	
환산 27F P/B			2.4	배, 목표가/27F BPS	

자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 삼성전자 12개월 선행 P/B 밴드 vs ROE



자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 전사 부문별 실적 전망치 변경 내역

(원, 조원, %, %pt)

	3Q26F			2026F			2027F		
	New	Old	변경율	New	Old	변경율	New	Old	변경율
USD-KRW	1,400	1,553	-9.8	1,443	1,518	-5.0	1,405	1,524	-7.8
매출액	197.4	212.9	-7.2	713.6	737.7	-3.3	953.5	979.3	-2.6
DX	47.2	49.8	-5.1	192.4	197.1	-2.4	214.0	223.6	-4.3
DS	145.0	158.3	-8.4	513.4	533.5	-3.8	719.3	737.0	-2.4
SDC	7.7	7.7	0.0	31.2	31.2	0.0	34.9	34.9	0.0
Harman	4.5	4.5	0.0	17.6	17.6	0.0	19.0	19.0	0.0
영업이익	105.7	119.8	-11.8	370.1	392.5	-5.7	535.7	558.9	-4.2
DX	0.7	1.0	-23.1	3.1	3.5	-12.0	9.3	10.4	-10.5
DS	103.4	117.2	-11.7	361.7	383.5	-5.7	518.7	540.3	-4.0
SDC	1.0	1.2	-10.7	3.8	4.0	-6.2	5.8	6.2	-7.8
Harman	0.4	0.4	-2.3	1.4	1.5	-1.3	1.7	1.7	-2.2
영업이익률	53.5	56.3	-2.8	51.9	53.2	-1.3	56.2	57.1	-0.9
DX	1.6	1.9	-0.4	1.6	1.8	-0.2	4.4	4.7	-0.3
DS	71.3	74.0	-2.7	70.5	71.9	-1.4	72.1	73.3	-1.2
SDC	13.5	15.1	-1.6	12.1	12.9	-0.8	16.5	17.9	-1.4
Harman	8.9	9.1	-0.2	8.2	8.3	-0.1	8.9	9.1	-0.2

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. DS부문 실적 전망치 변경 내역

(원, 조원, %, %pt)

	3Q26F			2026F			2027F		
	New	Old	변경율	New	Old	변경율	New	Old	변경율
매출액	145.0	158.3	-8.4	513.4	533.5	-3.8	719.3	737.0	-2.4
DRAM	100.7	109.9	-8.4	354.5	366.3	-3.2	514.3	517.6	-0.6
NAND	37.0	41.0	-9.8	129.7	137.9	-6.0	170.7	185.2	-7.8
Foundry/LSI	7.4	7.4	0.0	29.2	29.2	0.0	34.3	34.3	0.0
영업이익	103.4	117.2	-11.7	361.7	383.5	-5.7	518.7	540.3	-4.0
DRAM	81.5	90.6	-10.0	285.9	298.3	-4.1	419.2	424.7	-1.3
NAND	23.8	27.5	-13.5	82.7	90.2	-8.4	106.1	118.5	-10.4
Foundry/LSI	-1.9	-0.9	RR	-6.9	-5.1	RR	-6.6	-2.8	RR
영업이익률	71.3	74.0	-2.7	70.5	71.9	-1.4	72.1	73.3	-1.2
DRAM	81.0	82.4	-1.5	80.7	81.4	-0.8	81.5	82.0	-0.5
NAND	64.4	67.1	-2.8	63.8	65.4	-1.7	62.1	64.0	-1.8
Foundry/LSI	-25.4	-12.4	-13.0	-23.7	-17.4	-6.3	-19.3	-8.2	-11.0
[메모리 추정치]									
DRAM									
Bit growth	5.4	5.4	0.0	25.3	23.3	2.0	21.0	15.8	5.2
ASP 증감율	16.5	14.6	1.8	277.1	272.2	4.8	22.6	22.3	0.3
NAND									
Bit growth	5.0	5.0	0.0	13.8	13.8	0.0	19.6	19.6	0.0
ASP 증감율	15.0	15.0	0.0	280.2	280.2	0.0	12.5	12.5	0.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 전자 부문별 실적 추이 및 전망

(원, 조원, %)

