

삼성전자 (005930)

매수 (유지)

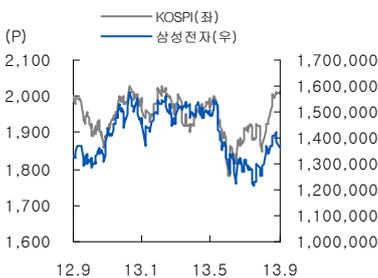
목표주가	1,800,000원
현재가 (9/24)	1,373,000원
KOSPI (9/24)	2,007.10pt
시가총액	222,039십억원
발행주식수	170,133천주
액면가	5,000원
52주 최고가	1,576,000원
최저가	1,217,000원
60일 일평균거래대금	365십억원
외국인 지분율	48.7%
배당수익률 (12.12월)	0.6%

주주구성	
이건희 외 11인	17.67%
국민연금공단	7.43%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	6%	-6%	3%
절대기준	-1%	-8%	3%

	현재	직전	변동
투자이건	매수	매수	-
목표주가	1,800,000	1,770,000	▲
EPS(13)	182,543	179,160	▲
EPS(14)	196,157	187,531	▲

삼성전자 주가추이



이승우 / 이양중 (RA)

02 6915 5771
swleesw@ibks.com

갤럭시에선 자라와 스와치의 향기가 난다

ZARA, 마켓 리더이면서 동시에 패스트팔로워

ZARA의 강점은 스피드와 유연성, 그리고 패스트팔로워 전략으로 요약된다. 리더로서 경쟁사들을 압도하고 있으면서, 동시에 시장의 변화에 맞춘 유연한 팔로워 전략으로 리스크를 최소화한다. 중저가 브랜드임에도 불구하고 20% 가까운 높은 영업이익률을 유지하고 있으며, 구찌, 에르메스 등 명품보다 높은 브랜드 가치를 인정받고 있다.

스와치, 세트와 부품을 동시에 장악한 시계 지존

스와치는 스위스의 저렴한 시계 브랜드 정도로 알려져 있지만, 풀라인업을 갖춘 시계 메이커의 지존이며, 동시에 럭셔리 왓치의 핵심부품인 무브먼트에서도 세계 1위 업체이다. 세계 유수의 시계들은 모두 스와치로부터 무브먼트를 공급받고 있다. 세트와 부품 시장의 동시 장악을 통해 스와치의 위상은 점점 더 강화되고 있다.

자라와 스와치의 강점이 녹아 있는 갤럭시 전략

생산라인의 내재화와 경쟁사들을 압도하는 공정 스피드, 패스트팔로워 전략, 풀라인업 대응, 세트와 부품 시장의 동시 장악, 견고한 브랜드 등 삼성전자의 갤럭시 전략 곳곳에서 자라와 스와치의 흔적들이 감지된다. 이 같은 강점들을 감안할 때, 스마트폰 시장에서 삼성의 포지션은 흔들리지 않을 것으로 판단된다.

투자이건 매수(유지), 목표가 180만원(상향)

3분기 영업이익이 10조원에 미치지 못할 것이라는 전망으로 삼성전자 주가는 최근 다소 부진하다. 그러나, 이는 단기 이슈에 불과하며, 지금은 내년 실적과 밸류에이션에 대한 고민이 필요한 상황이다. 핸드폰 산업의 이익의 파이가 줄어들 가능성을 인정한다 하더라도, 앞서 열거한 강점을 감안할 때, 삼성전자 IM사업부의 이익이 급감할 가능성은 희박하다. 반면, DRAM과 NAND를 중심으로 반도체 이익은 큰 폭 늘어날 전망이다. 현 상황에서 메모리와 스마트폰 세계 1위 업체인 삼성전자에게 PER 6~7배는 너무 가혹해 보인다. 삼성전자에 대해 투자이건 매수를 유지하고, 목표가를 종전 177만원에서 180만원으로 소폭상향 제시한다.

(단위:십억원 배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	165,002	201,104	230,393	247,233	254,929
영업이익	15,644	29,049	38,205	40,123	37,571
세전이익	17,192	29,915	40,042	42,915	40,542
지배주주순이익	13,759	23,845	31,830	34,188	32,299
EPS(원)	78,660	136,278	182,543	196,157	185,334
증가율(%)	-15.3	73.2	33.9	7.5	-5.5
영업이익률(%)	9.5	14.4	16.6	16.2	14.7
순이익률(%)	8.3	11.9	13.8	13.8	12.7
ROE(%)	14.7	21.6	25.0	21.7	16.6
PER	13.5	11.2	7.5	6.9	7.3
PBR	1.9	2.3	1.6	1.2	1.0
EV/EBITDA	6.0	5.5	4.3	3.8	3.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

www.ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임을 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

1. 자라(ZARA): 리더이면서 동시에 패스트팔로워.....	3
자라의 최대 경쟁력은 스피드.....	4
자라의 경쟁력: 생산시설 내재화에 따른 유연화.....	5
자라의 경쟁력: 패스트팔로워 전략으로 리스크를 줄인다.....	6
2. 스와치(Swatch) 그룹.....	8
스와치의 성공 요인: 고가부터 저가까지 전 영역을 커버.....	9
스와치의 강점: 세트와 부품 시장의 장악.....	11
3. 갤럭시에 스며있는 자라와 스와치의 향기.....	13
4. 시스템 LSI의 부진을 메워줄 V-NAND.....	16
5. 실적전망 및 투자의견.....	18
3분기 및 4분기 실적전망.....	18
2014년 실적전망.....	20
투자의견 요약.....	25

1. 자라(ZARA): 리더이면서 동시에 패스트팔로워

중저가 브랜드 자라의 브랜드 가치는 구찌, 에르메스 명품 브랜드 등을 앞선다...

마케팅 분야의 글로벌 컨설팅 업체인 인터브랜드가 선정한 2012년 글로벌 탑 브랜드 랭킹에서 자라(ZARA)는 94.9억달러의 브랜드 가치를 인정받아 37위를 기록했다. 글로벌 스파(SPA¹)의 선두주자이긴 하지만, 중저가 패션 업체인 자라의 브랜드 가치가 구찌(38위), 에르메스(63위), 까르띠에(68위), 티파니(70위), 버버리(82위), 프라다(84위) 등 세계적인 명품 패션 업체들을 앞섰다는 점은 흥미로운 결과임에 틀림없다.

이 같은 자라(ZARA)의 가치는 어디에서 나오는 것일까?

자라(ZARA)가 가진 근본적인 경쟁력의 원천은 바로 기획-제조-유통-피드백 등 프로세스 전 단계에 걸친 스피드와 수직계열화된 생산 시스템, 그리고 고객과 시장을 벤치마킹하는 패스트팔로워 전략 등으로 요약된다.

그림 1. 2012년 인터브랜드 글로벌 브랜드 랭킹

37 ZARA +18% \$9,488 \$m	38 GUCCI +8% \$9,446 \$m	39 +18% \$9,252 \$m	40 SONY -8% \$9,111 \$m	41 PHILIPS +5% \$9,066 \$m	42 L'ORÉAL +1% \$8,821 \$m	43 accenture +9% \$8,745 \$m	44 -11% \$8,444 \$m
45 +6% \$7,958 \$m	46 Heinz +1% \$7,722 \$m	47 Colgate +7% \$7,643 \$m	48 -16% \$7,599 \$m	49 -9% \$7,591 \$m	50 citi -12% \$7,570 \$m	51 SIEMENS -5% \$7,534 \$m	52 +8% \$7,498 \$m
53 HYUNDAI +24% \$7,473 \$m	54 Morgan Stanley +9% \$7,218 \$m	55 Audi +17% \$7,196 \$m	56 Nintendo -8% \$7,082 \$m	57 Nestlé +5% \$6,916 \$m	58 AXA +1% \$6,748 \$m	59 xerox +5% \$6,714 \$m	60 adidas +9% \$6,699 \$m
61 CATERPILLAR +13% \$6,306 \$m	62 Allianz +16% \$6,184 \$m	63 HERMÈS PARIS +15% \$6,182 \$m	64 KFC +2% \$5,994 \$m	65 Panasonic +14% \$5,765 \$m	66 Sprite +2% \$5,709 \$m	67 MTV -12% \$5,648 \$m	68 Cartier +15% \$5,495 \$m
69 facebook. New \$5,421 \$m	70 TIFFANY & Co. +15% \$5,159 \$m	71 AVON -4% \$5,151 \$m	72 PORSCHE +12% \$5,149 \$m	73 NISSAN +30% \$4,969 \$m	74 VISA +10% \$4,944 \$m	75 Shell +7% \$4,788 \$m	76 Santander -6% \$4,771 \$m
77 3M +18% \$4,656 \$m	78 Adobe +9% \$4,557 \$m	79 Johnson & Johnson +8% \$4,378 \$m	80 Kleenex -7% \$4,360 \$m	81 topix +1% \$4,352 \$m	82 BURBERRY +16% \$4,342 \$m	83 Johnnie Walker +12% \$4,301 \$m	

자료: 인터브랜드

1. SPA는 미국 브랜드 '갭'이 1986년에 선보인 사업모델로 의류기획디자인, 생산제조, 유통판매까지 전 과정을 제조회사가 맡는 의류 전문점을 말한다. 백화점 등의 고비용 유통을 피해 대형 직영매장을 운영, 비용을 절감시킴으로써싼 가격에 제품을 공급하고, 동시에 소비자의 요구를 정확하고 빠르게 캐치하여 상품에 반영시키는 새로운 유통업체이다. 고객수요와 시장상황에 따라 1~2주 만에 '다품종 대량공급'도 가능한 것이 특징이며, SPA를 '패스트패션'이라고도 부른다. [자료: 네이버 지식백과]

자라의 최대 경쟁력은 스피드

2~3주 단위로 제품을 기획하는 놀라운 스피드

대부분의 패션 브랜드들이 주로 계절별로 상품 기획을 세우는 반면에 자라(ZARA)는 길거리의 유행 모드를 조기에 포착해 본사 제품기획에 그 때 그 때 반영한다. 신제품 출시주기는 통상 2~3주에 불과하다. 제품은 공장출하에서 유통매장까지 지역별로 24~48시간 안에 도착한다. 이로 인해 매장 분위기를 항상 새롭게 연출한다. 또한, 이 같은 빠른 제품 공급 주기를 통해 소비자들이 1년에 평균 17회 점포를 방문하게 만들었으며, 상품이 2~3주 간격으로 자주 바뀌기 때문에 마음에 드는 물건이 있을 때 바로 사지 않으면 다음 번에 방문할 때는 이미 팔리고 없을 것이라는 심리를 이용해 정품/정가 판매 비율을 더욱 높일 수 있었다.

MIT의 로지스틱스 시스템을 입다

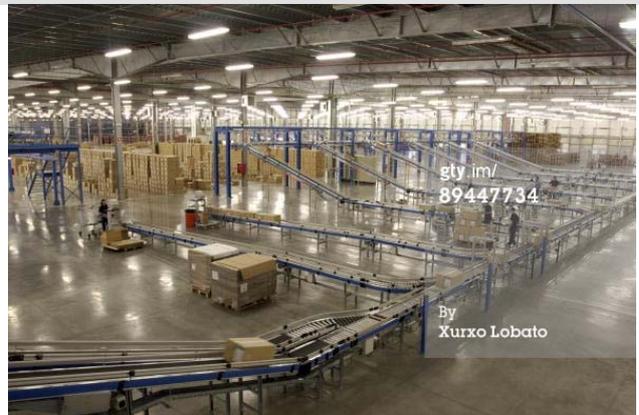
자라의 이 같은 스피디한 제품 공급 능력은 서플라이체인 전체를 아우르는 고도의 IT시스템이 구축됐기 때문에 가능하다. 1990년, 이미 스페인 시장의 리테일 네트워크를 완성한 자라는 해외시장 개척과 함께 로지스틱스와 IT 부문에 대규모 투자를 감행했다. 도요타의 생산시스템인 JIT를 도입하고, MIT의 로지스틱스 시스템을 연계해 비용을 줄이고, 결과적으로 이윤 극대화를 달성할 수 있었던 것이다.

또한, 본사 근처의 라코루나 지역에 13만m²에 달하는 대규모 물류센터를 두고, 본사와 하청업체, 생산공장과 상점까지 연결되는 강력한 IT 인프라를 구축했다. 이 같은 시스템을 통해 디자이너들은 1년에 1만개가 넘는 스타일과 거기에 따른 각기 다른 사이즈와 컬러 등 수많은 변수들을 관리하고 소비자들이 선호하는 스타일을 추적할 수 있다.

무인 자동화된 거대한 물류 센터

자라의 물류센터를 보면 그 거대한 규모에 비해 놀라울 정도로 사람이 적다는 것을 금방 알아 차릴 수 있다. 자라의 물류센터는 바코드와 컨베이어시스템 등 자동화 시스템을 갖추고 있어 적은 인원으로도 1시간에 5만벌의 의류를 처리할 수 있다고 한다. 각 판매점에서 주문이 들어오면 곧바로 자동화 시스템이 상품을 고른다. 옷걸이에 걸린 상품이라면 컨베이어 벨트를 따라 운반돼 그대로 트럭의 천장에 달린 랙으로 옮겨지고, 접어서 포장된 옷은 트럭의 선반으로 바로 옮겨진다. 모두 자동화된 시스템이 처리한다. 또 판매 직전에 필요한 태그와 다림질 등 사전처리도 모두 물류센터에서 담당한다. 때문에 판매직원은 판매에만 집중할 수 있도록 만들었다.

