Issue Comment

2025. 7. 8

삼성전자 005930

2Q25P – 구조적 비용과 후행적 비용의 교집합

반도체/디스플레이
Analyst 김선우
02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr

2Q25 잠정 실적 – 분기 저점, 이후 완만한 개선폭을 보일 전망

삼성전자는 2Q25P 매출 74.0조원 (-6.5% QoQ)과 영업이익 4.6조원 (-31.2% QoQ)의 잠정실적을 발표. 이는 당사 전망치에 상당 부분 부합하는 실적으로, 시장 컨센서스 5.5~6.2조원 대비로는 크게 하회. 당사의 최근 실적 전망 보고서 (삼성전자, '경쟁열위 속 후행적 비용 vs 절대 저평가')에서 밝힌 바와 같이, 2Q25 실적은 스마트폰 선방 불구 반도체의 구조적 비용과 후행적 비용이 동시에 발현한 실적으로 평가됨

부문별 영업이익의 경우 금일 잠정실적에는 발표되지 않았으나, 당사는 기존 추정치 그대로 [DS(반도체) 0.4조원], [SDC 0.5조원], [MX/NW 3.0조원], [VD/가전 0.3조원], [하만/기타 0.4조원] 으로 예상함 (표1)

동사의 이번 실적을 평가하기에 앞서, 투자자들은 AI 시대 DRAM 산업의 구조적 변화에 주목해야함. 당사는 지난해 중반 삼성전자의 HBM 선행생산 계획 (HBM3E 8단) 무렵부터, 품질인증 결과 전 웨이퍼 선투입 결정이 일부 재고 부담을 초래할 수 있으리라 판단함. 메모리 반도체는 과거의 커머디티 (동일제품, 동일가격) 속성을 벗어나, 스페셜티 (성능 차별화, 가격 차등제) 시대로 변모하고 있음. 이에 따라 생산자들의 판매 계획 역시, 과거 경쟁방식인 '선생산 후판매'가 아닌 '선계약 후생산'이 필수적임. 이제 생산자 간 경쟁의 기준은 '원가'에서 '성능'으로 무게중심이 옮겨가고 있음

한편 최근 DRAM 산업은 구조적 업사이클이 강화되는 상황임. 이는 수요 지형도 변화에 기인함. 과거의 B2C (스마트폰, PC, 태블릿 등) 수요는 예측 가시성이 높고, 오차 범위가 제한적이었으나 이제 수요의 중심축은 데이터센터 (DC)로 옮겨가고 있음. 과거 수십억대의 기기가 구성하는 전방시장은, 수십~수백건의 초거대 DC 투자 중심으로 변해가게 됨. AI DC 한 부지가 투자되며 발생하는 수요는 과거의 한계적 수요 증가가 아닌 대규모 단위 폭증으로 변모할 것임. 쉽게 말해 AI DC 한 동의 투자 결정은 수백~수천만대의 스마트폰 수요가 일시적으로 발생하는 상황으로 묘사 가능 함. 문제는 이 과정에서, 메모리 공급 업체의 수요 예측 정확도는 과거와 달리 크게 떨어질 뿐더러, 예측이 빗나갔을 경우의 위험이 막대해지는 변화가 생김. 결국 공급업체들은 과거의 물량 경쟁구도 (점유율 경쟁)보다, 공동의 위험회피 경향이 짙어질 가능성이 높음. AI DC 위주의 대규모 수요 증가는 향후 수요 곡선을 계단식 폭증으로 변모시킬 것이며, 과거와 달리 최소 규모로 준비될 공급은 26~27년 내 급격한 공급 부족 사태를 야기할 수 있음

이러한 관점에서, 삼성전자 역시 향후 DRAM 업사이클에 따라 2H25~2027 실적 회복을 보일 것으로 전망됨. 다만 새로운 경쟁 구도 내 소재와 제조 방식의 '아날로그 성격'으로 말미암아 HBM 리더십 회복에는 다소 긴 시간이 소요될 수 있음. 투자자들은 현재 현저히 저평가된 동사 주가 (1.02배 26E P/B vs 과거 거래구간의 저점 1.1~1.2배)를 감안해 시의적절한 비중확대 전략을 펼칠 필요가 있음

2Q25P – 구조적 비용과 후행적 비용의 교집합

동사의 2Q25 잠정 영업이익 4.6조원은 스마트폰 선방 불구, HBM 매출 감소와 선단 공정의 후행적 비용반영, 파운드리 저가동 지속 등의 결과로 아쉬운 수준으로 평가됨

(반도체, 영업이익 0.4조원) HBM은 전분기에 이어 5~6억 Gb 수준 출하에 그쳤을 것. NAND 적자는 지속되는 한편 LSI/파운드리 역시 저가동 요인에 의해 2.3조원의 영업손실이 예상됨. 아울러 당사가 지속 우려해온 바와 같이, 지난해부터 진행돼 온 의욕적 생산 계획에 따라 올해에는 부진재고 등 후행적 비용이 1.0~1.5조원 가량 일부 인식됐을 것으로 추정됨

(SDC, 0.5조원) 갤럭시 출하량 선방에 따라 비수기 불구 영업이익은 전분기 대비 소폭 개선. 아이패드 등 물량 감소도 실적에 일부 영향을 미쳤을 것으로 추정

(MX, 3.0조원) 스마트폰 출하량이 5,600만대를 기록하며 기대를 소폭 상회하고, S25 엣지 등 신제품 출시 효과로 플래그십 (갤럭시S시리즈 830만대) 매출 역시 견조한 수준을 기록. 전분기에 이어 효율적 원가 절감 활동이 이어지며, 양호한 실적을 기록한 것으로 평가됨

(VD/가전, 0.3조원) 경쟁사와 달리 전략적 판가 설정과 공격적인 TV 판매 정책에 따라 VD 영업이익은 산업 평균 이익률을 능가했을 것으로 판단됨

[삼성전자의 2Q25P 실적 설명회는 7월 31일 (목)로 예정됨]

표1 삼성전자 2Q25P 잠정실적 요약

(조원)	잠정실적 2Q25P	메리츠 2Q25E	차이 Diff	1Q25	% QoQ	2Q24	% YoY
매출액	74.0	74.2	-0.3%	79.1	-6.5%	74.1	-0.1%
영업이익	**4.6**	**4.6**	**-0.5%**	**6.7**	**-31.2%**	**10.4**	**-55.9%**
DS	0.4	0.4	-3.0%	1.1	-64.8%	6.5	-93.8%
SDC	0.5	0.5	-2.9%	0.5	7.8%	1.0	-50.5%
MX/네트워크	3.0	3.0	-0.6%	4.3	-30.4%	2.2	34.4%
VD/가전	0.3	0.3	-7.6%	0.3	-6.0%	0.5	-38.8%
Harman	0.4	0.4	13.5%	0.3	31.0%	0.3	25.6%

자료: 삼성전자, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.