	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2024	2025	2026F	2027F
USD-KRW	1,464	1,502	1,400	1,405	1,405	1,405	1,405	1,405	1,363	1,422	1,443	1,405
QoQ/YoY	1.0	2.6	-6.8	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	4.4	4.3	1.4	-2.6
매출액	133.9	171.5	197.4	210.8	228.4	237.7	250.8	236.6	300.9	333.6	713.6	953.5
DX	52.7	48.0	47.2	44.5	53.8	52.2	56.3	51.7	174.9	188.0	192.4	214.0
DS	81.7	127.5	145.0	159.1	172.0	180.8	188.5	178.0	111.1	130.1	513.4	719.3
SDC	6.7	7.5	7.7	9.3	7.0	8.6	9.2	10.0	29.2	29.8	31.2	34.9
Harman	3.8	4.6	4.5	4.6	3.6	5.5	5.2	4.6	14.3	15.8	17.6	19.0
QoQ/YoY	42.7	28.1	15.1	6.8	8.3	4.1	5.5	-5.7	16.2	10.9	113.9	33.6
DX	18.8	-8.8	-1.6	-5.8	20.8	-2.9	7.7	-8.1	2.9	7.5	2.4	11.2
DS	85.7	56.0	13.8	9.7	8.1	5.1	4.3	-5.5	66.8	17.2	294.5	40.1
SDC	-29.5	12.0	2.6	20.9	-24.5	22.7	7.1	8.8	-5.9	2.3	4.5	12.0
Harman	-16.5	20.2	-1.2	0.7	-20.6	51.9	-5.3	-12.4	-0.8	10.6	11.2	8.0
영업이익	57.2	89.5	105.7	117.7	129.4	136.5	140.6	129.2	32.7	43.6	370.1	535.7
DX	3.0	-0.8	0.7	0.2	2.5	2.3	2.7	1.9	12.4	12.9	3.1	9.3
DS	53.7	89.2	103.4	115.4	125.8	132.3	135.7	124.9	15.1	24.9	361.7	518.7
SDC	0.4	0.7	1.0	1.7	0.8	1.4	1.6	1.9	3.7	4.1	3.8	5.8
Harman	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.5	0.5	0.4	1.3	1.5	1.4	1.7
QoQ/YoY	185.1	56.4	18.1	11.3	10.0	5.5	3.0	-8.1	398.3	33.2	748.7	44.8
DX	122.2	TTR	TTB	-79.6	1,548.2	-8.5	17.7	-27.8	-13.5	3.3	-76.2	205.7
DS	227.0	66.2	16.0	11.5	9.0	5.2	2.6	-8.0	TTB	64.7	1,355.0	43.4
SDC	-81.5	93.0	48.6	59.4	-52.8	78.6	16.9	19.1	-32.9	10.3	-8.6	53.1
Harman	-30.6	80.2	1.3	0.6	-17.8	43.1	-4.6	-10.8	11.4	17.1	-6.3	17.1
영업이익률	42.8	52.2	53.5	55.8	56.7	57.4	56.0	54.6	10.9	13.1	51.9	56.2
DX	5.6	-1.7	1.6	0.3	4.6	4.3	4.7	3.7	7.1	6.8	1.6	4.4
DS	65.7	70.0	71.3	72.5	73.1	73.2	72.0	70.1	13.6	19.1	70.5	72.1
SDC	5.4	9.3	13.5	17.8	11.1	16.2	17.7	19.4	12.8	13.8	12.1	16.5
Harman	5.8	8.7	8.9	8.9	9.2	8.7	8.8	8.9	9.2	9.7	8.2	8.9
EBITDA	69.6	102.5	121.7	133.8	145.8	153.1	157.2	146.1	75.4	90.5	427.6	602.1
DX	4.2	0.4	2.0	1.4	3.7	3.5	3.9	3.2	16.7	17.3	7.9	14.3
DS	63.9	100.1	117.2	129.3	139.9	146.6	150.1	139.5	49.9	63.6	410.5	576.2
SDC	1.0	1.4	1.8	2.4	1.5	2.1	2.4	2.7	6.4	6.8	6.6	8.7
Harman	0.4	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	1.9	2.1	2.0	2.3
QoQ/YoY	115.4	47.3	18.7	10.0	8.9	5.0	2.7	-7.1	66.6	20.1	372.4	40.8
DX	64.8	-90.5	402.0	-29.6	166.3	-5.7	11.4	-18.9	-10.6	4.1	-54.2	80.4
DS	141.0	56.6	17.1	10.3	8.2	4.8	2.4	-7.1	227.1	27.6	545.0	40.4
SDC	-60.7	33.0	28.2	34.9	-36.6	40.5	11.0	13.2	-28.1	6.1	-3.0	31.9
Harman	-21.8	50.8	-0.1	0.5	-13.0	29.8	-3.5	-8.2	9.1	12.7	-2.8	11.9
Capex	11.2	16.8	17.3	23.7	22.3	22.6	22.6	22.8	53.6	52.7	69.0	90.4
DS	10.2	15.4	16.0	22.3	21.2	21.2	21.2	21.2	46.3	47.5	63.9	84.9
SDC	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7	0.9	4.8	2.8	2.7	2.9
Others	0.5	0.6	0.7	0.7	0.5	0.6	0.6	0.7	2.5	2.4	2.4	2.6
QoQ/YoY	-44.9	49.1	3.3	36.8	-5.7	1.1	0.0	1.1	1.0	-1.9	31.0	31.0
DS	-46.2	51.2	3.7	39.7	-5.0	0.0	0.0	0.0	-4.3	2.6	34.6	32.8
SDC	-11.7	26.9	-11.0	-0.9	-11.2	25.0	0.0	20.0	102.7	-42.2	-5.0	10.0
Others	-42.2	31.8	11.0	4.8	-23.0	19.9	0.0	16.6	7.5	-6.1	1.1	6.5
FCF	58.4	85.7	104.4	110.1	123.4	130.5	134.6	123.2	21.7	37.9	358.6	511.7
DS	53.7	84.7	101.2	107.0	118.7	125.4	128.9	118.3	3.6	16.2	346.6	491.3
SDC	0.5	0.6	1.1	1.7	0.9	1.4	1.6	1.8	1.6	4.0	3.9	5.8
Others	4.2	0.5	2.0	1.4	3.8	3.7	4.0	3.1	16.6	17.7	8.1	14.7