그림 2. 자라 물류센터의 내부 모습



자료: Gettyimages.com

자리의 경쟁력: 생산시설 내재화에 따른 유연화

생산시설 내재화로 생산
스피드와 유연성 확보

이 같은 사업모델이 작동할 수 있는 원동력 중 하나는 디자인과 생산과정의 수직계열화라 할 수 있다. 자라는 다른 SPA 경쟁사들과는 달리 약 60% 정도의 제품을 인하우스로 제작하고 있고, 40%에 달하는 원단을 직접 제조하여 계열사를 통해 염색 작업을 수행한다. 고정비에 대한 부담이 있을 수 있지만, 생산 과정의 상당부분을 인하우스 시스템으로 관리하고 있어, 생산을 모두 외부에 의뢰했을 경우 발생할 수 있는 납품 지연 및 품질 불량 등과 같은 문제점을 사전에 차단할 수 있게 된 것이다.

삼성전자와 애플의 차이점은 여러 가지이지만, 이 중 생산시설을 내재화하고 있느냐, 그렇지 않고 외주 생산을 하고 있느냐 하는 점도 대표적인 차이점 중의 하나라 할 수 있다. 그리고, 앞으로도 이 같은 근본적인 차이점으로 시장을 바라보는 두 회사의 시각과 전략도 크게 달라질 것으로 예상된다.

스마트폰의 초기 시장에선 대체로 제품의 라이프 사이클이 상당히 길었다. 그렇기 때문에 1년에 1~2개 빅히트 모델만으로도 시장을 주도해 나갈 수 있었고, 전담 모델을 집중적으로 생산하는 ODM 업체를 적극 활용하는 것이 상당한 장점으로 작용했었다.

그러나, 이제 스마트폰 시장이 점점 성숙기에 근접하게 되면서, 스마트폰 경쟁사들은 하드웨어 스펙이나 디자인, 소프트웨어에 이르기까지 큰 차이가 없는 비슷한 제품들을 하루가 멀다 하고 출시하는 상황이 벌어지고 있다. 이에 따라 시장 초기에 비해 스마트폰 신제품의 라이프 사이클은 눈에 띄게 짧아지고 있는 양상이다. 산업이 초기 국면에서 성숙기에 근접할수록 신제품의 수명주기가 줄어든다는 것은 주지의 사실이다.

산업의 성숙단계에
진입할수록 혁신보다는
공정 효율성이 중요해질 것

스마트폰과 패션 비즈니스를 동일선상에서 비교하기는 어렵지만, 분명 이전에 비해 시장의 변화에 훨씬 더 유연하게 대처할 수 있는 효율적인 생산 시스템이 앞으로는 두 산업에서 분명 중요한 역할을 할 것으로 판단된다. 따라서, 애플보다는 자체 생산 시설을 바탕으로 생산 효율성과 유연성을 더욱 개선해나가고 있는 삼성전자에게 유리한 환경이 만들어 질 것으로 예상된다.

1년은 3,150만초
갤럭시는 1년에 3.2억대
판매

삼성전자는 올해 약 3.2억대의 스마트폰을 생산/판매할 것으로 예상된다. 1년은 대략 3,150만초이다. 1초에 10대씩 생산해야 가능한 숫자다. 이렇게 많은 물량을 생산하고, 관리하는 것은 여간 어려운 일이 아니다. 잘못된 제품의 기획 하나는 엄청난 손실로 이어질 수 있다. 제품 기획 단계에서의 실수는 언제나 있을 수 있다. 더군다나, 지금은 몇 년 전에 비해 경쟁해야 되는 제품이 훨씬 많지 않은가?

그만큼 지금 스마트폰 시장은 초기에 비해 선두권 업체들조차 실수를 하게 될 리스크가 높아졌다. 중요한 것은 초기 실수에 따른 리스크를 어떻게 관리하고 통제하면서 다른 솔루션을 내놓을 수 있느냐 하는 것이 향후 스마트폰 비즈니스에 있어서 상당히 중요한 경쟁요인이 될 것이라는 점이다.

자라의 경쟁력: 패스트팔로워 전략으로 리스크를 줄인다

이노베이터이면서 동시에
패스트팔로워

패스트팔로워 전략은
리스크를 감소...

자라가 가진 또 다른 경쟁 우위 요인은 바로 재창조 능력이다. 자라는 최신 유행을 선도하는 패션 브랜드인 동시에 최신 유행 패션을 따라가는 추종자이기도 하다.

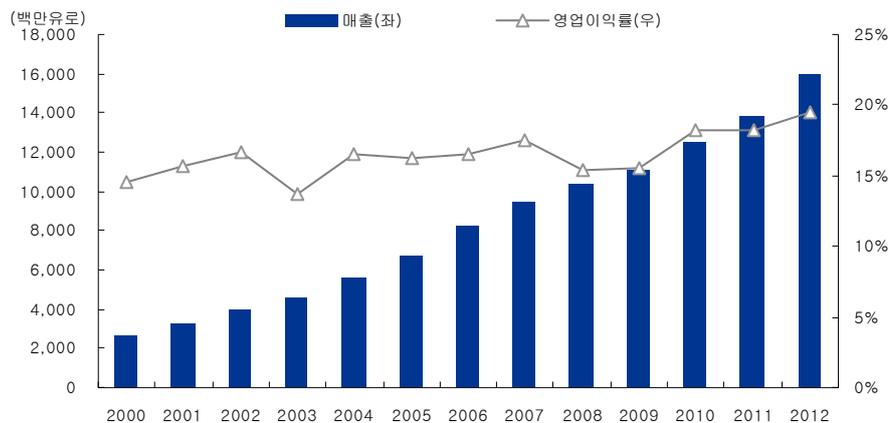
이미 길거리에서 유행하고 있는 검증된 패션을 참고로 해서 이와 유사한 디자인의 히트 상품을 빠르게 고객들에게 제공하고 있다는 것이다. 수 많은 시장조사 연구원들이 전세계 주요 도시 주요 거점에 포진하여, 길거리의 수많은 패션 사진을 찍어 디자인 서버에 실시간으로 전송하고, 빅데이터 분석을 통해 현재 유행하는 첨단 스타일에 대한 레퍼런스 디자인을 뽑아낸다. 그리고, 수백명의 디자이너들은 이를 기반으로 새로운 제품을 디자인한다. 자라는 어쩌면 패션의 이노베이터라기 보다는 패스트팔로워에 가깝다고 할 수 있다. 그러나, 이 같은 자라의 패스트팔로워 전략은 매출을 극대화하면서, 리스크를 최소화하는 매우 효율적인 비즈니스 모델인 것으로 평가된다.

인디텍스(Inditex)는 자라의 모회사로 자라 이외에도 자라 키즈, 자라 홈, 폴앤베어, 버슈카, 마시모두티, 스트라디바리우스, 오이쇼, 이터케이, 템피 등의 브랜드를 자회사로 두고 있으며, 마드리드 증권 거래소에 상장되어있다. 인디텍스의 창업자이자 회장인 아만시오 오르테가는 순자산 기준 스페인 1위, 세계 3위의 갑부로 알려져 있다.

인디텍스의 시가총액은 2013년 9월 23일 기준 705억유로, 원화로는 약 100조원에 달한다. 지난해 연간 실적은 매출액 159.5억유로(약 23조원), 영업이익 31.2억유로(약 4.5조원), 순이익 23.6억유로(약 3.4조원)를 기록했다. 지난해 실적 기준으로 PER은 30배에 달한다. 금융위기로 스페인 증시가 부진한 가운데서도 인디텍스 주가는 고공행진을 이어가고 있다. 인디텍스가 보여준 제조공정에서의 스피드와 유연성, 그리고, 시장을 빠르게 벤치마킹해 리스크를 줄여가는 패스트팔로워 전략을 시장은 그만큼 높게 평가해 주고 있는 것으로 볼 수 있다.

인디텍스의 실적과 주가
궤적은 스페인 증시와는
달리 움직이고 있다...

그림 3. 인디텍스 연간 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 블룸버그, IBK 투자증권

혁신만 외치는 것은 오히려
리스크

삼성전자를 두고 흔히 혁신이 부족하다. 패스트팔로워에 불과하다라고 폄하하는 이들이 종종 있다. 그러나, ZARA의 예에서 보았듯이, 패스트팔로워 전략은 오히려 비즈니스 리스크를 크게 줄여줄 수 있다. 따라서, 삼성의 패스트팔로워 전략은 오히려 새로운 각도에서 평가될 필요가 있다. 혁신만을 강조하는 혁신은 또 다른 혁신의 출현에 빠르게 무너질 리스크가 있는 것이다.

예를 들어 노키아 같은 경우는 분명 이노베이터적 성격이 강한 회사였다고 할 수 있다. 애플 등장 이전부터 이미 당시 다른 경쟁사들은 꿈도 꾸지 못하는 OS, 심비안과 스마트폰 생태계 모델을 구축하고 있었을 정도였다. 시장점유율은 비교 불가능할 정도로 압도적 수준이었다. 그러나, 애플과 안드로이드라는 새로운 이노베이터의 등장 이후에도 노키아는 자존심을 버리지 못하고 심비안 생태계에 집착했다. 시장을 따르지 않고, 자신들의 혁신에만 집착했던 것이다. 결국에는 회사를 마이크로소프트에 넘겨야 하는 운명에 처하고 말았다.

혁신과 자존심에만 집착하다가 시장의 변화를 읽어내지 못하는 것이 얼마나 위험한 것인지를 단적으로 보여준다. 만일 노키아가 독창성에만 집착하지 않고, 좀 더 일찍 안드로이드 진영에 합류했다면, 지금쯤 어찌면 스마트폰 시장에서, 삼성전자, 애플과 확실한 3강을 이루지 않았을까 생각해 본다.

블랙베리도 비슷한 케이스라 할 수 있다. 그들이 초창기 구축한 비즈니스 모델과 제품은 독특하고 독창적이었으며, 혁신적이었다. 그러나, 그들보다 더 매력적인 플랫폼의 등장으로 일시에 경쟁력이 붕괴되었다. 블랙베리도 결국 LBO에 의한 상장 폐지의 길을 걷게 될 예정이다.

과거 소니의 베타방식 비디오 테이프 사례도 마찬가지라 할 수 있다. 아무리 자신들의 독창적인 기술에 자신감이 있다고 해도 시장의 대세가 VHS로 흘러가고 있었다는 사실을 받아들이지 않으면서, 결국 소니의 시장 지배력은 이후 크게 약화될 수 밖에 없었던 것이다.

삼성의 패스트팔로워
전략은 재평가 되어야
한다...

패스트팔로워 전략은 절대로 평가절하되지 말아야 한다. 진정 가장 빠르게 시장 트렌드를 쫓아갈 수 있는 능력이야말로 오히려 불확실한 미래의 비즈니스 리스크를 줄일 수 있기 때문이다. 스마트폰 시장의 초기 국면에서는 이노베이터가 시장을 주도할 수 있다. 그러나, 어느 정도 성숙기 국면에 진입한 상황에서는 이노베이터보다는 패스트팔로워의 비즈니스 모델이 더 안전해 보인다고 할 수 있다.

2. 스와치(Swatch) 그룹

스위스 시계 산업의 위기

스위스의 쿼츠 시계는 지름이 고작 3~4센티미터 밖에 안되지만, 그 안에는 수백년의 경험과 노하우가 담겨있다. 그 동안 수많은 카피제품들이 출현했었지만, 품질의 차이는 쉽게 극복되지 못했다. 시계 산업에 있어 스위스의 기술적 아성은 견고 그 자체였다. 1970년대 중반까지만 해도 분명히 그랬다.

그러나, 1970년 대 후반 들어 저가의 쿼츠 시계가 양산되면서 스위스 시계의 명성은 심각한 도전에 직면한다. 일본 세이코 등을 비롯한 아시아의 시계 메이커들이 스위스 시계를 뜯어놓고 노하우를 철저히 분석해 훨씬 싼 가격에 경쟁력 있는 퀄리티를 갖춘 시계를 대량생산하기 시작한 것이다. 훨씬 싼 가격에 괜찮은 품질의 시계를 접한 사람들은 굳이 10배 가까이 비싼 돈을 주고 스위스 시계를 사야 할 이유를 찾지 못했다. 이로 인해 스위스 시계 산업은 크게 휘청거릴 수밖에 없었다.

1974년만해도 스위스는 한해 9,100만개의 시계를 만들어 팔았다. 그러나, 10년 뒤인 1983년에는 고작 4,300만개 밖에 팔지 못했다. 세계 시계 시장에서 스위스 시계가 차지하는 비중도 43%에서 15%로 급락했고, 스위스의 시계 산업 종사자는 9만명에서 4만명으로 감소했다. 오랜 명성과 자부심이 무색하게 스위스의 시계 산업은 사양산업으로 전락할 운명에 처하고 말았다.

