KB투자증권 리서치센터

KB금융그룹

2014
Chain of China Mobile

최 훈 수석 연구원 (Internet/Game/Media)
02-3777- 8075 hchoi@kbsec.co.kr

변한준 선임 연구원 IT (Semiconductor)
02-3777- 8053 hanjoon.byun@kbsec.co.kr

이순학 선임 연구원 IT (Handset/Display)
02-3777- 8039 soonhak@kbsec.co.kr

김준환 연구원 IT (Handset/Display)
02-3777- 8493 joonhkim@kbsec.co.kr

이동륜 연구원 IT (Semiconductor)
02-3777- 8444 drlee@kbsec.co.kr

KB투자증권

Contents

투자의견 요약		4
I.	중국 반도체 시장의 기회요인	6
II.	중국 스마트폰 성장과 LTE 도입	27
III.	중국 모바일 게임	49
IV.	중국 광고 시장	63

투자의견 요약

KB금융그룹

업종 투자의견 : Tech (Overweight) /인터넷게임 (Overweight) / 미디어 (Neutral)

유망 종목 : 삼성전자, 삼성전기, 제일기획, 위메이드

- **글로벌 트랜드에 역행하고 있는 중국 모바일 환경**
  - 삼성과 애플 중심의 글로벌 스마트폰 시장에서 중국은 Lenovo, Xiaomi 등 로컬 브랜드 점유율이 50%를 차지하고 있음
  - 모바일 애플리케이션 유통 역시 현지 3rd Party 사업자를 중심으로 앱마켓이 형성되면서 구글플레이와 앱스토어 입지가 취약한 상황

- **2014년 중국 이동통신시장 SPEED UP !!**
  - 30% 수준에 불과한 중국 3G 통신환경이 중국 정부와 China Mobile 주도로 LTE 환경으로 전환
  - 중국 이동통신사들의 절대 이익 규모 증가와 데이터 매출액 증가를 통한 성장을 위해 4G 망투자 본격화 전망
  - 중국 3G/LTE 가입자 비중은 2013년 33%에서 2017년 81%까지 확대 예상. 한국 대비 30%~50% 수준인 네트워크 속도 개선 가속화

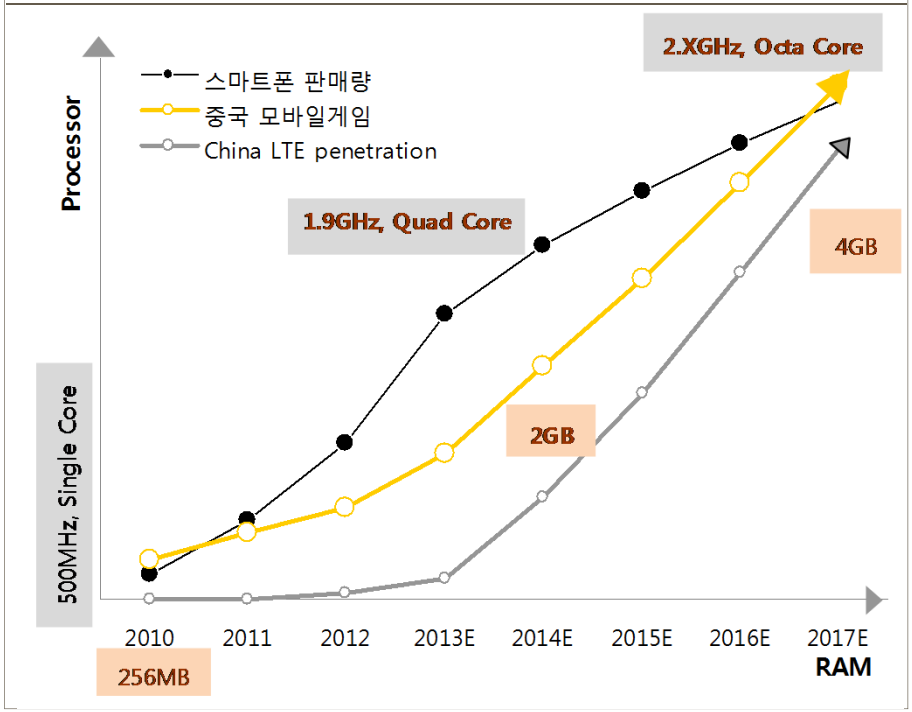
- **중국 스마트폰 SPEC Upgrade !!**
  - 중국 로컬 업체 스마트폰 스펙 향상으로 삼성전자와의 격차 소멸 중. 2014년 1.5GHz Quad Core Processor와 2GB RAM 보편화
  - High-End 스마트폰의 2GB Mobile DRAM 채용 확산으로, 2014년 중국 Local 업체들의 Mobile DRAM 채용량이 애플을 상회할 전망
  - LTE 도입으로 인해 데이터 패킷 처리 용량이 증가하면서 CPU 속도와 디스플레이 해상도 향상 요구 지속적으로 증가할 전망

- **2014년 중국 모바일 시장 변화와 투자 포인트 찾기**
  - 글로벌 평균 대비 낮은 삼성전자의 중국 내 스마트폰 시장점유율 확대는 반도체 및 IM 사업부의 긍정적 실적 발생 요인
  - 중국 통신시장 LTE 확대와 스마트폰 스펙 진화에 따른 초소형 MLCC와 고화소 카메라 모듈 수요 증가로 삼성전기 수혜 예상
  - 네트워크 속도 개선과 스마트폰 고사양화로 위메이드 중국 모멘텀 확대. 중국 내 LTE 및 삼성전자 점유율 확대는 제일기획 성장 기회

중국 스마트폰 시장 변화 속 수혜 요인 찾기

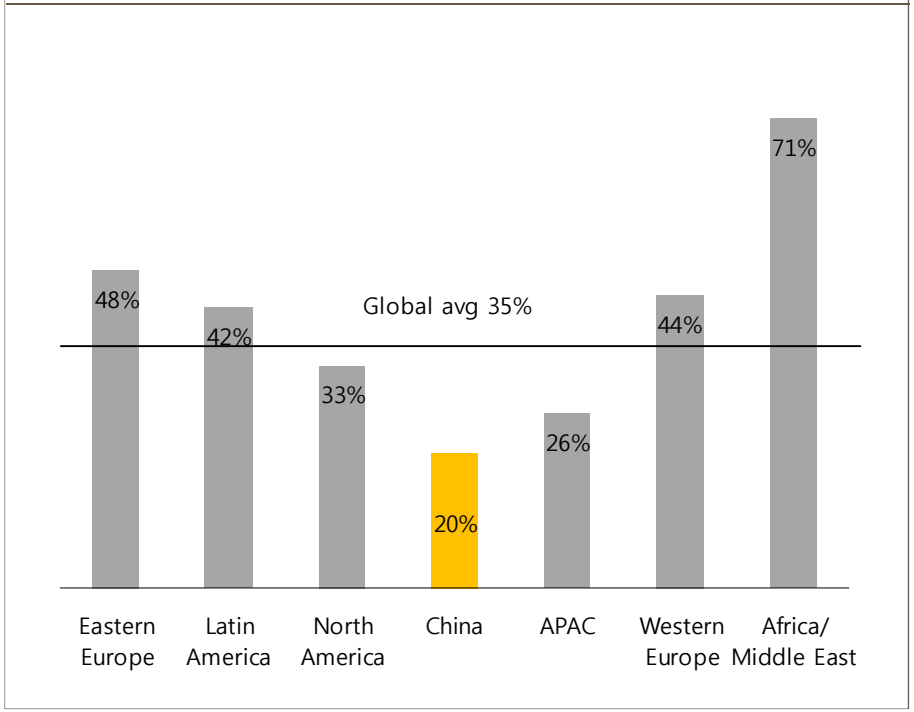
KB금융그룹

중국 스마트폰 시장환경 변화



자료: 공업정보화부, KB투자증권

삼성전자 스마트폰 지역별 점유율 현황



자료: KB투자증권

중국 스마트폰 스펙 향상

- 2013년 1GB, Dual Core에서 2014년 2GB, Quad Core로 주력 스펙 향상
- 이는 LTE 도입과 맞물려 2017년 4GB, Octa Core로 지속 향상 전망
- 중국 스마트폰 스팩 향상 및 통신 인프라 개선은 모바일게임 성장 기회

삼성전자 중국 내 점유율 확대 여력

- 현재 삼성전자의 중국 내 시장 점유율은 전체 지역 중 가장 낮은 20%
- 삼성전자는 규모의 경제를 통한 이익 극대화 전략 꾀하고 있으며, 이 경우 중국 시장 내 점유율 확대는 필수적
- 삼성전자 중국 내 점유율 확대 시 제일기획 중국 실적 성장률 확대

Part 1. 중국 반도체 시장의 기회요인

투자의견 요약

KB금융그룹

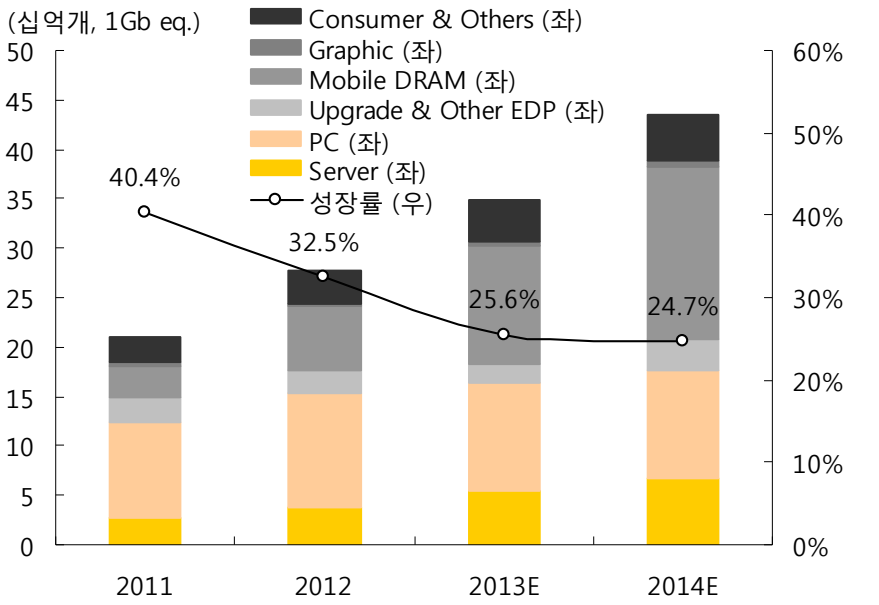
업종 투자의견 : 비중확대 (Overweight)

수혜 종목 : 삼성전자 - 중국 실적 비중 확대 속 부품과 세트의 시너지 효과 전망

- **Mobile DRAM 시장에서 중국의 중요성 지속 확대 추세**
  - Mobile DRAM 수요는 빠르게 성장 (2011~2014년 CAGR 22.5%)해 2014년 Mobile DRAM 수요는 전체 DRAM의 40.3% 차지
  - Mobile DRAM 시장 내 삼성전자와 애플의 비중 증가는 정체 국면, 중국 Local 스마트폰 업체들의 비중은 지속 확대 추세
  - 2014년에는 중국 Local 업체들의 Mobile DRAM 평균 탑재량이 애플을 상회할 전망
- **삼성전자 스마트폰의 중국 시장 비중 확대 시 반도체, IM 부문의 동반 수혜 전망**
  - 삼성전자가 2014년도에도 스마트폰 시장에서 성장하기 위해서는 점유율이 가장 낮은 중국에서의 판매 확대를 꾀할 것으로 전망
  - 중국을 중심으로 한 삼성전자 스마트폰 점유율 증가는 곧 모바일 시장 내 삼성전자 반도체 부문의 위상을 더욱 공고히 하는 계기
- **ModAP 출시로 중국 스마트폰 시장에서 새로운 기회 요인 발생**
  - 삼성전자는 ModAP (Modem+AP) 칩을 출시하고, 조만간 스마트폰에 이를 탑재할 것으로 발표
  - ModAP는 보급형 스마트폰 시장을 타겟으로 하고 있으며, 삼성전자 중국 비중 확대 시 수혜 전망
  - 뿐만 아니라, 2014년은 System LSI가 보급형 스마트폰 비중이 높은 중국 Local 스마트폰 업체들을 공략하는 원년이 될 것
- **삼성전자 (005930) TP: 1,900,000원 BUY**
  - 중국 스마트폰 시장 확판은 결국 부품과 세트의 수직계열화에 따른 시너지를 극대화 시킬 전망
  - 2014년 영업이익은 42.1조원 (+7.2% YoY)으로 전망. 영업이익 증가 추세 확인과 함께 Valuation discount의 점진적 해소 기대

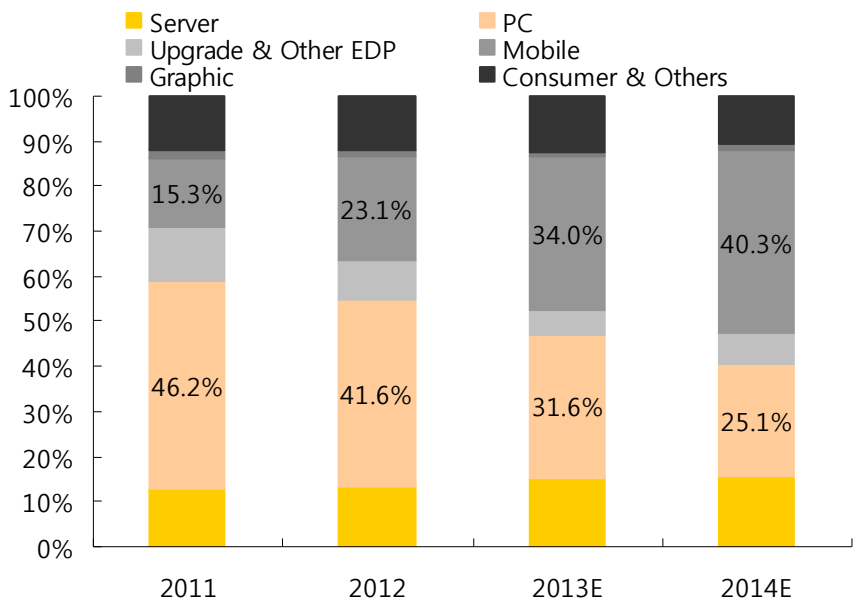
I. DRAM 수요, 2014년부터 Mobile DRAM 비중 절대적

DRAM 수요 추이



자료: KB투자증권

DRAM 제품별 비중 추이

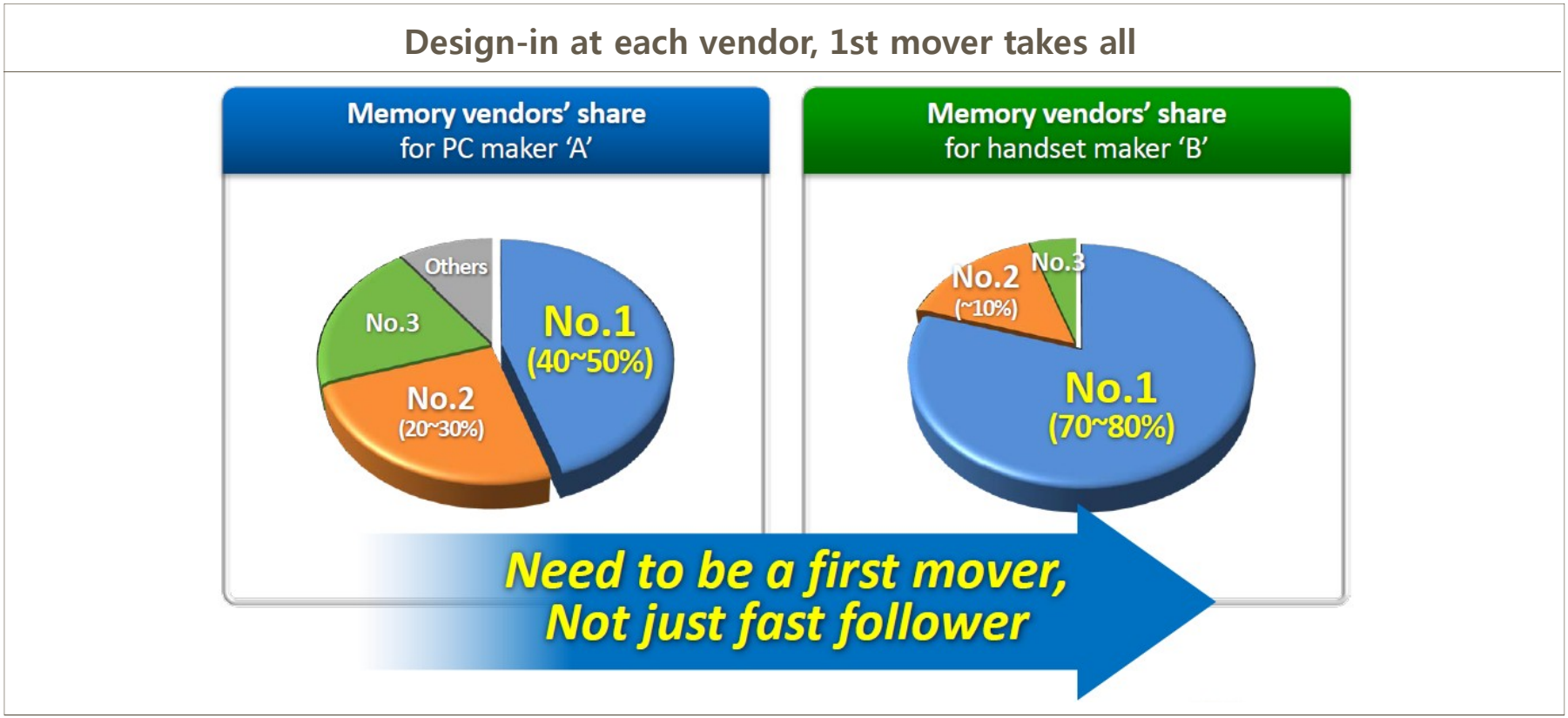


자료: KB투자증권

2014년 이후 Mobile DRAM의 중요성은 더욱 강화될 것

- PC의 부진으로 PC DRAM 수요 성장률이 크게 하락 (2012년 19.4%, 2013년 -4.7%)하면서 DRAM 전체 수요 성장률도 20% 중반으로 하락
- 반면, Mobile DRAM 수요는 빠르게 성장 (2011~2014년 CAGR 22.5%)해 2014년 Mobile DRAM 수요는 전체 DRAM의 40.3% 차지
- 2014년 DRAM 수요에서 PC DRAM이 차지하는 비중은 25.1%. 향후 PC 수요 약세가 DRAM 수요에 끼치는 부정적 영향은 지속 축소 전망