Note: Capex는 C/F가 아닌 발표(자산인식) 기준, FCF = EBITDA - Capex,
 자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. DS 부문 실적

(조원, %)

	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	81.7	127.5	145.0	159.1	172.0	180.8	188.5	178.0	111.1	130.1	513.4	719.3
DRAM	54.6	88.0	100.7	111.1	122.1	129.6	133.6	129.0	54.4	74.4	354.5	514.3
NAND	20.1	32.8	37.0	39.7	41.7	44.2	45.3	39.6	30.1	29.7	129.7	170.7
Foundry/LSI	6.9	6.7	7.4	8.2	8.2	7.0	9.6	9.5	26.6	26.0	29.2	34.3
QoQ/YoY	85.7	56.0	13.8	9.7	8.1	5.1	4.3	-5.5	66.8	17.2	294.5	40.1
DRAM	95.3	61.0	14.4	10.4	9.9	6.1	3.1	-3.4	89.8	36.8	376.4	45.1
NAND	119.6	63.1	12.6	7.5	5.0	5.8	2.6	-12.7	94.5	-1.3	337.1	31.7
Foundry/LSI	1.1	-4.0	11.0	11.4	-0.6	-14.6	37.4	-1.4	18.4	-2.1	12.2	17.2
영업이익	53.7	89.2	103.4	115.4	125.8	132.3	135.7	124.9	15.1	24.9	361.7	518.7
DRAM	43.2	70.4	81.5	90.8	100.4	106.3	109.1	103.4	16.8	30.4	285.9	419.2
NAND	11.9	21.0	23.8	26.0	26.9	28.1	28.1	23.1	3.5	2.0	82.7	106.1
Foundry/LSI	-1.4	-2.2	-1.9	-1.5	-1.5	-2.1	-1.4	-1.6	-5.3	-7.6	-6.9	-6.6
QoQ/YoY	227.0	66.2	16.0	11.5	9.0	5.2	2.6	-8.0	TTB	64.7	1,355.0	43.4
DRAM	170.7	63.1	15.8	11.4	10.5	5.9	2.6	-5.2	TTB	80.4	841.1	46.6
NAND	354.6	76.9	13.2	9.3	3.5	4.4	-0.0	-17.8	TTB	-42.1	3,941.8	28.3
Foundry/LSI	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR
영업이익률	65.7	70.0	71.3	72.5	73.1	73.2	72.0	70.1	13.6	19.1	70.5	72.1
DRAM	79.0	80.0	81.0	81.7	82.2	82.0	81.7	80.2	31.0	40.8	80.7	81.5
NAND	59.0	64.0	64.4	65.4	64.5	63.6	62.0	58.3	11.8	6.9	63.8	62.1
Foundry/LSI	-20.0	-33.3	-25.4	-17.6	-18.4	-29.9	-14.8	-16.7	-19.9	-29.1	-23.7	-19.3
EBITDA	63.7	99.9	117.0	129.1	139.7	146.4	149.9	139.3	49.2	62.8	409.7	575.3
DRAM	47.4	75.1	87.7	97.3	106.8	112.8	115.6	110.0	27.2	44.6	307.5	445.2
NAND	14.8	24.0	27.5	29.6	30.7	31.9	31.7	26.7	13.5	13.1	95.9	121.0
Foundry/LSI	1.5	0.7	1.9	2.2	2.2	1.7	2.6	2.6	8.4	5.1	6.3	9.1
Capex	10.2	15.4	16.0	22.3	21.2	21.2	21.2	21.2	46.3	47.5	63.9	84.9
DRAM	5.6	7.7	8.0	7.6	10.2	10.2	10.2	10.2	18.4	20.5	28.9	40.7
NAND	2.5	3.9	4.0	6.9	5.3	5.3	5.3	5.3	13.0	12.8	17.3	21.1
Foundry/LSI	2.0	3.9	4.0	7.9	5.8	5.8	5.8	5.8	14.9	14.2	17.7	23.1

