

삼성전자 (005930)

Buy (upgrade)



목표주가: 1,750,000원

현재주가: 1,514,000원

Stock Data

KOSPI(5/6)	1,961.48pt
시가총액	2,230,112억원
발행주식수	147,299천주
52주 최고가 / 최저가	1,576,000 / 1,091,000원
90일 일평균거래대금	3,580.66억원
외국인 지분율	49.2%
배당수익률(2013E)	0.6%
BPS(2013E)	856,066원

KOSPI대비 상대수익률	1개월	-1.2%
	6개월	10.5%
	12개월	12.7%

주주구성

이건희 외 12인	17.7%
삼성전자 자사주	11.2%
국민연금	7.2%
Citibank N.A	5.1%

Keep Your Eyes Open

과녁을 빗나간 1분기 실적에 담긴 실마리

당초 예상치를 상회한 1분기 실적 핵심은 재고자산 증가에 의한 원가 하락 효과가 크게 나타난 점이다. 예상보다 빠른 피쳐폰 비중 감소로 인해 향후 피쳐폰에서 스마트폰으로의 믹스개선에 따른 ASP 개선효과는 둔화될 전망이다.

2Q 영업이익 10.6조 및 IM 사업부 수익성 유지 전망

갤럭시S4 Sell-Through에 대한 우려는 있으나 신규 출시 물량 Sell-In에 대한 기대감은 유효하다. 2분기 Product Mix 개선 및 ASP 상승 전망하나 1분기 재고부담으로 인해 모바일 부문 수익성은 전분기 수준으로 예상된다.

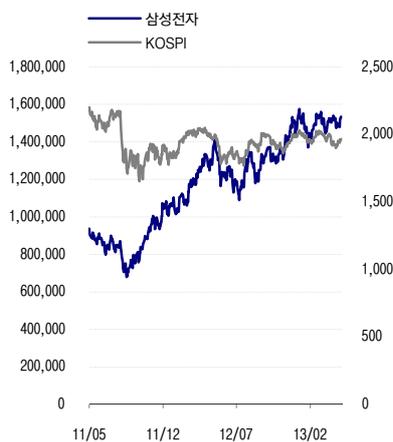
하반기 이후 애플의 저가폰 공세와 시스템LSI, LCD, TV 부문 실적 둔화 전망

하반기 Mix 개선 속도 둔화와 애플의 저가폰 출시에 따른 경쟁 심화로 IM 사업부 영업이익률은 둔화될 전망이다. 향후 애플의 부품 구매감소, 중국 내 LCD 및 TV 경쟁심화 등으로 하반기 이후 전사 이익은 YoY 증가세가 둔화될 것으로 예상된다.

신규 목표주가 근접시 이익실현 후 관망 전략 유효

신규 추정 올해 연간 ROE는 개선될 전망이며 2분기 YoY 개선 모멘텀이 크게 나타날 전망이다. 그러나 하반기 EPS 증가율은 BPS 증가율을 하회할 전망으로 하반기 이후 ROE는 둔화되어 주가는 PBR밴드 Mid-Cycle 하단을 유지할 가능성이 높다. 상향 조정된 BPS 평균을 적용하여 기존 목표주가에서 15.1% 상향 조정한 175만원을 신규 목표주가로 제시하며 투자 의견 또한 기존 Marketperform 의견에서 2분기 Peak-Out을 겨냥한 Buy 의견으로 상향 조정한다. 향후 주가의 신규 목표주가 근접시 이익실현 후 당분간 실적 흐름 관망 전략을 제시한다.

Stock Price



Financial Data	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(십억원)	165,002	201,104	225,534	226,434	228,698
영업이익(십억원)	15,644	29,049	37,944	36,907	29,688
세전계속사업손익(십억원)	17,192	29,915	39,326	38,378	31,251
순이익(십억원)	13,759	23,845	31,289	30,591	24,910
EPS(원)	90,853	157,403	211,020	206,130	167,562
증감률(%)	n/a	73.2	34.1	-2.3	-18.7
PER(배)	11.6	9.7	7.2	7.3	9.0
PBR(배)	1.9	2.2	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	5.4	4.9	3.6	3.1	3.2
영업이익률(%)	9.5	14.4	16.8	16.3	13.0
EBITDA 마진(%)	17.7	22.2	24.7	25.0	22.2
ROE(%)	14.7	21.6	23.8	19.1	13.4
순부채비율(%)	-12.1	-18.6	-28.9	-36.6	-41.0

주: K-IFRS 연결 기준

I. 삼성전자 2013년 1분기 실적 Review 및 향후 실적 전망

IM 사업부 실적 예상치 큰 폭 상회한 반면, 반도체를 비롯한 기타사업부 실적 예상치 하회

화살은 과녁을 크게 빗나갔다. 발표실적은 4분기 실적 발표 이후의 당초 1분기 전체 영업이익 추정치 7.84조원을 크게 상회했을 뿐만 아니라 각 사업부별 실적 추정에 있어서도 전분기 대비 영업이익이 감소할 것으로 보았던 IM 사업부와 증가할 것으로 전망했던 반도체사업부의 실적 방향성 또한 정반대로 틀렸다.

무선사업부의 영업이익률이 16.2%로 전분기 대비 1.2%pt 악화될 것으로 전망하였으나 삼성전자는 보란 듯이 +2%pt 마진을 개선하며 글쓴이의 추정을 무색하게 하였다. 반도체사업부의 경우도 당초 SK하이닉스와 같이 4분기 14.8%에서 1분기 19.5%로 드라마틱한 영업이익률 개선을 기대하였으나 정작 1분기 실적 결과는 -2.3%pt나 하락하였다. 참고로 SK하이닉스의 경우 실질 영업이익률은 4분기 4%가량에서 1분기 11%가량으로 급격히 개선되었다.

디스플레이와 가전사업부 역시 당초 추정치를 하회하였으나 실적 및 마진의 방향성은 다르지 않았다. 다만, 그 감소폭이 예상치를 크게 상회하는 급격한 수익성 악화가 발생하였다.

전반적으로 3개월 전 글쓴이의 예상치는 그다지 만족할 수 없는 단계를 넘어 형편없는 수준의 실적 추정이다. 어디에서부터 단추를 잘못 채운 것인지 확인이 필요한 시점이다. 꼬인 첫 단추의 위치를 찾아 다시 채워야만 다음을 바르게 기약할 수 있기 때문이다.

한편, 삼성전자는 애플 소송 관련 충당금 등을 IM 사업부 실적에 일정부분 반영했다고 하나, 그 금액과 향후 추가 적립계획 등을 밝히지 않고 있어 실질적 영업이익 분석에 관한 논의에서 제외하였다. 참고로 LG디스플레이는 작년 말부터 적용된 국제회계기준(K-IFRS) 1001호-매출액에서 단순히 영업활동과 실질적 관련이 있는 매출원가와 판매관리비만 빼 수치를 영업이익으로 규정-에 따라 담합 과징금 등을 명료하게 영업외비용으로 처리하도록 했다. 반면, 삼성전자의 충당금 반영 원칙 및 규모에 대한 비공개 처리는 상장회사로서의 회계 정보 명료성 측면에서 아쉬움이 따르는 부분이다.

실마리 - 1분기 재고자산 10% 증가, 마진 개선에 기여

삼성전자의 1분기 실적 가운데 눈에 띄는 부분은 전분기 대비 6%가량 감소한 매출에 비해 재고자산의 큰 폭 증가다. 전분기 대비 10% 가량 증가하였으며 1분기 매출액의 3.3% 수준이다. 이는 4분기 실행한 재고조정을 고스란히 다시 한 분기 만에 되돌려 놓은 수준이다. 통상 재고조정은 회계년도 말에 이루어지며 당해년도의 원가부담을 다음 회기로 이월시키지 않기 위함이고 회계적 목적이다. 작년 1분기에는 전분기 대비 4% 가량의 재고자산이 증가하였으나 올 1분기에는 그 폭이 두 배 넘게 증가한 것이다.

재고수준은 매출 규모에 대한 재고자산 비율로 평가하는데 1분기에는 계절적 효과로 인해 직전 4분기 대비 매출이 감소하며 기말재고가 증가하기 마련이다. 전분기 대비 가동률을 하락시키지 않으면 기중 투입원가가 일정하게 쌓이고 여기에 제품매출이 떨어지면 기말에는 재고자산이 쌓이는 이치다. 작년 1분기 매출액 대비 재고자산 비율은 36.1%, 올해 1분기에는 36.9%로 재고수준은 작년과 유사한 수준이다. 재고 수준은 부담스럽지 않다. 다만, 1분기 삼성전자 실적의 핵심은 재고원가 감소에 따른 마진 개선 효과가 크게 나타난 점이다.

[표1] '13 1분기 기말 재고증가에 의한 원가하락 효과 크게 두드러졌으나 투입원가율은 오히려 상승하며 마진 악화 (단위: 조원)

	12.4Q	13.1Q	QoQ	증가치	전사 매출액	매출액 대비
재고자산	17.7	19.5	9.9%	1.8	52.9	3.3%

(단위: 조원)

	기초재고(A)	기말재고(B)	재고원가(A-B)	기중매입원가(C)	매출원가(A-B+C)	전사 매출액
12.1Q	15.7	16.4	-0.6	30.8	30.1	45.3
매출액 대비	34.7%	36.1%	-1.4%	68.0%	66.6%	100.0%
12.4Q	19.5	17.8	1.7	32.8	34.6	56.1
매출액 대비	34.7%	31.7%	3.1%	58.6%	61.6%	100.0%
13.1Q	17.8	19.5	-1.8	33.1	31.4	52.9
매출액 대비	33.6%	36.9%	-3.3%	62.7%	59.4%	100.0%

자료: 삼성전자, 이트레이드증권 리서치본부

1분기 투입원가율은 전분기 대비 4.1%pt 상승

재고증가에 따른 원가율 하락효과 -3.3%pt를 제외하면 1분기 당기 기중매입원가율은 62.7%로 전분기 58.7%보다 4.1%pt 상승하였다. 재고효과를 제외한 실질적인 1분기 GP 마진은 그만큼 하락한 것이다.

1분기 증가한 재고는 다음 2분기 매출원가에 부담으로 작용할 전망이다. 1분기 높아진 투입원가율 또한 2분기 실적에 대한 기대치를 제약하는 요인이 된다.

무선사업부 매출액 전체의 60% 차지, 늘어난 재고의 수수께끼

삼성전자의 1분기 매출의 절반 이상은 무선사업부가 차지하고 있다. 늘어난 재고자산의 대부분도 상당부분 무선사업부의 헷셋일 가능성이 높다.

흥미로운 것은 1분기 삼성전자의 주력사업인 스마트폰 출하량은 전분기 대비 9% 가량 증가했을 것으로 예상된다. 게다가 삼성전자 관련 부품업체의 동향에 따르면 1분기 삼성전자 스마트폰 관련 부품 매출은 지난 4분기 수준이었다. 이는 종합해보면 삼성전자의 1분기 스마트폰 출하는 기존 재고가 처분되었음을 의미한다.

이에 따라 글쓴이의 당초 1분기 전망은 스마트폰 관련 재고가 4분기 대비 축소되었을 것으로 예상되었고 재고조정에 따른 매출원가 부담이 발생하여 1분기 IM 및 무선사업부의 마진이 전분기 대비 악화될 것으로 추정되었다.

그러나 이러한 재고조정은 다음 2분기 삼성전자의 매출원가 개선에 기여하여 2분기 IM 사업부문의 수익성은 당초 예상치를 상회할 수 있을 것으로 내심 기대할 수 있었던 것도 사실이다. 어차피 삼성전자의 실적은 갤럭시S4효과를 제외하고도 당초 예상치 보다 상향될 가능성이 높았던 것이다.

그러나 이러한 시나리오는 여지없이 깨지고 말았다. 1분기 실적 리뷰의 핵심은 바로 여기에서 시작된다. 과연 계절적 효과를 벗어난 추가적인 재고증가는 어디에서 발생한 것일까?

그 대상은 일단 IM 사업부, 디스플레이로 의심된다. 이유는 전년도 1분기와 비교해 보았을 때 전년도 1분기의 계절성에 따른 매출 감소효과보다 더 큰 폭으로 매출이 감소했기 때문이다.