I. Mobile DRAM은 "Winner Takes All" 시장



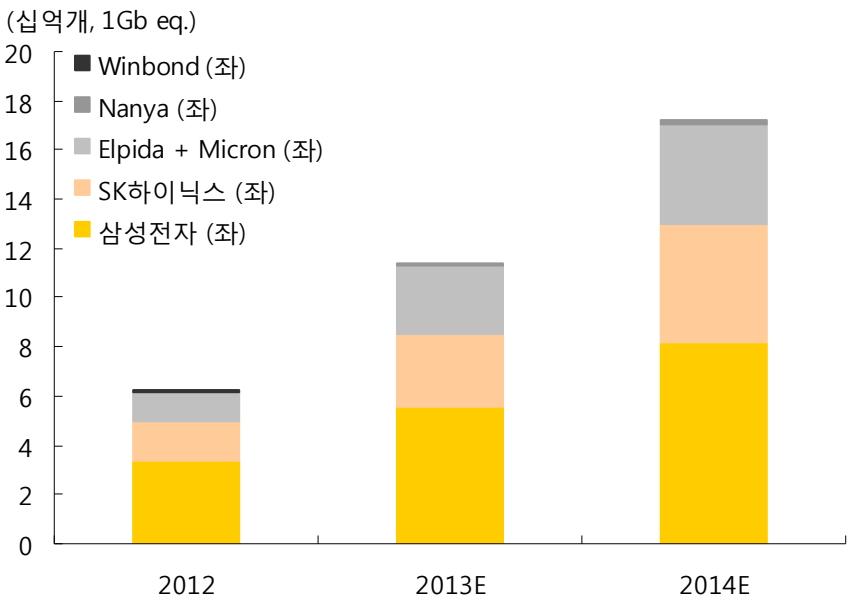
자료:삼성전자, KB투자증권

모바일 DRAM 시장 선점하고 있는 국내 메모리 업체들이 앞으로도 유리한 구조

- Mobile DRAM은 PC DRAM과 달리 기기 별로 Customized되어야 하며 그만큼 Qual 절차도 길고 복잡
- 따라서, Mobile DRAM 고객 입장에서는 신규 모델 출시 시, 검증된 기존의 Mobile DRAM Supplier를 통해 구매하려는 욕구가 강함
- 현재 Mobile DRAM 시장 내 선두주자인 국내 메모리 업체들의 위상은 앞으로도 이어질 전망

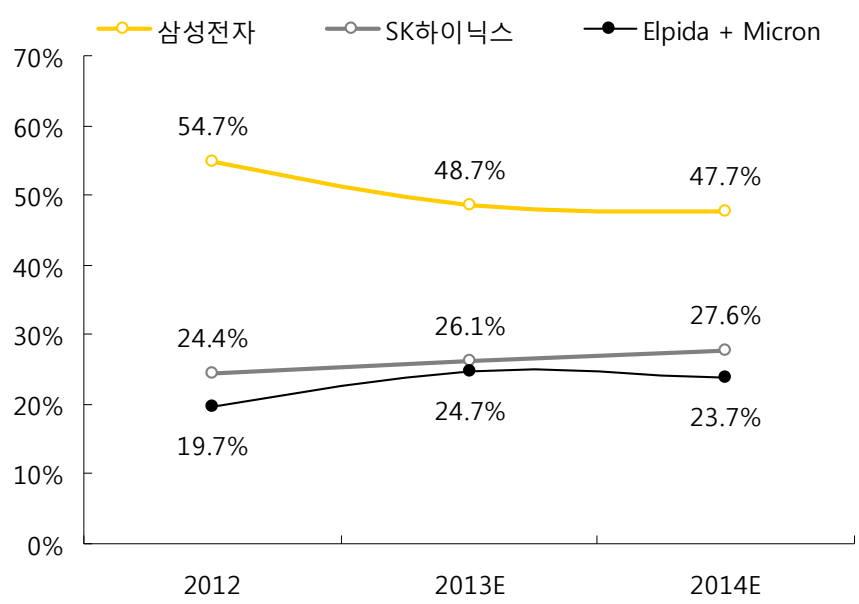
I. Mobile DRAM은 "Winner Takes All" 시장

Mobile DRAM 업체별 생산량



자료: KB투자증권

Mobile DRAM 점유율 (생산량 기준)



자료: KB투자증권

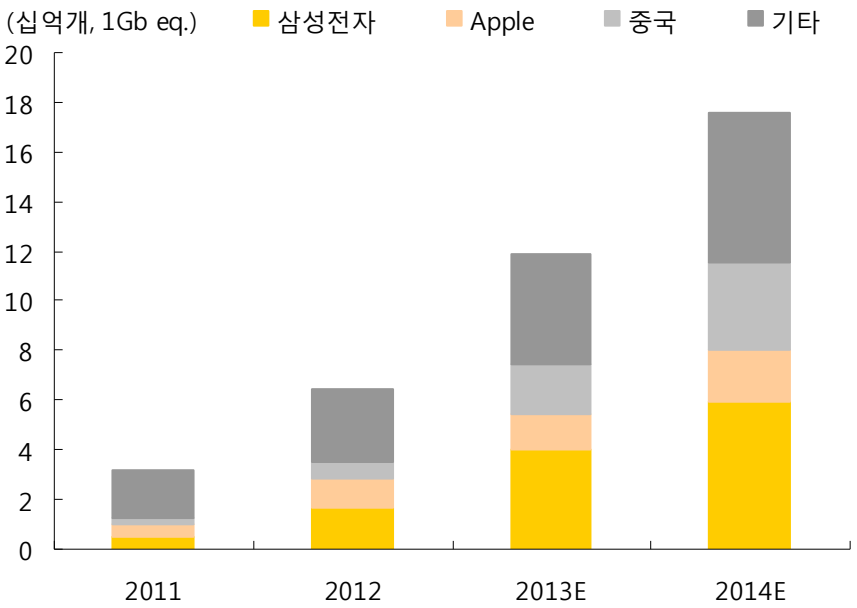
2014년, 국내 메모리 업체들의 모바일 시장 내 점유율은 75%에 달할 것

- 2014년 Mobile DRAM 시장에서 삼성전자, SK하이닉스의 시장 점유율은 각각 47.7%, 27.6%로 전망
- 마이크론은 Mobile DRAM 시장 진출을 위해 엘피다를 인수했으나, 2014년 연간 점유율은 23.7%에 그칠 전망
- Mobile DRAM 특성상, 현 점유율 구도는 쉽게 바뀌지 않을 것임. 스마트 모바일 기기의 성장은 곧 국내 메모리 업체들의 수혜로 이어질 전망

I. DRAM 업체들에 중국은 가장 매력적인 시장

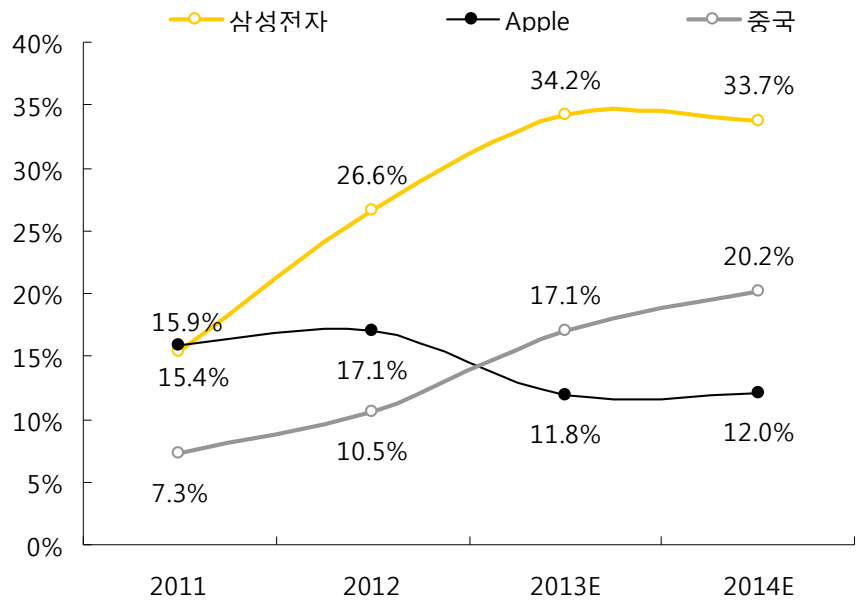
KB금융그룹

Mobile DRAM 주요 수요처 현황



자료: KB투자증권

Mobile DRAM 수요처 비중 추이



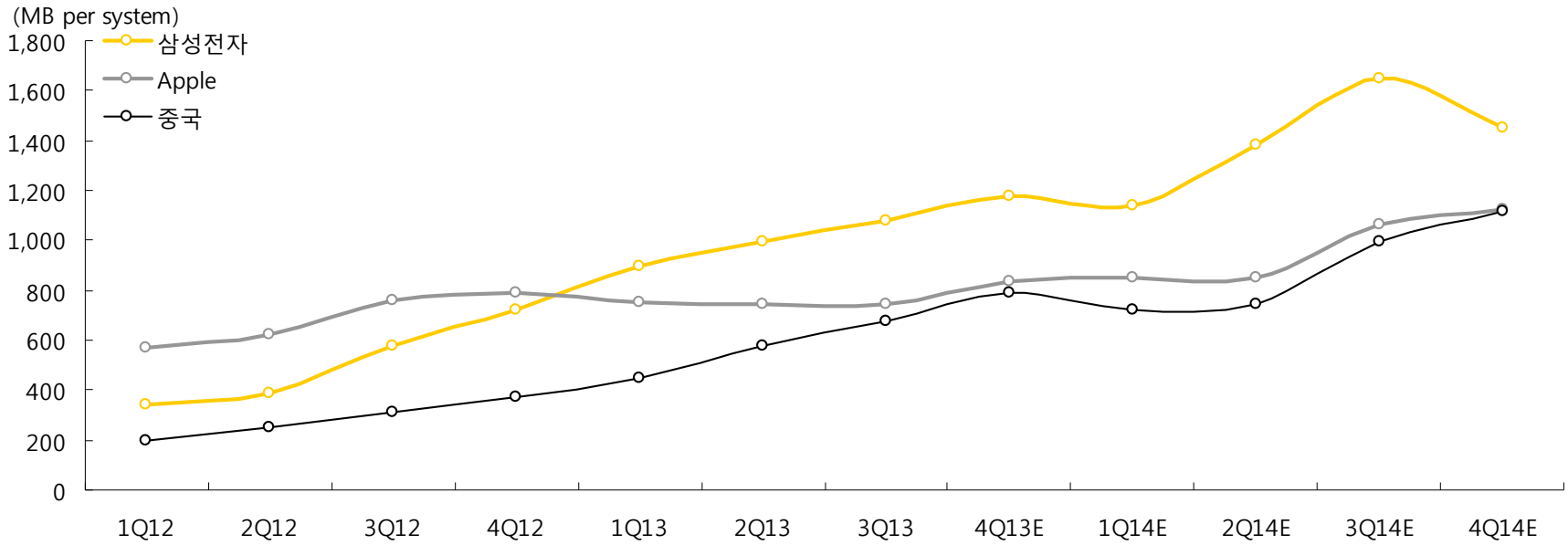
자료: KB투자증권

2014년, Mobile DRAM 수요 중 중국 local 세트 업체 향 수요 비중 20.2%까지 상승

- 전체 Mobile DRAM 수요 중 중국이 차지하는 비중은 2011년 7.3%에서 2014년 20.2%로 지속 성장 추세
- 반면, Mobile DRAM의 최대 수요처인 삼성전자와 애플이 차지하는 비중은 2013년 이후 비중 증가 정체 국면
- DRAM 업체들에게는 중국 향 Mobile DRAM 시장의 중요성이 더욱 강조되는 국면

I. 중국 스마트폰의 Mobile DRAM 용량 상승 추세

2011~2014년 주요 수요처 별 Mobile DRAM 용량 변화 추이



자료:삼성전자, KB투자증권

2014년 중국 Local 스마트폰 업체들의 DRAM 채용량은 애플을 상회할 것

- 삼성전자는 스마트폰 1위 업체로서 스마트폰 평균 Mobile DRAM 채용량도 주요 경쟁사 대비 월등히 앞서고 있는 상황
- 애플은 iOS의 효율성을 바탕으로 스마트폰 평균 Mobile DRAM 채용량의 증가 속도가 가장 더딘 상황
- 중국 Local 업체들은 2013년부터 스마트폰 Spec 경쟁을 본격화 하고 있으며, 그 과정에서 Mobile DRAM 채용량 가파르게 상승 중. 2014년에는 중국 Local 업체들의 Mobile DRAM 채용량이 애플을 상회할 전망

I. 중국 스마트폰의 Mobile DRAM 용량 상승 추세

삼성전자 vs. 중국 스마트폰 연도별 스펙 진화

출시시기		2013년	2012년	2011년
		Galaxy S4	**Galaxy S3**	**Galaxy S2**
AP		Exynos 5 Octa 5410	Exynos 4412 Quad	Exynos 4210
디스플레이	종류	Super AMOLED	Super AMOLED	Super AMOLED
	크기	5.0	4.8	4.3
	해상도	1080x1920	720x1280	480x800
NAND		16/32/64GB	16/32GB	16/32GB
DRAM		2GB	2GB	1GB
OS & Version		Android 4.2.2	Android 4.1.1	Android 2.3.4
		Huawei Ascend P2	**Huawei Ascend P1 S**	**Huawei Ascend II**
AP		Huawei K3V2	TI OMAP 4460	Qualcomm S1
디스플레이	종류	IPS LCD	Super AMOLED	TFT LCD
	크기	4.7	4.3	3.5
	해상도	720x1280	540x960	480x320
NAND		16GB	4GB	Up to 32GB
DRAM		1GB	1GB	256MB
OS & Version		Android 4.1.2	4.0	Android 2.3
		ZTE Grand S	**ZTE Grand Era**	**ZTE Racer II**
AP		Snapdragon S4 Pro	nVidia Tegra 3	Qualcomm MSM7227
디스플레이	종류	TFT LCD	TFT LCD	TFT LCD
	크기	5.0	4.5	2.8
	해상도	1080x1920	720x1280	320x240
NAND		16GB	4GB	Up to 32GB
DRAM		2GB	1GB	512MB
OS & Version		Android 4.1	4.0	Android 2.2

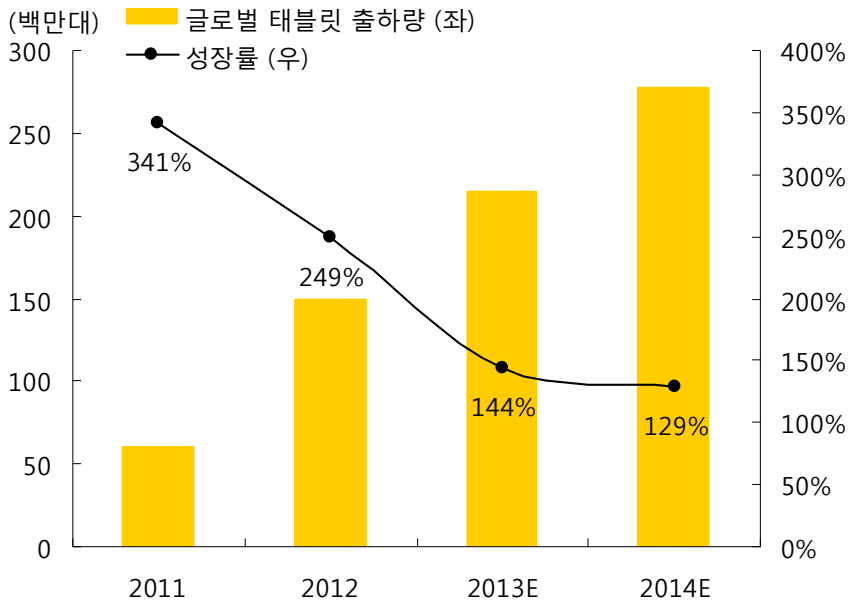
자료:KB투자증권

스마트폰 내 메모리 채용량 관점에서 중국 업체들과 Tier 1 업체들과의 격차 거의 없음

- 과거 중국 local 스마트폰 제조사들이 생산하는 스마트폰의 spec은 삼성전자 등 Tier-1 급 업체들과 큰 격차를 보였음
- 하지만, 2013년 이후 spec 상에서 Tier-1 급 회사들과 중국 local 스마트폰 제조사들 간의 격차는 미미한 상황
- 2014년 이후 중국 내 LTE 보급률 확대 등을 감안해볼 때, 중국 local 스마트폰의 spec 상향 기조는 지속될 것으로 전망