자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 메모리 매출액 추정

(십억개, US\$, %)

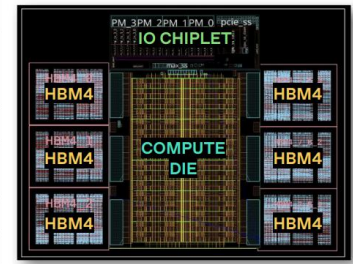
	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2024	2025	2026F	2027F
USD-KRW	1,464	1,502	1,400	1,405	1,405	1,405	1,405	1,405	1,363	1,422	1,443	1,405
QoQ/YoY	1.0	2.6	-6.8	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	4.4	4.3	1.4	-2.6
DRAM												
매출액 (US\$bn)	37.3	58.6	71.9	79.1	86.9	92.3	95.1	91.8	39.8	52.3	246.9	366.1
QoQ/YoY	93.4	57.0	22.7	10.0	9.9	6.1	3.1	-3.4	81.8	31.2	372.6	48.2
출하량 (십억Gb)	27.0	29.7	31.3	32.6	34.7	36.4	37.3	37.3	88.8	96.1	120.5	145.8
QoQ/YoY	1.0	10.0	5.4	4.4	6.4	5.0	2.3	0.1	13.0	8.3	25.3	21.0
ASP (US\$)	1.38	1.98	2.30	2.42	2.50	2.53	2.55	2.46	0.45	0.54	2.05	2.51
QoQ/YoY	91.5	42.8	16.5	5.4	3.3	1.1	0.7	-3.5	60.8	21.1	277.1	22.6
NAND												
매출액 (US\$bn)	13.8	21.9	26.4	28.3	29.7	31.4	32.2	28.2	22.1	20.9	90.3	121.5
QoQ/YoY	117.4	59.0	20.8	7.1	5.0	5.8	2.6	-12.7	86.4	-5.4	332.7	34.6
출하량 (십억GB)	83.0	83.4	87.5	89.3	93.7	101.2	109.3	106.1	298.1	301.6	343.2	410.4
QoQ/YoY	8.0	0.4	5.0	2.0	5.0	8.0	8.0	-3.0	11.0	1.2	13.8	19.6
ASP (US\$)	0.17	0.26	0.30	0.32	0.32	0.31	0.29	0.27	0.07	0.07	0.26	0.30
QoQ/YoY	101.3	58.4	15.0	5.0	0.0	-2.0	-5.0	-10.0	67.9	-6.4	280.2	12.5