[표2] 2012년 및 2013년 각 사업부별 1분기 매출 계절성 크기 차이

	12.1Q 매출 QoQ	13.1Q 매출 QoQ	전년대비
가전	-37%	-23%	14%
VD	-29%	-29%	0%
IM	30%	7%	-23%
무선	10%	7%	-3%
반도체	-13%	-11%	2%
메모리	-10%	-4%	6%
디스플레이	0%	-8%	-8%

자료: 삼성전자, 이트레이드증권 리서치본부

가전 및 반도체 전년대비 재고감소에 기여, 무선 및 디스플레이 재고증가에 기여 추정

우선 VD사업부문은 전년도와 같은 수준의 계절성을 보여주었고 기타 가전의 경우 작년에 비해 오히려 선방하는 양상을 보여주었다.

IM 사업부의 경우 작년 1분기 국내 LTE 도입에 따른 네트워크 장비 특수이 발생했던 점을 감안할 때 무선사업부의 전년대비 성장성이 둔화된 점이 재고증가의 주요 원인으로 의심된다.

반도체사업부의 경우 메모리 부분은 계절적 감소효과가 전년대비 6%pt 개선되는 양상을 보여주었다. 시스템LSI의 경우에도 작년과 올해 1분기 QoQ 매출 변동은 -19%로 계절성의 변화는 나타나지 않았다.

디스플레이의 경우 작년보다 더 큰 계절적 감소효과를 보였으며 이 또한 전년대비 재고증가폭이 확대되는 효과를 가져왔을 것으로 추정된다.

여전히 무선사업부문의 재고증가에 대한 수수께끼가 의문으로 남는다. 스마트폰의 출하 증가에 따라 재고가 감소될 것으로 예상되었던 무선사업부는 오히려 전년대비 계절적 효과가 확대되어 재고증가의 주 원인으로 의심되는 것이다.

무선사업부를 비롯 각 사업부의 세부 항목을 살펴봄으로써 이를 밝혀보았다.

1. IM 사업부

적자 사업 프린터는 가전사업부로, 이익률 3% 내외 PC 사업은 무선사업부로 조직변경

우선 기존 추정과 달라지는 부분은 PC사업의 무선사업부 합병이다. 그 이전 PC와 프린터 사업은 IM 사업부의 IT부문에 속해 있었다. 이로 인해 분기 2.5조 가량의 매출이 추가로 무선부문에 더해지게 되었다.

이는 하이브리드 등 PC의 모바일 트렌드에 걸맞은 사업조직 변경으로 판단된다. 향후 수익성 측면에서는 무선부문의 수익성은 희석되지만 IM 사업부 전체 수익성은 적자사업 프린터의 가전사업부 이관으로 개선되는 효과가 기대된다.

당사에서는 IM 사업부의 핵심인 모바일 부분의 매출 및 수익 추정에 초점을 맞추어 모바일 부분의 매출 구성 및 마진 추이를 세분화하였다.

기존 가정치를 가장 벗어난 부분 - 피쳐폰

공교롭게도 IM 사업부의 실적 예상에서 가장 크게 벗어난 부분은 스마트폰이 아닌 피쳐폰 출하량 추정치에서 비롯되었다. 당초 예상은 4분기 대비 피쳐폰의 -11% 감소를 가정했으나 실제 가정치의 두 배를 넘는 -22%가량 감소하였다. 피쳐폰의 감소폭을 과소 추정함으로써 역으로 스마트폰의 출하 증가율 또한 과소 추정되었던 것이다.

1분기 삼성전자의 스마트폰 출하량은 전분기 대비 9% 가량 증가한 것으로 추정되며 이는 당초 전분기 수준의 출하량을 가정했던 예상치를 크게 상회한 수치다. 이러한 Product Mix개선(이 또한 예상치 상회)에 힘입어 태블릿을 포함한 모바일 부문 전분기 대비 ASP 변동 또한 당초 -1.2% 가정을 크게 상회하여 10.1% 상승한 것으로 추정된다.

결국 실적 추정 오류의 핵심은 올 1분기 실적을 추정함에 있어서 삼성전자의 작년 1분기 핸드셋 출하 구성 가운데 피쳐폰에서 스마트폰으로의 급격한 교체가 발생한 점을 간과한 점이다.

작년과 다른 경쟁상황 - 스마트폰의 출하량 둔화 및 ASP 하락 전망

실적 추정 오류에 대한 구차한 변명을 하자면 작년 1분기 이후 피쳐폰 출하량 감소 속도가 둔화되었기 때문에 올해 1분기 작년보다 완만한 -10% 내외의 감소가 발생할 것으로 추정했었다는 점이다. 그러나 1분기 삼성전자의 피쳐폰 출하량은 전분기 천만대 이상 급격히 감소한 반면, 그 감소폭의 60% 가량인 5.7백만대가 스마트폰 출하량 증가로 이어졌다.

이를 작년과 비교해 보면 '12년 1분기 피쳐폰 QoQ 출하량 감소량은 올해와 비슷한 천만대 수준으로 -18% 가량 감소하였고 스마트폰의 경우 출하량은 22% 가량인 8.1백만대가 증가하였다. 피쳐폰의 감소폭은 작년과 유사한데 스마트폰의 증가폭은 둔화되고 있는 점이 핵심이다.

더구나 이러한 피쳐폰과 스마트폰의 출하량 증감을 통해 삼성전자의 모바일 기기 가운데 스마트폰과 피쳐폰의 출하량 비중은 지난 4분기 각각 53%, 40%에서 1분기 각각 61%, 32%로 변화되었다. 작년 1분기에는 피쳐폰 출하량이 스마트폰을 압도했었다.

이상에서 발견되는 중요한 변화는 올해 삼성전자의 피쳐폰 감소량이 스마트폰의 증가량으로 작년만큼 이어지지 못하고 있다는 점이다. 이는 결국 중국 저가폰 메이커들과의 경쟁 영향이 가장 클 것으로 추정된다.

또한 작년과 달리 피쳐폰의 비중 자체가 낮아진 탓에 작년과 같은 규모의 Product Mix 개선에 의한 ASP 상승이 일어나기 어렵다는 점이 향후 중요한 변수로 작용할 전망이다. 더구나 3분기 이후 애플의 저가 모델 출시에 따른 경쟁 심화로 기존 스마트폰에서의 치열한 가격 경쟁이 예상되며 삼성전자의 하반기 모바일 부문의 ASP 하락이 예상된다.

하반기 애플의 저가 모델 출시에 관해서는 잠시 후에 본격적으로 논의하도록 하고 2분기 모바일 부문의 수익성 추정에 대해 분석하도록 하겠다.

[표3] 전년동기 대비 핸드셋 출하량, ASP 비교 및 신규 무선사업부 출하량 및 ASP 가정 요약 (단위: 십억원, 백만)

구분	2011	2012				2013				2014				2012	2013 E	2014 E
	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
모바일출하량	96.3	94.6	97.8	111.6	119.1	114.7	122.6	113.5	114.6	109.0	122.0	114.2	117.1	423	465	462
Y/Y	19.3%	35.5%	30.2%	21.7%	23.6%	21.3%	25.4%	1.7%	-3.7%	-5.0%	-0.5%	0.6%	2.2%	27.1%	10.0%	-0.7%
Q/Q	5.0%	-1.8%	3.4%	14.1%	6.7%	-3.7%	6.9%	-7.5%	1.0%	-4.9%	12.0%	-6.4%	2.6%			
핸셋 전체	95	92.2	95.4	107.0	111.2	106.6	113.6	103.5	103.6	97.3	109.6	101.1	103.2	405.8	427.3	411.2
Q/Q, Y/Y	5.4%	-2.4%	3.5%	12.1%	3.9%	-4.1%	6.6%	-8.9%	0.1%	-6.1%	12.7%	-7.8%	2.1%	23.9%	5.3%	-3.8%
스마트폰	36.2	44.3	50.2	59.0	63.7	69.4	82.0	75.0	78.0	74.3	87.7	80.3	83.5	217	304	326
Q/Q, Y/Y	29.7%	22.4%	13.3%	17.5%	8.0%	8.9%	18.2%	-8.5%	4.0%	-4.8%	18.2%	-8.5%	4.0%	124.1%	40.1%	7.0%
피쳐폰	58.3	47.9	45.2	48.0	47.5	37.2	31.6	28.5	25.6	23.1	21.9	20.8	19.8	189	123	86
Q/Q, Y/Y	-5.7%	-17.8%	-5.5%	6.1%	-1.0%	-21.7%	-15.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-18.3%	-34.9%	-30.4%
태블릿	2.2	2.4	2.4	4.6	7.9	8.1	9.0	10.0	11.0	11.7	12.4	13.1	13.9	17	38	51
Q/Q, Y/Y	44.4%	7.9%	0.2%	93.3%	72.7%	2.9%	11.1%	11.1%	10.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	200.0%	122.4%	33.9%
비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
스마트폰	38%	47%	51%	53%	53%	61%	67%	66%	68%	68%	72%	70%	71%	51%	65%	70%
피쳐폰	61%	51%	46%	43%	40%	32%	26%	25%	22%	21%	18%	18%	17%	45%	26%	19%
태블릿	2%	2%	2%	4%	7%	7%	7%	9%	10%	11%	10%	11%	12%	4%	8%	11%
모바일 ASP (\$)	157	177	182	209	213	234	256	245	243	240	243	237	235	195	245	239
Q/Q, Y/Y	10.1%	12.5%	2.9%	15.2%	1.6%	10.1%	9.3%	-4.2%	-1.1%	-1.1%	1.3%	-2.7%	-0.9%	35.4%	25.4%	-2.5%
스마트폰	287	291	290	330	324	327	334	317	305	298	293	287	281	309	321	290
Q/Q, Y/Y	-3.3%	1.3%	-0.2%	13.7%	-1.8%	1.1%	2.0%	-5.0%	-4.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-1.3%	3.9%	-9.7%
피쳐폰	65	60	54	53	53	53	53	53	53	52	52	51	51	55	53	52
Q/Q, Y/Y	-3.0%	-7.7%	-10.0%	-1.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-21.8%	-3.9%	-2.5%
태블릿	430	400	325	293	278	270	261	254	246	239	231	225	218	324	258	228
Q/Q, Y/Y	0.0%	-7.0%	-18.8%	-10.0%	-5.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-28.0%	-20.4%	-11.5%

주: K-IFRS 개정 후 자료: 삼성전자, 이트레이드증권 리서치본부

IM 사업부 재고증가 의혹 수수께끼의 해답 역시 피쳐폰!! 다음 분기 수익성 개선에 부담 전망

이상에서 살펴본 바와 같이 IM 사업부의 스마트폰 재고는 당초 예상과 같이 증가하지 않았을 것으로 판단된다. 전년대비 재고증가 폭의 상당부분은 의외로 피쳐폰의 출하량 급감에서 비롯되었을 것으로 추정된다.

쌓인 피쳐폰의 재고부담은 2분기 IM 사업부 마진개선에 일정부분 걸림돌이 될 전망이다. 2분기 갤럭시S4 신규 출시에 따른 큰 폭의 매출증가가 예상되고 이에 따른 원가율 개선 효과를 1분기에서 발생한 재고원가 부담이 일정부분 상쇄할 것으로 추정된다.

따라서 **당사 추정 2분기 모바일 부문의 영업이익률은 1분기와 동일한 22% 가량을 유지할 전망이다.**

만약, 2분기 말 삼성전자의 매출액 대비 재고자산 비율, 즉 재고수준이 더욱 상승한다면 이는 결국 하반기 재고원가 부담에 의한 수익성 하락을 초래할 전망이지만, 현재로서는 갤럭시S4의 신규 출시 효과에 의해 2분기에 재고원가 부담은 상당부분 해소될 것으로 예상되며 이는 다행스럽게도 하반기 수익성에는 영향이 없을 것으로 전망된다.

다만, 2분기 Sell-In 된 갤럭시S4의 재고가 유통채널에서 판매되지 않는다면 이는 3분기 이후 다시 삼성전자의 출하량 감소를 초래하여 재고부담이 발생하게 될 우려가 있다.