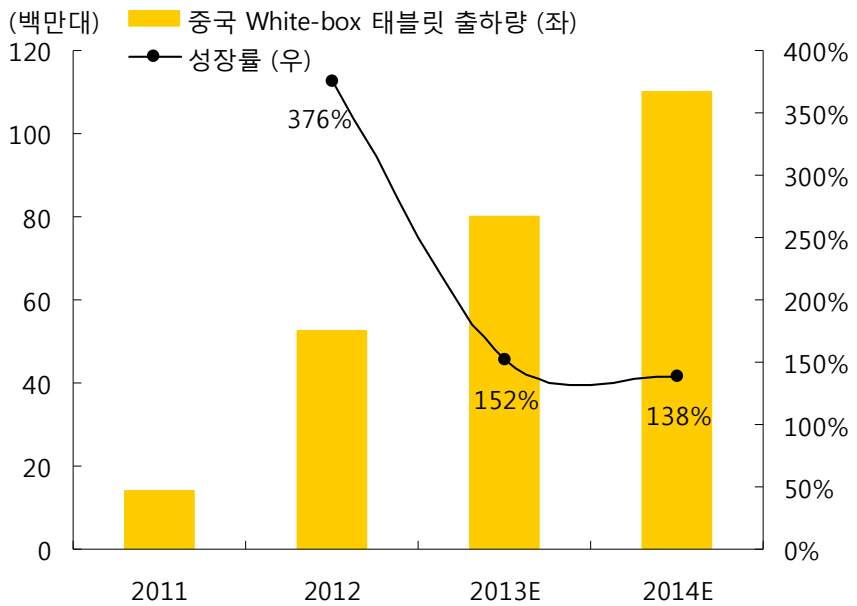
I. 중국 Tablet PC 시장의 괄목할만한 성장

전세계 Brand Tablet PC 출하량 증가 추이



자료: KB투자증권

중국 White-box 업체들의 Tablet PC 출하량 추이



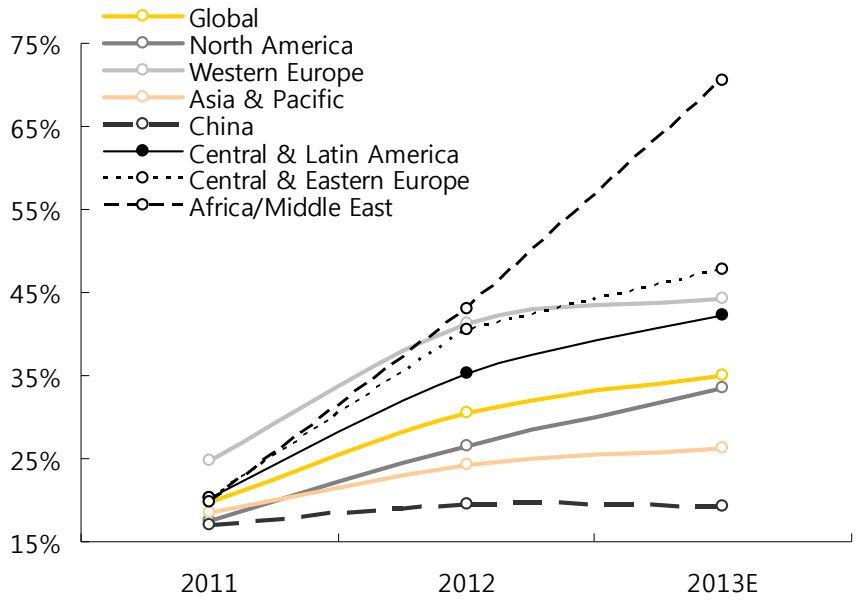
자료: KB투자증권

중국 White-box 업체들의 Tablet PC 시장 규모는 DRAM 수요의 큰 축

- 2014년 Brand Tablet PC 판매 댓수가 2.8억대까지 성장할 것으로 전망되는 가운데, 중국 White-box 업체들의 Tablet PC 시장 규모가 2013년 80백만대, 2014년 110백만대로 성장하면서 중국향 DRAM 수요의 새로운 축으로 자리잡는 추세
- 중국 White-box 업체들의 Tablet PC는 주로 저가형으로 PC DRAM 채용 비중이 높았으나, 2014년부터는 Mobile DRAM 채용 비중 증가 추정

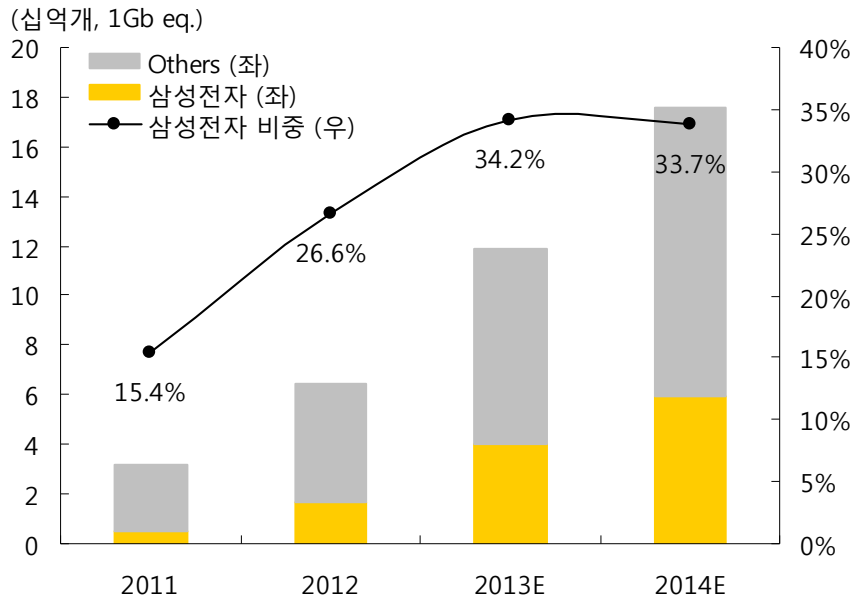
I. 삼성전자 in China : 부품과 세트의 시너지 효과 기대

지역별 삼성전자 점유율 추이



자료: KB투자증권

2011~2014 Mobile DRAM 수요 중 삼성전자 비중



자료: KB투자증권

중국 내 삼성전자 스마트폰 판매 확대는, Mobile DRAM 시장에서 삼성전자의 위상 강화로 이어질 것

- 삼성전자는 중국 스마트폰 시장 내 점유율 1위 (2012년 19.5%, 2013년 19.2%)
- 하지만, 지역별 삼성전자 스마트폰의 점유율을 살펴보면, 중국이 가장 낮은 상황. 2014년 스마트폰 shipment 성장을 위해서 중국 내 점유율 향상을 꾀할 가능성 높다고 판단
- 중국을 중심으로 한 삼성전자 스마트폰 점유율 증가는 곧 모바일 시장 내 삼성전자 반도체 부문의 위상을 더욱 공고히 하는 계기 될 것

I. 삼성전자 in China : AP에서 새로운 성장 기대

중국 스마트폰/태블릿 향 프로세서 현황

	Application Processor		Baseband Technology						Baseband Integrated 1-Chip Processor
	Single Core	Dual Core	Quad Core	GGE	UMTS	TD-SCDMA	CDMA EV-DO	LTE	
MediaTek	●	●	●	●	●	●		△	●
Qualcomm	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Spreadtrum	●	●		●	△	●		△	●
Nvidia		●	●	△	●	△		△	△
Broadcom	●	●		●	●	△		△	●
Marvell	●	●	●	●	●	●		△	●
Leadcore Technology		●	●	●		●		△	●
RDA Microelectronics	△			●					△
Samsung	●	●	●		△			△	△
Allwinner Technology	●	●	●						
Fuzhou Rockchip Electronics	●	●	●						
Intel	●	●		●	●			△	

자료: Gartner, KB투자증권

삼성전자 System LSI의 One-Chip (AP+Modem) 양산 발표는 의미 있는 사건

- 중저가 스마트폰에서는 원가 절감을 위해 one-chip 채용 비중이 빠르게 증가 중
- 최근, 삼성전자 System LSI 부문은 one-chip 개발을 완료했으며, 조만간 이를 채용한 중저가 스마트폰이 출시될 것이라고 발표
- 향후 삼성전자 스마트폰의 중국 내 판매 확대 시 중저가 스마트폰 비중이 높을 것으로 판단되는데, 이는 System LSI 부문의 새로운 기회 요인

I. 삼성전자 in China : AP에서 새로운 성장 기대

중국 스마트폰 업체들의 AP 채용 현황

Smartphone OEMs	2012년 판매량 (백만대)	Primary Vendor	기타 Vendor
Huawei	27.2	Qualcomm	MediaTek, Hisilicon, Spreadtrum, Leadcore Technology
ZTE	26.8	Qualcomm	MediaTek, Nvidia, Broadcom, Intel, Marvell
Lenovo	21.7	MediaTek	Qualcomm, Spreadtrum, Samsung, Intel
Yulong Telecommunication	16.1	Qualcomm	MediaTek, Leadcore Technology, Nvidia, Spreadtrum
Gionee Communication	6.8	MediaTek	Qualcomm
TCL	5.3	MediaTek	Qualcomm, Broadcom
Tianyu	3.6	Qualcomm	MediaTek, Nvidia, Spreadtrum
Hisense Group	3.4	Qualcomm	Spreadtrum, MediaTek, Nvidia
Oppo	3.1	Qualcomm	MediaTek
Xiaomi	2.8	Qualcomm	
BBK	2.5	MediaTek	Qualcomm
Meizu Technology	1.2	Samsung	

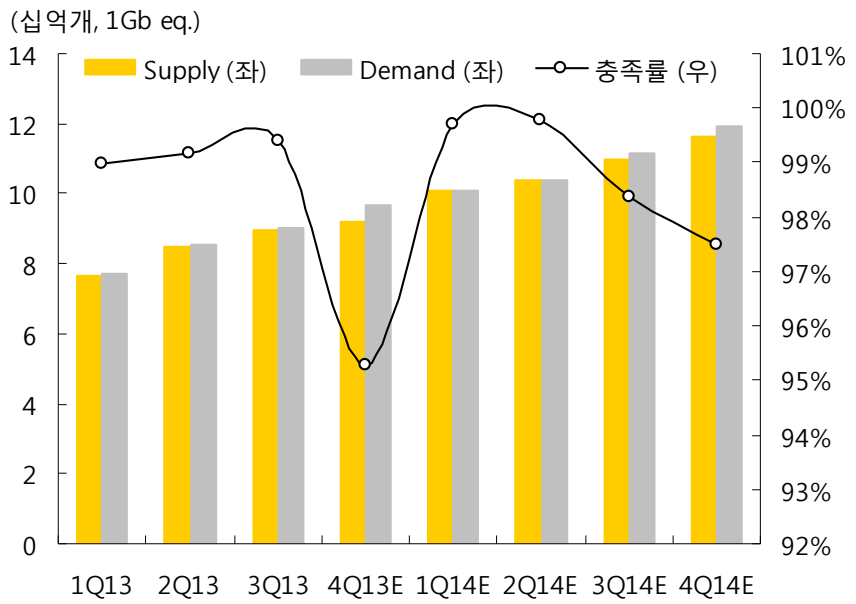
자료: Gartner, KB투자증권

삼성전자 System LSI는 중국 Local Smartphone 업체들로의 영업 활동 강화 전망

- 삼성전자 System LSI는 해외 스마트폰 업체들에도 Exynos 채용 확대를 위한 노력을 활발히 전개할 것으로 예상됨
- 특히, 이번에 발표된 One-Chip 은 중저가 스마트폰 생산 비중이 높은 중국 Local 스마트폰 업체들의 수요를 자극할 전망
- 2014년은 삼성전자 System LSI에게 중국 Local 스마트폰 업체들을 적극 공략하기 시작하는 원년이 될 것

(참고) DRAM 산업 전망

DRAM 산업 수급 전망

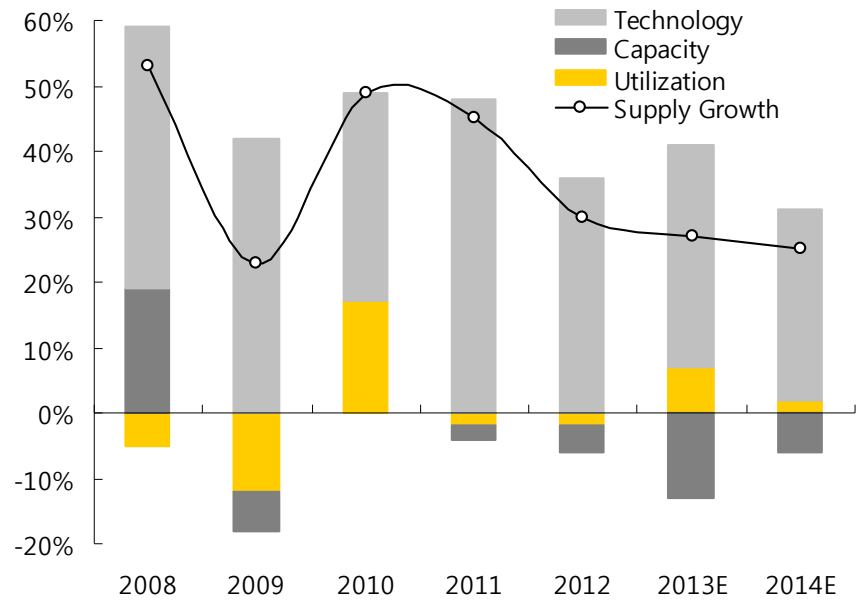


자료: KB투자증권

시사점

- 4Q13은 SK하이닉스 우시 공장 피해로 DRAM 수급은 4.7% 공급 부족
- 1Q14 우시 공장 완전 복구로 수급은 회복 시, 재고 restocking으로 충격 크지 않을 전망이며, 이후 연간으로는 공급 부족 지속 예상

공급 제약 요인 지속 중



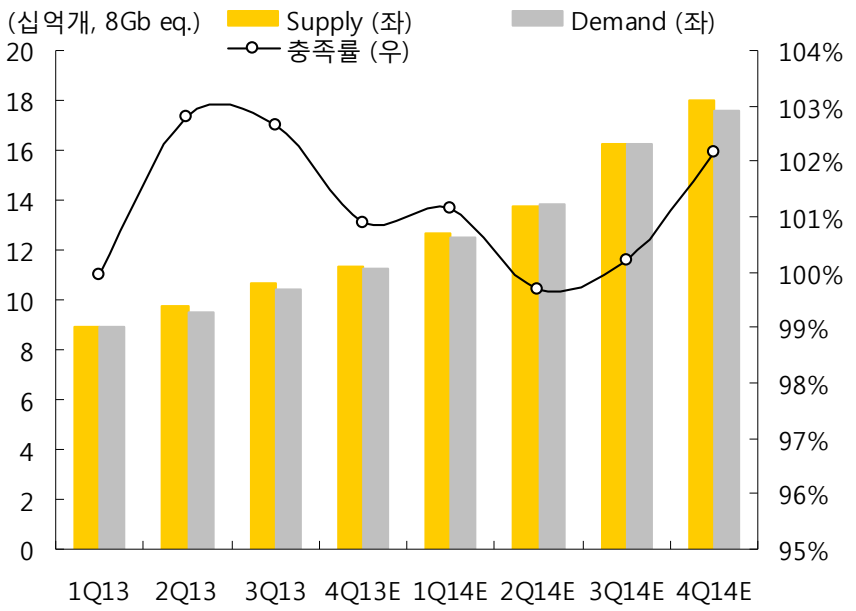
자료: KB투자증권

시사점

- 2014년, DRAM 공급 제약 요인은 오히려 심화 추세
- DRAM 공정 전환시 필요한 비용이 과거 대비 2~3배 증가 추세
- 아울러, 산업 전체적으로 20nm 급 공정 비중이 확대되면서, wafer 투입량 감소 추세 뚜렷해질 것.