자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. OpenAI ASIC Jalapeno 스펙

Specifications

Jalapeno ASIC	
Matrix compute	mxfp8 x mxfp8 = 3.4 PFLOP/s mxfp8 x mxfp4 = 6.7 PFLOP/s mxfp4 x mxfp4 = 13.4 PFLOP/s
Memory system	15.4 TB/s, 216 GiB
Scale-up network	Local = 128 ASICs @ 600 GB/s Global = 2048 ASICs @ 200 GB/s
Power	700 W
Jalapeno system (2048 ASICs)	
Matrix compute	mxfp4 x mxfp4 = 27 EFLOP/s
Memory system	32 PB/s, 432 TiB



Package floorplan

Most important spec: perf/W on end-to-end workloads

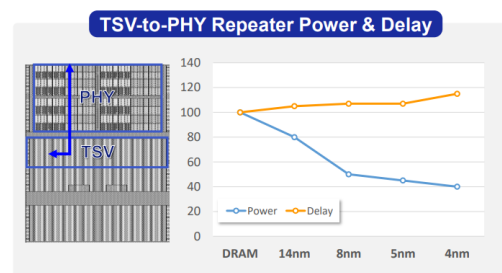
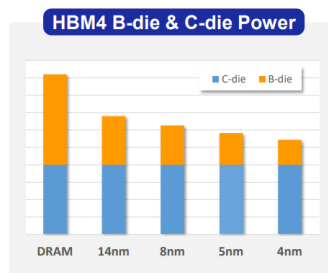
자료: OpenAI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 커스텀 HBM의 베이스 다이 전력 비교

Benefits of Using Advanced Logic Processes

■ Samsung applied D1c and logic 4nm processes to HBM4.

- The primary objective is power reduction.
- Active area minimization is another key goal.
- Marks the beginning of true DRAM and advanced logic integration.



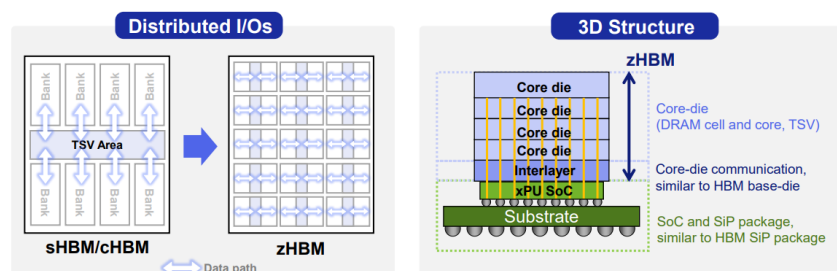
자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 삼성전자 zHBM 구조

Phase #3: Concept of zHBM

■ Key differentiators: distributed I/Os and a true 3D structure

- Distributed I/Os minimize data travel distance within the HBM stack.
- 3D structure eliminates conventional 2D interfaces (e.g., HBM PHY or D2D).
- Extreme efficiency targets ultra-low power consumption.



자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

삼성전자 (005930)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	333,606	713,635	953,514	993,124
매출원가	202,236	223,207	278,685	347,586
매출총이익	131,370	490,428	674,829	645,538
판매비와관리비	87,769	120,371	139,147	141,427
조정영업이익	43,601	370,057	535,682	504,112
영업이익	43,601	370,057	535,682	504,112
비영업손익	5,880	11,544	25,496	46,022
금융손익	3,987	6,697	18,306	31,798
관계기업등 투자손익	683	914	894	889
세전계속사업손익	49,481	381,601	561,178	550,134
계속사업법인세비용	4,275	89,581	135,573	132,905
계속사업이익	45,207	292,021	425,605	417,229
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	45,207	292,021	425,605	417,229
지배주주	44,261	291,087	424,487	416,133
비지배주주	946	934	1,118	1,096
총포괄이익	51,291	319,017	425,605	417,229
지배주주	49,904	313,631	417,856	409,633
비지배주주	1,387	5,386	7,749	7,597
EBITDA	90,528	427,612	602,087	573,550
FCF	37,793	269,556	400,851	382,105
EBITDA 마진율 (%)	27.1	59.9	63.1	57.8
영업이익률 (%)	13.1	51.9	56.2	50.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	13.3	40.8	44.5	41.9