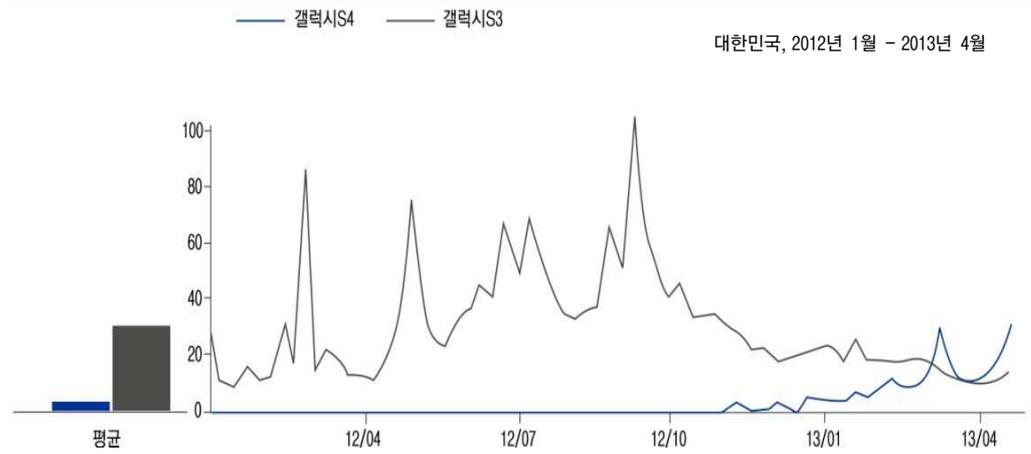
현재로서는 가능성이지만 갤럭시S4에 대한 대중의 관심도가 전작 갤럭시S3에 미치지 못하고 있는 점을 주시해야 한다.

작년 글로벌과 한국 갤럭시S3 출시 시점에 비해 매우 떨어진 갤럭시S4에 대한 관심은 유의사항!

삼성전자에 대한 모 자산운용사 펀드매니저의 우려는 갤럭시 관련 Google Trend의 캡처 이미지에 담겨 있었다. 갤럭시S3는 작년 5월 3일 런던에서 언팩 행사를 한 이후 5월 29일 글로벌 판매가 시작되었고 LTE 모델은 9월 27일 출시되었다. 갤럭시S4는 올해 3월 14일 런던에서 발표하여 한국에서는 4월 26일, 글로벌로는 4월 27일 발매되었다. 구글의 검색어 통계를 통한 각 제품의 작년 이후 관심도 변화를 살펴보면 현재 국내와 미국의 동시 발매 시점의 관심도는 작년 대비 현격히 떨어진다. 특히 국내의 경우 거의 흥행 실패에 가까울 정도다. 미국의 경우 공급 차질 문제로 인해 발매 시점의 관심이 떨어지는 부분이 있다고 해도 마찬가지로 갤럭시 S3 때와 같은 호응에는 한참 미치지 못한다.

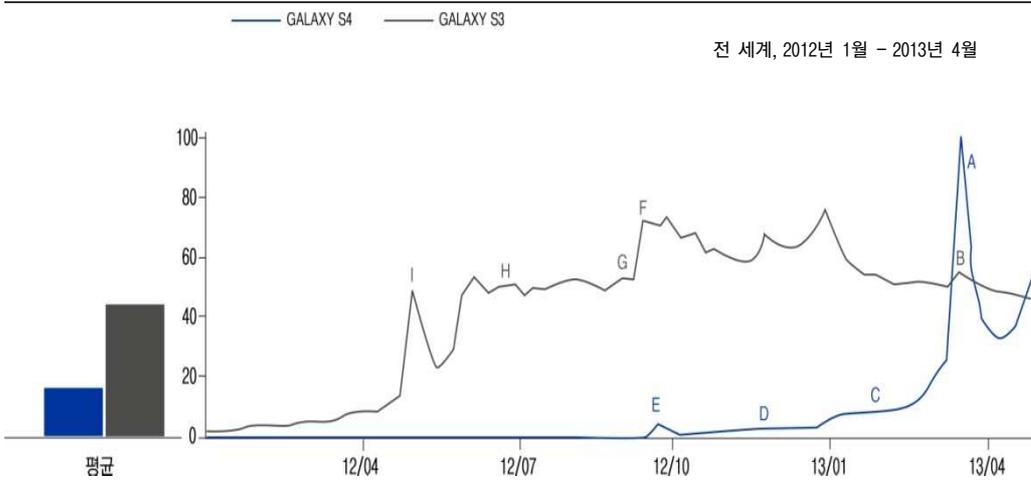
이는 결국 하이엔드에서부터 비롯되는 스마트폰 수요 둔화를 의미한다. 빠른 신모델 제품 출시 주기를 따라가지 못하는 소비자의 교체주기와 미스매치된 수요 둔화다. 이는 메이커간 경쟁강도 심화를 초래하고 올 하반기 그 강도는 더욱 심해질 가능성이 높다는 점을 명심해야 한다.

[그림1] 작년 한국 9월 한국 발매 당시 100에 가까웠던 갤럭시S3에 비해 매우 낮은 갤럭시S4의 한국 관심도 33



자료: 구글, 이트레이드증권 리서치본부

[그림2] 작년 9월 미국 발매 당시 관심도 글로벌 관심도 72와 갤럭시S4 미국 발매 시점 글로벌 관심도 53 비교



자료: 구글, 이트레이드증권 리서치본부

중국 스마트폰 시장 성숙화 단계 진입 및 양극화 현상 발생 - 중국 저가폰 시장 격전 예상

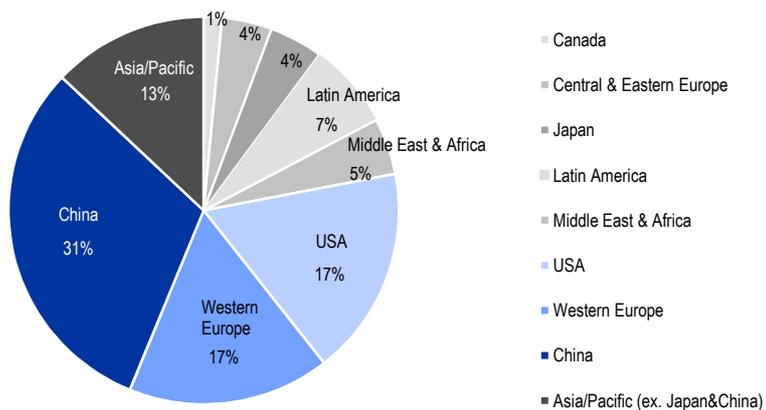
글로벌 스마트폰 시장에서 중국이 차지하는 위상은 절대적이다. IDC 기준 작년 4분기 31%의 점유율을 차지하고 있다. 3분기에는 20% 수준이었다. 가장 큰 규모의 시장이 가장 빠르게 성장하고 있는 것이다. 조만간 미국과 서유럽을 합친 것보다 더 큰 규모로 성장할 전망이다.

작년 4분기 기준 중국 스마트폰 시장 현황을 살펴보면 다음과 같이 요약된다.

- 1) 중국 스마트폰 판매비중 70% 상회
- 2) QoQ 출하량 증가율 13.8%, 전분기 대비 큰 폭 둔화
- 3) 전체 ASP 하락 정체
- 4) 중국계 브랜드 가격 하락 지속된 반면, 삼성전자 및 애플은 고가 위주 판매로 판가 상승
- 5) 중국계 브랜드 및 애플 점유율 증가 반면, 삼성전자와 중국 화이트 박스 제품 비중 감소

향후 중국시장은 1)고가 및 저가에서 증가 제품 중심으로 2)Non-Brand에서 Brand Market으로 성숙화 단계에 진입, 메이커간 치열한 경쟁이 예상된다. 여기에 올 하반기 차이나 모바일을 중심으로 TD-LTE가 도입되는 빅 이벤트가 기다리고 있다.

[그림3] 2012 4Q 글로벌 스마트폰 시장 국가 및 지역별 비중 현황 (판매량 기준) -중국 31%, 미국 17%, 서유럽 17%



자료: IDC, 이트레이드증권 리서치본부

[표4] 중국 전체 스마트폰 시장 동향

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
Total (Unit)	16,609,132	14,985,761	25,817,839	33,175,071	35,691,864	44,941,215	61,833,950	70,376,055
QoQ	35.8%	-9.8%	72.3%	28.5%	7.6%	25.9%	37.6%	13.8%
스마트폰 판매비중	18.0%	19.1%	29.4%	35.0%	41.9%	52.5%	65.0%	73.2%
중국 ASP (US \$)	325	363	320	315	382	309	252	252
QoQ	-7.2%	11.7%	-12.0%	-1.4%	21.1%	-19.0%	-18.4%	-0.2%

자료: IDC, 이트레이드증권 리서치본부

[표5] 중국 스마트폰 메이커별 시장 점유율 및 ASP 추이

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
SAMSUNG 중국 M/S	8.4%	15.0%	19.7%	17.8%	21.3%	19.3%	16.2%	15.4%
중국 ASP (US \$)	399	351	366	416	405	374	346	392
QoQ	-21.5%	-12.0%	4.2%	13.7%	-2.6%	-7.5%	-7.7%	13.3%
LENOVO 중국 M/S	0.4%	1.1%	1.8%	9.0%	7.0%	10.9%	11.0%	13.1%
중국 ASP (US \$)	314	365	201	169	178	158	168	152
QoQ	-21.2%	16.1%	-44.8%	-16.0%	5.2%	-10.9%	6.0%	-9.6%
COOLPAD 중국 M/S	3.1%	3.7%	3.0%	6.2%	7.9%	7.6%	8.8%	9.7%
중국 ASP (US \$)	427	406	274	238	212	167	139	120
QoQ	-10.5%	-4.8%	-32.6%	-13.1%	-10.8%	-21.4%	-16.8%	-13.9%
OTHERS 중국 M/S	0.8%	0.8%	0.5%	1.5%	1.0%	3.5%	9.8%	9.3%
중국 ASP (US \$)	202	284	323	262	230	163	140	132
QoQ	-17.3%	40.1%	13.9%	-18.8%	-12.2%	-29.1%	-14.2%	-5.5%
ZTE 중국 M/S	5.2%	7.3%	12.2%	15.3%	9.4%	10.3%	8.6%	8.7%
중국 ASP (US \$)	159	160	170	181	195	162	165	136
QoQ	-12.1%	0.2%	6.7%	6.2%	8.0%	-16.9%	1.4%	-17.2%
Huawei 중국 M/S	7.6%	8.3%	13.2%	11.9%	9.8%	8.9%	8.2%	8.5%
중국 ASP (US \$)	150	185	168	168	187	204	168	167
QoQ	-6.8%	23.4%	-8.9%	-0.1%	11.1%	9.3%	-17.7%	-0.8%
APPLE 중국 M/S	8.6%	15.4%	8.9%	7.4%	18.7%	10.0%	6.6%	7.9%
중국 ASP (US \$)	790	797	761	705	783	775	680	798
QoQ	0.9%	0.9%	-4.5%	-7.3%	11.0%	-1.0%	-12.2%	17.4%
K-Touch 중국 M/S	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.9%	5.0%	5.3%
중국 ASP (US \$)	182	296	277	309	293	186	163	117
QoQ	-23.4%	62.6%	-6.5%	11.6%	-5.1%	-36.6%	-12.5%	-28.3%

자료: IDC, 이트레이드증권 리서치본부

애플, 차이나 모바일 그리고 팍스콘 - 하반기 중국 시장 겨냥한 저가 아이폰 예고단

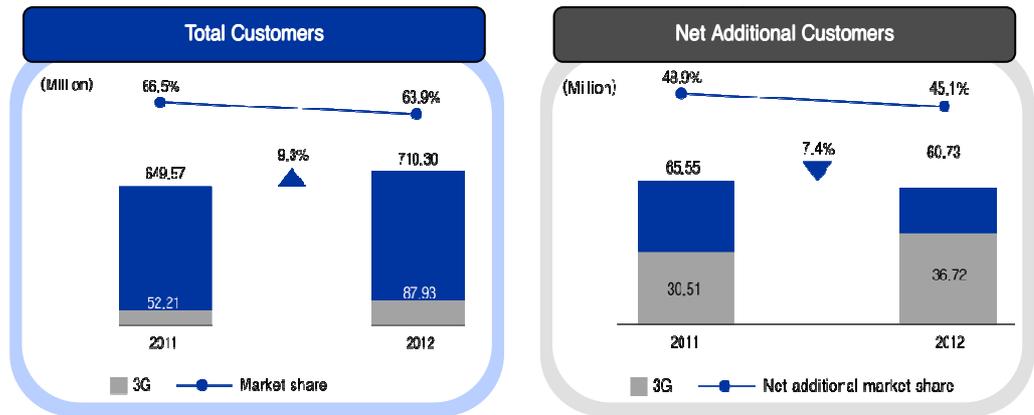
애플의 경우 중국의 LTE 모멘텀을 승부처로 삼을 것으로 예상된다. 올 하반기 중국을 겨냥한 저가 아이폰 출시와 함께 차이나 모바일과의 마케팅을 통한 반전의 계기를 모색할 전망이다. 이러한 예상에 대한 근거는 다음과 같다.