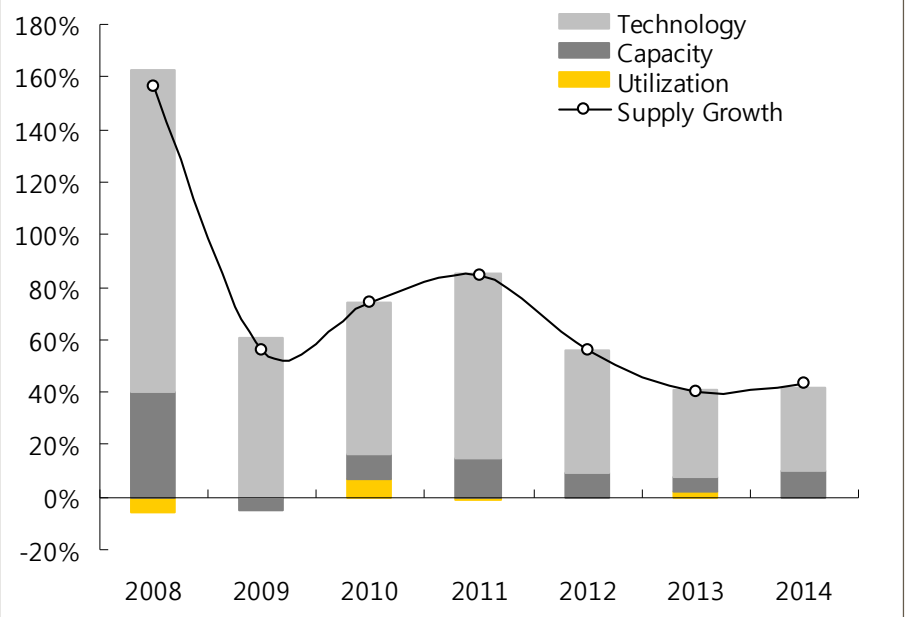
(참고) NAND 산업 전망

NAND 산업 수급 전망



자료: KB투자증권

신규 capa 증설에 불구, 공급 증가율 크지 않아



자료: KB투자증권

시사점

- 2014년 NAND 업황은 상반기 공급 부족, 하반기 공급 초과 전망. 이는, 2014년 중반에 있을 신규 증설 효과 감안한 것
- 2014년 삼성전자 V NAND는 enterprise SSD 향에 집중하면서 기존 planar NAND 시장에 미치는 부정적 영향은 없을 것으로 판단

시사점

- 1Q14 삼성전자 (V NAND), 3Q14 도시바, SK하이닉스 등의 NAND 증설
- 그럼에도 불구, Technology Migration 이 제한적으로 이루어질 전망이어서 2014년 NAND 공급 증가율은 2013년과 유사한 수준에 그칠 전망

I. 삼성전자 (005930) BUY TP 1,900,000원

중국 실적 비중 확대 속 부품과 세트의 시너지 효과 전망

Valuation table

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (X)	PBR (X)	ROE (%)	EV / EBITDA (X)
2012	201,104	29,049	44,671	23,845	157,403	9.7	2.2	22.3	5.3
2013E	232,415	39,260	56,692	31,719	210,498	6.9	1.7	23.9	3.4
2014E	239,090	42,082	62,293	33,944	225,834	6.4	1.4	20.6	2.7
2015E	272,641	46,011	68,359	36,748	244,490	5.9	1.1	18.5	2.2
2016E	289,912	49,099	73,748	39,296	261,442	5.5	1.0	16.7	1.6

자료: KB투자증권

Investment Point

- 2014년 IM 부문은 스마트폰 시장 내 점유율 확대로 규모의 경제 효과를 꾀할 것이고, 중국 내 스마트폰 점유율 확대가 주요 전략 중 하나일 것
- 현재 Mobile DRAM 시장 내 삼성전자 점유율이 48.7%임. 삼성전자 스마트폰의 확판은 Mobile DRAM 내 삼성전자의 위상을 더욱 공고히 하는 요인
- 최근 발표된 삼성전자의 ModAP (Modem+AP)은 저가형 스마트폰 비중이 높은 중국 스마트폰 시장 공략 과정에서 수혜 전망
- 2014년 영업이익은 42.1조원 (+7.2% YoY)으로 전망. 영업이익 증가 추세 확인과 함께 Valuation discount의 점진적 해소 기대

연결 기준 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013E	2014E
매출액	52,870	57,460	59,080	63,002	55,963	60,179	59,637	63,310	201,110	232,413	239,090
Semiconductor	8,580	8,680	9,740	10,681	10,472	10,741	10,348	10,507	34,890	37,682	42,068
Memory	5,120	5,700	6,370	7,113	7,322	7,309	7,020	6,902	20,860	24,303	28,553
DRAM	2,623	3,056	3,565	4,112	4,101	3,898	3,653	3,577	11,484	13,355	15,229
NAND	2,490	2,641	2,794	2,999	3,213	3,406	3,362	3,321	9,134	10,923	13,302
System LSI	3,460	2,980	3,371	3,568	3,150	3,432	3,328	3,605	13,879	13,379	13,515
Display	7,110	8,180	8,090	8,150	8,182	8,460	8,842	8,468	33,002	31,529	33,952
IM	32,820	35,543	36,570	38,817	34,222	36,471	36,419	38,788	105,840	143,749	145,901
Mobile	31,770	34,583	35,200	36,866	33,172	35,370	35,361	37,418	101,640	138,418	141,322
Others	1,050	960	1,370	1,951	1,050	1,101	1,058	1,370	4,200	5,331	4,579
CE	11,240	12,780	12,050	12,705	9,967	11,357	10,877	12,397	51,111	48,776	44,598
영업이익	8,780	9,530	10,160	10,790	10,223	10,717	10,520	10,621	29,053	39,260	42,082
Semiconductor	1,070	1,760	2,060	2,675	2,720	2,649	2,538	2,486	4,170	7,565	10,394
Memory	978	1,560	1,933	2,434	2,457	2,387	2,237	2,122	2,964	6,905	9,203
DRAM	518	905	1,161	1,473	1,497	1,369	1,283	1,232	1,696	4,056	5,381
NAND	458	655	771	960	959	1,016	953	890	1,200	2,843	3,818
System LSI	92	198	126	242	263	263	302	364	1,470	658	1,191
Display	770	1,120	980	910	953	1,127	1,290	1,242	3,220	3,780	4,611
IM	6,510	6,280	6,700	6,837	6,155	6,320	6,331	6,490	19,415	26,327	25,295
Mobile	6,461	6,311	6,687	6,592	6,086	6,354	6,317	6,220	18,951	26,051	24,977
Others	49	(31)	13	245	69	(34)	14	270	464	276	319
CE	230	430	350	368	196	601	231	384	2,330	1,378	1,412

자료: KB투자증권

I. 2014년, 반도체 / IM 부문의 긍정적 업황 전망

주요 가정 사항

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013E	2014E
DRAM											
Shipment (Mpcs/Q, 1Gb eq)	2,696	2,824	3,241	3,829	3,978	4,106	4,137	4,351	10,281	12,589	16,572
Bit growth (%)	(6.1)	4.7	14.8	18.2	3.9	3.2	0.8	5.2	29.0	22.5	31.6
ASP (달러, 1Gb eq)	0.90	0.96	0.99	1.02	0.98	0.91	0.85	0.80	0.99	0.97	0.88
% QoQ, % YoY	0.0	7.5	3.0	3.0	(4.0)	(7.0)	(7.0)	(6.0)	(29.6)	(1.7)	(9.4)
NAND											
Shipment (Mpcs/Q, 8Gb eq)	3,265	3,464	3,829	4,425	5,045	5,683	6,032	6,468	9,424	14,984	23,227
Bit growth (%)	10.0	6.1	10.6	15.6	14.0	12.6	6.1	7.2	56.5	59.0	55.0
ASP (달러, 8Gb eq)	0.70	0.68	0.66	0.65	0.61	0.58	0.54	0.50	0.86	0.67	0.55
% QoQ, % YoY	(6.0)	(3.4)	(3.0)	(2.0)	(6.0)	(5.0)	(7.0)	(7.0)	(39.2)	(22.3)	(17.7)
Mobile (Handset & Tablet)											
Shipment (mil. units)	115.5	115.5	129.6	136.1	127.1	134.0	136.0	140.0	421.4	496.7	537.1
% QoQ, % YoY	(2.6)	0.0	12.2	5.0	(6.6)	5.4	1.5	2.9	25.3	17.9	8.1
ASP (달러)	237.03	252.34	232.18	242.98	233.57	242.24	238.58	245.62	195.94	240.95	240.14
% QoQ, % YoY	12.8	6.5	(8.0)	4.7	(3.9)	3.7	(1.5)	2.9	31.5	23.0	(0.3)

자료: KB투자증권

I. 2014년, 반도체 / IM 부문의 긍정적 업황 전망

주요 가정 사항

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013E	2014E
Handset (Tablet 제외)											
Shipment (mil. units)	106.4	106.5	118.3	122.5	114.0	119.0	121.0	124.0	404.6	453.7	478.0
% QoQ, % YoY	(3.7)	0.1	11.1	3.6	(6.9)	4.4	1.7	2.5	23.1	12.1	5.4
ASP (달러)	230.82	249.15	226.65	237.20	226.52	235.59	231.59	239.24	190.31	235.76	233.36
% QoQ, % YoY	14.2	7.9	(9.0)	4.7	(4.5)	4.0	(1.7)	3.3	32.3	23.9	(1.0)
Smartphone											
Shipment (mil. units)	69.4	75.0	87.3	91.0	85.0	91.0	95.0	99.0	213.0	322.7	370.0
% QoQ, % YoY	10.2	8.1	16.4	4.2	(6.6)	7.1	4.4	4.2	121.0	51.5	14.7
ASP (달러)	330.00	336.20	294.00	306.50	291.18	297.00	285.12	290.82	317.44	315.07	290.96
% QoQ, % YoY	3.0	1.9	(12.6)	4.3	(5.0)	2.0	(4.0)	2.0	4.0	(0.7)	(7.7)
Feature Phone											
Shipment (mil. units)	37.0	31.5	31.0	31.5	29.0	28.0	26.0	25.0	191.7	131.0	108.0
% QoQ, % YoY	(22.1)	(14.9)	(1.6)	1.6	(7.9)	(3.4)	(7.1)	(3.8)	(17.5)	(31.6)	(17.6)
ASP (달러)	44.80	41.90	37.00	37.00	37.00	36.00	36.00	35.00	49.05	40.38	36.04
% QoQ, % YoY	(1.3)	(6.5)	(11.7)	0.0	0.0	(2.7)	0.0	(2.8)	(36.2)	(17.7)	(10.8)
Tablet PC											
Shipment (mil. units)	9.1	9.0	11.3	13.6	13.1	15.0	15.0	16.0	16.8	43.0	59.1
% QoQ, % YoY	13.2	(0.6)	25.6	20.4	(3.7)	14.5	0.0	6.7	118.2	155.7	37.6
ASP (달러)	310.00	290.00	290.00	295.00	295.00	295.00	295.00	295.00	331.67	295.80	295.00
% QoQ, % YoY	(3.1)	(6.5)	0.0	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0	(10.6)	(10.8)	(0.3)

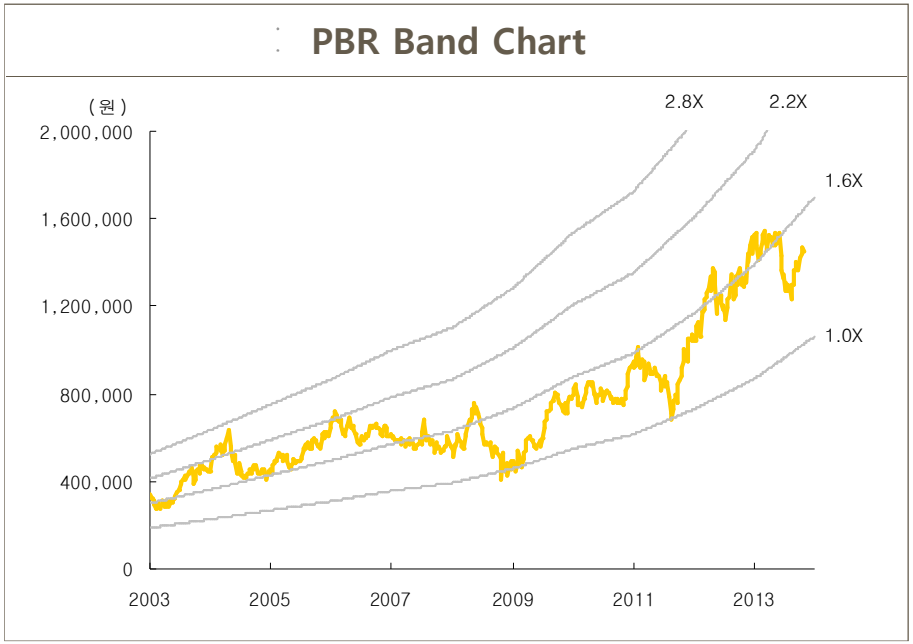
자료: KB투자증권

I.실적 성장성 확인으로 밸류에이션 디스카운트 해소

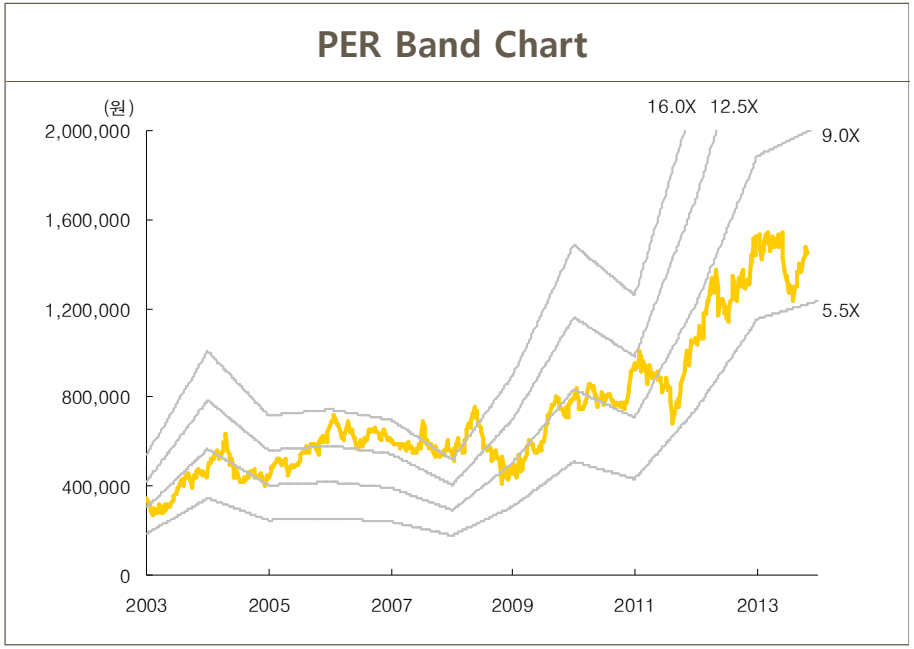
KB금융그룹

Valuation

PBR Band Chart



PER Band Chart



(X, 원, %)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	평균	2013E	2014E
PER - High	13.8	13.6	20.4	12.6	8.8	11.9	9.7	13.0		
PER - Low	10.2	10.1	10.9	6.7	6.9	7.5	6.5	8.4		
PER - Avg	11.4	11.0	12.0	12.2	8.8	11.6	9.7	11.2	**7.0**	**6.5**
PBR - High	2.8	2.3	2.3	2.1	1.9	2.0	2.3	2.3		
PBR - Low	2.1	1.7	1.2	1.1	1.5	1.2	1.5	1.5		
PBR - Avg	2.3	1.9	1.3	2.1	1.9	1.9	2.3	2.1	**1.7**	**1.4**
EPS	53,809	50,378	37,515	65,509	107,258	90,853	157,403	80,389	**209,637**	**244,586**
BPS	266,053	303,679	341,598	392,797	503,075	570,674	688,251	438,018	**877,021**	**1,045,311**
ROE	19.3	16.3	10.7	16.4	21.2	15.1	22.3	17.3	**23.9**	**20.6**

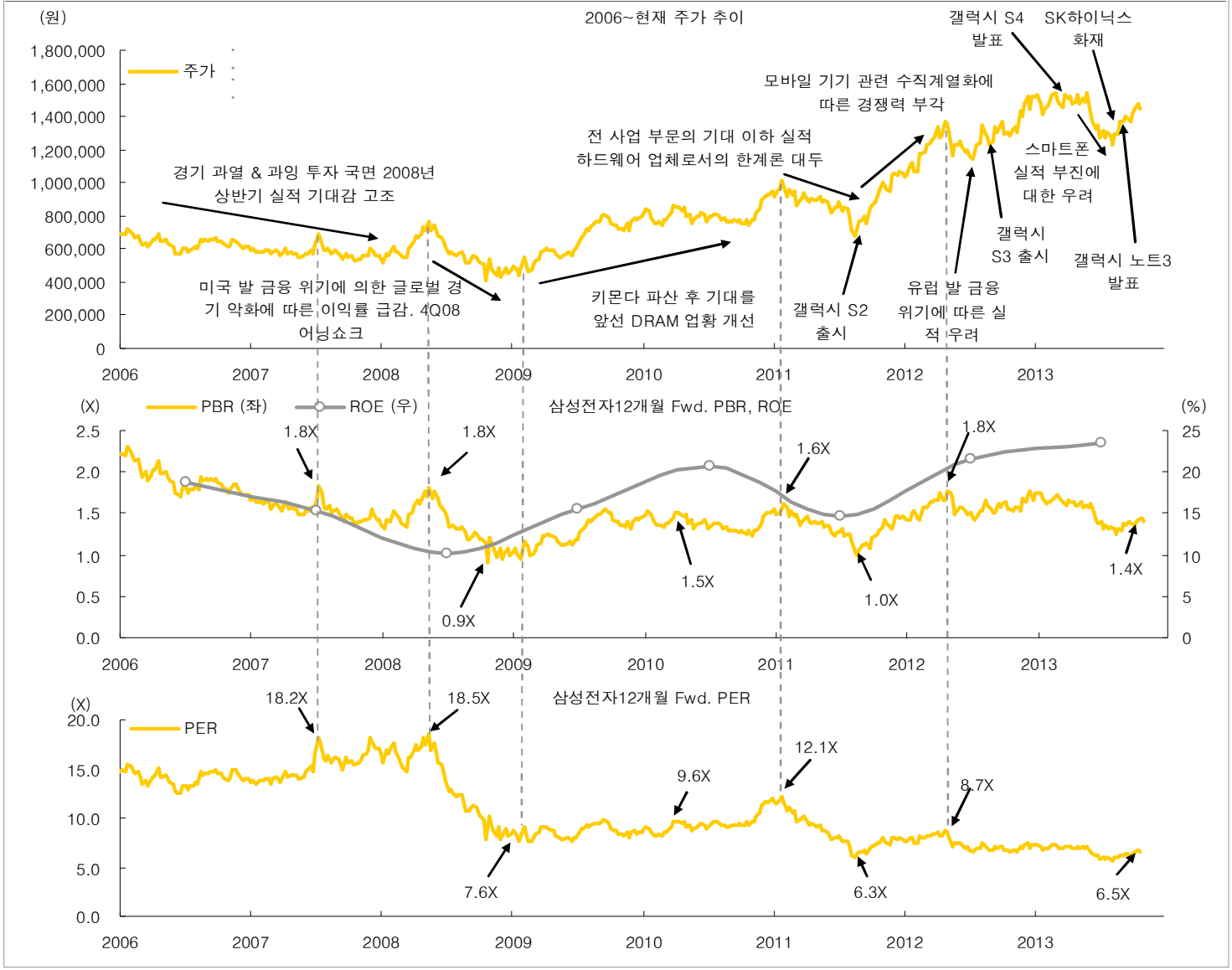
자료: FnGuide, KB투자증권
주: 2013, 2014년도 PER, PBR은 11월 20일 종가 기준