1930년대부터 1970년대까지 스위스 시계 산업은 티쏘와 오메가가 합병한 SSIH와 세르티나, 론진, 라도 등이 합병한 ASUAG가 양분하고 있는 형국이었다. 그러나, 이들 스위스 시계의 양대산맥인 SSIH와 ASUAG조차도 실적 부진이 누적되면서, 재무구조가 급격히 악화되고 말았다. 결국 SSIH와 ASUAG의 최대 채권자였던 스위스 은행들은 컨설팅 회사인 하이테크 엔지니어링에게 두 회사와 스위스 시계 산업의 돌파구를 위한 컨설팅을 맡긴다.

하이테크 엔지니어링은 스위스 시계 산업이 생존하기 위해서는

첫째, 저가 시장에 주목해야 하고,

둘째, 시계에 패션 개념을 도입해야 하며,

셋째, 제조 공정을 최대한 자동화해야 한다는 경영 과제를 제시했다. 한마디로 좋은 시계도 중요하지만, 잘 팔릴 수 있는 시계를 만들어야 한다는 것이었다.

하이테크가 제시한 피라미드 전략은 다양한 상표를 명확하게 차별화하고 저가와 중가, 고가로 나누어 모든 계층의 사람들을 모두 고객으로 끌어안는다는 것이다. 정작 제대로 된 돈벌이는 하나에 100만달러를 넘어가는 고가 브랜드에서 찾는다 하더라도 50달러 미만의 저가 시계도 결코 소홀히 할 수 없다는 것이었다. 세계 시계 시장의 90% 이상을 차지하는 저가 시계를 제대로 잡지 못하면 스위스 시계 산업의 미래는 없다고 거듭 경고했다.

스와치의 성공 요인: 고가부터 저가까지 전 영역을 커버

저가 브랜드 스와치의 탄생

하이에크의 충고를 받아들인 스위스 은행들은 결국 SSIH와 ASUAG를 합병²하고, 지금까지 좀처럼 볼 수 없었던 새로운 개념의 브랜드를 내놓는다. 정확성과 방수/방충 기능을 갖 추면서도 일본/홍콩 시계 가격의 절반에 불과한 40달러짜리 스와치 브랜드는 스위스 시계의 과감한 모험이었다. 이렇게 파격적으로 가격을 낮출 수 있었던 것은 대대적인 공정 개선이 원가 절감의 노력이 있었기에 가능했었다.

스위스의 시계 산업은 이제 세계 시계 시장의 50%를 차지할 만큼 예전의 명성을 회복했고, 스와치 그룹은 그 중 다시 약 절반 정도를 차지하고 있다. 한 때나마 일본과 홍콩이 스위스를 넘볼 수 있었던 것은 스위스 시계 산업의 피라미드 밑바닥이 매우 취약했기 때문이었다. 스와치 그룹은 뒤늦게나마 파격적인 가격의 저가 시계로 물량 공세를 펼치면서 피라미드의 밑바닥을 탄탄히 다졌고 빼앗긴 시장과 명성을 되찾을 수 있었던 것이다.

스와치 그룹은 제품 카테고리를 크게 5개로 분류했다. 최고가 대표 브랜드인 브레게, 해리 윈스톤, 블랑팡, 오메가 등으로 이루어진 프레스티지&럭셔리 레인지를 비롯해, 론진, 라도, 유니온으로 구성된 하이 레인지와 미들 레인지(티쏘, 발만, CK 등)와 베이직 레인지(스와치, 플릭플락)로 구분했으며, 소수를 위한 주문형 브랜드인 엔두라를 프라이빗 레인지로 나누었다. 이들 각각의 브랜드들은 각기 다른 고객과 다른 경영전략으로 시장에 대응한다. 이를 통해, 스와치 그룹은 차별화와 경쟁력을 강화하면서, 누구도 범접하기 어려운 새로운 진입 장벽을 구축했다.

스와치 그룹은 제품 카테고리를 크게 5개로 분류해놓고 있다...

표 1. 스와치 그룹의 등급별 브랜드

등급	Prestige & Luxury	High	Middle	Basic	Private
주요 브랜드	  HARRY WINSTON  GLASHÜTTE ORIGINAL  JAQUET DROZ  TIFFANY & CO. 	  UNION GLASHÜTTE/SA.	     	 	

자료: Wikipedia, IBK투자증권

2. SSIH와 ASUAG 합병법인은 후에 스와치 그룹으로 재탄생하게 된다

각 브랜드별로 각기 다른 경영 전략 수행

스와치 그룹은 전사 자금 흐름만 관리할 뿐 각 브랜드의 경영에 직접 개입하지 않는다. 생산 및 판매 전략은 브랜드 별로 알아서 해야 한다. 프리미엄 카테고리인 블랑팡이나 오메가는 우수 모델이 한번 나오면 2~3년 동안 모델을 바꾸지 않는다. 그러나, 저가 카테고리인 스와치는 빠르면 3~4개월 만에 한 번씩 모델을 교체한다. 매년 봄, 가을에는 새로운 기능과 디자인을 가진 신제품이 100여 개 이상 쏟아져 나오고, 다양하고 기발한 아이디어의 제품들이 선보인다.

스와의 성공요인으로 첫 손에 꼽는 것은 이처럼 다양한 브랜드를 통해 특정 영역이 아닌 전 영역의 카테고리를 커버하면서, 각 브랜드별로 최적화된 전혀 다른 비즈니스 전략으로 시장을 이끌어 가고 있다는 것이다.

스와의 5개 등급 분류와 비슷한 삼성의 갤럭시 등급

이 같은 스와의 전 카테고리에 걸친 피라미드 전략은 삼성전자의 갤럭시 전략과 일맥상 통하는 부분이 있다. 고가 모델에만 치중하는 애플과 달리 삼성전자는 갤럭시 브랜드를 S, R, W, M, Y 카테고리로 나누어 프리미엄부터 저가폰까지 전 영역에 걸친 고객을 끌어안으려고 하고 있는 것이다.

표 2. 삼성전자 갤럭시 등급 분류

등급	S	R	W	M	Y
의미	Supersmart	Royal	Wonder	Magical	Young
등급	High-end	Upper mid-range	Mid-range	Low-end	For young users
모델번호	GT-S9nnn	GT-S8nnn	GT-S7nnn	GT-S5nnn	(Varies)
주요모델	갤럭시 S 갤럭시 S2 갤럭시 S3 갤럭시 S4 갤럭시 노트 갤럭시 노트2 갤럭시 노트3 갤럭시 그랜드 넥서스 갤럭시 S4 미니	갤럭시 R 갤럭시 에이스2 갤럭시 빔 갤럭시 코어 갤럭시 S3 미니	갤럭시 갤럭시 W 갤럭시 에이스+ 갤럭시 X 커버 갤럭시 에이스3	갤럭시 스피카 갤럭시 포털 갤럭시 아폴로 갤럭시 유로파 갤럭시 에이스 갤럭시 지오 갤럭시 미니 갤럭시 미니2 갤럭시 M 갤럭시 스타	갤럭시 Y 갤럭시 Y프로 듀오스 갤럭시 어필 갤럭시 챗 갤럭시 스텔라 갤럭시 리버브 갤럭시 러쉬 갤럭시 익스프레스 갤럭시 럭비프로 갤럭시 페임

자료: Wikipedia, IBK투자증권

스와치의 강점: 세트와 부품 시장의 장악

경쟁 업체와 달리 핵심 부품인 무브먼트 업체를 수직계열화한 스와치

우리가 주목하고 있는 스와치 그룹과 삼성전자의 공통점은 양사 모두 세트 분야에서 세계 1위 업체이면서 동시에 핵심 부품에서도 시장 점유율 1위를 차지하고 있다는 사실이다. 스와치 그룹은 쿼츠 시계의 심장인 무브먼트를 공급해주는 ETA, 프레드릭 피계(Frederic Piatet), 이스케이프먼트를 비롯해 부품 제조사인 니바룩스, 시계 비늘 제조사인 유니베르소 등을 모두 자회사로 두고 있다.

그림 4. 스와치의 자회사인 ETA, 피계, 이스케이프먼트의 무브먼트



자료: Web Search

스와치의 무브먼트는 최대 경쟁사인 리치몬트 그룹에도 공급되고 있다...

특히, 쿼츠 무브먼트를 개발/제작 한다는 일은 기계식 시계의 정확도와 안정성에 직결되는 문제이기 때문에 정밀 공학 기술력은 물론이고 연구개발을 위해서 엄청난 비용과 시간을 필요로 한다. 때문에, 많은 스위스 시계 메이커들이 무브먼트 개발에 노력했지만, ETA, 프레드릭 피계 등의 성능을 도저히 넘어서길 힘들다고 판단하면서, 대부분은 이들 스와치의 무브먼트 자회사로부터 이를 공급받고 있는 실정이다. 심지어 스와치 그룹의 최대 라이벌인 리치몬트 그룹도 무브먼트를 ETA나 프레드릭 피계로부터 공급받고 있다.

리치몬트 그룹은 시계산업에서 스와치 그룹과 양대 산맥을 이루는 회사다. 스와치가 저가에서 고가에 이르는 다양한 시계브랜드를 가지고 있는데 반해, 리치몬트는 IWC와 바쉐론 콘스탄틴, 피아제, 까르띠에(시계)를 비롯 보페, 메르시에, 몽블랑, 오프치네 파넬라이, 예저르쿨트르, 반클리프 아펠, 로저 드뷔 등 그 이름만으로도 가슴 벅찬 럭셔리 브랜드로만 구성되어 있다.

그림 5. 리치몬트 그룹의 주요 브랜드



자료: Cookouture Magazine

스와치의 무브먼트 생산 계획은 타 경쟁사에게는 가장 중요한 변수

스와치는 대부분의 럭셔리 스위스 시계 업체들을 대상으로 무브먼트와 핵심 부품을 공급하는 독점적인 위치를 확보하고 있다. 때문에 스와치 그룹의 무브먼트 생산계획은 스위스 쿼츠 시계 업체들에게 있어서 그 무엇보다 중요한 변수가 된다. 공급이 한정된 부품을 자체 생산할 수 있기 때문에 스와치 자신들의 큰 변수가 아닌 반면, 경쟁사 시계 제조업체들은 언제나 여기에 촉각을 곤두세워야 한다. 이런 측면에서 스와치 그룹의 경영안정성은 리치몬드 그룹이나 타 경쟁사 대비 얼마나 높은지는 어렵지 않게 알 수 있을 것이다.

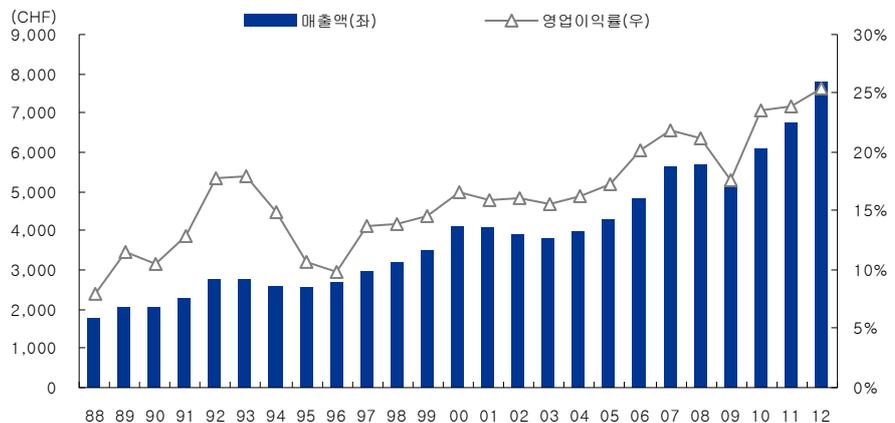
스와치와 마찬가지로 세트와 부품 사업 모두를 장악하고 있는 삼성전자

이 같은 점에서 삼성전자에서도 스와치 그룹의 향기가 짙게 난다. 삼성전자는 스마트폰 세계 1위임과 동시에 공급 업체가 한정되어 있는 모바일 DRAM과 NAND 플래시, AMOLED 패널 등 핵심 부품 분야에서도 세계 1위를 차지하고 있다. 과거 DRAM 메이커가 20여개 이상이었던 PC 시대와는 달리 이제 모바일 시대의 DRAM 업체는 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론 캠프 등 3개사로 압축되었다. NAND 공급 가능 업체도 4개사에 불과하며, AMOLED 패널을 공급할 수 있는 업체도 두세 손가락 안에 꼽을 정도이다. 따라서, 삼성전자는 타 스마트폰 업체들에 비해 시장을 바라볼 수 있는 매우 유리한 위치에 있는 것이다.

세트와 부품을 장악하고 있는 스와치의 실적은 놀라울 정도로 안정적...

스와치 그룹의 시가총액은 2013년 9월 23일 기준 307억 CHF(스위스프랑), 원화로는 약 36조원수준이다. 실적은 2012년 말 기준으로 매출액 77.9억 CHF(약 9.2조원), 영업이익 19.8억 CHF(약 2.3조원), 순이익 16억 CHF(약 1.9조원)을 기록했다, PER은 작년 실적 기준으로 18배, 올해 예상 실적 기준으로 15~16배에 달한다. 스와치 그룹으로 재탄생한 이후 매출 및 이익이 꾸준히 증가하고 있으며, 지난해 영업이익률은 25%로 안정적으로 향상되고 있는 트렌드를 보이고 있다.