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	85,315	345,690	487,490	483,289
당기순이익	45,207	292,021	425,605	417,229
비현금수익비용가감	52,396	155,619	182,973	169,846
유형자산감가상각비	43,606	53,985	62,828	65,861
무형자산상각비	3,321	3,569	3,577	3,577
기타	5,469	98,065	116,568	100,408
영업활동으로인한자산및부채의변동	-9,614	-47,371	-4,520	-3,379
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-2,535	-58,673	-14,044	-10,498
재고자산 감소(증가)	-3,591	-63,845	-14,458	-10,808
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3,257	11,976	3,582	2,677
법인세납부	-7,137	-61,289	-135,573	-132,905
투자활동으로 인한 현금흐름	-68,512	-199,455	-123,339	-136,193
유형자산처분(취득)	-47,372	-75,980	-86,640	-101,184
무형자산감소(증가)	-4,617	-3,725	-4,000	-4,000
장단기금융자산의 감소(증가)	-9,056	-84,726	-18,669	-13,955
기타투자활동	-7,467	-35,024	-14,030	-17,054
재무활동으로 인한 현금흐름	-13,478	-29,883	-13,875	-13,345
장단기금융부채의 증가(감소)	5,909	-2,830	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-9,897	-11,103	-11,020	-11,020
기타재무활동	-9,490	-15,950	-2,855	-2,325
현금의 증가	4,151	122,443	346,494	330,924
기초현금	53,706	57,856	180,299	526,793
기말현금	57,856	180,299	526,793	857,717

자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

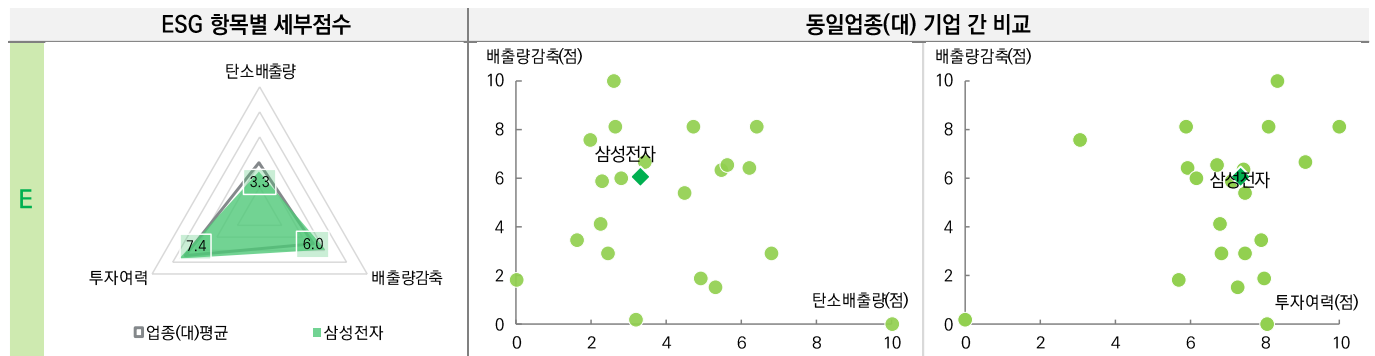
(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	247,685	606,758	1,005,387	1,375,282
현금 및 현금성자산	57,856	180,299	526,793	857,717
매출채권 및 기타채권	58,609	131,672	147,770	159,804
재고자산	52,637	118,254	132,713	143,521
기타유동자산	78,583	176,533	198,111	214,240
비유동자산	319,257	417,033	459,081	514,708
관계기업투자등	13,772	30,941	34,724	37,551
유형자산	215,305	238,879	262,691	298,014
무형자산	29,481	29,598	30,020	30,443
자산총계	566,942	1,023,791	1,464,468	1,889,990
유동부채	106,411	211,851	235,930	253,928
매입채무 및 기타채무	34,405	77,295	86,745	93,809
단기금융부채	18,752	14,916	14,916	14,916
기타유동부채	53,254	119,640	134,269	145,203
비유동부채	24,210	47,311	52,180	55,819
장기금융부채	6,487	7,493	7,493	7,493
기타비유동부채	17,723	39,818	44,687	48,326
부채총계	130,622	259,162	288,109	309,747
지배주주지분	424,313	749,928	1,160,540	1,563,329
자본금	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	402,136	676,934	1,090,401	1,495,515
비지배주주지분	12,007	14,700	15,818	16,914
자본총계	436,320	764,628	1,176,358	1,580,243

예상 주당가치 및 valuation (요약)