KB투자증권

I. 실적 성장성 확인으로 밸류에이션 디스카운트 해소

KB금융그룹

삼성전자 주가 및 Valuation 추이



자료: KB투자증권

KB투자증권

I. 실적 성장성 확인으로 밸류에이션 디스카운트 해소

Sum of the Parts Valuation

영업 가치 (a)					180,890	(단위: 십억원)
사업부	EBITDA in 2013E	산업 평균 (x)	프리미엄 (%)	Multiple (x)	Enterprise Value	비고
반도체	17,754	5.9	-	5.5	97,907	SK하이닉스, 인텔, TSMC, 마이크론, Sandisk 평균
디스플레이	8,097	3.1	-	2.6	20,795	LG디스플레이, AUO 평균
통신	28,572	5.0	-	6.0	171,472	Apple, LG전자 평균
DM&A	1,896	5.3	-	5.3	9,972	LG전자, Sony 평균
총 합	56,320				300,145	
투자 자산 가치 (b)					**36,065**	
상장사 지분 가치					7,168	
비상장사 지분 가치					37,914	
총 합					36,065	
순차입금 (c)					**-33,160**	2013년 2분기 말 기준
비지배 주주 지분 가치 (d)					**4,669**	2013년 2분기 말 기준
주주가치 (a)+(b)-(c)-(d)					**364,702**	
보통주 시가 총액 비중					90.3%	보통주 시가총액 219.3조원, 우선주 시가총액 23.7조원 (10/20 기준)
적정 보통주 시가 총액					329,166.09	
발행주식수(보통주, 천주)					163,725	자사주 포함
적정 주가 (원)					**2,010,480**	

자료: KB투자증권

Part 2. 중국 스마트폰 성장과 LTE 도입

투자의견 요약

KB금융그룹

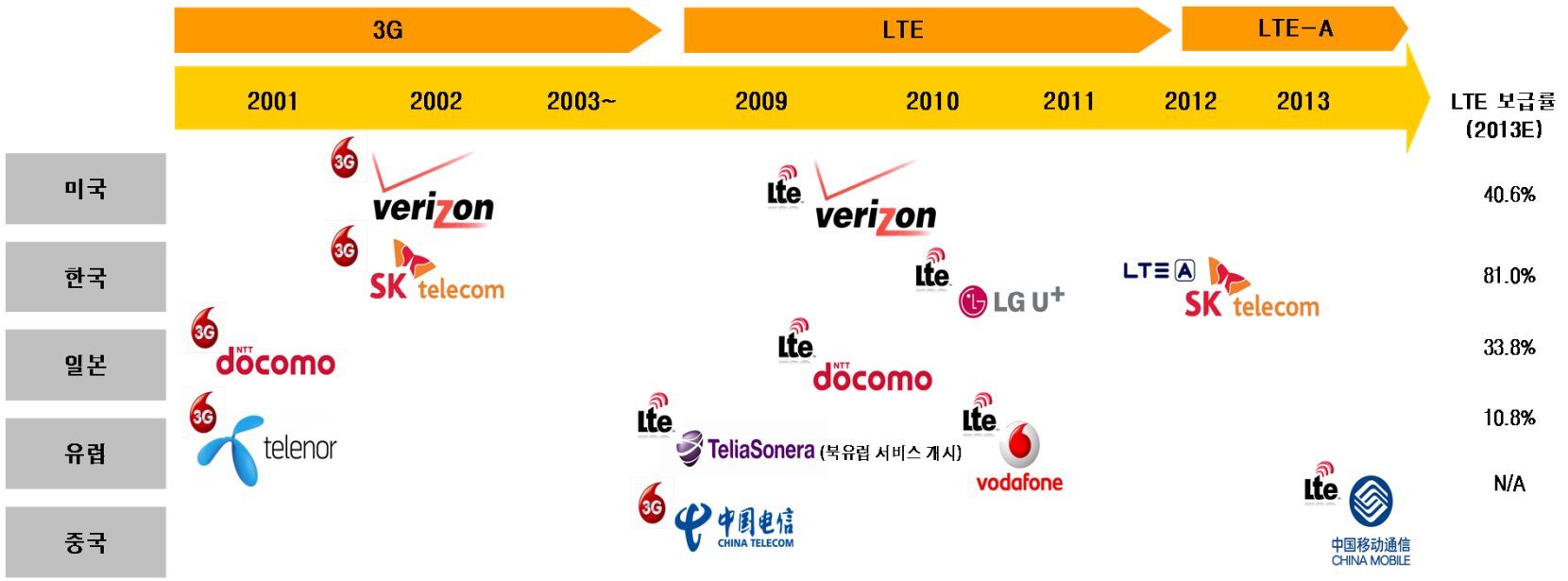
업종 투자의견 : 비중확대(Overweight)

유망 종목 : 삼성전기 - 중국 스마트폰 시장에서 양적/질적 성장의 수혜를 기대해 보자

- **중국 2014년 LTE 서비스 본격 시행 전망**
  - 2000년대 초반 전세계 통신사들은 3G 서비스를 시작한 반면, 중국은 이보다 훨씬 늦은 2000년대 말 시작
  - 중국 정부와 China Mobile 주도로 통신망 인프라 업그레이드를 위해 본격적인 투자 전망
  - 중국 3G 보급율은 22%로 전세계 62% 대비 현저히 낮으며, 스마트폰 보급율은 35%로 여전히 성장 여력이 높은 상황
- **중국 로컬 브랜드 성장 vs 애플의 영향력 제한적**
  - Lenovo, Xiaomi의 성장으로 중국 로컬 브랜드 점유율 합계는 50% 수준
  - TV, PC 등 단순 조립형태의 IT 제품은 중국 브랜드의 점유율이 70~80%까지 성장한 바 있으나, 스마트폰은 60% 전후까지만 성장할 것
  - 애플은 China Mobile 진입 기회가 남아있지만, 중국 내 점유율 10% 넘기기 어려울 전망. China Mobile 진입 여부가 관건이 될 것
- **중국 통신 3사, LTE 투자에 필요한 현금 보유고 넘치는 상황**
  - 중국 모바일 가입자 수 증가로 인해 마케팅비 및 CAPEX 비용 부담이 증가하여 EBITDA 마진은 감소 추세에 있으나,
  - 절대 이익 규모가 증가하면서 통신 3사의 현금 잔고는 지속적으로 쌓이고 있어 4G 망 투자에 대한 니즈 높아져
  - 한, 미, 일의 경우 LTE 서비스와 함께 데이터 매출액 역시 증가한 경험이 있어 중국 통신 시장의 LTE 가속화는 빨라질 수 있을 것
- **삼성전기(009150) TP: 105,000원 BUY**
  - 중국 통신시장이 LTE로 진화하면서 스마트폰 스펙은 더욱 고사양화될 전망. 초소형 MLCC, 고화소 카메라 모듈 등 수요 증가할 것
  - 동사는 원가 경쟁력 확보를 위해 중국 및 베트남 등으로 해외 생산법인을 확대 중이며, 2014년부터 중국 고객 본격 대응 가능 전망

II. 2014년을 시점으로 중국 내 LTE 서비스 도입

글로벌 시장 대비 뒤늦은 중국의 네트워크 기술 발전



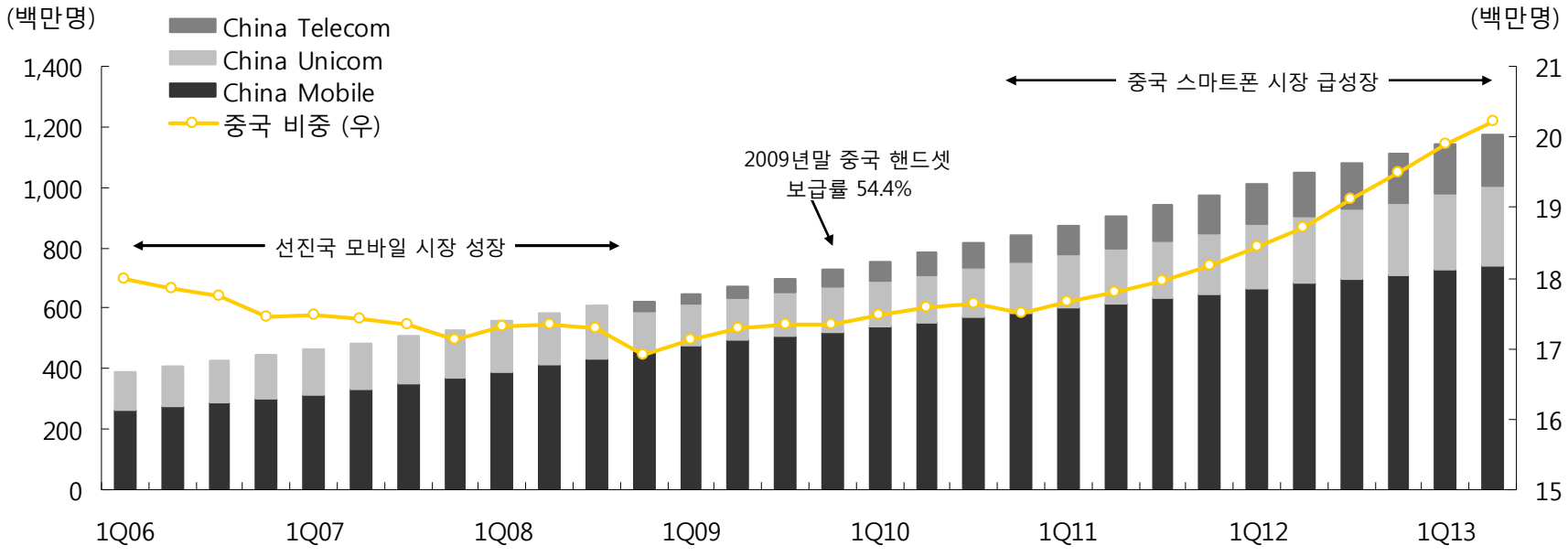
자료: KB투자증권

중국 2014년 LTE 서비스 본격 시작 전망

- 2000년대 초반 전세계 통신사들은 3G 서비스를 시작했으나, 중국은 이보다 훨씬 늦은 2000년대 말 시작
- 늦은 3G 투자를 만회하기 위해서 LTE 서비스는 2014년 본격 시작 예상
- 중국 정부와 China Mobile의 주도로 통신망 인프라 업그레이드를 위해 본격적인 투자 전망. 정부는 연내 LTE 라이선스를 부여할 것

Ⅱ. 중국 모바일 사용자의 급증

2010년대 들어 중국 모바일 가입자 수 급증 추세



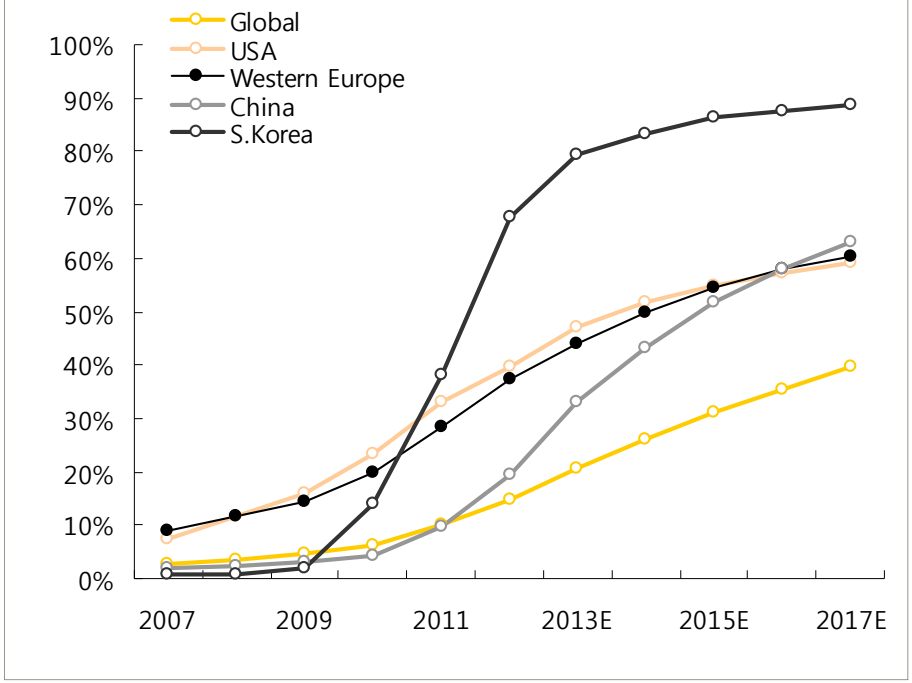
자료: Strategy Analytics, KB투자증권

중국 모바일 가입자 수는 전세계 대비 20%를 상회

- 2000년대 말까지는 선진국 위주로 모바일 시장이 성장하였고, 중국은 TV, PC 등 전통 IT 기기 보급을 위한 보조금 정책 시행
- 그 결과 2009년말 중국 모바일 가입자수는 7억명에 불과하였고, 보급율은 54% 수준에 그침. 선진국 보급율이 100%를 상회한 것과 대조적
- 2009년 3G 서비스 시작 이후 2010년대 스마트폰 시장이 급성장하면서 중국의 모바일 인구는 2012년 기준 10억명을 돌파하기 시작

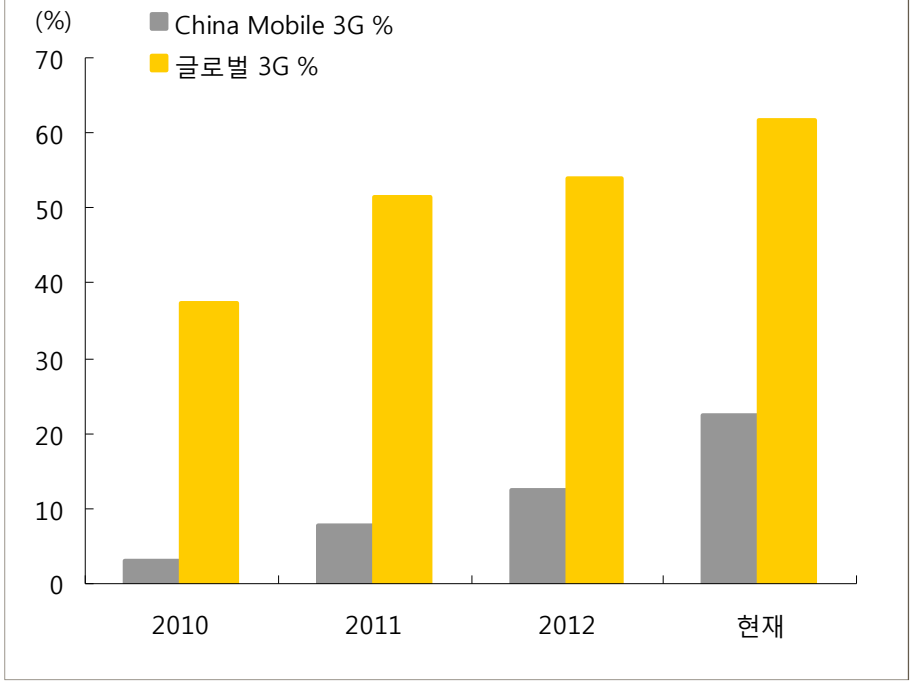
Ⅱ. 중국 스마트폰 시장의 성장 여력 여전히 높아

글로벌 스마트폰 보급률



자료: Strategy Analytics, KB투자증권

3G 비중 추이



자료: Strategy Analytics, KB투자증권

현재 중국 스마트폰 보급율 35%로 성장 여력 높아

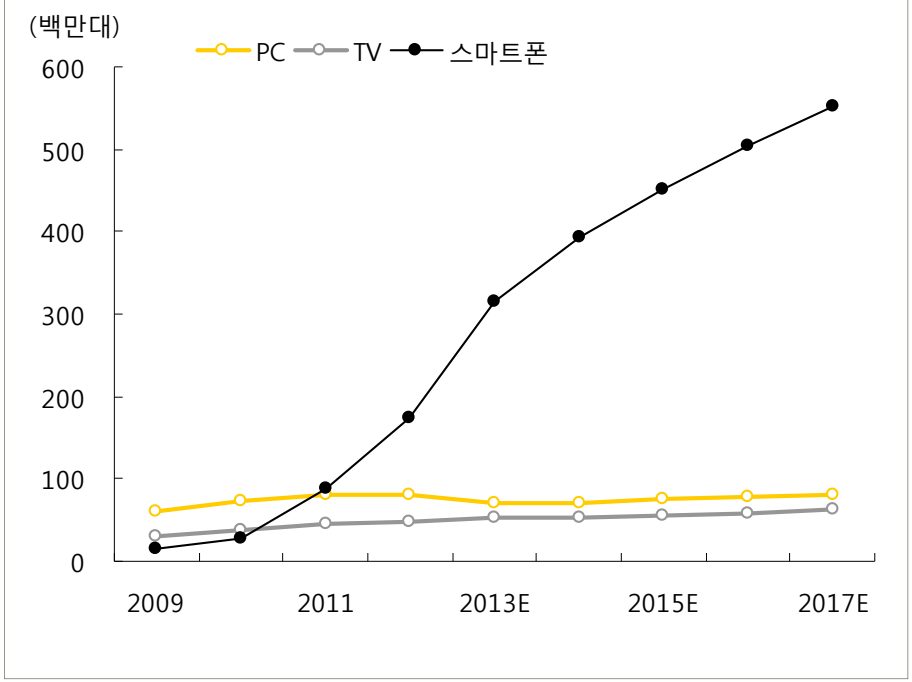
- 전세계 스마트폰 보급율은 20%대 초반. 이에 비해 중국은 높은 편이나, 한국과 같은 국민성을 감안할 때, 빠른 속도로 성장할 것
- 선진국에 비해 낮은 편이며, LTE 서비스 시작 시 성장 여력 높다고 판단