그림 6. 스와치 그룹 연간 매출액, 영업이익률 추이(1988년~2012년)



자료: 블룸버그, IBK 투자증권

3. 갤럭시에 스며있는 자라와 스와치의 향기

스마트폰 시장은 2010년 이후 아주 짧은 시간 숨가쁜 성장을 이루었다. 그러나, 이 같은 급성장기에서 돈을 벌어들인 업체는 애플과 삼성 두 회사뿐이다. 이 둘을 제외한 나머지 업체들은 적자이거나, 한 자리수 초반의 매우 낮은 수익성에 머물러 있다.

삼성의 갤럭시에는 자라와 스와치의 강점들이 중첩되어 나타난다

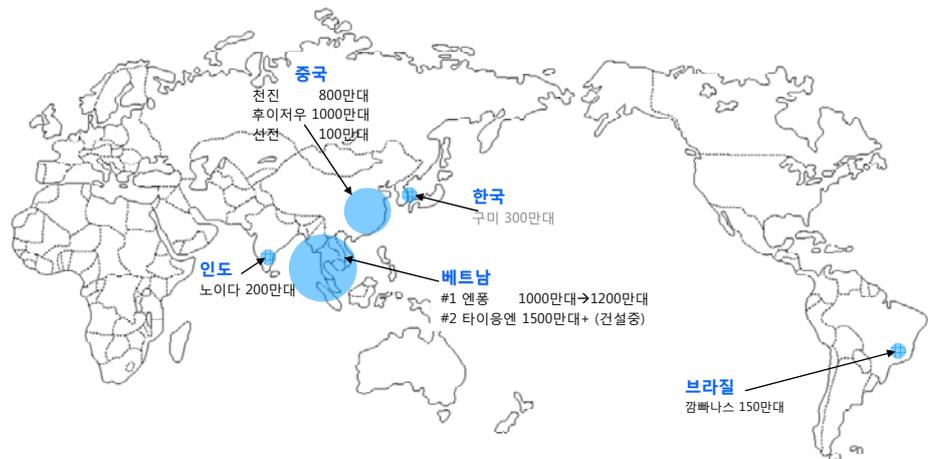
이노베이터인 애플은 스마트폰 초기 시장에서 사람들을 감동시키는 혁신적인 제품으로 범접할 수 없는 수준의 높은 이익률을 기록했다. 패스트팔로워라 하면 기분 나빠할지도 모르겠으나, 어쨌든 삼성은 가장 빠르게 애플의 모습을 쫓아 간 것은 맞는 것 같다. 거기에 덧 붙여 아주 견고한 서플라이 체인을 내재화(ZARA) 했고, 고가에서 저가에 이르는 풀라인업(Swatch)을 구축했다.

여기에 한 발 더 나아가, 삼성은 신제품 주기가 짧아지는 시장의 흐름에 맞춰(ZARA), 베트남 엔퐁 제1공장과 타이응웬 제2공장을 중심으로 프로세스를 더욱 효율적이고 플렉서블 하며, 스피디(ZARA)한 시스템으로 리빌딩하고 있으며, 핵심 부품과 세트의 수직계열화(Swatch)를 통해 경쟁사들이 도저히 쫓아올 수 없는 수준의 인프라를 갖춰나가고 있다.

생산효율성 향상과 무인자동화, 핵심부품 내재화를 목표로 베트남 공장을 리빌딩하고 있다...

언론보도에 따르면 삼성전자는 내년 베트남 내 스마트폰·스마트패드 생산량을 3억대 이상으로 끌어올리고, 중국 톈진·후이저우 공장은 전자제품전문제조업체(EMS) 등을 활용해 외주 생산 체제로 전환할 계획이라고 한다. 이를 위해 삼성전자는 내년까지 베트남 타이응웬 제2 공장에 현지인 4만명을 채용할 방침이다. 베트남 제1 생산거점인 엔퐁 공장 인력보다 30% 이상 많은 수준이다. 이 같은 대규모 인원이 필요한 것은 카메라모듈·케이스·렌즈 등 소재부품 자체 생산을 염두에 두고 인력을 충원 중이기 때문인 것으로 분석된다. 또한, 삼성전기를 끌어들이며 타이응웬 공장 인근에 핵심 소재부품 생산 거점을 마련토록 했다. 자체 제작 물량으로 감당할 수 없을 때 신속하게 외부에서 소재부품을 조달하기 위함이다. 삼성전자는 시스템 효율화로 개발 기간과 완제품 생산 리드 타임을 크게 앞당겼다. 갤럭시 S4 개발 기간을 갤럭시S2보다 35% 앞당겼고, 완제품 리드타임은 20% 이상 줄인 것으로 분석되고 있다. (전자신문 9/23)

그림 7. 삼성전자 스마트폰 생산 라인 현황 (월 생산 규모)



자료: IBK투자증권

스마트폰의 판가 및 마진 하락은 받아들일 수 밖에 없는 구조적 이슈

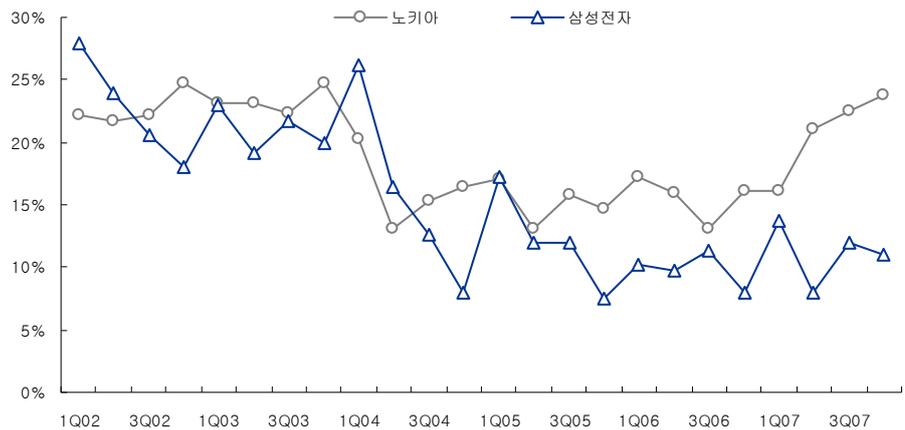
2010년부터 올해 2013년까지 스마트폰은 전세계적으로 약 24억대가 판매될 것으로 추정된다. 그 중 약 2/3인 16억대 이상이 평균 소득수준 2만달러 이상의 선진국에서 소비되었다. 소득수준 2만달러 이상인 국가의 총 인구는 전세계 총 인구의 약 15%인 10억명 내외이다. 10억명의 사람들이 4년간 16억대의 스마트폰을 구매했다는 의미는 최소한 선진국에서 스마트폰의 보급은 포화수준에 도달했거나, 거의 근접했다는 것을 뜻하는 것이다. 이러한 인구 통계학적 분석을 고려하면, 향후 스마트폰의 추가성장은 아무래도 이머징 시장을 중심으로 이루어질 것임은 분명해 보인다. 그리고 이는 결국 스마트폰 ASP 및 마진 하락으로 이어질 것으로 보는 것이 타당한 전망이 될 것이다.

2004년의 추억(?)

지금으로부터 9년 전 피쳐폰에서도 비슷한 일들이 벌어졌다. 대부분의 사람들이 피쳐폰을 보유하고, 후발업체들의 품질 개선으로 신제품의 경우 업체들간 차이가 대폭 축소되었다. 2000년대 초반 20%를 훌쩍 넘겼던 노키아와 삼성전자의 핸드폰 영업마진은 2004년 1분기를 정점으로 추락하기 시작했다.

2004년 이후 노키아와 삼성의 핸드폰 영업마진 차이 확대는 점유율 1위 업체의 비즈니스 안정성을 단적으로 보여주고 있다

그림 8. 2002년~2007년 노키아와 삼성전자 모바일 영업이익률 비교



자료: 각사, IBK 투자증권

그런데, 마진율이 20% 이상에서 한자리 수까지 급전직하했던 삼성전자와 달리 시장 점유율 1위 노키아의 경우 10% 중반 수준에서 수익성 하락이 멈추었다. 어떤 차이가 당시 이 같은 차이를 만들어 낸 것일까?

물론 당시의 글로벌 경제상황과 지역별 시장 변화 등 여러 가지 변수가 있었겠지만, 우리가 주목하는 두 회사의 차이는 바로 시장점유율의 차이이다. 당시 노키아는 시장점유율 30% 이상을 기록하는 압도적인 1위 업체였다. 2위인 삼성전자의 당시 점유율은 12~13% 수준이었다. 1위 업체로서 노키아는 서플라이체인 및 통신사에 대한 영향력과 함께 통신사 및 유통채널을 완전히 장악하고 있었다.

따라서, 원가경쟁력이나 경영전략, 제품기획 등에 있어 경쟁사들보다 유리할 수 밖에 없었다. 노키아가 스마트폰의 트렌드 변화를 감지하는 데 있어서 고집만 부리지 않았다면, 노키아가 원하는 게임의 룰이 계속 되었을 지도 모른다. 최고 업체로서의 지나친 자존심이 결국 노키아를 심비안에 계속 머무르게 했던 것은 아닐까 생각된다.

2013년 삼성전자는
2004년 노키아와 비슷

현재 스마트폰 시장에서 삼성의 위치는 과거 노키아의 전성기를 방불케 한다. 올해 삼성전자의 스마트폰 출하량은 약 3.2억대로 2위 애플의 2배에 달할 것으로 보인다. 삼성의 스마트폰 시장점유율은 올해 32%에 달할 것으로 추정된다.

이제 삼성전자가 노키아처럼 시장의 트렌드를 읽지 못하는 치명적인 실수를 하지 않는다면, 삼성전자의 스마트폰 수익성이 9년전 그 때처럼 힘없이 내려앉지는 않을 것으로 보인다. 다행히 삼성전자는 아직은 패스트팔로워적인 성격이 더 크기 때문에 치명적 실수의 가능성은 낮다고 할 수 있다.

표 3. 업체별 스마트폰 출하량 추이 및 전망

(백만대)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	2010	2011	2012	2013F	2014F
삼성	44.4	48.9	57.6	62.1	69.0	75.0	85.0	93.0	24	97	213	322	400
애플	35.1	26.0	26.9	47.8	37.4	31.2	33.0	58.0	47	93	136	160	214
노키아	11.9	10.2	6.3	6.6	6.1	7.4	7.5	9.0	100	77	36	30	44
HTC	7.2	9.2	7.7	6.3	4.9	7.6	7.7	8.0	25	45	30	28	33
BBRY	11.1	7.8	7.4	6.2	6.0	6.8	7.0	8.0	48	53	33	28	16
모토로라	5.1	5.5	4.8	5.0	3.5	4.5	5.0	6.0	14	19	20	19	29
소니	6.3	7.4	8.8	8.7	8.1	9.6	11.0	13.0	9	23	31	42	56
LGE	4.9	5.8	7.0	8.3	10.3	12.1	12.3	13.3	6	20	26	48	60
화웨이	5.1	6.5	7.5	10.8	10.0	10.7	11.7	13.0	3	16	30	45	58
ZTE	4.6	7.3	7.6	9.6	9.1	11.0	12.0	14.0	2	12	29	46	58
기타	18.1	21.4	31.4	45.6	44.6	56.1	64.0	75.0	21	37	117	240	323
합계	154	156	173	217	209	232	256	310	297	491	700	1,008	1,291
YoY	50%	41%	43%	38%	36%	49%	48%	43%	72%	65%	43%	44%	28%
시장점유율													
삼성	28.9%	31.3%	33.3%	28.6%	33.0%	32.3%	33.2%	30.0%	8.1%	19.7%	30.4%	32.0%	31.0%
애플	22.8%	16.7%	15.5%	22.0%	17.9%	13.5%	12.9%	18.7%	16.0%	19.0%	19.4%	15.8%	16.6%
소니	4.1%	4.7%	5.1%	4.0%	3.9%	4.1%	4.3%	4.2%	3.2%	4.6%	4.5%	4.1%	4.3%
LGE	3.2%	3.7%	4.0%	3.8%	4.9%	5.2%	4.8%	4.3%	2.2%	4.1%	3.7%	4.8%	4.6%
중국/기타	15.8%	21.0%	25.5%	29.3%	29.3%	32.4%	33.5%	32.2%	8.0%	12.6%	24.7%	32.6%	33.8%

자료: 각사, 가트너, IBK투자증권

4. 시스템 LSI의 부진을 메워줄 V-NAND

삼성전자는 반도체 미세화 기술의 한계를 극복한 신개념 3차원 수직구조를 갖는 128Gb의 V-NAND를 세계최초로 양산한다고 발표했다. 삼성전자의 독자 기술인 3차원 원통형 CTF(3D Charge Trap Flash) 셀구조와 3차원 수직적층 공정 기술이 동시 적용되어 기존 20나노급 대비 집적도가 2배 이상 높아졌다.