- 1) 작년과 연초 팀 쿡의 차이나 모바일 CEO와의 회동
- 2) 중국 내 애플의 AS 정책 변경과 공개 사과
- 3) 최근 수석 디자이너 조니 아이브를 중심으로 한 i-OS의 전면적인 개편 작업 진행
- 4) 팍스콘 1만여명 신규채용

이상의 뉴스 등은 올해 하반기 중국 시장을 겨냥한 저가 아이폰을 위한 치밀한 준비작업으로 풀이된다. 우선, 중국 내에서의 정책 변경 및 공개 사과 사례는 과거 폭스바겐, 까르프 등의 중국 시장 본격 진출을 위한 통과의례로 알려져 있다. 또한 i-OS 개편에서 확인해야 할 부분은 그래픽 이미지 사이즈의 픽셀 단위 디자인에서 비율단위로의 전환 여부이다. 이는 바로 화면 사이즈 변경을 의미하기 때문이다. 마지막으로 현재 애플의 낮은 부품 주문 동향에 비해 팍스콘의 1만명 신규 채용은 조만간 애플의 대량생산체제 가동을 예고하는 시그널로 해석된다.

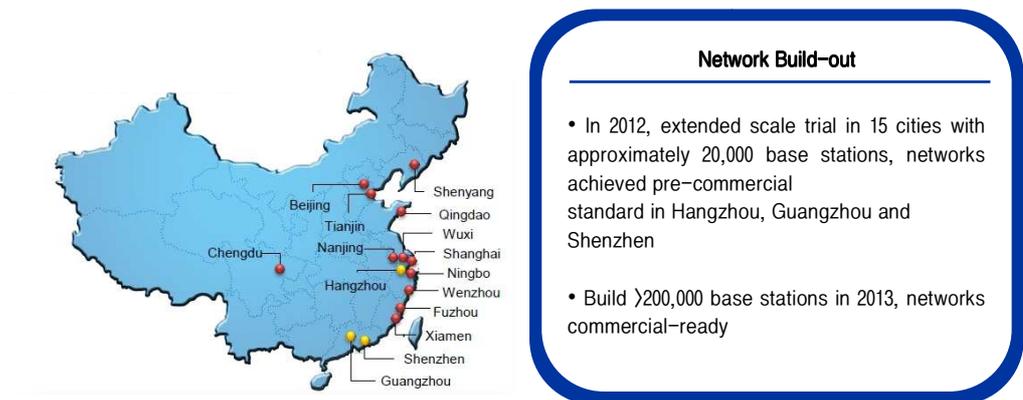
이는 단기적으로 삼성전자 및 기타 스마트폰 메이커에게는 큰 위협으로 작용할 전망이다. 애플의 저가 모델의 성공 여부는 현재로서는 불확실하지만, 올 하반기 글로벌 스마트폰 시장 경쟁이 더욱 치열해질 것은 불 보듯 뻔하다. 결론적으로 이러한 경쟁의 심화는 삼성전자와 애플을 비롯한 스마트폰 메이커들에게 마진 잠식으로 작용할 전망이다.

[그림4] 7억 명 가입자를 보유한 세계최대 이동통신 사업자 차이나 모바일



자료: 차이나 모바일, 이트레이드증권 리서치본부

[그림5] 2013년 하반기 차이나 모바일 TD-LTE 본격 서비스 예정



자료: 차이나 모바일, 이트레이드증권 리서치본부

2분기 IM 사업부 영업이익 7.57조 전망, 전분기 수준의 수익성 유지 예상되나 하반기 하락 전망

앞서 구글 트렌드로 살펴본 갤럭시S4에 성공에 대한 우려는 있지만 2분기에 예정된 신규 출시 물량에 대한 기대감은 유효할 것으로 판단된다. 2분기는 글로벌 경쟁사인 애플의 신제품 공백으로 삼성전자에게 유리한 시기이기 때문이다.

2분기 삼성전자의 스마트폰 판매량은 1분기 대비 18% 가량 증가한 82백만대로 추정되며 피쳐폰 출하량은 1분기에 이어 -15% 급감할 전망이다. 1분기와 달리 2분기에는 갤럭시S4 출시 효과로 인해 피쳐폰의 물량 감소를 상쇄하고 남은 스마트폰의 출하량 증가가 기대된다.

그 결과 1분기에 이어 또 한번의 큰 폭의 Product Mix 개선이 예상되며 이에 따라 2분기 ASP는 9% 가량 상승할 전망이다. 다만, 1분기의 재고부담으로 인해 영업이익률은 1분기 수준을 유지할 것으로 전망된다.

하반기에는 Mix 개선 속도 둔화와 스마트폰 경쟁 심화에 따른 ASP 하락으로 전체 모바일 부문 ASP가 하락할 것으로 예상되며 이에 따른 전체 IM 사업부 영업이익률도 하락할 전망으로 올해 2분기가 삼성전자의 IM 사업부 수익 및 마진의 정점을 기록할 전망이다.

1분기 실적 발표 이후 기존 추정치에 적용된 오류를 수정하고 주요 가치치 변화를 적용하여 신

구 추정된 IM 사업부 연간 영업이익 또한 26조원으로 기존 추정치 17.5조원에서 큰 폭으로 상향되었다.

다만 앞서 논의한 바와 같이 하반기 및 내년도 수익성이 현재보다 하락할 전망은 그대로 유지된다. 특히 애플의 반격이 예상되는 하반기를 앞둔 현 시점에서 경계를 더욱 강화해야 할 것으로 판단된다.

[표6] 신규 IM 사업부 실적 및 추정 요약 (PC, 프린터 사업 조직변경 반영)

(단위: 십억원, 백만)

구분	2012	2013				2014				2012	2013E	2014E
	4Q	1QP	2QE	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE			
IM 매출액	30,710	32,820	37,858	34,053	34,217	32,447	36,353	33,554	34,265	105,840	138,948	136,619
무선사업부	29,600	31,770	36,782	32,971	33,032	31,305	35,206	32,414	33,006	101,640	134,554	131,930
Q/Q, Y/Y	4.2%	7.3%	15.8%	-10.4%	0.2%	-5.2%	12.5%	-7.9%	1.8%	60.8%	32.4%	-2.0%
모바일	27,230	29,237	34,172	30,284	30,263	28,454	32,269	29,389	29,890	92,903	123,956	120,002
PC 등	2,370	2,533	2,609	2,687	2,768	2,851	2,937	3,025	3,116	8,737	10,598	11,928
기타	1,110	1,050	1,076	1,082	1,185	1,142	1,148	1,140	1,259	4,200	4,394	4,689
영업이익	5,470	6,510	7,571	6,004	5,975	5,358	6,478	5,515	5,411	19,410	26,060	22,762
모바일	5,310	6,379	7,434	5,862	5,827	5,204	6,317	5,347	5,237	19,002	25,501	22,105
영업이익률	17.8%	19.8%	20.0%	17.6%	17.5%	16.5%	17.8%	16.4%	15.8%	18.3%	18.8%	16.7%
모바일	19.5%	21.8%	21.8%	19.4%	19.3%	18.3%	19.6%	18.2%	17.5%	20.5%	20.6%	18.4%
모바일출하량	119.1	114.7	122.6	113.5	114.6	109.0	122.0	114.2	117.1	423	465	462
Y/Y	23.6%	21.3%	25.4%	1.7%	-3.7%	-5.0%	-0.5%	0.6%	2.2%	27.1%	10.0%	-0.7%
Q/Q	6.7%	-3.7%	6.9%	-7.5%	1.0%	-4.9%	12.0%	-6.4%	2.6%			
핸셋 전체	111.2	106.6	113.6	103.5	103.6	97.3	109.6	101.1	103.2	405.8	427.3	411.2
Q/Q, Y/Y	3.9%	-4.1%	6.6%	-8.9%	0.1%	-6.1%	12.7%	-7.8%	2.1%	23.9%	5.3%	-3.8%
스마트폰	63.7	69.4	82.0	75.0	78.0	74.3	87.7	80.3	83.5	217	304	326
Q/Q, Y/Y	8.0%	8.9%	18.2%	-8.5%	4.0%	-4.8%	18.2%	-8.5%	4.0%	124.1%	40.1%	7.0%
피쳐폰	47.5	37.2	31.6	28.5	25.6	23.1	21.9	20.8	19.8	189	123	86
Q/Q, Y/Y	-1.0%	-21.7%	-15.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-18.3%	-34.9%	-30.4%
태블릿	7.9	8.1	9.0	10.0	11.0	11.7	12.4	13.1	13.9	17	38	51
Q/Q, Y/Y	72.7%	2.9%	11.1%	11.1%	10.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	200.0%	122.4%	33.9%
비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
스마트폰	53%	61%	67%	66%	68%	68%	72%	70%	71%	51%	65%	70%
피쳐폰	40%	32%	26%	25%	22%	21%	18%	18%	17%	45%	26%	19%
태블릿	7%	7%	7%	9%	10%	11%	10%	11%	12%	4%	8%	11%
모바일 ASP (\$)	213	234	256	245	243	240	243	237	235	195	245	239
Q/Q, Y/Y	1.6%	10.1%	9.3%	-4.2%	-1.1%	-1.1%	1.3%	-2.7%	-0.9%	35.4%	25.4%	-2.5%
스마트폰	324	327	334	317	305	298	293	287	281	309	321	290
Q/Q, Y/Y	-1.8%	1.1%	2.0%	-5.0%	-4.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-1.3%	3.9%	-9.7%
피쳐폰	53	53	53	53	53	52	52	51	51	55	53	52
Q/Q, Y/Y	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-21.8%	-3.9%	-2.5%
태블릿	278	270	261	254	246	239	231	225	218	324	258	228
Q/Q, Y/Y	-5.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-28.0%	-20.4%	-11.5%
적용환율	1,075	1,088	1,088	1,088	1,088	1,088	1,088	1,088	1,088	1,121	1,088	1,088
Q/Q, Y/Y	-4.3%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	-3.0%	0.0%

주: K-IFRS 개정 후 자료: 삼성전자, 이트레이드증권 리서치본부

2. 반도체 사업부

예상치 못했던 반도체 사업부 실적의 반전 - 애플의 존재감

1분기 실적에서 IM 사업부와 더불어 예상치를 크게 벗어난 사업부가 반도체다. 당초 전망은 전분기 대비 26%가량 증가한 영업이익 1.8조 가량을 기대하였으나 실제 1분기 반도체 실적은 증가는커녕 오히려 -25% 감소한 1조원 가량을 기록하였다.

이제와 돌이켜보면 민망하고 부끄러운 당초 실적 추정에서 가장 차이가 크게 난 부문은 D램과 시스템LSI 등 두 부문으로 각각 2천억, 4천2백억 가량 영업이익이 과대 추정되었다.

특히 시스템LSI 등 부문의 경우 당초 예상치 대비 매출은 4천억 가량, 영업이익률은 10%pt가량 하회하는 실적을 기록한 것으로 해석된다.

시스템LSI 등 부문의 반도체 사업부 내 매출 비중은 4분기 44%에서 40%로 감소하였고 영업이익 비중은 58%에서 40%로 크게 감소한 것으로 추정되는데 영업이익률이 19.5%에서 12.4%로 크게 하락했을 것으로 추정된다.

우선 시스템LSI 등 부문을 구체적으로 살펴보면 매출은 전분기 대비 1,166십억원 감소하였고 영업이익은 401십억 감소하였다. 감소한 매출에 대한 수익성을 계산해보면 34.4%에 달한다. 시스템LSI 등의 지난 4분기 추정영업이익률은 20%가량이었다. 기존의 영업이익률을 상회하던 고수익성 제품군에서의 집중적인 매출 감소가 발생한 것이다. 이 제품군이 바로 애플향 AP로 추정되고 있다. [표10]에서 알 수 있듯이 AP 부문에서 애플향 매출 비중은 60%에 달한다. 이를 기타 AP대비 물량 기준으로 잠정 추정하면 애플향 AP의 ASP는 기타 AP의 단가 대비 125%의 프리미엄을 가졌던 것으로 추정된다.