중국 3G 비중 현저히 낮아, LTE 보급 필요성 증대

- 스마트폰 보급은 증가했지만, 여전히 중국의 통신 인프라는 낙후된 상황
- 3G 보급율은 22%로 글로벌 62% 대비 현저히 낮은 상황
- 정부 주도로 통신 인프라 업그레이드 위해 빠른 LTE 투자 가능성 높음

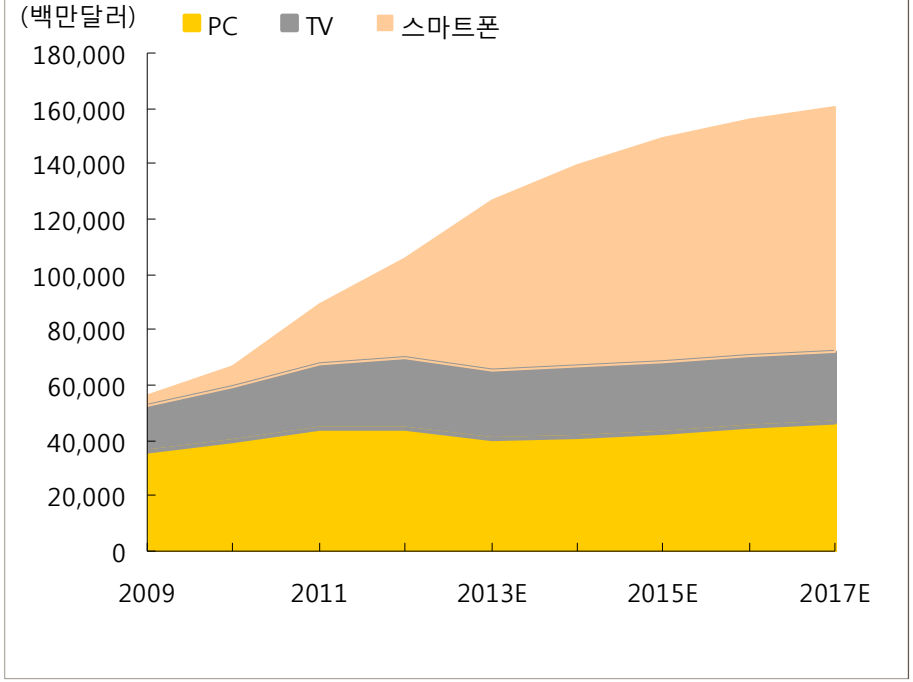
Ⅱ. 스마트폰 기반의 IT 산업 성장 예상

중국 내 PC, TV, 스마트폰 판매량 추이



자료: Gartner, Display Search, Strategy Analytics, KB투자증권

중국 내 PC, TV, 스마트폰 매출액 추이



자료: Gartner, Display Search, Strategy Analytics, KB투자증권

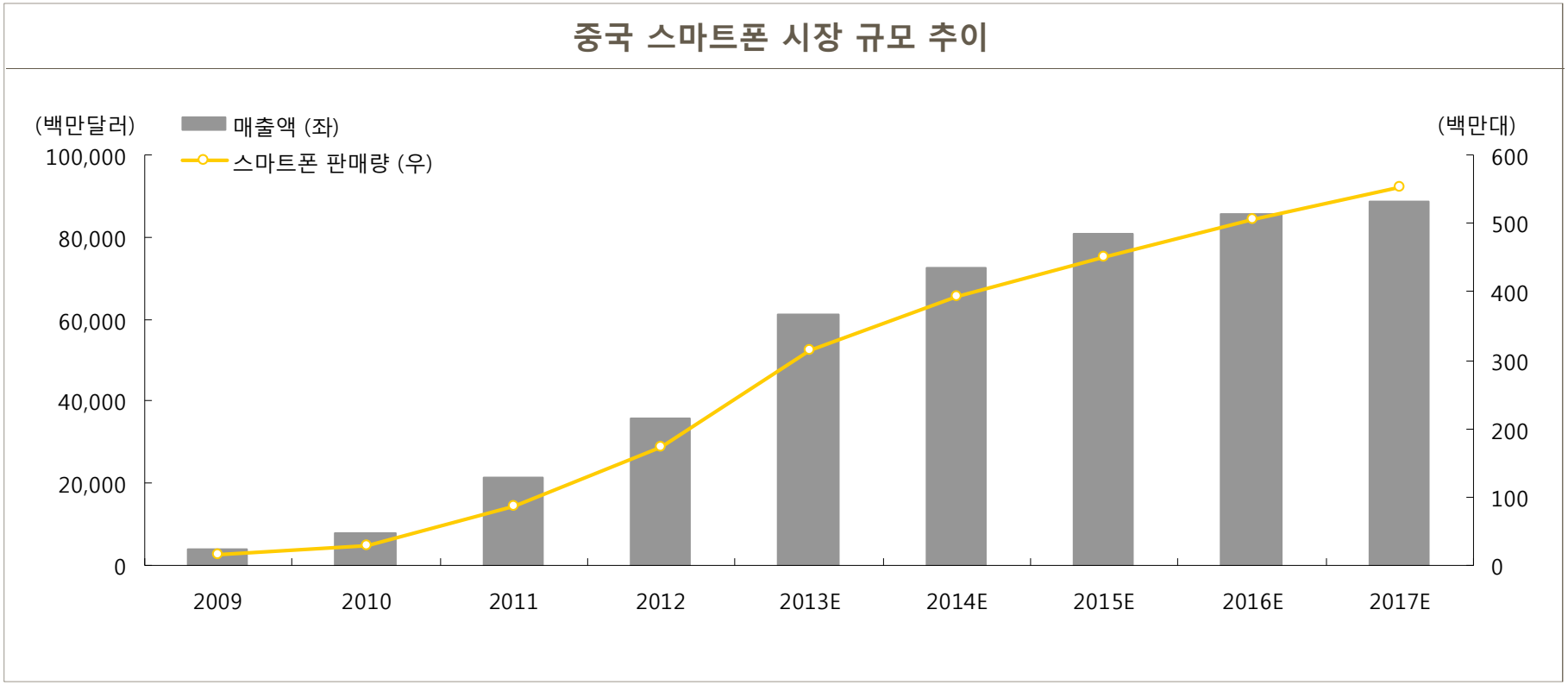
중국인들의 IT 기기 내 수요는 스마트폰에 집중

- 2000년대 후반에는 TV, PC 등 전통 IT 기기 수요가 증가하였으나, 보급율 상승과 긴 교체주기로 인해 시장 포화 상태 지속
- 반면, 스마트폰은 아직 낮은 보급율과 모바일에 대한 관심도 증가로 여전히 성장 여력 높아

향후 중국 IT 시장의 성장 역할은 스마트폰이 주도

- 2013년 중국 스마트폰 시장은 매출액 기준 YoY 67.5% 성장하였으나, TV와 PC는 역성장 진행 중
- 향후 ASP 하락 효과를 감안하더라도 스마트폰 시장의 성장성은 여전히 유효할 것

Ⅱ. 중국, 세계 최대 스마트폰 시장



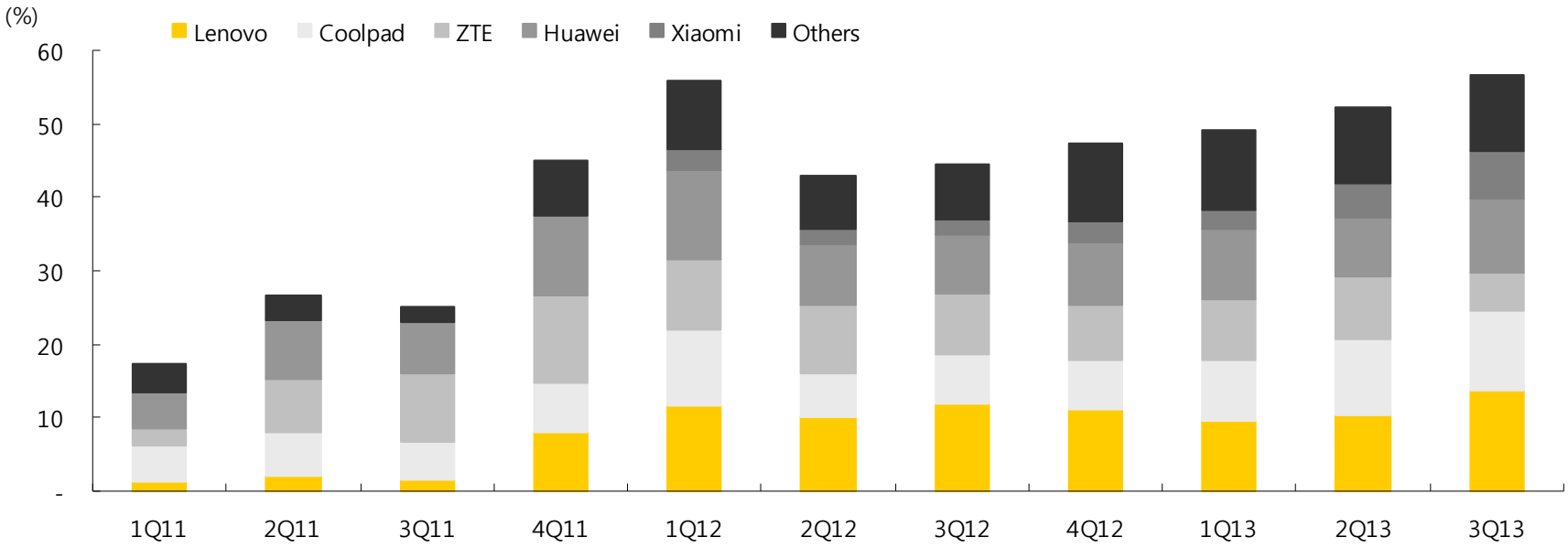
자료: Strategy Analytics, KB투자증권

중국 스마트폰 시장은 2013년 3억대에서 2017년 5.5억대까지 성장할 전망

- 중국인들의 스마트폰 구매 열풍으로 2012년 1.8억대에서 2013년 3.2억대까지 급성장
- 여전히 스마트폰 보급율이 35%에 불과하므로 2014년에는 4억대를 상회할 것으로 전망
- ASP 감소로 매출액 측면에서는 2014~2015년 이후 성장세가 주춤할 것으로 보이지만, 단일 지역 시장 규모로 2017년 90조원에 이를 전망

Ⅱ. 중국 로컬 업체들의 약진 이어질 것

중국 내 주요 로컬 업체 스마트폰 M/S 추이



자료: Strategy Analytics, KB투자증권

중국 로컬 브랜드의 시장 점유율 성장 지속

- 2011년까지는 기술력 부족으로 인해 중국 브랜드의 점유율은 미미한 수준에 그쳤으나, 2012년부터 Lenovo가 본격적으로 시장에 진입한 후 중국 브랜드의 점유율은 50%까지 증가한 상황
- TV, PC 등 단순 조립형태의 IT 제품은 중국 브랜드의 점유율이 70~80%까지 상승했으나, 빠른 기술 발전과 통신사와의 관계 등을 감안하면 중장기적으로 60% 수준까지 성장 후 Top-tier 3개 업체 정도로 시장이 재편될 전망 (3Q13 ZTE의 점유율 급감 vs Xiaomi 점유율 급증)

II. 한국업체와의 기술적인 격차 줄여

삼성 vs. 중국 스마트폰 연도별 스펙 진화

	Galaxy S4	Galaxy S3	Galaxy S2	Huawei Ascend P2	Huawei Ascend P1 S	Huawei Ascend II	ZTE Grand S	ZTE Grand Era	ZTE Racer II
Release Date	Apr, 2013	Jun, 2012	Apr, 2011	Apr, 2013	May, 2012	Jul, 2011	Mar, 2013	Sep, 2012	August, 2011
Hardware									
Application Processor	Exynos 5 Octa 5410	Exynos 4412 Quad	Exynos 4210	Huawei K3V2	TI OMAP 4460	Qualcomm S1	Qualcomm Snapdragon S4 Pro APQ8064	Nvidia Tegra 3	Qualcomm MSM7227
Processor Clock Speed	1.9GHz, Quad Core	1.4GHz, Quad Core	1.2GHz, Dual Core	1.5GHz, Quad Core	1.5GHz, Dual Core	600MHz, Single Core	1.7GHz, Quad Core	1.5GHz, Quad Core	500MHz, Single Core
Display technology	Super AMOLED	Super AMOLED	Super AMOLED	IPS LCD	Super AMOLED	TFT LCD	TFT LCD	TFT LCD	TFT LCD
Display Size (Inches)	5.0	4.8	4.3	4.7	4.3	3.5	5.0	4.5	2.8
Display Resolution (Pixels)	1080x1920	720x1280	480x800	720x1280	540x960	480x320	1080x1920	720x1280	320x240
Pixel Density	441	306	217	312	256	165	441	326	143
Rear Camera	13MP	8MP	8MP	13MP	8MP	5MP	13MP	8MP	3.15MP
Front Camera	2MP, 1080p@30fps	1.9MP	2MP	1.3MP, 720p@30fps	1.3MP	No	2MP	1.3MP	No
Storage	16/32/64GB	16GB	16/32GB	16GB	4GB	Up to 32GB	16GB	4GB	Up to 32GB
RAM	2GB	2GB	1GB	1GB	1GB	256MB	2GB	1GB	512MB
Battery Capacity	Li-Ion 2600 mAh	Li-Ion 2100 mAh	Li-Ion 1650 mAh	Li-Ion 2420 mAh	Li-Ion 1670 mAh	Li-Ion 1400 mAh	Li-Ion 1780 mAh	Li-Ion 1800 mAh	Li-Ion 1100 mAh
Weight	132g	131g	116g	122g	110g	120g	130g	110g	100g
Dimensions	136.6x69.8x7.9mm	136.6x70.6x8.6mm	125.3x66.1x8.5mm	136.2x66.7x8.4mm	127.4x64.8x7.7mm	117x61x13mm	142x69x6.9mm	133x66x8.6mm	104x55.4x13.5mm
Software									
OS	Android	Android	Android	Android	Android	Android	Android	Android	Android
Version	4.2.2	4.1.1	2.3.4	4.1.2	4.0	2.3	4.1	4.0	2.2

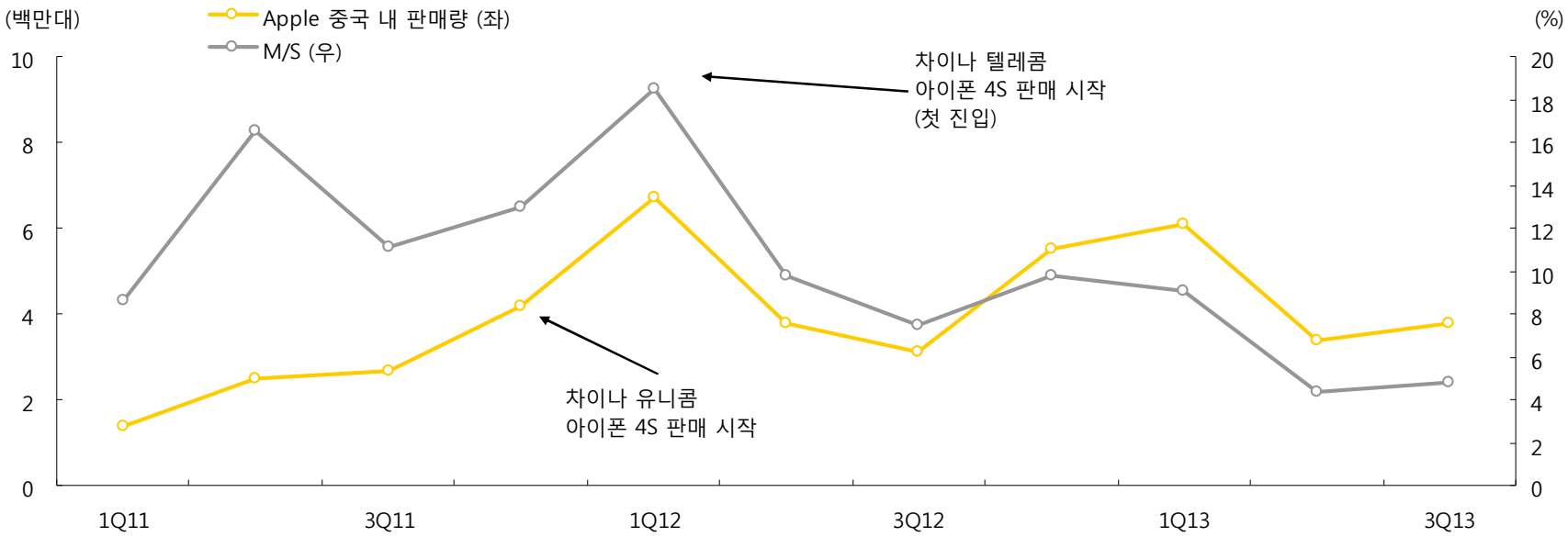
자료: GSM Arena, KB투자증권

중국 로컬 업체의 스마트폰 스펙은 삼성전자와 격차를 나타내고 있으나, 점차 줄어드는 상황으로 전개

- 중국 브랜드의 기술력은 2011년만 해도 보잘 것 없었으나, 2013년 스펙 기준으로 보면 1위 업체인 삼성전자와의 격차를 크게 줄였음
- 완성도만 가미되고, LTE 시장이 열릴 경우 중국 브랜드의 약진은 지속될 가능성이 높아