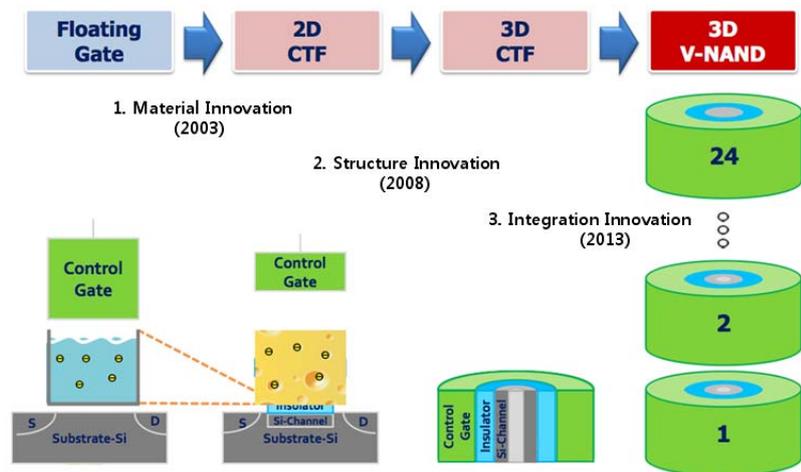
원래 NAND 플래시 메모리는 게이트에 전하를 저장하는 방식인 플로팅 게이트(Floating Gate) 구조를 적용해 왔으나, 공정 미세화로 인해 셀간 간섭 현상이 심화되면서 10나노급에서 물리적 한계에 근접하게 되었다.

이에 삼성전자는 2003년 전하를 안정적인 부도체에 저장해 셀간 간섭 영향을 대폭 줄인 CTF 게이트 타입의 NAND 칩을 개발한 데 이어, 2008년 3차원 원통형 CTF셀 구조 기술로 발전 시켰으며, 이를 바탕으로 이번에 수직 24층의 V-NAND 양산품을 전격 발표한 것이다.

삼성의 3차원 수직적층 공정은 각 단 사이에 구멍을 뚫어 전극을 연결하는 에칭 기술과 각 단 홀에 수직 셀을 만드는 게이트 패터닝 기술이 중요한 역할을 하게 된다. 이에 따라 에쳐와 증착 장비에 대한 수요가 확대되는 효과가 있을 것으로 예상된다. 반면 공정 미세화의 핵심인 리소그래피 기술로부터는 비교적 자유로워져 향후 투자대비 효율성이 매우 뛰어난 것으로 평가된다.

물질혁신(도체→부도체)
구조혁신(실린더형)
통합혁신(24단 적층)으로
완성된 V-NAND

그림 9. 낸드플래시 메모리의 구조 혁신



자료: 삼성전자

삼성은 일단 30나노급 기술로 트랜지스터를 24단 적층하여, 19나노급 기술에 맞먹는 원가를 달성했으며, 추후에는 32단, 48단, 64단으로 적층 단계를 높여 원가를 더욱 낮춘다는 계획이다. 특히, 기존 2D 구조의 MLC 칩보다 신뢰성에서 10배, 동작 속도에서 2배, 소비 전력 면에서 40% 개선되는 효과가 있는 것으로 분석되고 있다.

뛰어난 물리적 특성으로
향후 SSD 시장에서의 삼성
지배력 강화될 듯

이 같은 뛰어난 물리적 특성으로 인해 이 제품은 향후 SSD에 적극 활용될 것으로 보인다. 삼성의 V-NAND 플래시는 실린더 모양의 3D CTF(Charge Trap Flash)라 불리는 24겹의 칩으로 구성된다. 이렇게 만들어진 128Gb 셀을 64개 갖는 구조로 최대 960GB 용량의 SSD를 제조할 수 있는 것으로 전해진다. 회사측이 구체적인 데이터를 공개한 것은 아니지만, P/E사이클(Program Erase Cycle)이 19나노 MLC 기반 SSD에 비해 10배 가량 뛰어난 것으로 알려지고 있어, 특히 서버용 SSD 시장에서 두각을 나타낼 것으로 예상된다. 그리고, 향후 노트북용 SSD 시장까지 그 활용범위를 확대될 것으로 보인다. NAND의 응용분야 중 가장 성장성이 크고 상대적으로 프리미엄 시장이라 할 수 있는 SSD에서 삼성전자의 향후 포지션은 더욱 강화될 가능성이 높다.

다만, SSD는 그 높은 성장 포텐셜에도 불구하고, 수년 때 시장조사기관들의 예측에 비해 다소 미진한 성장을 보이고 있다. 또한, 경쟁사들도 속속 3D NAND에 진출하기 위해 준비를 하고 있기 때문에, 실제 내년 이후 삼성의 양산제품이 경쟁사 대비 성능 및 원가에서 어느 정도 우위를 보여줄 지에 대해서는 좀더 지켜볼 필요가 있다. 그러나, 삼성을 제외한 나머지 NAND 업체들은 3D보다는 1X → 1Y로의 미세공정 전환에 무게 중심을 갖고 있는 것은 분명하다. 그만큼 삼성의 V-NAND 기술에 대한 자신감이 높다고 볼 수 있다.

표 4. SSD 업체 순위

2012년 순위	주요업체	2011년 매출 (십억달러)	2012년 매출 (십억달러)	12/11 증감률	2011년 점유율	2012년 점유율
1	삼성전자	1,104	1,666	51%	19%	23%
2	인텔	905	1,056	17%	16%	15%
3	도시바	779	662	-15%	13%	9%
4	퓨전-io	283	413	46%	5%	6%
5	샌디스크	162	355	119%	3%	5%
6	OCZ	297	288	-3%	5%	4%
7	구글	176	268	52%	3%	4%
8	마이크론	300	239	-21%	5%	3%
9	웨스턴디지털	96	216	125%	2%	3%
10	라이트-온	79	208	163%	1%	3%
11	넷애플	123	194	58%	2%	3%
12	STEC	275	148	-46%	5%	2%
13	킹스톤	110	146	32%	2%	2%
14	SSS	69	118	70%	1%	2%
15	어페이서	67	93	40%	1%	1%
	기타	958	1,102	15%	17%	15%
	Total	5,784	7,173	24%	100%	100%

자료: 가트너

5. 실적전망 및 투자의견

3분기 및 4분기 실적전망

3분기 영업이익 10조원
하회할 전망

일단 코앞으로 다가온 3분기 실적은 아쉽지만 당초 기대했던 10조원대를 넘어서기는 어려워 보인다. IBK는 삼성전자 3분기 실적을 매출 57.87조원, 영업이익 9.67조원으로 예상한다. 이에 여러 가지 요인이 있겠지만, 몇 가지를 꼽아보면 대략 다음과 같다.

- 1) 원/달러 평균환율이 2분기 1,122원에서 10원 이상 하락
- 2) 갤럭시S4 판매가 2분기 대비 감소
- 3) TV 수요부진과 해외생산법인 환율 영향 등으로 현지 법인 수익성 악화
- 4) TV 수요부진과 수익성 악화에 따른 LCD TV 패널 가격 하락
- 5) 애플 물량 감소와 엑시노스 생산 부진에 따른 시스템LSI의 계속된 부진

원/달러 환율의 경우 2분기 후반들어 오히려 상승했기 때문에 3분기 평균환율이 2분기보다 높지 않겠냐는 기대감도 있었다. 그러나, 3분기 들어 갈수록 하락하더니, 9월 이후 하락세가 더 가파르게 진행되면서, 당초 생각보다 실적에는 불리하게 작용할 것으로 판단된다.

7월부터 줄곧 떨어진
환율은 3분기 실적에
불리하게 작용할 것으로
판단

그림 10. 원/달러 환율 추이



자료: WiseFN, IBK투자증권

갤럭시 S4 출하는 3분기
대비 소폭 감소 예상

갤럭시S4는 지난 분기 약 2천만대가 판매되면서 기대를 모았지만, 너무 높아진 시장의 눈높이를 충족시키지는 못했다. 오히려, 일부 부품 업체들을 통해 7, 8월 오더가 줄어들었다는 얘기들이 나오면서, 3분기 물량이 2분기 대비 감소할 것이라는 조짐이 나타났고, 결국 삼성전자 대표 모델로서 출시 첫 분기보다 감소하는 첫 번째 모델이 될 것으로 보인다. 그만큼 시장 트렌드는 빠르게 변하고 있다. 신제품의 피크사이클이 점점 앞당겨지게 될 가능성이 매우 높은 것이다. 우리는 3분기 갤럭시S4 출하량을 약 1,700만대로 예상한다.

TV 사업부 수익성 악화

선진국 시장인 유럽의 TV 수요부진과 일부 업체들의 저가공세가 삼성전자 TV 사업부의 수익성에도 부정적 영향을 끼쳤을 것으로 보인다. 또한, 삼성전자 TV의 주요 생산 거점인 인도, 브라질 등의 통화 가치가 급락하면서, 현지법인의 수익성 크게 훼손될 것으로 예상된다. 이들 지역에서 생산된 TV 제품은 주로 현지에서 소비되기 때문이다. 그리고 이 같은 TV 사업부의 부진은 LCD 패널가격 하락으로 이어져, 삼성 디스플레이의 LCD 사업부 수익성에도 부정적 영향을 줄 것으로 예견된다.

시스템 LSI 당분가 고전 불가피

삼성전자의 새로운 미래로 기대를 모았던 시스템LSI는 올해 들어 최대 고객인 애플의 이탈 효과로 어려움을 겪고 있다. 거기에도 야심차게 준비한 빅.리틀 프로세서인 엑시노스 옥타가 여러 가지 문제로 인해 삼성 무선사업부에서 조차 외면 받고 있다. 지금 시스템LSI 사업부에게는 뭔가 새로운 돌파구가 필요한 상황이다. 엑시노스를 더욱 강화해나갈 것인지, 아니면 큰 결단을 내려 퀄컴과 같은 대형 팹리스 업체를 고객으로 만들 것인지 등에 대한 진지한 고민이 필요한 단계다. 파운드리 전략과 관련된 큰 변화가 없다면, 핀펫 트랜지스터의 상용화가 본격화될 2015년 이전까지는 삼성전자 시스템 LSI의 실적은 다소 고전할 가능성이 높다.

DRAM 출하량 증가와 가격 강세로 메모리 실적은 양호 전망

그나마 다행인 부분은 메모리 반도체와 IM 부분의 실적은 상당히 양호할 것이라는 점이다. 먼저, 메모리의 경우, 삼성전자의 DRAM 출하량이 기존 가이던스보다 더 높은 증가율(+17%)을 기록할 것으로 예상되는 가운데, SK하이닉스의 화재 사고 영향으로 DRAM ASP가 당초 예상과 달리 강보합 이상을 기록했을 것으로 보인다. 따라서, 메모리 부문에서 전분기 대비 약 4,400억원 증가한 2.1조원의 영업이익을 거둬들일 것으로 추정된다.

3분기 스마트폰 출하량 8,500만대로 상당히 선방한 것으로 평가

IM 부문도 만족할만한 수준은 아니지만, 타 스마트폰 업체들과 비교할 때는 비교적 선방한 것으로 보인다. 일단 스마트폰 출하량이 2분기 대비 13% 증가한 8,500만대에 이를 것으로 전망된다. 물론 증가분의 대부분이 저가 스마트폰이긴 하지만, 전분기 대비 두 자리수 성장률은 국내외 경쟁업체들과 비교할 때, 매우 뛰어난 성적이라 할 수 있다. IM 부문 매출액은 36조원, 마진은 전분기와 비슷한 17.7%로 추정되며, 영업이익 역시 전분기보다 소폭 높은 6.37조원으로 예상된다.

4분기 영업이익은 10조원 넘어설 듯

4분기 전사 실적은 매출 62.2조원, 영업이익 10.2조원으로 3분기보다 더 좋아질 것으로 전망된다. IM과 CE 사업부의 마케팅 비용이 증가가 부담요인이지만, 반도체가 실적을 견인할 것으로 예상되기 때문이다. SK하이닉스 우시공장의 화재사고 이후 DRAM 가격이 급등했고, SK하이닉스의 공급물량 차질로 삼성전자를 비롯한 나머지 업체들은 4분기 출하량을 더 늘릴 것으로 예상된다. 시스템 LSI는 지난해에 비해서는 여전히 부진하겠지만, 아이폰 5S와 5C 초기의 판매가 호조를 보이고 있어, 3분기 보다는 매출 및 수익성이 개선될 것으로 예상된다.