결국 이러한 시스템LSI 외 부문의 부진은 그 동안 시스템LSI내 가려져 있었던 '애플의 존재감'을 부각시켰다고 볼 수 있다. 애플의 매출뿐 만 아니라 애플향 매출의 높은 수익성이 드러난 점이다. 이는 애플향 메모리 반도체에서 드러났던 낮은 수익성과는 전혀 다른 양상이다. 향후 애플향 AP 매출 감소시 그에 따른 수익성 악화를 예상하게 하는 부분이다.

최근 대만과 미국 등에서 애플 1~2분기 아이폰 및 아이패드 관련 주문이 둔화되고 있다. 게다가 애플의 차세대 A7칩의 전량 TSMC의 AP 파운드리 생산 계획이 가시화되고 있다. 향후 애플의 파운드리 생산 전환 전략은 삼성전자에 대한 의존도를 낮추는 것이다. 게다가 인텔까지 AP 경쟁 속에 가세할 전망이다. 당분간 시스템LSI의 저조한 실적이 우려되는 상황이다.

[표7] 시스템LSI 사업부 매출 및 APPLE 비중 추정 2012년 기준

(단위: 백만원)

사업 및 매출 구분 추정	AP	파운드리	합계	AP 비중	파운드리 비중
전체	3,535,400	2,356,933	5,892,333	60%	40%
APPLE	2,121,240	2,003,393	4,124,633	51%	49%
APPLE 외	1,414,160	353,540	1,767,700	80%	20%
APPLE 비중	60%	85%	70%		
APPLE 외 비중	40%	15%	30%		

자료: 이트레이드증권 리서치본부

시스템 LSI 사업부 매출 및 APPLE 비중 추정 - 전년대비 영업이익 감소 추정치 0.7~1.2조

삼성전자의 작년도 AP매출은 3,241백만달러 가량, 원화 3.5조원 가량으로 밝혀지고 있는 가운데 작년 4분기 컨퍼런스 콜에서 밝힌 바와 같이 시스템LSI 사업부 내 매출의 60% 가량이 AP 사업이 차지하고 있는 것으로 추정된다. 이를 단순히 역산하면 시스템LSI 사업부의 매출은 대략 5,357백만달러 가량이 된다. 대략 원화로 5.9조원 가량이다.

삼성전자는 2013년 1월 컨퍼런스 콜에서 시스템LSI 사업부 중 AP 비중은 60%이며 나머지 대부분이 파운드리라고 말했다. 이를 계산하면 대략 AP 매출은 3.5조, 파운드리는 2.3조 가량이다. 이 파운드리 사업의 85% 가량이 당시 애플용으로 당시 추정되었고 대략 이를 통해 대략 애플의 연간 파운드리 구매액은 2조가량으로 추정되었다. 전체 시스템LSI 내 애플의 비중은 알려진 바와 같이 작년 연간 4조원 가량의 매출로 작년 기준으로는 거의 70%에 육박하는 것이다. 결론적으로 이를 통해 추정해보면 애플의 작년 연간 AP 구매액은 2조가량으로 추정된다.

만약 애플의 AP 파운드리 생산이 전량 TSMC 등으로 이전된다면 시스템 LSI 부문은 대략 연간 2조원 가량의 매출이 감소할 전망이다. 이를 34.4%의 수익률로 환산하면 애플용 AP 매출 감소로만 연간 대략 7천억 가량의 영업이익이 상실된다. 만약 4조원 가량의 대부분이 이전된다면 최악의 경우 삼성전자 입장에서는 1.2조원 가량의 영업이익이 날아갈 우려가 존재한다.

그 밖에 산업 전반적으로도 쿨킴, 미디어텍 간 가경경쟁이 치열해지는 양상으로 향후 AP 사업은 수익성 둔화가 예상된다.

결론적으로 향후 반도체사업부의 실적을 추정함에 있어 시스템LSI 부문의 매출 감소 여부를 잘 살펴보아야 한다. 현재로서는 향후 지난 1분기 수준의 매출을 유지할 것으로 추정하였으나 솔직한 의견을 말하자면 시스템LSI 부문 관련 예상 실적은 그다지 보수적인 추정이라고 말할 수 는 없는 중립적 수준이다.

메모리 반도체 - 모바일 D램 구조에 따른 더딘 회복속도

반도체 실적 추정의 오류가 발생한 또 다른 부분은 메모리 반도체 가운데서도 D램 부문이다. 낸드의 경우는 그럭저럭 실적 추정치에 부합한 수준이었지만 D램의 경우 기대치를 한참 하회하는 더딘 실적 회복 속도를 기록한 것으로 해석된다.

이는 지난 4분기에서 한 분기 만에 급격한 실적 턴어라운드를 이룬 SK하이닉스의 D램 부문과 매우 대조되는 상황이다. 우선 D램 전체 ASP의 경우 SK하이닉스는 지난 1분기 4% 증가한 것으로 추정되는 반면 삼성전자의 경우 전분기와 비슷한 수준의 ASP를 유지한 것으로 추정된다. 이 차이는 양사 간의 D램 매출 구조 차이에서 비롯된 것으로 해석된다.

SK하이닉스의 경우 아직 전체 D램 매출액 대비 모바일 D램의 비중이 40% 미만에 머물고 있는 반면, 삼성전자는 이미 지난 4분기 50%를 상회하였다. 세부적으로 살펴보면 지난 4분기 삼성전자의 내부 기타 D램과 모바일 D램과의 ASP 격차는 이미 74% 수준이었다. 반면 SK하이닉스의 경우에는 4분기까지 그 차이가 53% 수준에 머물고 있었다.

게다가 1분기 SK하이닉스의 전체 D램 가운데 모바일 D램 매출 비중은 전분기 대비 더욱 하락하여 28% 가량에 머물렀기에 1분기 양사간 매출구조는 더욱 차별화되었을 가능성이 높다. 그런데 공급톱게도 모바일 D램 수요 증가로 회복된 D램 업황의 수혜가 PC용 및 컨슈머 D램의 가파른 가격 상승으로 나타나고 있어 SK하이닉스의 실적 개선 폭이 두드러졌던 것이다.

[표8] 제조업체별 모바일D램 생산 비중, 매출 비중 및 가격 프리미엄

			전체 D램 대비 모바일 D램 생산비중	
Company	3Q12		4Q12	
Samsung	33%		40%	
Elpida	27%		33%	
SK Hynix	23%		28%	
Micron	6%		5%	
Total	23%		28%	
각사별 모바일 D램 매출 비중				
Samsung		44%		54%
Elpida		59%		55%
SK Hynix		32%		38%
Micron		12%		5%
Total		36%		41%
기타 D램 대비 모바일 D램 가격 프리미엄				
Samsung		60%		74%
Elpida		284%		150%
SK Hynix		56%		53%
Micron		141%		9%
Total		91%		79%

자료: 이트레이드증권 리서치본부

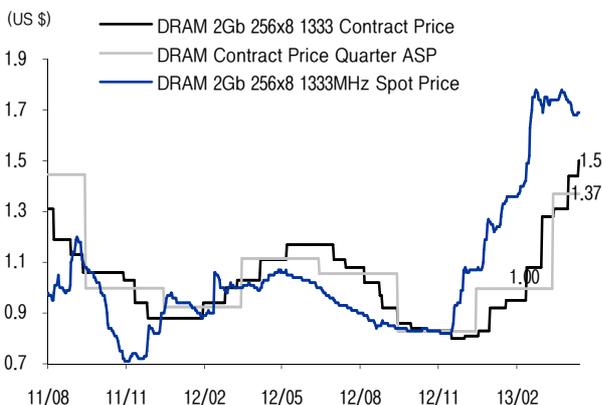
모바일 D램 중심의 매출 구조로 인해 최근 기타 D램의 업황 개선 수혜는 상대적으로 미미

구체적으로 각 제조업체별 모바일 D램의 ASP를 살펴보면 삼성전자는 지난 4분기 2Gb 기준 2.58\$로 추정되는 반면, SK하이닉스는 2.11\$로 18%가량의 차이가 존재한다. 이는 삼성전자는 이미 모바일 D램에서의 수혜와 그 동안 기타 D램 부문의 불황에도 불구하고 높은 수익성을 유지할 수 있었던 매출 구조를 설명해준다.

그러나 최근 PC, 컨슈머 등 기타 D램의 공급 감소에 따른 급격한 가격 반등에 대한 수혜는 상대적으로 적었을 것으로 해석된다. 이로 인해 1분기 SK하이닉스의 D램 부문 실적 개선 속도와 차이가 발생한 것으로 추정된다.

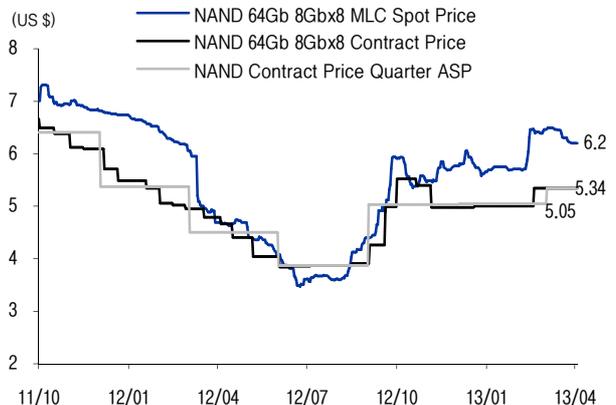
더구나 2분기에는 오히려 PC용 D램이 모바일 D램 수익성을 추월할 것으로 예상되는데 삼성전자는 여전히 수혜 폭이 상대적으로 작을 것으로 전망된다. 따라서 2분기 역시 양사간 ASP 상승폭 및 마진 개선 폭의 차이가 발생할 것으로 추정된다.

[그림6] 주요 PC용 D램 현물 및 고정거래가격 추이



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림7] 주요 낸드 현물 및 고정거래가격 추이



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[표9] 제조업체별 모바일DRAM 시장점유율 및 ASP 현황

(단위: 백만달러)

	매출			시장점유율	
	3Q12	4Q12	QoQ	3Q12	4Q12
삼성전자	1,182	1,501	27%	52.3%	54.7%
SK 하이닉스	479	654	37%	21.2%	23.8%
엘피다	470	523	11%	20.8%	19.0%
마이크론	96	36	-63%	4.2%	1.3%
원본드	29	24	-17%	1.3%	0.9%
난야	4	7	75%	0.2%	0.3%
Total	2,260	2,744	21%		

ASP (2Gb 환산)

삼성전자	2.83	2.58	-9%
SK 하이닉스	2.42	2.11	-13%
엘피다	2.67	2.14	-20%
마이크론	4.73	1.41	-70%
원본드	17.58	18.29	4%
난야	3.80	20.88	449%
Total	2.78	2.35	-15%

삼성전자 ASP 대비

삼성전자	100%	100%
SK 하이닉스	85%	82%
엘피다	94%	83%
마이크론	167%	55%
원본드	620%	710%
난야	134%	811%
Total	98%	91%

자료: 이트레이드증권 리서치본부

낸드 고정거래가격 상승 및 업황 개선 전망

SK하이닉스와 달리 반도체 사업부 내에서 주력 사업인 삼성전자의 낸드 부문은 안정적인 흐름을 이어가고 있는 것으로 판단된다. 업황 또한 임베디드 타입과 SSD의 시스템당 탑재량 증가로 인해 공급이 다소 부족한 상황으로 판단된다. 이러한 공급자 우위 흐름이 내년도까지 지속될 전망이며 하반기 공급부족 현상이 두드러질 가능성이 높아 보인다.

최근 32Gb와 TLC 등 저가형 제품의 가격이 상승하고 있는 부분은 D램에서 PC용과 컨슈머용이 상승하는 것과 같은 맥락에 있다. 그 동안 수익성이 낮았던 제품에 대한 공급부터 급격히 감소하면서 수급 개선과 함께 가파른 가격 상승 흐름이 이어지고 있는 것이다. 이는 조만간 주력 제품으로의 수요이전을 유발하고 가격 상승을 견인할 선행 흐름으로 판단된다.

다만, 구조가 D램에 비해 상대적으로 심플한 낸드 디자인 특성상 원활한 공정 미세화 진행과 3D 디자인 도입 등으로 칩의 집적도 또한 빠르게 성장하고 있어 비트당 ASP 하락은 불가피할 전망이다. 그러나 한편으로는 Bit Growth와 제품가격 하락폭 이상의 원가절감을 통해 마진은 더욱 개선될 전망이다.