Ⅱ. 애플의 중국 내 영향력은 미미

애플의 중국 내 스마트폰 M/S 추이



자료: Strategy Analytics, KB투자증권

애플의 중국 내 영향력은 찻잔 속 태풍에 그칠 가능성 높아

- 애플은 2011년 China Unicom 첫 진입 이후 China Telecom까지 커버리지를 늘렸고, 중국 내 점유율을 10% 이상까지 성장시켰으나, 현재 5% 수준까지 점유율 감소. 1) 단순한 제품 라인업, 2) 안드로이드 선호, 3) 큰 화면의 기기 선호 등에 기인하는 것으로 분석
- 1위 사업자인 China Mobile 진입, 2014년 5인치 안팎의 아이폰 출시 등 아직 기대할 여지는 있으나, 시장 점유율은 10%를 다시 상회하기 어려울 것. 이미 중국 1차 출시 국가 포함, 골드 컬러 추가 등의 전략을 구사했으나, 생각보다 반응이 뜨겁지 않은 것이 그 이유

II. 애플의 차이나 모바일 진입 노력은 계속될 것

애플의 차이나 모바일 진입 관련 News Flow

일시	내용
13년 11월	5일 중국 C114는 차이나모바일이 애플 아이폰 5S · 5C 구매자를 대상으로 4G 네트워크 서비스를 시작한 사실을 확인했다고 보도. 서비스는 지난 3일 시작됐으며 A1530과 A1529 모델만 가능
13년 10월	10일 블룸버그는 애플이 차이나모바일의 3G 표준 기술인 시분할연동코드분할다중접속(TD-SCDMA) 전문가 채용 공고를 냈으며, 이는 양사가 아이폰 공급 합의에 접근했다는 증거라 보도
13년 09월	애플이 11월 중에 차이나모바일과 계약을 공식 발표할 것으로 전망. 차이나모바일이 애플 아이폰5S와 아이폰5C를 공급할 것이며, 차이나모바일이 판매하는 아이폰이 3세대(3G), 4세대(4G)를 모두 지원하는 중국에서 '가장 강력한 아이폰'이 될 것이 강조
13년 09월	애플이 오는 11일 중국에서 첫 공식 행사를 개최. 오는 10일 미국 캘리포니아 쿠퍼티노 본사에서 미디어 행사를 진행한 뒤 10시간만에 열리는 행사. 애플의 이례적 행사 개최에 전문가들은 이번 중국 행사에서 애플과 차이나모바일의 파트너십이 체결될 것이라는 추측도 나옴
13년 01월	중국을 방문 중인 팀 쿡 애플 최고경영자(CEO)가 9일 중국 최대 이동통신사 차이나모바일의 시궈화 회장을 만났음. 월스트리트저널(WSJ)은 10일(현지시각) 10개월 만에 두 번째로 중국을 방문한 팀 쿡이 차이나모바일과 접촉하면서 차이나모바일에서도 아이폰을 출시할 가능성이 커졌다고 보도
12년 08월	차이나모바일은 지난 8월 16일에 열린 2012 상반기 업무성적 보고회의에서 애플 '아이폰5'를 당분간 출시하지 않겠다고 발표. 차이나모바일 회장 시궈화(奚国华)는 "퀄컴 TD-LTE 칩에 대한 문제가 아직 해결되지 않고 있는 상태이며, 또한 애플 아이폰5 출시와 시기가 맞지 않음. TD-LTE 버전의 아이폰5는 출시하기 힘들 것으로 보인다"고 설명
12년 05월	16일 중국 최대 이동통신사 차이나모바일(中國移動)의 시궈화(奚國華) 신임회장은 주주총회를 통해 애플과 아이폰 공급에 대해 협의 중이라고 밝힘. 그러나 올해 안에 아이폰 공급을 할 수 있을지는 아직 미지수라고 덧붙임
12년 03월	팀 쿡 애플 최고경영자(CEO)가 중국 시장을 직접 방문. 애플 CEO로는 처음 중국 정부 당국자들을 만나 최근 불거진 현안을 논의한 것으로 알려짐. 차이나 모바일 계약에 관심 집중
11년 07월	월스트리트저널(WSJ)은 팀 쿡 애플 최고운영책임자(COO)가 지난달 중국 베이징에 위치한 차이나모바일 본사를 방문했다고 보도. 양측 모두 이번 방문에 대해서 언급을 거부했지만 차이나모바일 측은 애플과 아이폰에 관련된 논의를 진행 중이라는 사실은 인정
11년 03월	애플 CEO 스티브 잡스가 차이나 모바일의 4세대 표준에 기반한 아이폰 개발에 관심을 표명했다고 왕젠저우 차이나 모바일 회장이 4일(현지시간) 밝힘

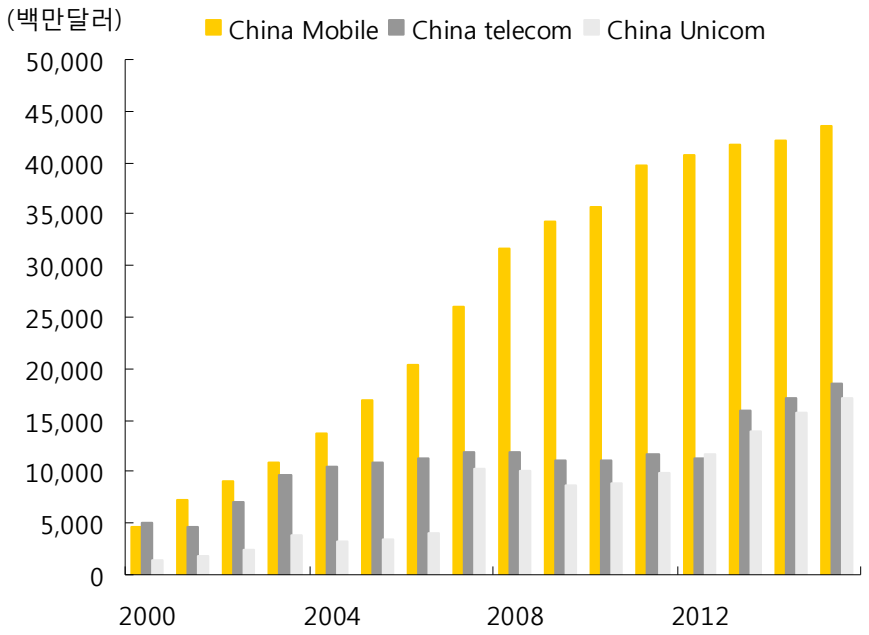
자료: 각 언론, KB투자증권

애플의 차이나 모바일 진입은 언제?

- 2011년부터 애플의 차이나 모바일과의 거래 가능성은 꾸준히 재기되는 상황이나, 아직까지 뚜렷한 성과는 없는 것으로 파악
- 차이나 모바일은 전세계 제 1 사업자로서 타 통신사와 차별화되는 Benefit을 원하는 것으로 판단되나, 아직까지 애플은 그런 카드를 제시하지 못한 것으로 추정. 이제 기대할 수 있는 시점은 차이나 모바일의 TD-LTE 본격 서비스 이후가 될 것이며, 어떤 조건으로 계약하는지가 관건

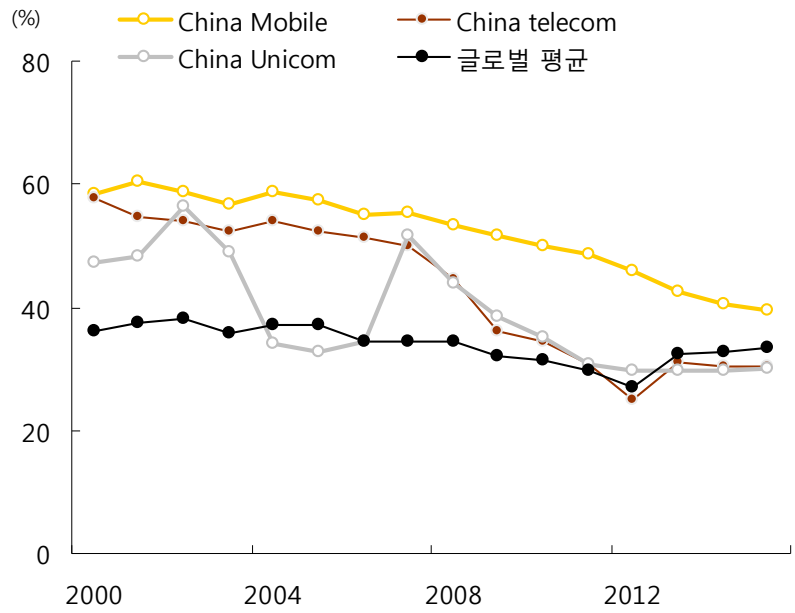
Ⅱ. 중국 통신 3사 이익 개선세 지속

중국 통신 3사 EBITDA 추이



자료: Bloomberg, KB투자증권

중국 통신 3사 EBITDA 마진 추이



자료: Bloomberg, KB투자증권
주: Global 평균 (Verizon, AT&T, SKT, KT, Vodafone, NTT Docomo)

중국 통신사들의 이익 개선세 지속

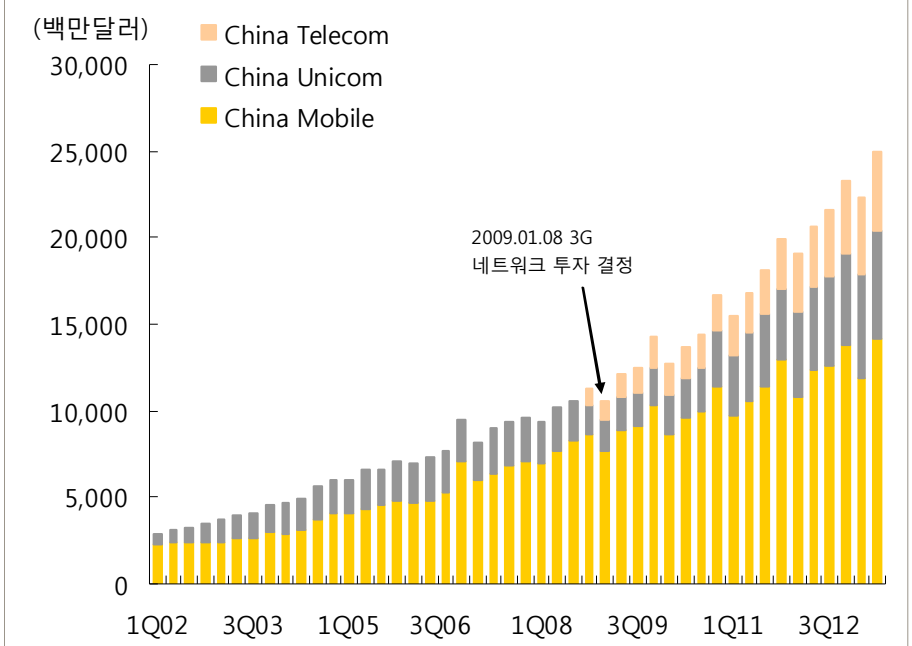
• 중국 모바일 가입자 수 증가로 통신사들의 EBITDA는 지속 증가 중

수익성은 지속 하락 중

• 가입자 수 증가로 마케팅비 증가, CAPEX 비용 증가로 인해 EBITDA 마진 하락 추세

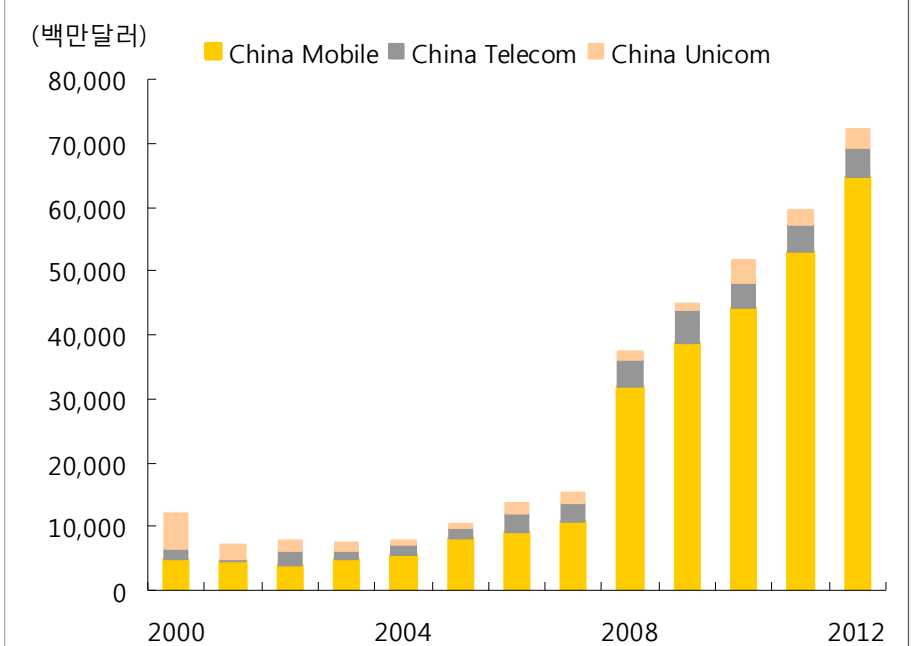
II. TD-LTE 투자를 위한 현금 재원 충분

중국 통신 3사 OPEX 추이



자료: Bloomberg, KB투자증권

중국 통신 3사 현금 및 현금성 자산 추이



자료: Bloomberg, KB투자증권

비용은 증가하지만...

- 2009년 3G 투자 이후 통신사들의 OPEX 비용은 지속 증가 추세

현금 잔고는 계속 쌓이고 있어

- 중국 모바일 시장의 급팽창으로 통신 3사의 현금 보유고는 지속 증가
- China Mobile의 경우 646억달러에 이르며, TD-LTE 투자를 위한 재원으로 활용 가능성 높아
- 2위, 3위 사업자는 합병을 통해 규모를 맞출 필요가 있을 것으로 판단

FDD 및 TDD LTE 비교

	FDD LTE	TDD LTE
정의	-주파수 분할 방식 LTE -데이터 송신과 수신을 위해 각기 다른 주파수 영역을 설정하여 사용 -Paired 방식	-시 분할 방식 LTE -하나의 주파수를 시간 단위로 나누어 송수신을 모두 처리 -Unpaired 방식
주요특징	-송수신이 대칭적으로 이루어지는 음성통화에 유리 -D/L: 70 Mbps -U/L: 35 Mbps	-비대칭적인 데이터 트래픽 처리에 유리 -D/L: 70 Mbps -U/L: 35 Mbps
장점	유휴 주파수가 필요 없고, 업링크/다운링크 비중의 동적 조절로 전파자원의 효율적 활용 가능	동시간 양방향 통신이 안정적으로 구현되며 단말기 신호를 일정하게 유지 가능
단점	업링크 비중이 적어지면서 개별 기지국의 커버리지가 좁아짐	다운링크/업링크 간 트래픽 불균형에 개입하기 어려움
통신사 채택 수	192개 사업자 개시	21개 사업자 개시 (+41개 사업자 서비스 준비 중)

자료: 전파자원개발센터 자원개발부, 정보통신정책연구, KB투자증권

FDD 방식과 TDD 방식의 기술적 차이는 크지 않아

- 주파수 분할 방식과 시분할 방식의 장단점은 분명히 존재하나, 소비자가 느끼는 성능에서의 차이점은 크지 않을 것으로 판단
- 차이나 모바일이 지향했던 중국 자체 방식의 3G인 TD-SCDMA가 전세계적으로 고립된 반면, TD-LTE 방식은 글로벌 표준으로 자리잡을 것

II. TD-LTE 방식의 글로벌 표준화는 진행 중

KB금융그룹

전세계 TD-LTE 통신사업자 추진 현황

2013년 7월 기준 18개 사업자 TD-LTE 서비스 개시

Country	Operator	TDD band	LTE mode
Australia	NBN Co.	40	TDD
Australia	Optus	40	TDD + FDD
Brazil	On Telecommunicacoes	38	TDD
Brazil	Sky Brasil Services	38	TDD
Hong Kong	China Mobile Hong Kong	40	TDD + FDD
India	Bharti Airtel	40	TDD
Japan	Softbank XGP/LTE TDD	41	TDD
Oman	Omantel	40	TDD + FDD
Poland	Aero2	38	TDD + FDD
Russia	Megafon / Moscow	38	TDD + FDD
Russia	MTS / Moscow	38	TDD + FDD
Saudi Arabia	Mobily	38	TDD
Saudi Arabia	STC	40	TDD + FDD
South Africa	Telkom Mobile (8ta)	40	TDD
Spain	COTA/Muricia 4G	38	TDD
Sri Lanka	Dialog Axiata	40	TDD + FDD
Sweden	2 Sweden	38	TDD + FDD
UK	UK Broadband	42, 43	TDD