표 5. 삼성전자 실적 종합 요약

삼성전자 실적요약	2012				2013F				2011	2012	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q(F)	4Q(F)				
매출액	45,271	47,597	52,177	56,059	52,868	57,464	57,878	62,183	165,002	201,104	230,393	247,233
YoY	22%	21%	26%	19%	17%	21%	11%	11%	7%	22%	15%	7%
QoQ	-4%	5%	10%	7%	-6%	9%	1%	7%				
영업이익	5,689	6,460	8,061	8,838	8,779	9,531	9,683	10,212	15,644	29,049	38,205	40,123
YoY	104%	71%	88%	85%	54%	48%	20%	16%	-6%	86%	32%	5%
QoQ	19%	14%	25%	10%	-1%	9%	2%	5%				
세전이익	6,350	6,730	8,302	8,532	9,045	9,828	10,245	10,924	17,192	29,915	40,042	42,915
순이익	5,048	5,193	6,565	7,038	7,155	7,774	8,220	8,682	13,759	23,845	31,830	34,188
OPM	12.6%	13.6%	15.4%	15.8%	16.6%	16.6%	16.7%	16.4%	9.5%	14.4%	16.6%	16.2%
영업외손익	661	270	241	-306	266	297	562	711	1,548	866	1,836	2,792
법인세율	20.5%	22.8%	20.9%	17.5%	20.9%	20.9%	19.8%	20.5%	20.0%	20.3%	20.5%	20.3%

자료: IBK투자증권

2014년 실적전망

- 내년 감익 가능성 점검** 지금 삼성전자와 관련된 가장 중요한 이슈는 사실 3분기나 4분기 실적이라기 보다는 과연 내년도 이익이 어떻게 될 것인가의 문제다. 사실 지금 수준의 주가는 내년도 감익(減益)을 기정사실로 받아들이고 있다고 봐도 과언이 아닐 것이다. 그리고, 이 같은 이슈에서 키를 쥐고 있는 것은 반도체라기 보다는 통신 부문의 실적이라는 것은 누구든지 잘 알고 있을 것이다.
- 삼성의 한계를 여실히 보여준 갤럭시 기어** 그렇기 때문에, 투자자들이 9년 전인 2004년의 악몽을 떠올리는 것은 어쩌면 당연하다. 삼성의 플래그십 모델인 갤럭시 S4는 출시 한 분기 만에 물량이 줄어들 위기에 처했고, 이노베이터로서의 이미지 변신을 위해 야심차게 내놓은 갤럭시 기어는 삼성전자의 한계를 여실히 보여주었기 때문이다.
- 2013년을 2004년과 같은 잣대로 평가해선 안될 듯...** 그러나, 2004년의 삼성전자와 2013년의 삼성전자는 현격한 차이가 있다. 2013년 스마트폰 시장에서 삼성전자는 30% 이상의 점유율을 기록하며 2위 애플을 큰 격차로 따돌리고 있다. 로우엔드부터 하이엔드까지 전 영역에 걸친 신속한 대응으로 시장점유율이 오히려 올라가고 있는 상황이다. 1위 프리미엄을 등에 업은 삼성이 구축한 강력한 서플라이체인과 채널 인프라는 너무 견고해 쉽사리 무너질 것 같지 않다. 거기에서 스마트폰의 가장 중요한 부품인 모바일 DRAM과 NAND 플래시, AMOLED 패널 1위 업체라는 점도 경쟁자들이 도저히 따라올 수 없는 무기가 된다.
- 새로운 스마트폰으로부터 얻게 되는 감동의 깊이는 점점 줄어들고 있다. 선진국의 스마트폰 수요는 이제 포화 수준에 근접했다. 소비자들은 이제 스마트폰이 주는 효용과 자신들이 지불하는 금액 사이의 함수 관계를 냉정하게 평가하려 할 것이다. 스마트폰 유저들이 스마트해지면서, 자연스럽게 스마트폰 제조업체들에게 떨어지는 이익의 파이는 점점 줄어들게 될 것으로 보는 것이 타당하다.
- 그러나, 생활 필수품이자 일종의 과시용품이 된 스마트폰에 있어서, 브랜드 충성도 및 기존 구매 제품에 적용하려고 하는 경향은 생각보다 강하게 나타날 것이다. 많은 우려에도 불구하고 애플 5S와 5C에 대한 고객들의 열광적 충성도는 그 단면을 그대로 보여준다.
- 스마트폰 이익의 파이는 줄어들더라도 삼성이 받는 타격은 심하지 않을 것..** 더군다나, 이익의 파이가 커지지 않을 것 같은 이 같은 변화로부터 가장 적게 상처 받을 업체는 아무래도 삼성전자일 것 같다. 스마트폰 1위 업체이자 메모리 1위 업체인 삼성전자는 이제 반도체의 공급뿐만 아니라 수요까지 좌지우지할 수 있는 사상 초유의 포지션에 올라섰다. 경쟁자들은 한 개도 갖지 못한 강력한 무기를 두 개나 가진 것이다. 그렇기 때문에 삼성전자의 스마트폰 시장에서의 현재 위상이 그다지 흔들리지 않을 것이다.
- 삼성전자가 IM 부문에서 올해 이상의 영업이익을 거둘 것이라고 예상하기는 쉽지 않은 것이 사실이다. 올해 IM 사업부의 이익 규모가 너무 크고, 고가 스마트폰의 성장성에 대해서도 의문이 생겨나고 있기 때문이다.

IM 이익 감소 리스크 있지만, 반도체가 대부분 메워줄 것으로 기대

그러나, 9년 전과 같은 급격한 마진 하락 가능성은 희박하다. 내년 삼성전자 스마트폰 출하량은 4억대 이상으로 올해보다 26% 증가할 것으로 보이고, 무선사업부 매출액은 약 160조 원으로 올해 대비 13~14% 늘어날 것으로 예상된다. 마진은 올해보다 약 4%pt 낮은 14% 내외를 기록할 것으로 보여, 영업이익 총액은 올해보다 약 10% 줄어든 22조원 대를 기록할 것으로 전망된다.

표 6. 삼성전자 IM 사업부 실적 전망

IM	2012				2013F				2011	2012	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q(F)	4Q(F)				
매출액 (십억원)	22,470	23,360	29,300	30,710	32,820	35,540	35,993	38,906	67,448	105,840	143,259	160,267
무선사업부	21,210	22,430	28,400	29,600	31,770	34,580	34,935	37,655	53,430	101,640	138,940	155,357
기타	1,260	930	900	1,110	1,050	960	1,058	1,251	14,018	4,200	4,319	4,910
영업이익 (십억원)	4,178	4,150	5,628	5,467	6,507	6,280	6,381	5,985	8,130	19,423	25,154	22,722
무선사업부	3,890	4,115	5,586	5,413	6,437	6,267	6,341	5,928	8,074	19,005	24,972	22,476
기타	288	35	42	54	70	13	40	58	56	418	181	245
영업이익률	18.6%	17.8%	19.2%	17.8%	19.8%	17.7%	17.7%	15.4%	12.1%	18.4%	17.6%	14.2%
무선사업부	18.3%	18.3%	19.7%	18.3%	20.3%	18.1%	18.2%	15.7%	15.1%	18.7%	18.0%	14.5%
기타	22.9%	3.8%	4.6%	4.8%	6.7%	1.4%	3.8%	4.6%	0.4%	10.0%	4.2%	5.0%
무선사업부												
출하량(백만)												
스마트폰	44.4	48.9	57.6	62.1	69.0	75.0	85.0	93.0	96.9	213.0	322.0	407.0
피쳐폰	48.4	45.8	45.8	47.1	39.0	32.0	30.0	32.0	230.8	187.1	133.0	104.0
태블릿	1.4	2.0	5.6	7.8	9.2	9.0	10.6	11.7	5.2	16.8	40.5	51.0
합계 (ex PC)	94.2	96.7	109.0	117.0	117.2	116.0	124.6	136.7	333	417	495	563
Y/Y	35%	29%	19%	21%	24%	20%	14%	17%	19%	25%	19%	14%
Q/Q	-2%	3%	13%	7%	0%	-1%	7%	10%				
ASP (\$)												
스마트폰	296	295	314	326	318	321	276	273	305	309	295	256
피쳐폰	65	54	60	56	60	58	53	53	71	61	56	50
태블릿	390	360	420	344	335	330	320	305	431	375	321	303
평균 ASP	179	186	213	218	233	249	228	225	145	201	233	222
Y/Y	38%	30%	47%	40%	31%	34%	7%	3%	23%	39%	16%	-5%
Q/Q	15%	4%	14%	3%	7%	7%	-8%	-2%				
매출 (십억원)												
스마트폰	14,748	16,413	20,481	21,560	23,809	26,979	26,087	27,472	32,798	73,203	104,347	114,401
피쳐폰	3,534	3,287	3,108	2,811	2,539	2,082	1,776	1,832	18,149	12,739	8,229	5,765
태블릿	613	820	2,660	2,859	3,344	3,332	3,777	3,855	2,483	6,953	14,308	16,979
PC	2,315	1,910	2,150	2,370	2,078	2,451	3,294	4,497		8,745	12,320	18,212
합계	21,210	22,430	28,400	29,600	31,770	34,580	34,935	37,655	53,430	101,640	138,940	155,357
Y/Y	109%	92%	97%	72%	50%	54%	23%	27%	40%	90%	37%	12%
Q/Q	23%	6%	27%	4%	7%	9%	1%	8%				
영업이익 (십억원)	3,890	4,115	5,586	5,413	6,437	6,267	6,341	5,928	8,074	19,005	24,972	22,476
영업이익률	18%	18%	20%	18%	20%	18%	18%	16%	15%	19%	18%	14%

자료: IBK투자증권

반면, 반도체에선 올해(7.8조원)보다 약 3.7조원 많은 11.5조원의 이익을 거둬들일 것으로 전망된다. 따라서, 나머지 디스플레이와 CE 사업부에서 올해보다 크게 까먹지 않는다면, 내년 삼성전자의 이익은 올해 대비 개선될 것으로 보인다. IBK는 2014년 삼성전자 실적이 매출 247조원, 영업이익 40조원으로 올해 대비 추가 개선될 것으로 예상한다.

표 7. 삼성전자 반도체 사업부 실적 전망

반도체	2012				2013F				2011	2012	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q(F)	4Q(F)				
매출액	7,977	8,597	8,721	9,591	8,576	8,681	9,146	9,979	36,990	34,886	36,382	39,879
메모리	4,894	5,420	5,220	5,330	5,120	5,714	6,160	6,556	22,759	20,864	23,551	27,536
DRAM	2,732	3,033	2,877	2,863	2,683	3,134	3,677	4,105	12,749	11,505	13,599	17,247
NAND	1,844	2,105	2,095	2,234	2,247	2,374	2,272	2,256	8,811	8,278	9,148	9,549
시스템LSI	2,871	3,042	3,351	4,051	3,291	2,817	2,823	3,216	11,142	13,315	12,148	11,650
AP	1,456	1,533	1,637	1,979	1,398	1,169	1,145	1,286	4,303	6,605	4,998	3,080
LSI기타	1,415	1,509	1,714	2,072	1,893	1,648	1,679	1,931	6,839	6,710	7,150	8,570
OMS/기타	212	135	150	210	165	150	162	206	3,089	707	683	693
영업이익	700	1,030	1,020	1,423	1,072	1,760	2,210	2,817	6,390	4,173	7,858	11,472
메모리	544	739	691	749	986	1,670	2,109	2,597	5,084	2,723	7,363	10,866
DRAM	368	558	455	353	463	968	1,460	1,948	3,013	1,735	4,840	8,523
NAND	148	152	210	374	502	677	619	623	1,836	884	2,421	2,235
시스템LSI	158	274	288	586	78	89	96	211	1,204	1,306	474	582
AP	87	199	228	454	46	46	45	115	733	968	252	191
LSI기타	71	75	60	132	32	43	50	97	471	339	222	391
OMS/기타	-2	17	40	88	8	5	5	8	102			
영업이익률	9%	12%	12%	15%	13%	20%	24%	28%	17%	12%	22%	29%
메모리	11%	14%	13%	14%	19%	29%	34%	40%	22%	13%	31%	39%
DRAM	13%	18%	16%	12%	17%	31%	40%	47%	24%	15%	36%	49%
NAND	8%	7%	10%	17%	22%	29%	27%	28%	21%	11%	26%	23%
시스템LSI	5%	9%	9%	14%	2%	3%	3%	7%	11%	10%	4%	5%
AP	6%	13%	14%	23%	3%	4%	4%	9%	17%	15%	5%	6%
LSI기타	5%	5%	4%	6%	2%	3%	3%	5%	7%	5%	3%	5%

자료: IBK투자증권

표 8. 삼성전자 메모리 실적 전망

메모리	2012				2013F				2011	2012	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q(F)	4Q(F)				
DRAM												
출하량 (mil, 2Gb eq)	1,160	1,250	1,299	1,460	1,390	1,470	1,725	1,873	4,054	5,169	6,458	8,865
Q/Q, Y/Y	3%	8%	4%	12%	-5%	6%	17%	9%	49%	27%	25%	37%
ASP (\$/2Gb)	2.2	2.2	2.1	1.9	1.9	2.0	2.1	2.2	3.0	2.1	2.1	2.0
Q/Q, Y/Y	-9%	0%	-7%	-8%	0%	8%	2%	5%	-45%	-30%	-1%	-5%
PC DRAM (\$/2Gb)	0.93	1.16	0.99	0.82	1.11	1.50	1.65	1.84	1.53	0.98	1.53	1.66
Q/Q, Y/Y	-4%	25%	-14%	-17%	35%	35%	10%	12%	-64%	-36%	56%	9%
순매출 (십억원)	2,732	3,033	2,877	2,863	2,683	3,134	3,677	4,105	12,749	11,505	13,599	17,247
Q/Q, Y/Y	-9%	11%	-5%	0%	-6%	17%	17%	12%	-22%	-10%	18%	27%
영업이익 (십억원)	368	558	455	353	463	968	1,460	1,948	3,013	1,735	4,840	8,523
영업이익률	13%	18%	16%	12%	17%	31%	40%	47%	24%	15%	36%	49%
NAND												
출하량 (mil 64Gb eq)	231	313	351	423	469	506	545	589	847	1,318	2,109	3,399
Q/Q, Y/Y	0%	35%	12%	20%	11%	8%	8%	8%	73%	56%	60%	61%
ASP (\$/64Gb)	8.4	6.9	6.2	5.7	5.4	5.2	4.8	4.5	11.0	6.6	5.0	3.4
Q/Q, Y/Y	-10%	-18%	-10%	-8%	-5%	-3%	-8%	-6%	-35%	-40%	-25%	-31%
순매출 (십억원)	1,844	2,105	2,095	2,234	2,247	2,374	2,272	2,256	8,811	8,278	9,148	9,549
Q/Q, Y/Y	-14%	14%	0%	7%	1%	6%	-4%	-1%	8%	-6%	11%	4%
영업이익 (십억원)	148	152	210	374	502	677	619	623	1,836	884	2,421	2,235
영업이익률	8%	7%	10%	17%	22%	29%	27%	28%	21%	11%	26%	23%