[표10] 신규 반도체 사업부 실적 및 추정 요약

(단위: 십억원)

	2012				2013				2014				2012	2013 E	2014 E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QE	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE			
매출	7,980	8,600	8,720	9,590	8,578	8,769	9,266	9,327	9,609	9,688	9,799	9,977	34,890	35,940	39,073
QoQ/YoY	14.9%	7.8%	1.4%	10.0%	-10.6%	2.2%	5.7%	0.7%	3.0%	0.8%	1.1%	1.8%	-7.9%	3.0%	8.7%
메모리	4,690	5,290	5,160	5,330	5,124	5,426	5,822	5,793	6,012	6,027	6,078	6,195	20,470	22,165	24,312
DRAM	2,570	2,890	2,800	2,800	2,609	2,772	3,022	3,046	3,109	3,174	3,207	3,241	11,060	11,449	12,731
NAND	2,120	2,400	2,360	2,530	2,515	2,654	2,800	2,747	2,903	2,853	2,871	2,954	9,410	10,716	11,581
시스템 LSI 등	3,290	3,310	3,560	4,260	3,454	3,343	3,444	3,534	3,597	3,661	3,721	3,782	14,420	13,775	14,761
매출비중															
DRAM	32%	34%	32%	29%	30%	32%	33%	33%	32%	33%	33%	32%	32%	32%	33%
NAND	27%	28%	27%	26%	29%	30%	30%	29%	30%	29%	29%	30%	27%	30%	30%
시스템 LSI 등	41%	38%	41%	44%	40%	38%	37%	38%	37%	38%	38%	38%	41%	38%	38%
계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
영업이익	700	1,030	1,020	1,420	1,071	1,413	1,701	1,745	1,890	1,964	2,045	2,173	4,170	5,930	8,072
QoQ/YoY	-67.10%	47.1%	-1.0%	39.2%	-24.6%	31.9%	20.4%	2.6%	8.3%	3.9%	4.1%	6.3%	-45.9%	42.2%	36.1%
DRAM	270	400	370	220	266	436	628	658	703	750	764	779	1,260	1,988	2,996
NAND	200	350	270	370	376	570	782	927	1,002	1,004	1,049	1,140	1,190	2,655	4,195
시스템 LSI 등	230	280	380	830	429	407	291	160	185	210	232	254	1,720	1,287	881
영업이익 비중															
DRAM	39%	39%	36%	15%	25%	31%	37%	38%	37%	38%	37%	36%	30%	34%	37%
NAND	29%	34%	26%	26%	35%	40%	46%	53%	53%	51%	51%	52%	29%	45%	52%
시스템 LSI 등	33%	27%	37%	58%	40%	29%	17%	9%	10%	11%	11%	12%	41%	22%	11%
계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
영업이익률	8.8%	12.0%	11.7%	14.8%	12.5%	16.1%	18.4%	18.7%	19.7%	20.3%	20.9%	21.8%	12.0%	16.5%	20.7%
DRAM	10.5%	13.8%	13.2%	7.9%	10.2%	15.7%	20.8%	21.6%	22.6%	23.6%	23.8%	24.0%	11.4%	17.4%	23.5%
NAND	9.4%	14.6%	11.4%	14.6%	15.0%	21.5%	27.9%	33.7%	34.5%	35.2%	36.5%	38.6%	12.6%	24.8%	36.2%
시스템 LSI 등	7.0%	8.5%	10.7%	19.5%	12.4%	12.2%	8.4%	4.5%	5.1%	5.7%	6.2%	6.7%	11.9%	9.3%	6.0%
Shipment %															
DRAM	2.1%	10.5%	7.6%	11.2%	-6.0%	1.0%	6.9%	1.8%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	26.8%	12.7%	14.9%
NAND	0.0%	34.5%	12.1%	19.9%	4.8%	4.0%	2.4%	-4.7%	10.1%	2.4%	4.8%	7.2%	98.2%	37.8%	15.1%
시스템 LSI	-12.8%	8.3%	13.0%	22.9%	-12.2%	2.6%	9.9%	9.5%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	17.7%	20.5%	20.6%
ASP %															
DRAM	-8.0%	0.0%	-8.0%	-9.0%	0.0%	5.2%	2.0%	-1.0%	-1.5%	-1.5%	-2.5%	-2.5%	-25.5%	-6.0%	-3.2%
NAND	-10.0%	-17.0%	-10.0%	-8.0%	-6.3%	1.5%	3.0%	3.0%	-4.0%	-4.0%	-4.0%	-4.0%	-39.4%	-15.9%	-6.1%
시스템 LSI	-5.8%	-5.1%	-2.7%	3.8%	-10.5%	-6.0%	-6.0%	-6.0%	-0.8%	-0.8%	-1.0%	-1.0%	-18.6%	-18.5%	-10.6%
원가 %															
DRAM	-2.1%	-3.7%	-7.5%	-3.3%	-2.3%	-1.3%	-4.1%	-2.0%	-2.8%	-2.8%	-2.8%	-2.8%	-13.9%	-12.2%	-10.4%
NAND	-4.6%	-21.3%	-6.5%	-11.8%	-6.4%	-6.3%	-5.5%	-5.3%	-5.1%	-5.0%	-6.0%	-7.1%	-35.0%	-27.5%	-20.4%
시스템 LSI	-9.3%	-7.2%	-6.8%	-2.7%	-2.1%	-5.7%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-25.0%	-13.6%	-6.8%
환율%	0.0%	1.9%	-2.7%	-3.0%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-3.8%	-1.9%	0.0%

주: K-IFRS 개정 후 자료: 이트레이드증권 리서치본부,

3. 디스플레이

LCD - TV 시장 침체 및 중국 메이커와의 경쟁 심화로 출하 및 수익성 하락 우려

1분기 LCD 부문의 출하량과 ASP는 각각 전분기 대비 -9%, -4% 가량 감소한 것으로 추정된다. 마진 구조는 크게 악화되었다. 작년 1분기부터 셀(Cell) 판매비중을 높이면서 ASP 하락 폭 이상의 원가절감으로 큰 폭의 수익성 개선을 보였던 흐름이 반전되었다. 시장의 침체로 인해 가격 경쟁은 심화되었고 원가절감 효과는 한계에 직면하였다.

작년 4분기 추정 9%에 달했던 LCD 부문 영업이익률은 1분기 추정의 그 절반 수준인 4.5%로 악화되었다. 이는 향후 경쟁 심화가 지속되어 패널 ASP 하락이 지속될 경우 원가절감에 의한 상쇄 없이 곧바로 마진 악화로 이어질 것으로 우려된다. 2분기에는 다행히 계절적 효과로 1분기 대비 출하량 증가에 따른 매출 증가 및 고정비용 분산 효과를 기대할 수 있으나 당분간 5% 내외의 낮은 영업이익률을 기록할 것으로 전망된다.

이러한 수익성 악화의 근본적 원인은 중국 LCD 패널 메이커와의 가격 경쟁으로 해석된다. 작년 중국 시장 내에서 BOE, CSOT 등 중국 패널 메이커들의 점유율은 이미 20%를 상회하고 있다. 이는 삼성전자를 제치고 가파르게 성장하고 있는 중국 로컬 TV 브랜드의 시장점유율과 함께 더욱 확대될 전망이다. 다른 한편으로는 삼성전자의 중국 내 TV 브랜드 점유율이 1분기 크게 감소한 점이 향후 전망을 어렵게 하고 있다.

향후 관세와 원가경쟁력 등을 고려하여 중국으로의 공장 설비 이전이 예상되지만 문제는 생산 설비 이전에 따른 단기 생산 물량의 조절이 고스란히 국내 업체들의 점유율 축소로 이어질 뿐, 전체 시장의 공급량 조절을 통한 수급 개선을 이끌어내는 상황이 아니라는 점이다. 향후 LCD 부문은 당분간 험난한 사이클이 우려되고 있다.

안정적인 OLED 부문 - 디스플레이 사업부 영업이익 75% 가량 차지 전망

OLED 부문은 1분기 양호한 갤럭시 S 및 노트 시리즈 출하량 증가로 계절적 비수기 영향 없이 전분기 수준의 매출을 기록한 것으로 추정된다. 전분기 대비 추정 영업이익률은 소폭 하락한 것으로 추정되나 1분기 21% 가량의 양호한 수익성을 유지한 것으로 해석된다. 갤럭시S4에 신규 적용되는 다이아몬드 펜타일 방식 풀HD급 OLED 개발비용 및 원가 상승이 단기 수익성 하락의 원인으로 판단된다.

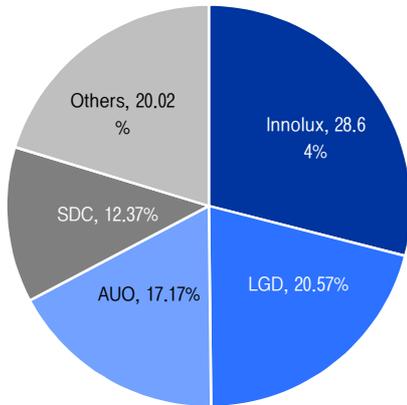
2분기에는 갤럭시S4 신규 출하 물량 증가에 힘입어 매출은 23% 가량 크게 증가할 것으로 기대되며 이에 따라 영업이익률 또한 23%가량으로 개선될 전망이다. 1분기 74% 가량으로 추정되는 디스플레이 사업부 내에서의 OLED 부문 영업이익 비중은 2분기에는 76% 가량으로 증가할 전망이다며 전체적으로 LCD 부문에서의 이익감소분을 메워줄 전망이다.

일본 샤프의 지분 투자 결정은 LCD 수요자로서의 전략적 방향전환 - OLED TV 투자에 집중 예상

최근 삼성전자는 지난 3월 28일 일본 샤프에 104억엔(약 1200억원)을 출자하고 지분 3.04%를 확보해 5대 주주가 됐다. 이는 자사 LCD 부문에 대한 투자 및 자체 생산 조달보다는 LCD 패널에 대한 수요자로서의 전략적 방향 전환을 의미한다.

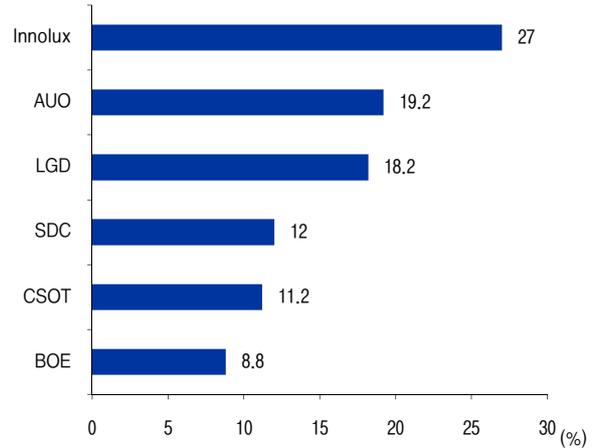
따라서 향후 디스플레이 사업부의 전략 방향은 TV용 OLED 부문에 대한 꾸준한 투자로 이어질 것으로 예상된다.