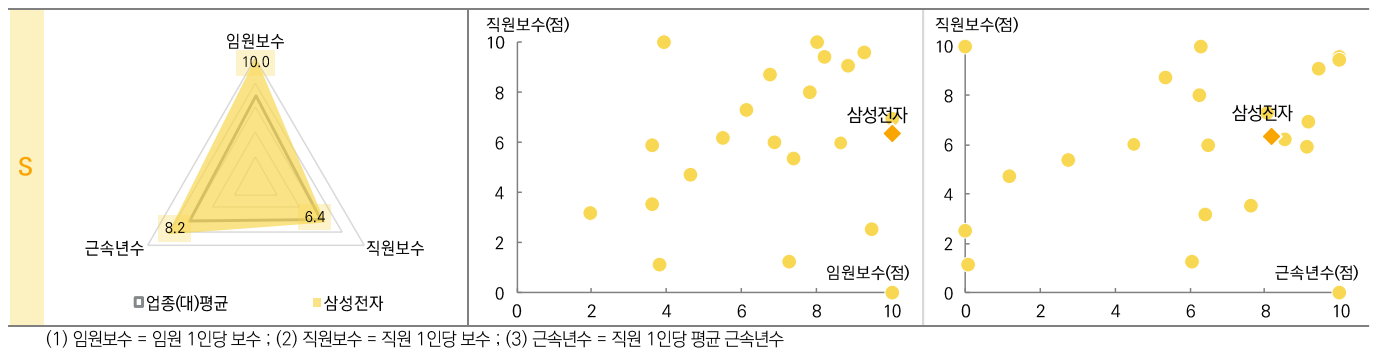
	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	18.3	5.9	4.0	4.1
P/CF (x)	8.3	3.8	2.8	2.9
P/B (x)	1.9	2.2	1.4	1.1
EV/EBITDA (x)	7.7	3.2	1.6	1.1
EPS (원)	6,564	43,637	63,846	62,589
CFPS (원)	14,474	67,107	91,534	88,300
BPS (원)	63,976	114,976	176,735	237,317
DPS (원)	1,668	1,682	1,682	1,682
배당성향 (%)	21.6	3.3	2.3	2.3
배당수익률 (%)	1.4	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	10.9	113.9	33.6	4.2
EBITDA증가율 (%)	20.1	372.4	40.8	-4.7
조정영업이익증가율 (%)	33.2	748.7	44.8	-5.9
EPS증가율 (%)	32.6	564.8	46.3	-2.0
매출채권 회전율 (회)	7.0	8.6	7.8	7.4
재고자산 회전율 (회)	6.4	8.4	7.6	7.2
매입채무 회전율 (회)	15.9	10.5	9.0	10.2
ROA (%)	8.4	36.7	34.2	24.9
ROE (%)	10.8	49.6	44.4	30.6
ROIC (%)	13.2	78.5	89.8	75.3
부채비율 (%)	29.9	33.9	24.5	19.6
유동비율 (%)	232.8	286.4	426.1	541.6
순차입금/자기자본 (%)	-23.1	-40.6	-57.4	-64.6
조정영업이익/금융비용 (x)	72.0	449.1	766.7	721.5

ESG 레이팅 : 삼성전자 (005930)

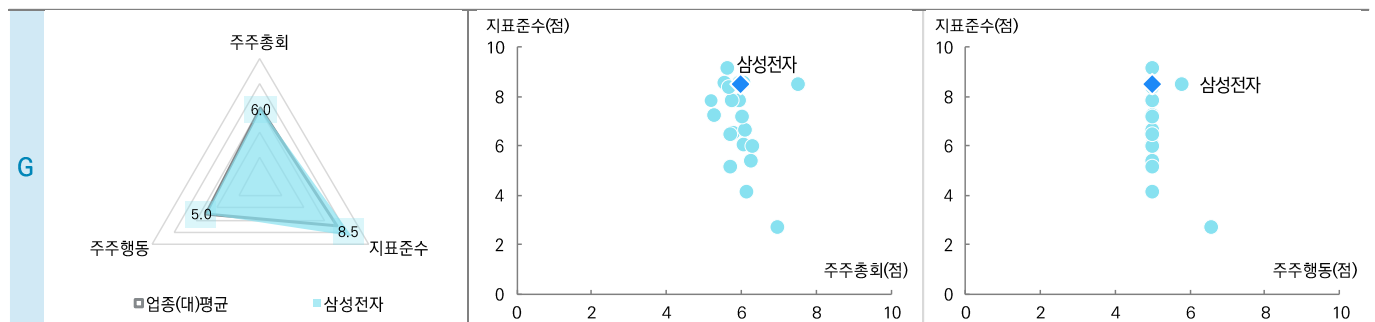
종합		세부항목						
ESG	카본 거버넌스 인센티브 ■업종(대)평균 ■삼성전자	ESG 점수	5.1	=	직전점수	5.1	업종(대)	IT
		ESG 등급	BBB	=	직전등급	BBB	업종(중)	반도체와반도체장비
		세부항목	점수	등급	가중치(%)		담당자	김영건
		카본(E)	4.0	A	40	=	담당자 코멘트	
		인센티브(S)	8.5	AA	10	=		
		거버넌스(G)	5.2	A	50	=		
가중치 변경 없음								