자료: IBK투자증권

표 9. 삼성전자 전사 실적 전망

삼성전자 부문별 요약 (십억원)	2012				2013F				2011	2012	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q(F)	4Q(F)				
원/달러 (평균)	1,132	1,152	1,133	1,091	1,085	1,122	1,111	1,100	1,108	1,127	1,105	1,100
원/달러 (기말)	1,138	1,154	1,115	1,071	1,112	1,150	1,090	1,100	1,150	1,071	1,100	1,100
매출액	45,271	47,597	52,177	56,059	52,868	57,464	57,878	62,183	165,002	201,104	230,393	247,233
DS	16,333	17,034	17,397	17,523	15,810	17,052	17,622	18,927	65,767	68,287	69,410	74,967
반도체	7,977	8,597	8,721	9,591	8,576	8,681	9,146	9,979	36,990	34,886	36,382	39,879
메모리	4,894	5,420	5,220	5,330	5,120	5,714	6,160	6,556	22,759	20,864	23,551	27,536
시스템LSI	2,871	3,042	3,351	4,051	3,291	2,817	2,823	3,216	11,142	13,315	12,148	11,650
디스플레이	8,536	8,250	8,465	7,748	7,108	8,182	8,265	8,720	29,243	32,999	32,275	34,234
LCD	6,180	5,630	5,400	4,960	3,995	4,048	3,967	4,035	22,700	22,170	16,044	15,494
SMD	2,356	2,620	3,065	2,788	3,113	4,134	4,298	4,685	6,543	10,829	16,231	18,740
IM	22,470	23,360	29,300	30,710	32,820	35,540	35,993	38,906	67,448	105,840	143,259	160,267
무선	21,210	22,430	28,400	29,600	31,770	34,580	34,935	37,655	53,430	101,640	138,940	155,357
기타	1,260	930	900	1,110	1,050	960	1,058	1,251	14,018	4,200	4,319	4,910
CE	11,500	12,830	12,220	14,560	11,243	12,780	12,198	13,026	47,021	51,110	47,050	45,187
VD	7,706	8,580	8,230	10,520	7,430	7,940	8,011	8,788	34,802	35,036	32,169	29,907
DA	3,046	3,567	3,370	3,430	3,154	4,098	3,536	3,598	12,219	13,413	14,386	14,887
기타	748	683	620	610	659	742	651	641		2,661	2,693	2,811
기타/제거	-5,032	-5,627	-6,740	-6,734	-7,005	-7,908	-7,935	-8,676	-15,700	-23,731	-28,573	-32,333
% of (DS+DMC)	-9.9%	-10.5%	-11.4%	-10.7%	-11.6%	-12.0%	-12.0%	-12.2%	-8.6%	-10.5%	-10.9%	-11.4%
영업이익	5,689	6,460	8,061	8,838	8,779	9,531	9,683	10,212	15,644	29,049	38,205	40,123
DS사업부	950	1,690	2,220	2,556	1,845	2,920	3,260	3,973	6,060	7,416	11,998	16,039
반도체	700	1,030	1,020	1,423	1,072	1,760	2,210	2,817	6,390	4,173	7,858	11,472
메모리	544	739	691	749	986	1,670	2,109	2,597	5,084	2,723	7,363	10,866
시스템LSI	158	274	288	586	78	89	96	211	1,204	1,306	474	582
디스플레이	228	707	1,167	1,113	767	1,122	1,009	1,141	-350	3,215	4,039	4,387
LCD	-204	217	397	463	67	157	64	110	-1,179	873	397	545
SMD	432	490	770	650	700	1,013	946	1,031	829	2,342	3,690	3,842
IM (통신)	4,178	4,150	5,628	5,467	6,507	6,280	6,381	5,985	8,130	19,423	25,154	22,722
무선	3,890	4,115	5,586	5,413	6,437	6,267	6,341	5,928	8,074	19,005	24,972	22,476
기타	288	35	42	54	70	13	40	58	56	418	181	245
CE (가전)	498	726	400	697	234	432	197	249	1,260	2,321	1,112	1,438
VD	395	687	456	705	241	308	179	262	1,225	2,243	990	1,168
DA	65	23	-66	35	-16	123	18	0	35	57	125	270
기타	38	16	10	-43	9	1	0	-13	0	21	-3	0
기타	63	-106	-187	118	193	-101	-155	5	194	-111	-58	-76
영업이익률	12.6%	13.6%	15.4%	15.8%	16.6%	16.6%	16.7%	16.4%	9.5%	14.4%	16.6%	16.2%
DS	5.8%	9.9%	12.8%	14.6%	11.7%	17.1%	18.5%	21.0%	9.2%	10.9%	17.3%	21.4%
반도체	8.8%	12.0%	11.7%	14.8%	12.5%	20.3%	24.2%	28.2%	17.3%	12.0%	21.6%	28.8%
메모리	11.1%	13.6%	13.2%	14.0%	19.3%	29.2%	34.2%	39.6%	22.3%	13.1%	31.3%	39.5%
시스템LSI	5.5%	9.0%	8.6%	14.5%	2.4%	3.2%	3.4%	6.6%	10.8%	9.8%	3.9%	5.0%
디스플레이	2.7%	8.6%	13.8%	14.4%	10.8%	13.7%	12.2%	13.1%	-1.2%	9.7%	12.5%	12.8%
LCD	-3.3%	3.8%	7.4%	9.3%	1.7%	3.9%	1.6%	2.7%	-5.2%	3.9%	2.5%	3.5%
SMD	18.3%	18.7%	25.1%	23.3%	22.5%	24.5%	22.0%	22.0%	12.7%	21.6%	22.7%	20.5%
IM	18.6%	17.8%	19.2%	17.8%	19.8%	17.7%	17.7%	15.4%	12.1%	18.4%	17.6%	14.2%
무선	18.3%	18.3%	19.7%	18.3%	20.3%	18.1%	18.2%	15.7%	15.1%	18.7%	18.0%	14.5%
기타	22.9%	3.8%	4.6%	4.8%	6.7%	1.4%	3.8%	4.6%	0.4%	10.0%	4.2%	5.0%
CE	4.3%	5.7%	3.3%	4.8%	2.1%	3.4%	1.6%	1.9%	2.7%	4.5%	2.4%	3.2%
VD	5.1%	8.0%	5.5%	6.7%	3.2%	3.9%	2.2%	3.0%	3.5%	6.4%	3.1%	3.9%
생활가전	2.1%	0.6%	-2.0%	1.0%	-0.5%	3.0%	0.5%	0.0%	0.3%	0.4%	0.9%	1.8%
세전이익	6,350	6,730	8,302	8,532	9,045	9,828	10,245	10,924	17,192	29,915	40,042	42,915
순이익	5,048	5,193	6,565	7,038	7,155	7,774	8,220	8,682	13,759	23,845	31,830	34,188
지배주주순이익	4,861	5,049	6,425	6,851	6,977	7,575	8,023	8,482	13,383	23,185	31,057	33,373
EPS(원)									78,660	136,278	182,543	196,157
BPS(원)									550,953	666,329	869,299	1,098,981

자료: IBK투자증권

표 10. 삼성전자 분기 실적 추정치 변경

(십억원)	신규추정		이전추정		차이	
	3Q13F	4Q13F	3Q13F	4Q13F	3Q13F	4Q13F
매출	57,879	62,184	58,543	62,321	-1%	0%
반도체	9,146	9,979	9,202	9,856	-1%	1%
DP	8,265	8,720	8,486	8,573	-3%	2%
IM	35,993	38,906	36,253	38,991	-1%	0%
CE	12,198	13,026	12,415	13,366	-2%	-3%
영업이익	9,683	10,212	10,085	9,423	-4%	8%
반도체	2,210	2,817	2,154	2,082	3%	35%
DP	1,009	1,141	1,228	1,076	-18%	6%
IM	6,381	5,985	6,427	5,911	-1%	1%
CE	197	249	347	353	-43%	-29%
세전이익	10,245	10,924	10,443	9,917	-2%	10%
순이익	8,220	8,682	8,375	7,878	-2%	10%

자료: IBK투자증권

표 11. 삼성전자 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	신규추정		이전추정		차이	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출	230,393	247,233	231,690	251,162	-1%	-2%
반도체	36,382	39,879	36,075	39,231	1%	2%
DP	32,275	34,234	32,288	34,613	0%	-1%
IM	143,259	160,267	144,742	164,615	-1%	-3%
CE	47,050	45,187	47,234	45,572	0%	-1%
영업이익	38,205	40,123	38,164	39,907	0%	1%
반도체	7,858	11,472	7,616	10,898	3%	5%
DP	4,039	4,387	4,041	4,409	0%	0%
IM	25,154	22,722	25,322	23,031	-1%	-1%
CE	1,112	1,438	1,119	1,455	-1%	-1%
세전이익	40,042	42,915	39,237	40,962	2%	5%
순이익	31,830	34,188	31,176	32,616	2%	5%
지배주주순이익	31,057	33,373	30,481	31,905	2%	5%
EPS(원)	182,543	196,157	179,160	187,531	2%	5%

자료: IBK투자증권

투자이견 요약

3분기 실적에 대한 실망감 등 몇 가지 단기 이슈로 최근 주가는 다소 부진

최근 며칠 삼성전자의 주가는 다소 부진하다. 9월 이후 단기 상승 이후 일부 헷지펀드들의 차익실현과 3분기 영업이익이 당초 기대했던 10조원대 수준에 미치지 못할 것이라는 전망이 영향을 주었을 것으로 사료된다. 그러나, 사실 분기 실적은 단기 이슈에 불과하다. 중요한 것은 내년 실적과 밸류에이션에 대한 고민이다.

메모리와 스마트폰 1위 업체인 삼성전자에게 PER 6~7배는 너무 가혹해...

핸드폰 산업에 있어서 이익의 파이가 줄어들 가능성은 인정한다 하더라도, 생산라인의 내재화와 경쟁자들을 압도하는 공정 스피드, 패스트팔로워 전략, 풀라인업 대응, 세트와 부품 시장의 동시 장악, 견고한 브랜드 등 자라와 스와치의 강점을 두루 갖추고 있는 갤럭시의 현재 포지션은 너무 견고해 보인다. 따라서, 삼성전자 IM사업부의 이익이 급감할 가능성은 매우 희박하다. 반면, DRAM과 NAND를 중심으로 반도체 이익은 더욱 증가할 전망이다.

삼성전자의 올해 EPS는 지난해 대비 34% 증가할 전망이다. 반면, 삼성전자의 올해 주가 고점은 지난해 고점대비 고작 2~3% 오르는데 그쳤다. 그마저도 현 주가는 지난해 연말주가 대비 12% 밀돌고 있는 상황이다. 현 상황에서 메모리와 스마트폰 세계 1위 업체인 삼성전자에게 PER 6~7배는 너무 가혹해 보인다.

투자이견 매수(유지) 목표가 180만원 (상향)

삼성전자에 대해 투자이견 매수를 유지하고, 목표가를 종전 177만원에서 180만원으로 소폭 상향 제시한다. 목표가를 상향한 것은 올해와 내년 EPS 추정치를 각각 2%, 5% 상향한 데 따른 것이다. 2014년 예상 EPS에 PER 9배, 2013년 예상 EPS에 PBR 2.1배를 적용해 평균하여 산출되었다.

주가 및 실적의 리스크 요인으로는 글로벌 매크로 환경과 주식 수급의 불확실성이며, 최근 원/달러 환율이 생각보다 더 떨어지고 있는 것도 심리적으로 IT섹터에 부담이 될 가능성이 있다.