[그림8] 2012년 중국 시장 LCD 패널 점유율-기타(BOE, CSOT 등)



자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림9] 2012년 패널 공급량 기준 중국 TV 시장 점유율



자료: 전자신문, 위츠뷰, 이트레이드증권 리서치본부

[표11] 디스플레이 사업부 실적 및 추정 요약

(단위: 십억원)

	2012	2013				2014				2013 E	2014 E
	4Q	1QP	2QE	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE		
매출	7,750	7,110	7,944	8,348	9,021	8,683	9,433	9,925	10,164	32,422	38,205
Q/Q, Y/Y	-8.4%	-8.3%	11.7%	5.1%	8.1%	-3.7%	8.6%	5.2%	2.4%	-1.8%	17.8%
LCD	4,961	4,377	4,589	4,672	4,672	4,242	4,539	4,620	4,620	18,309	18,021
Q/Q, Y/Y	-8.1%	-11.8%	4.9%	1.8%	0.0%	-9.2%	7.0%	1.8%	0.0%	-17.5%	-1.6%
SMD 외	2,789	2,733	3,354	3,677	4,349	4,442	4,895	5,305	5,544	14,113	20,185
Q/Q, Y/Y	-8.8%	-2.0%	22.7%	9.6%	18.3%	2.1%	10.2%	8.4%	4.5%	30.4%	43.0%
영업이익	1,113	771	1,018	1,039	1,128	949	1,131	1,221	1,296	3,956	4,597
LCD	444	197	247	267	302	194	299	319	354	1,012	1,166
SMD 외	669	574	771	772	826	755	832	902	942	2,944	3,431
영업이익률	14.4%	10.8%	12.8%	12.4%	12.5%	10.9%	12.0%	12.3%	12.8%	12.2%	12.0%
LCD	9.0%	4.5%	5.4%	5.7%	6.5%	4.6%	6.6%	6.9%	7.7%	5.5%	6.5%
SMD	24.0%	21.0%	23.0%	21.0%	19.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	20.9%	17.0%
LCD 출하량(천개)	44,470	40,379	43,205	43,980	43,980	39,934	42,729	43,495	43,495	171,543	169,652
Q/Q, Y/Y	0.0%	-9.2%	7.0%	1.8%	0.0%	-9.2%	7.0%	1.8%	0.0%	-2.7%	-1.1%
LCD ASP (\$)	104	100	98	98	98	98	98	98	98	98	98
Q/Q, Y/Y	-4.0%	-4.0%	-2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-12.6%	-0.5%
적용환율	1,075	1,088	1,088	1,088	1,088	1,088	1,088	1,088	1,088	1,088	1,088
Q/Q, Y/Y	-4.3%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-3.0%	0.0%

주: K-IFRS 개정 후 자료: 이트레이드증권 리서치본부

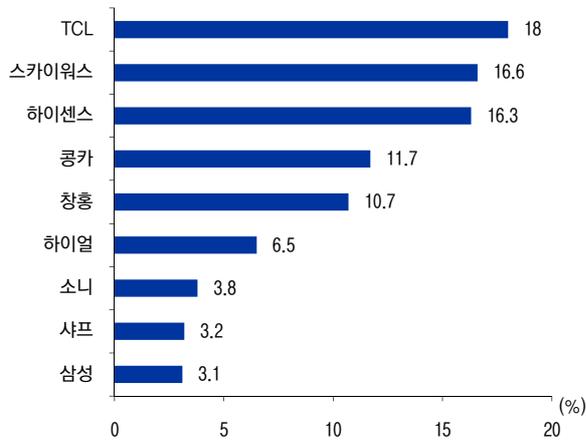
4. 가전

중국 로컬 TV 브랜드의 가파른 성장 및 경쟁 심화 우려

1분기 가전 사업부는 계절적 영향으로 지난 4분기 대비 영업이익이 감소할 것으로 전망했으나 그 감소 폭이 예상치를 상회하였다. 당초 가전 사업부 전체 매출은 예상치에 부합했지만 VD부분의 매출의 감소폭이 예상보다 크게 감소하였고, 영업이익 또한 기존 전망 5천억 가량을 크게 하회한 2천억 가량으로 이익률이 크게 하락하였다.

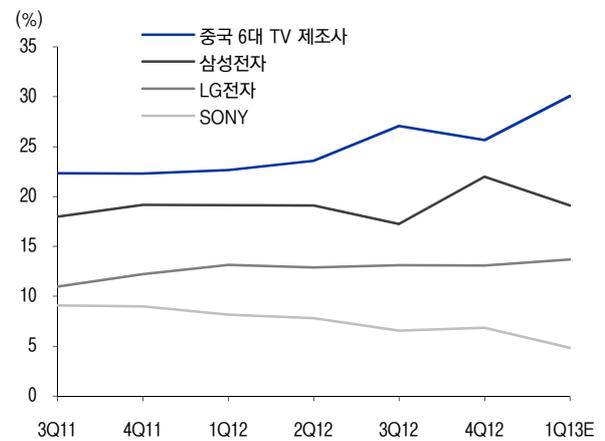
이는 앞서 LCD 부문에 관한 분석에서와 같이 중국 LCD TV 시장에서의 삼성전자의 입지가 크게 약해진 것이 원인으로 분석된다. 중국 로컬 브랜드의 성장과 그에 따른 경쟁이 더욱 치열해지고 있어 향후 수익성 저하가 우려되는 상황이다.

[그림10] 2012년 중국 LCD TV 시장 브랜드 점유율



자료: 파이낸셜 뉴스, 디스플레이서치, 이트레이드증권 리서치본부

[그림11] 중국 LCD TV 시장 브랜드 점유율 추이



자료: 디스플레이뱅크, 이트레이드증권 리서치본부

5. 전사 실적 및 향후 전망

2분기 영업이익 10.6조, 연간 38조원 가량으로 이익 전망치 대폭 상향하나 내년도 감익 전망

2분기 영업이익률은 18% 가량으로 개선될 전망이다. IM사업부의 대규모 실적 전망치 상향에 따라 향후 실적 전망 또한 대폭 상향되었다. 다만, 앞서 논의한 바와 같이 IM사업부의 수익성 둔화에 대한 우려와 방향성은 그대로 유지되어 2014년도 이익 감소가 전망된다.

[표12] 신규 삼성전자 사업부별 실적 및 추정 요약

(단위: 조원)

	2012	2013				2014				2012	2013 E	2014
	4Q	1QP	2QE	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE			
매출액												
가전	14.56	11.24	12.30	11.72	13.96	11.10	12.15	11.57	13.79	51.11	49.01	50.48
VD	10.52	7.43	8.13	7.75	9.23	7.34	8.03	7.65	9.12	35.04	32.54	32.14
IT&Mobile	30.71	32.82	37.86	34.05	34.22	32.45	36.35	33.55	34.26	105.84	138.95	136.62
무선	29.60	31.77	36.78	32.97	33.03	31.30	35.21	32.41	33.01	101.64	134.55	131.93
반도체	9.59	8.58	8.77	9.27	9.33	9.61	9.69	9.80	9.98	34.89	35.94	39.07
메모리	5.33	5.12	5.43	5.82	5.79	6.01	6.03	6.08	6.20	20.80	22.17	24.31
디스플레이	7.75	7.11	7.94	8.35	9.02	8.68	9.43	9.92	10.16	33.00	32.42	38.21
기타	-6.55	-6.88	-8.43	-7.92	-7.77	-8.04	-9.75	-9.26	-9.02	-24.38	-31.00	-36.08
합계	56.06	52.87	58.44	55.47	58.75	53.80	57.87	55.59	59.17	201.11	225.53	226.43
영업이익												
가전	0.70	0.23	0.39	0.21	0.37	0.13	0.22	0.12	0.21	2.33	1.24	1.32
IT&Mobile	5.47	6.51	7.57	6.00	5.97	5.36	6.48	5.51	5.41	19.41	26.06	22.76
반도체	1.42	1.07	1.41	1.70	1.75	1.89	1.96	2.05	2.17	4.17	5.93	8.07
디스플레이	1.11	0.77	1.02	1.04	1.13	0.95	1.13	1.22	1.30	3.22	3.96	4.60
기타	0.13	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	-0.08	0.79	0.79
합계	8.84	8.78	10.59	9.16	9.42	8.53	9.99	9.10	9.29	29.05	37.94	36.91
영업이익률												
가전	4.8%	2.0%	3.2%	1.8%	2.7%	1.2%	1.8%	1.0%	1.5%	4.6%	2.5%	2.6%
IT&Mobile	17.8%	19.8%	20.0%	17.6%	17.5%	16.5%	17.8%	16.4%	15.8%	18.3%	18.8%	16.7%
반도체	14.8%	12.5%	16.1%	18.4%	18.7%	19.7%	20.3%	20.9%	21.8%	12.0%	16.5%	20.7%
디스플레이	14.3%	10.8%	12.8%	12.4%	12.5%	10.9%	12.0%	12.3%	12.8%	9.8%	12.2%	12.0%
전체	15.8%	16.6%	18.1%	16.5%	16.0%	15.8%	17.3%	16.4%	15.7%	14.4%	16.8%	16.3%
세전이익	8.53	9.05	11.01	9.47	9.80	8.82	10.43	9.43	9.70	29.92	39.33	38.38
순이익	7.04	7.15	8.77	7.55	7.81	7.03	8.32	7.52	7.73	23.85	31.29	30.59

주: K-IFRS 개정 후 자료: 이트레이드증권 리서치본부

II. Valuation 및 투자의견

목표주가 및 투자의견

신규 추정 실적에 따르면 올해 삼성전자의 전년대비 EPS 증가율은 34% 가량으로 기존 추정 치 대비 대폭 상향된다. 올해 ROE는 또한 기존 가정과 달리 34% 가량으로 전년대비 2%p가량 개선되는 흐름이다. 전년대비 올해 BPS 증가율은 24% 가량으로 EPS 증가율이 월등히 높아졌기 때문이다.

올해 전년대비 EPS 증가효과는 2분기에 극대화 될 전망이다. 삼성전자의 본격적 수익 증가가 갤럭시S3 출시된 작년 하반기 이후부터였음을 상기하면 YoY EPS개선 모멘텀은 올해 2분기에 정점을 이룰 전망이다. 따라서 삼성전자의 단기 주가 고점 역시 올 2분기 실적 시즌을 전후로 형성될 가능성이 높다.

핵심은 하반기 이후 EPS 개선 모멘텀이 둔화될 가능성이다. 작년 3분기와 4분기 각각 영업이익 8.0조, 8.8조를 기록하며 수익이 급증한 영향으로 올해 하반기 각각 분기 9조 이상의 영업이익을 기록하여도 기저효과로 인해 EPS 증가율은 둔화될 전망이다.

게다가 IM사업부의 수익성이 둔화될 것을 가정하는 당사 전망치에 의하면 내년도 EPS 증가율은 -2.3%로 역성장하는 데 반해 BPS 증가율은 낮은 배당과 투자에 의한 현금 축적으로 내년에 20% 가까이 증가할 전망이다.

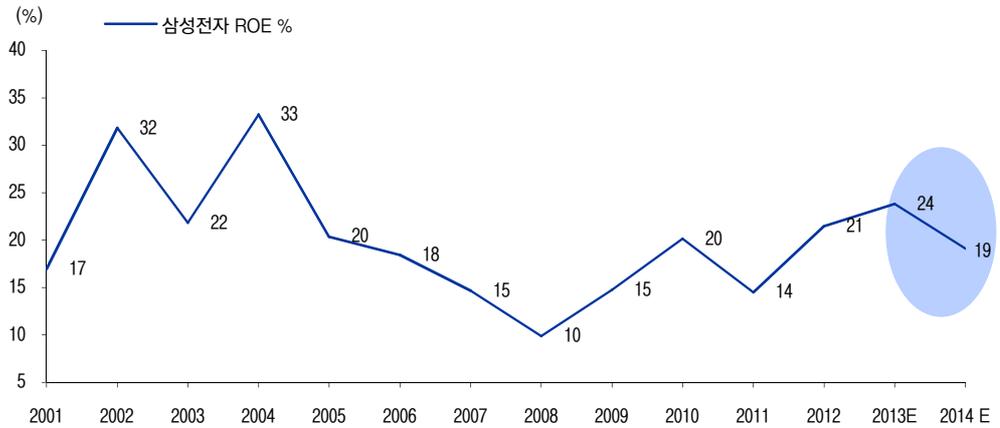
만약 삼성전자의 올 하반기 및 내년 실적이 당사의 보수적인 전망치를 상회한다고 하여도 그 EPS 증가폭이 20%를 상회하지 않는다면 내년도 ROE, 보다 구체적으로는 하반기 이후 향후 ROE는 둔화된다. 따라서 향후 삼성전자 주가의 핵심 포인트는 하반기 EPS YoY 모멘텀의 20% 상회 여부로 판단된다. 이를 단순히 영업이익에 YoY 20% 증가율 기준을 적용하면 향후 영업이익의 허들(Hurdle) 수치는 3분기 9.6조, 4분기 10.6조원 가량이다. 이하의 규모에서는 현 재무 구조를 유지할 때 ROE가 둔화되는 구조다.

앞서 분석한 사업부별 실적 현황 및 전망에 따라 당사의 전망치는 이러한 허들 수치를 하회할 것으로 전망함에 따라 동사의 적정 PBR Multiple은 기존의 Mid-Cycle 하단 1.6배를 유지한다.

삼성전자의 신규로 상향된 2013년도와 2014년도 예상 순자산 평균 164,476십억원에 보통주와 우선주의 합계에서 보유 자사주 19,431,131주를 제외한 주식수 150,701,633주를 적용한 신규 BPS는 1,091,401원이다. 적정 PBR 1.6배를 적용시 삼성전자의 적정주가는 1,746,241원으로 현 주가 대비 상승 잠재력은 15% 내외로 판단된다.