(1) 탄소배출량 = 탄소집약도(탄소배출량/매출); (2) 배출량감축 = 3년평균 탄소집약도 감소율; (3) 투자여력 = 3년 평균 ROE
주: 탄소배출량 점수와 탄소집약도는 반비례; 배출량감축 점수와 탄소집약도 감소율은 비례



(1) 임원보수 = 임원 1인당 보수; (2) 직원보수 = 직원 1인당 보수; (3) 근속년수 = 직원 1인당 평균 근속년수



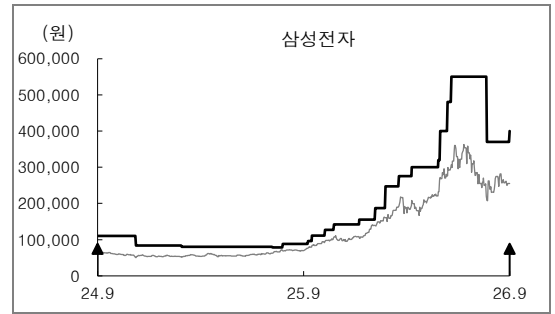
(1) 주주총회 = 주주총회 개최 횟수 대비 기관 비율; (2) 주주행동 = 주주제안·공개서한 수취 건 수 및 주주행동 수용 건 수; (3) 지표준수 = 기업지배구조보고서 핵심지표 15가지에 대한 준수를
주: 주주총회 및 주주행동 점수가 높을수록 견제와 균형이 작동함을 의미

점수	산정식 및 설명
ESG 점수	ESG 점수 = (E 가중치 × 카본스코어) + (S 가중치 × 인센티브스코어) + (G 가중치 × 거버넌스스코어)
카본 스코어	카본 스코어 = 탄소배출량 점수 + (투자여력 점수 × 배출량감축 점수)
인센티브 스코어	인센티브 스코어 = 임원보수 점수 + 직원보수 점수 + 근속년수 점수
거버넌스 스코어	거버넌스 스코어 = 주주총회 점수 + 주주행동 점수 + 지표준수 점수

자료: MSCI, FnGuide, 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성전자 (005930)				
2026.09.07	매수	400,000	-	-
2026.07.29	매수	370,000	-31.73	-23.92
2026.05.27	매수	550,000	-44.49	-34.09
2026.05.20	매수	480,000	-38.13	-37.60
2026.05.07	매수	400,000	-30.00	-26.00
2026.05.04	매수	320,000	-16.88	-16.88
2026.03.18	매수	300,000	-32.55	-24.67
2026.02.23	매수	275,000	-29.93	-20.73
2026.01.30	매수	247,000	-31.01	-23.04
2026.01.12	매수	187,000	-19.63	-13.16
2025.12.15	매수	155,000	-21.84	-9.03
2025.10.31	매수	142,000	-27.74	-21.76
2025.10.15	매수	127,000	-21.89	-18.03
2025.09.22	매수	111,000	-21.22	-14.95
2025.09.15	매수	96,000	-17.24	-16.15
2025.08.01	매수	88,000	-19.69	-14.32
2025.07.14	매수	78,000	-13.28	-6.92
2025.02.03	매수	80,000	-28.59	-20.25
2024.11.14	매수	84,000	-35.00	-30.60
2024.05.16	매수	110,000	-34.12	-20.18



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성전자를(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.