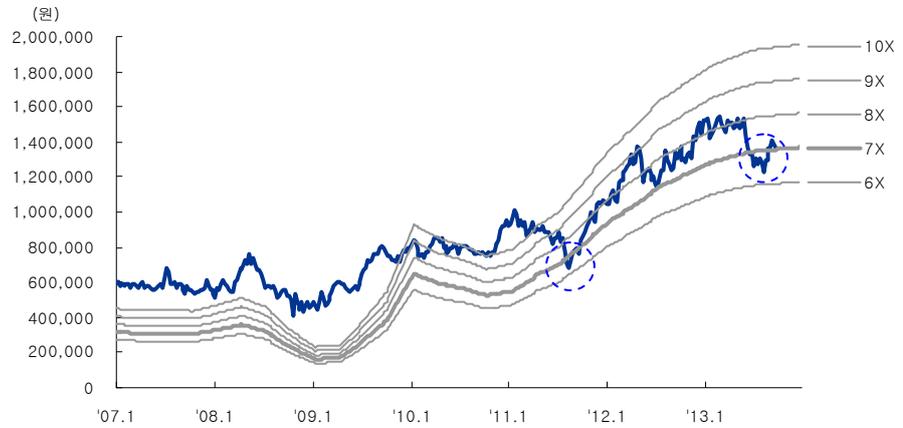
표 12. 글로벌 대형 IT주 밸류에이션 비교

회사명	통화	주가	시가총액 (십억\$)	PER(배)		PBR(배)		주가수익률(%)		
				2013	2014	2013	2014	1개월	3개월	YTD
애플	달러	490.64	445.74	12.48	11.47	3.57	3.03	-2.07	18.66	-7.80
구글	달러	886.50	295.40	20.39	17.27	3.41	2.88	1.87	0.63	25.32
마이크로소프트	달러	32.74	272.72	12.09	10.97	2.89	2.42	-5.78	-1.58	22.58
IBM	달러	190.99	209.22	11.43	10.45	10.25	7.81	3.00	-2.29	-0.29
시스코 시스템즈	달러	24.28	130.15	11.49	10.70	2.02	1.88	1.74	-0.84	23.54
인텔	달러	23.62	117.67	12.42	11.79	2.09	1.91	5.26	-2.38	14.55
퀄컴	달러	68.98	118.33	15.15	13.96	3.16	2.76	2.73	13.70	11.51
삼성전자	원화	1,360,000	186.50	6.78	6.24	1.47	1.21	5.02	3.58	-10.64

주: 9/23 종가, 주가는 현지통화 기준
자료: 블룸버그, IBK투자증권

PER 7배 이하에서 리스크 제한적

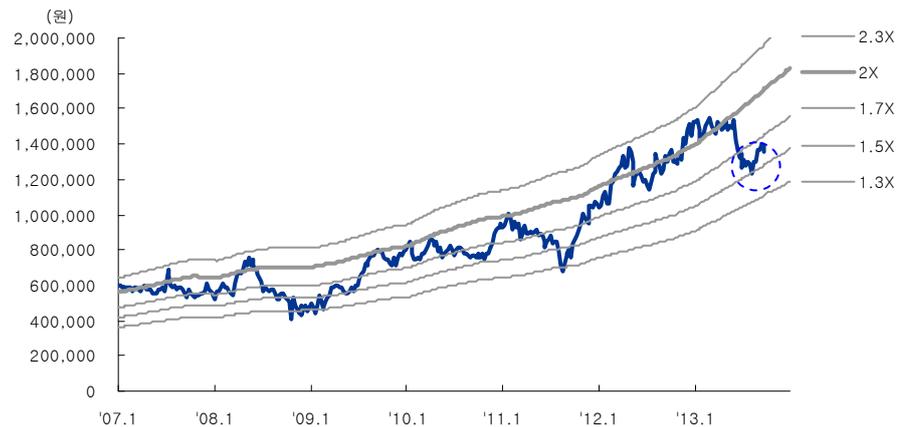
그림 11. 삼성전자 PER 밴드



자료: IBK투자증권

ROE 하락하지 않았음에도 PBR이 1.5배까지 떨어진 것은 매우 이례적

그림 12. 삼성전자 PBR 밴드



자료: IBK투자증권

외국인 수급도 일단 최악 상황은 지나고 있는 것으로 판단

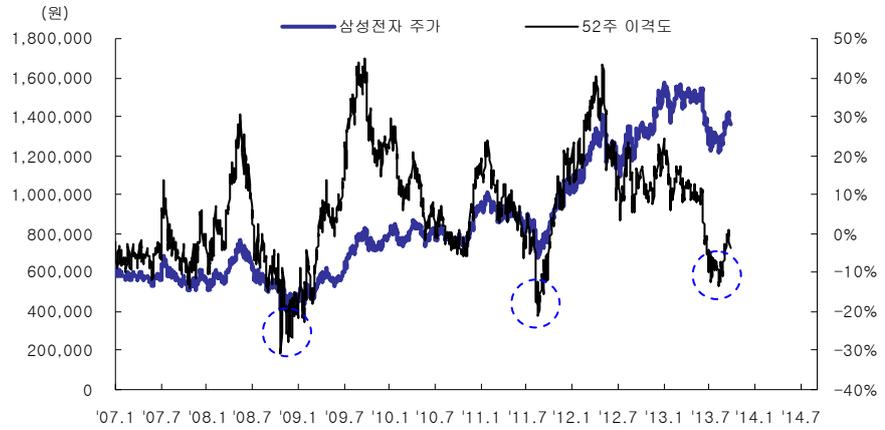
그림 13. 삼성전자 주가 vs. 외국인 지분을 추이



자료: IBK투자증권

52주 이격도가 바닥권에서 강하게 반등할 경우 주가도 상승세를 보일 가능성 높음

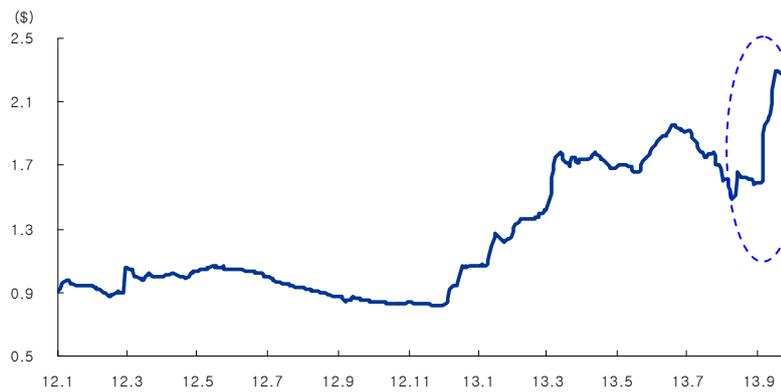
그림 14. 삼성전자 주가 vs. 52주 이격도 비교



자료: IBK투자증권

9/4 SK하이닉스 화재사고 이후 DDR3 현물가격은 40% 상승

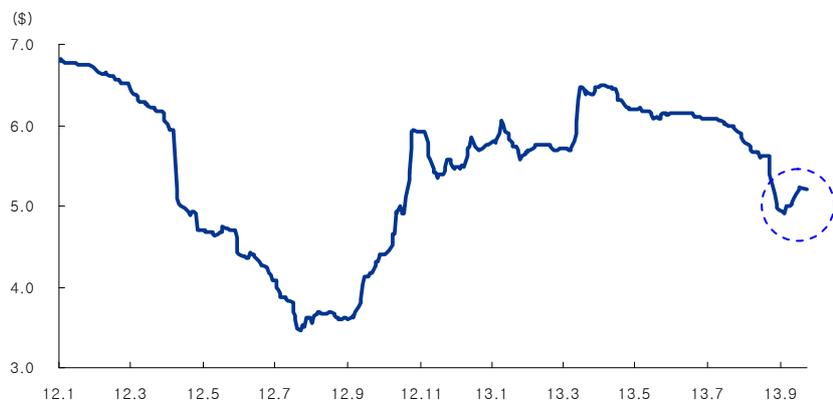
그림 15. DRAM DDR3 2Gb 현물가격 추이 (2012년 ~)



자료: DRAM Exchange, IBK투자증권

9/4 SK하이닉스 화재사고 이후 NAND 현물가격도 안정세 회복 중

그림 16. NAND MLC 64Gb 현물가격 추이 (2012년~)



자료: DRAM Exchange, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	165,002	201,104	230,393	247,233	254,929
증가율(%)	6.7	21.9	14.6	7.3	3.1
매출원가	112,145	126,652	138,073	148,104	156,085
매출총이익	52,857	74,452	92,323	99,135	98,843
매출총이익률 (%)	32.0	37.0	40.1	40.1	38.8
판매비	37,212	45,402	54,118	59,012	61,272
판매비율(%)	22.6	22.6	23.5	23.9	24.0
영업이익	15,644	29,049	38,205	40,123	37,571
증가율(%)	-5.9	85.7	31.5	5.0	-6.4
영업이익률(%)	9.5	14.4	16.6	16.2	14.7
순금융손익	-490	-98	672	1,082	1,239
이자손익	62	246	697	854	1,012
기타	-551	-344	-26	228	227
기타영업외손익	638	-23	172	721	741
종속/관계기업손익	1,399	987	992	990	991
세전이익	17,192	29,915	40,042	42,915	40,542
법인세	3,433	6,070	8,212	8,727	8,243
법인세율	20.0	20.3	20.5	20.3	20.3
계속사업이익	13,759	23,845	31,830	34,188	32,299
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	13,759	23,845	31,830	34,188	32,299
증가율(%)	-14.8	73.3	33.5	7.4	-5.5
당기순이익률 (%)	8.3	11.9	13.8	13.8	12.7
지배주주당기순이익	13,383	23,185	31,057	33,373	31,531
기타포괄이익	-887	-1,717	4,265	3,746	3,705
총포괄이익	12,872	22,128	36,095	37,934	36,003
EBITDA	29,236	44,671	54,388	58,100	56,367
증가율(%)	4.4	52.8	21.8	6.8	-3.0
EBITDA마진율(%)	17.7	22.2	23.6	23.5	22.1

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	78,660	136,278	182,543	196,157	185,334
BPS	550,953	666,329	869,299	1,098,981	1,317,283
DPS	5,500	8,000	8,000	8,000	8,000
밸류에이션(배)					
PER	13.5	11.2	7.5	6.9	7.3
PBR	1.9	2.3	1.6	1.2	1.0
EV/EBITDA	6.0	5.5	4.3	3.8	3.5
성장성지표(%)					
매출증강율	6.7	21.9	14.6	7.3	3.1
EPS증가율	-15.3	73.2	33.9	7.5	-5.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
ROE	14.7	21.6	25.0	21.7	16.6
ROA	9.5	14.2	15.8	14.1	11.4
ROIC	19.7	29.8	36.3	36.0	32.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	53.8	49.1	42.1	34.6	29.3
순차입금 비율(%)	0.0	-3.2	5.2	-3.4	-11.4
이자보상배율(배)	24.3	48.5	77.4	91.2	96.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.0	8.8	9.3	9.1	8.6
재고자산회전율	11.3	12.0	12.8	12.2	11.7
총자산회전율	1.1	1.2	1.2	1.1	1.0

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	71,502	87,269	119,045	154,052	189,171
현금및현금성자산	14,692	18,791	5,196	19,116	38,318
유가증권	656	1,259	0	0	0
매출채권	21,882	23,861	27,921	30,701	31,593
재고자산	15,717	17,747	20,396	22,625	23,179
비유동자산	84,298	93,803	103,743	109,656	112,318
유형자산	62,044	68,485	75,612	79,996	81,125
무형자산	3,355	3,730	3,844	3,963	4,086
투자자산	12,428	14,015	15,551	16,383	17,196
자산총계	155,800	181,072	222,789	263,708	301,489
유동부채	44,319	46,933	54,310	56,536	57,452
매입채무및기타채무	10,277	9,489	11,355	12,929	13,081
단기차입금	9,654	8,444	8,364	7,841	7,351
유동성장기부채	30	999	1,418	1,373	1,330
비유동부채	10,168	12,658	11,722	11,256	10,860
사채	1,280	1,829	1,846	1,717	1,596
장기차입금	3,560	3,521	1,671	1,560	1,457
부채총계	54,487	59,591	66,031	67,792	68,312
자배주주지분	97,090	117,094	151,740	190,936	228,199
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
자본조정등	-6,521	-7,194	-7,180	-7,180	-7,180
기타포괄이익누계액	687	-999	3,188	6,934	10,639
이익잉여금	97,623	119,986	150,431	185,881	219,439
비자배주주지분	4,223	4,386	5,017	4,981	4,978
자본총계	101,314	121,480	156,757	195,916	233,177
비이자부채	39,840	44,696	52,733	55,301	56,578
총차입금	14,647	14,895	13,299	12,491	11,734
순차입금	-45	-3,896	8,103	-6,625	-26,583

현금흐름표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	22,918	37,973	28,370	48,848	52,398
당기순이익	13,759	23,845	31,830	34,188	32,299
비현금성 비용 및 수익	16,451	22,760	24,974	26,435	26,490
유형자산감가상각비	12,934	14,835	-15,295	-17,142	-17,956
무형자산감가상각비	658	787	887	835	840
운전자본변동	-4,057	-5,778	-20,196	-3,412	1,274
매출채권증감	-2,015	-2,032	-3,102	-2,777	-891
재고자산감감소	-3,920	-4,012	-2,321	-2,230	-554
매입채무증감	750	-465	-20,016	-3,313	-2,119
기타 영업현금흐름	-3,234	-2,854	-8,238	-8,363	-7,664
투자활동 현금흐름	-21,113	-31,322	-40,021	-32,895	-31,378
유형자산의 증가(CAPEX)	-21,966	-22,965	-22,971	-22,300	-20,000
유형자산의 감소	380	644	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-654	-589	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-101	-1,002	0	0	0
기타	1,229	-7,409	-17,049	-10,595	-11,378
재무활동 현금흐름	3,110	-1,865	-2,743	-2,069	-2,017
차입금의 증가(감소)	0	0	-1,850	-111	-103
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	3,110	-1,865	-893	-1,958	-1,913
기타 및 조정	-15	-687	798	36	199
현금의 증가	4,900	4,100	-13,595	13,920	19,202
기초현금	9,791	14,692	18,791	5,196	19,116
기말현금	14,692	18,791	5,196	19,116	38,318

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당사항없음

투자이견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자이견 (절대수익률 기준)	적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	비중축소 ~ -15%
업종 투자이견 (상대수익률 기준)	비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