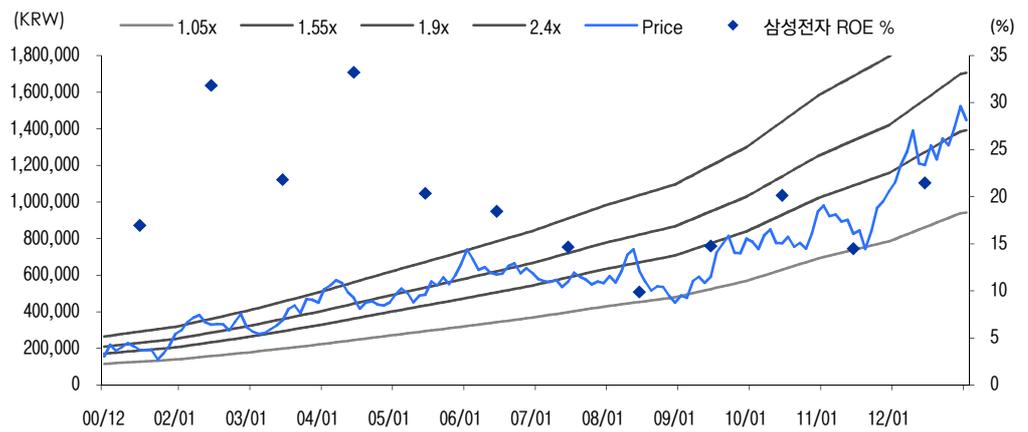
따라서 신규 실적 추정에 따라 **기존 목표주가 152만원에서 15.1% 상향 조정한 175만원을 신규 목표주가로 제시하며 투자의견 또한 기존 Marketperform의견에서 2분기 Peak-Out을 겨냥한 Buy 의견으로 상향 조정한다.** 또한, 기존 목표주가를 기준으로 한 이전 Trading Buy 구간 제시와 달리 향후 삼성전자가 주가의 신규 목표주가 근접시 이익실현 후 당분간 실적 흐름 관망 전략을 제시한다.

[그림12] 삼성전자 역사적 ROE 및 당사 전망



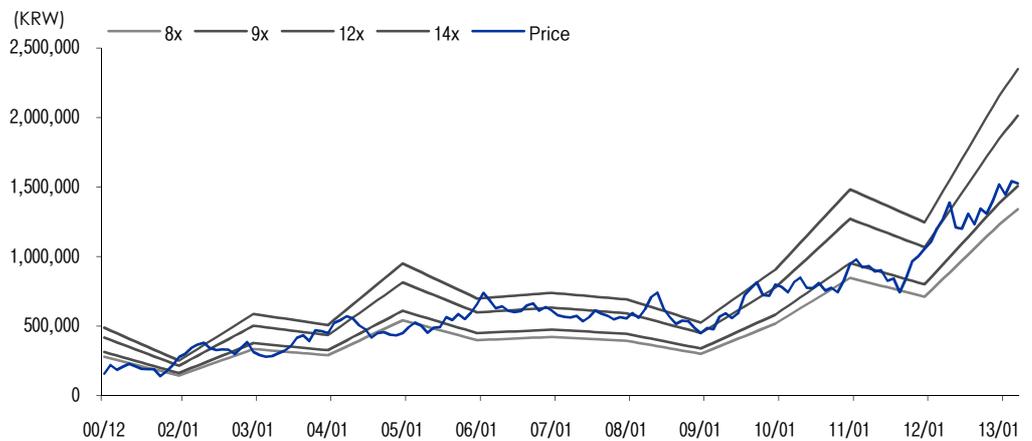
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림13] 삼성전자 PBR 및 ROE 밴드



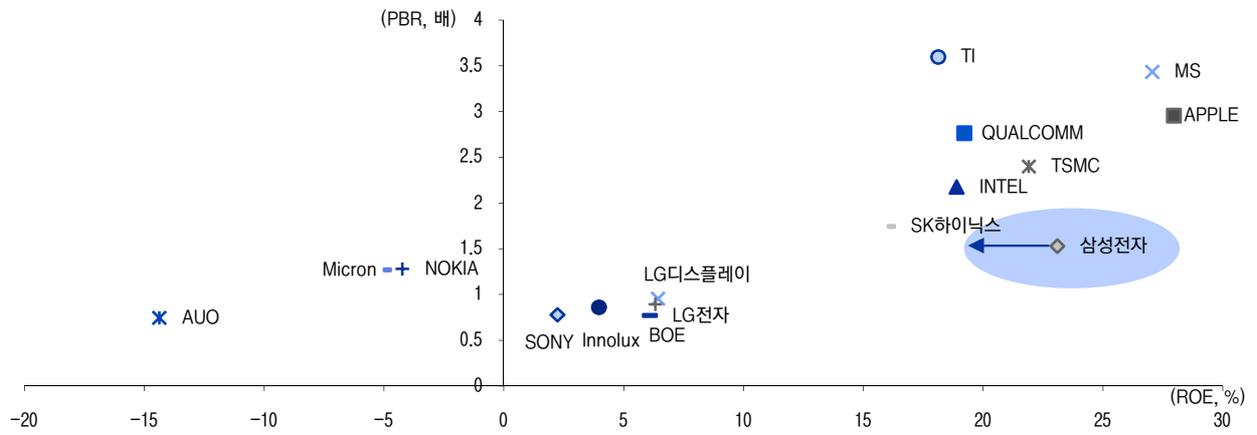
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림14] 삼성전자 PER 밴드



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림15] 글로벌 Peer 그룹 PBR / ROE 비교



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

삼성전자 (005930)

재무상태표

(단위: 십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	71,502	87,269	110,051	131,342	148,173
현금 및 현금성자산	14,692	18,791	37,506	57,441	72,736
매출채권 및 기타채권	24,153	26,675	28,007	28,207	28,489
재고자산	15,717	17,747	19,505	19,645	19,841
기타유동자산	16,941	24,056	25,032	26,049	27,106
비유동자산	84,298	93,803	100,624	108,155	114,563
관계기업투자등	12,428	14,015	14,584	15,176	15,792
유형자산	62,044	68,485	74,704	81,544	87,181
무형자산	3,355	3,730	3,455	3,234	3,057
자산총계	155,800	181,072	210,675	239,497	262,737
유동부채	44,319	46,933	48,264	48,463	48,752
매입채무 및 기타채무	18,509	16,889	18,184	18,314	18,497
단기금융부채	9,684	9,443	8,642	7,842	7,041
기타유동부채	16,126	20,601	21,437	22,308	23,214
비유동부채	10,168	12,658	12,381	12,113	11,856
장기금융부채	4,963	5,452	4,930	4,407	3,884
기타비유동부채	5,205	7,206	7,451	7,706	7,972
부채총계	54,487	59,591	60,644	60,576	60,607
지배주주지분	97,090	117,094	145,645	174,535	197,743
자본금	13,383	23,185	31,289	30,591	24,910
자본잉여금	12,611	22,159	31,289	30,591	24,910
이익잉여금	97,623	119,986	148,536	177,426	200,635
비지배주주지분(연결)	4,223	4,386	4,386	4,386	4,386
자본총계	101,314	121,480	150,031	178,921	202,130

현금흐름표

(단위: 십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동 현금흐름	22,918	37,973	47,173	50,163	45,851
당기순이익(손실)	13,759	23,845	31,289	30,591	24,910
비현금수익비용가감	16,451	22,760	17,063	19,140	20,568
유형자산감가상각비	12,934	14,835	16,898	19,018	20,480
무형자산상각비	658	787	792	738	695
기타현금수익비용	-1,404	-809	-627	-617	-606
영업활동 자산부채변동	-4,057	-5,778	-1,179	433	373
매출채권 감소(증가)	-2,197	-2,568	-1,332	-200	-282
재고자산 감소(증가)	-3,920	-4,012	-1,758	-139	-196
매입채무 증가(감소)	1,126	-882	1,295	130	183
기타자산, 부채변동	934	1,684	617	642	668
투자활동 현금	-21,113	-31,322	-24,397	-27,204	-27,531
유형자산처분(취득)	-21,586	-22,321	-23,118	-25,858	-26,116
무형자산 감소(증가)	-654	-589	-517	-517	-517
투자자산 감소(증가)	590	-7,319	-455	-509	-565
기타투자활동	538	-1,092	-308	-320	-333
재무활동 현금	3,110	-1,865	-4,061	-3,025	-3,025
차입금의 증가(감소)	3,758	539	-1,323	-1,323	-1,323
자본의 증가(감소)	-714	-1,177	-2,738	-1,701	-1,701
배당금의 지급	875	1,265	2,738	1,701	1,701
기타재무활동	66	-1,227	0	0	0
현금의 증가	4,900	4,100	18,715	19,935	15,295
기초현금	9,791	14,692	18,791	37,506	57,441
기말현금	14,692	18,791	37,506	57,441	72,736

자료: 이트레이드증권 리서치본부 주: 2011년 이후 IFRS 연결 기준

손익계산서

(단위: 십억원)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	165,002	201,104	225,534	226,434	228,698
매출원가	112,145	126,652	133,371	135,092	144,031
매출총이익	52,857	74,452	92,163	91,342	84,668
판매비 및 관리비	37,212	45,402	54,219	54,435	54,979
영업이익	15,644	29,049	37,944	36,907	29,688
(EBITDA)	29,236	44,671	55,634	56,663	50,863
금융손익	-603	103	508	597	688
이자비용	644	599	500	452	403
관계기업등 투자손익	1,399	987	872	872	872
기타영업외손익	752	-223	2	2	2
세전계속사업이익	17,192	29,915	39,326	38,378	31,251
계속사업법인세비용	3,433	6,070	8,037	7,787	6,341
계속사업이익	13,759	23,845	31,289	30,591	24,910
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	13,759	23,845	31,289	30,591	24,910
지배주주	13,383	23,185	31,289	30,591	24,910
총포괄이익	12,611	22,159	31,289	30,591	24,910
매출총이익률	32.0	37.0	40.9	40.3	37.0
영업이익률	9.5	14.4	16.8	16.3	13.0
EBITDA마진률	17.7	22.2	24.7	25.0	22.2
당기순이익률	8.3	11.9	13.9	13.5	10.9
ROA	9.2	13.8	16.0	13.6	9.9
ROE	14.7	21.6	23.8	19.1	13.4
ROIC	17.5	28.7	34.1	30.9	23.4

주요 투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
투자지표(배,%)					
P/E	11.6	9.7	7.2	7.3	9.0
P/B	1.9	2.2	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	5.4	4.9	3.6	3.1	3.2
P/CF	6.0	5.6	5.3	5.2	5.7
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
성장성(%)					
매출액	6.7	21.9	12.1	0.4	1.0
영업이익	1.9	52.8	24.5	1.8	-10.2
세전이익	-14.8	73.3	31.2	-2.2	-18.6
당기순이익	-14.8	73.3	31.2	-2.2	-18.6
EPS	-15.3	73.2	34.1	-2.3	-18.7
안정성(%)					
부채비율	53.8	49.1	40.4	33.9	30.0
유동비율	161.3	185.9	228.0	271.0	303.9
순차입금/자기자본	-12.1	-18.6	-28.9	-36.6	-41.0
영업이익/금융비용	24.3	48.5	75.9	81.7	73.6
총차입금	14.5	12.3	9.0	6.8	5.4
순차입금	-12.1	-18.6	-28.9	-36.6	-41.0
주당지표(원)					
EPS	90,853	157,403	211,020	206,130	167,562
BPS	570,674	688,251	856,066	1,025,873	1,162,289
CFPS	177,565	273,932	284,201	292,305	267,311
DPS	5,500	8,000	9,000	10,000	10,000



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김지웅)
 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

종목투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)
 업종투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계 (Overweight/ Neutral/ Underweight)
 2012년 5월 14일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 (Buy/ Hold/ Sell)에서 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)로 변경

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급	적용기준(향후12개월)
Sector(업종)	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	
Report(기업)	Strong Buy (강력매수)	절대수익률 기준 50% 이상 기대
	Buy (매수)	절대수익률 기준 15%~50% 기대
	Marketperform(시장수익률)	절대수익률 기준 -15%~15% 기대
	Sell(매도)	절대수익률 기준 -15% 이하 기대
	N.R.(Not Rated)	등급보류