추가 41개 사업자 TD-LTE 서비스 준비 or 계획 중

자료: GSA, KB투자증권

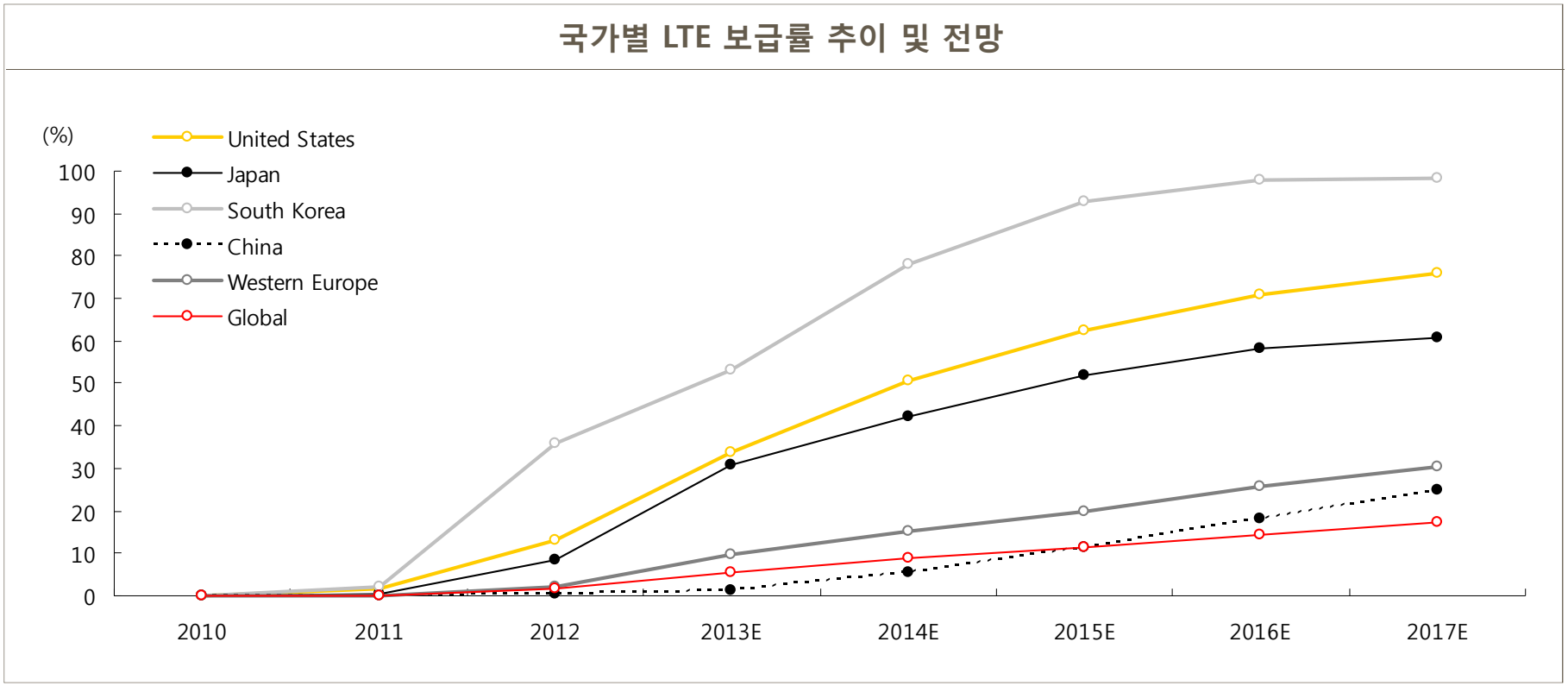
TD-LTE 방식을 추구하는 통신사업자 지속 증가 추세

- 각 국가별 주파수 재원 환경에 따라 FDD-LTE 외에 TD-LTE 방식을 따르는 통신사는 증가할 전망
- 최근 FDD, TDD 방식을 동시에 지원하는 Baseband가 개발되었기 때문에 글로벌 로밍에도 문제가 없을 것

Ⅱ. 중국으로 인한 글로벌 LTE 보급률 향상

KB금융그룹

국가별 LTE 보급률 추이 및 전망



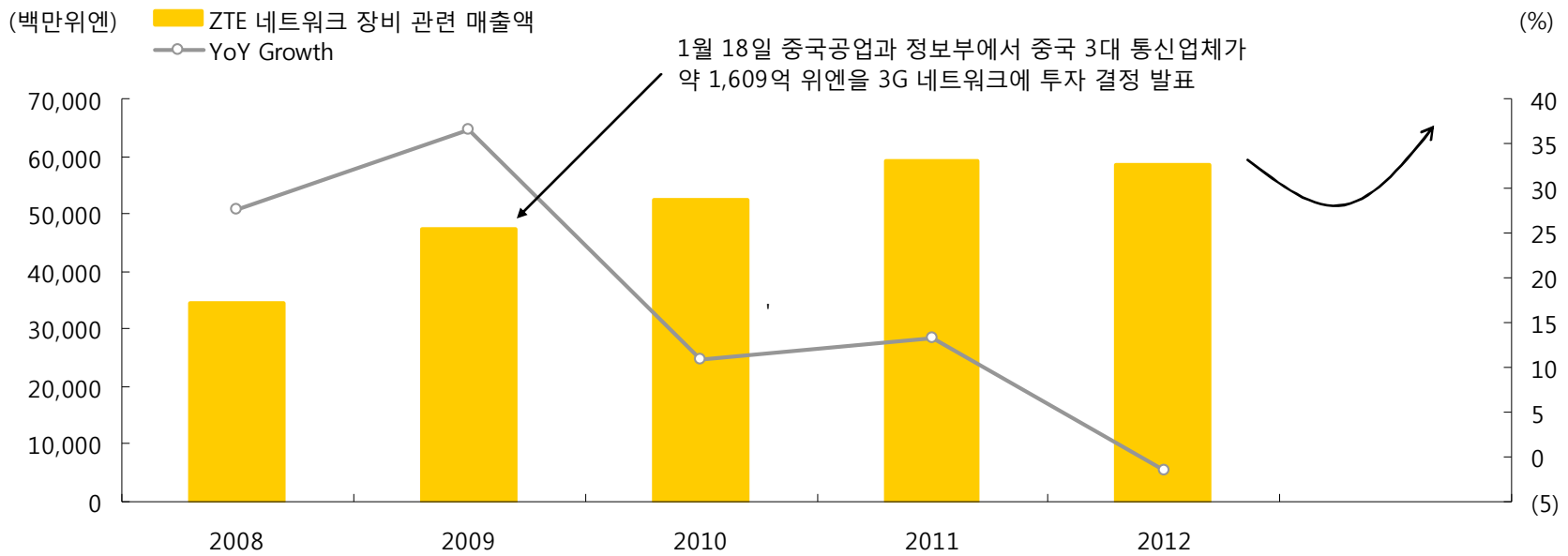
자료: Strategy Analytics, KB투자증권

중국의 2014년 LTE 투자를 기점으로 전세계 LTE 보급율 크게 증가할 전망

- 2013년까지 전세계 LTE 시장은 한, 미, 일에 집중되어 있는 상황
- 2014년 중국이 LTE 서비스를 시작할 경우 전세계 통신사 역시 빠르게 투자 속도를 올릴 수 있을 것
- 2017년에는 LTE 보급율이 35%를 상회할 전망. 표준간 간섭이 크게 감소할 경우 단말 간 호환성은 크게 증대될 수 있을 것

II. LTE 도입으로 통신장비 시장 수혜

ZTE 통신 장비 실적 추이



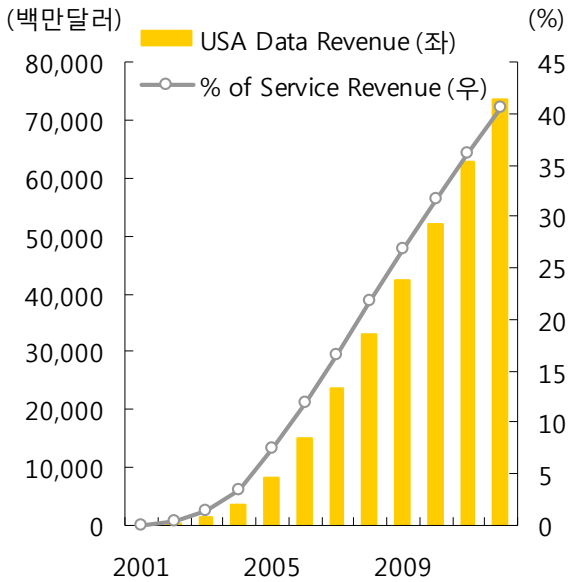
자료: Bloomberg, KB투자증권

중국 통신장비 시장 2014년부터 급성장 전망

- ZTE의 통신 장비 실적은 2009~2011년 3G 투자 시 성장을 거듭해 왔으나, LTE 투자 지연으로 실적 감소세 지속
- 2014년부터 중국 LTE 투자 진행될 경우 ZTE는 통신장비 부문을 기반으로 성장할 수 있을 것으로 판단
- 스마트폰 사업을 동시에 영위하는 ZTE의 경우 통신장비의 캐쉬카우 역할이 매우 중요할 것

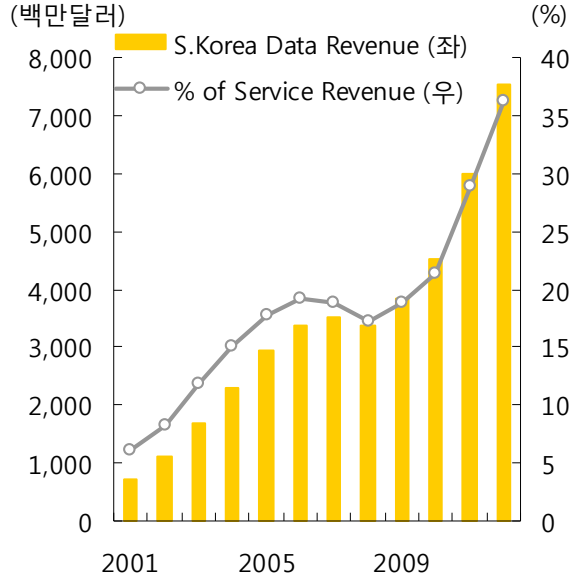
Ⅱ. 선진사례 통해 본 데이터 매출 증가 추세

미국 Data Revenue 및 비중 추이



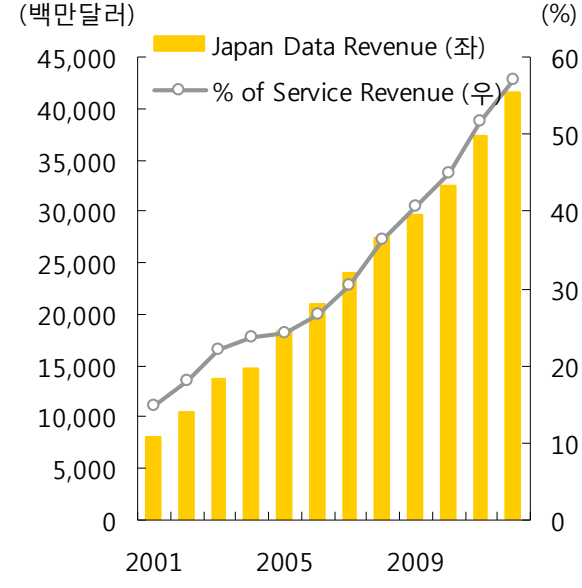
자료: Strategy Analytics, KB투자증권

한국 Data Revenue 및 비중 추이



자료: Strategy Analytics, KB투자증권

일본 Data Revenue 및 비중 추이



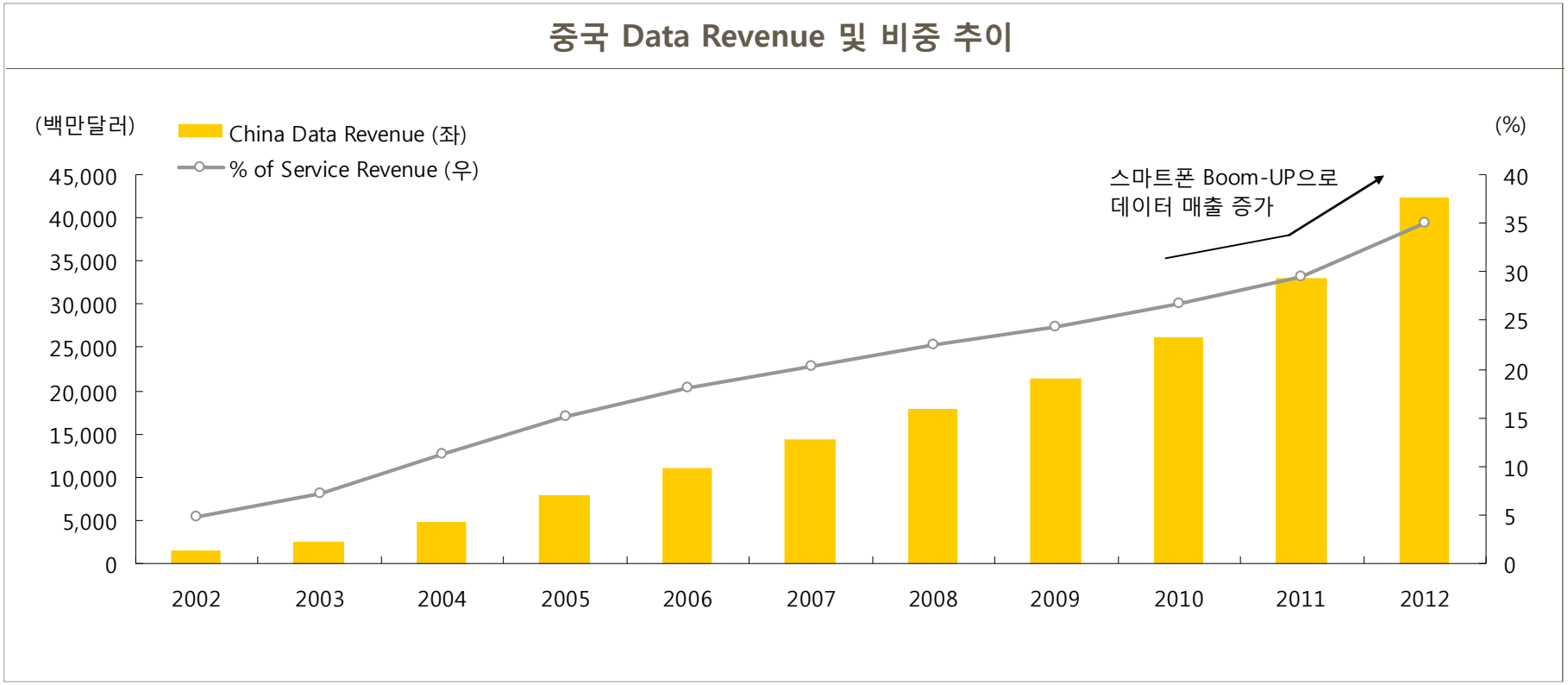
자료: Strategy Analytics, KB투자증권

스마트폰 시장 확대에 힘입어 주요 선진국 데이터 매출 증가 추세

- 2000년대 초반 3G 투자 이후 완만한 증가세를 보여주던 데이터 매출액은 2010년부터 스마트폰 시장 확대에 힘입어 급격히 성장 추세
- 전체 매출액 중 데이터 매출액 비중은 미국 40% 이상, 한국 35% 이상, 일본 55% 이상으로 LTE 시장 확대와 맞물려 더욱 증가할 것으로 전망

Ⅱ. 중국 내 데이터 매출액 급성장 지속

중국 Data Revenue 및 비중 추이



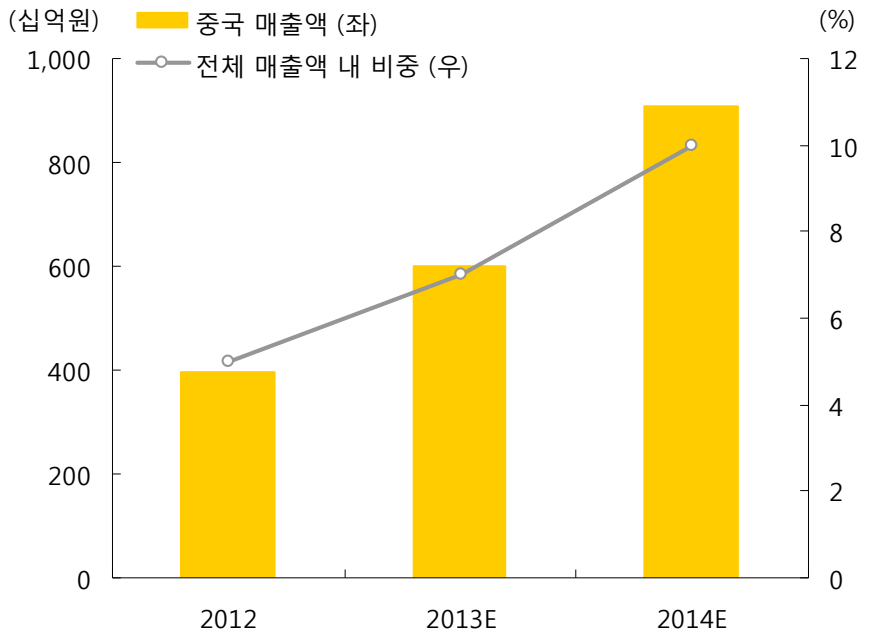
자료: Strategy Analytics, KB투자증권

중국 스마트폰 시장 폭발과 함께 LTE 서비스 도입으로 데이터 매출액 비중 증가 기대

- 중국의 데이터 매출액 역시 2012년을 기점으로 급격한 성장 추세
- 2012년 35% 수준으로 한국과 유사하며, LTE 서비스를 시작하는 2014년부터는 성장 속도가 더 가파를 수 있을 것
- 모바일 게임, 쇼핑, 소액 결제 등 한국, 일본에서 흥행했던 서비스들이 유사하게 흥행할 것으로 기대

II. 삼성전기 (009150) BUY TP 105,000원

삼성전기 중국 매출액



자료: 삼성전기, KB투자증권

해외 생산 설비 현황

해외 공장	품목	생산 비중
중국 쿤산	HDI	50%
중국 천진	MLCC	45%
중국 빈해	MLCC	
중국 고신	카메라 모듈	100%
필리핀	MLCC	35%
베트남	HDI, 카메라 모듈 등	미정

투자계획
- 타이응웬성 옌빈공단에 생산법인 설립
- 2014년까지 약 7.5억 달러 투자 예정
- 삼성전자 베트남 제2공장 및 중국 시장 대응 목적

자료: 삼성전기, KB투자증권

중국은 신성장 동력원 중 하나

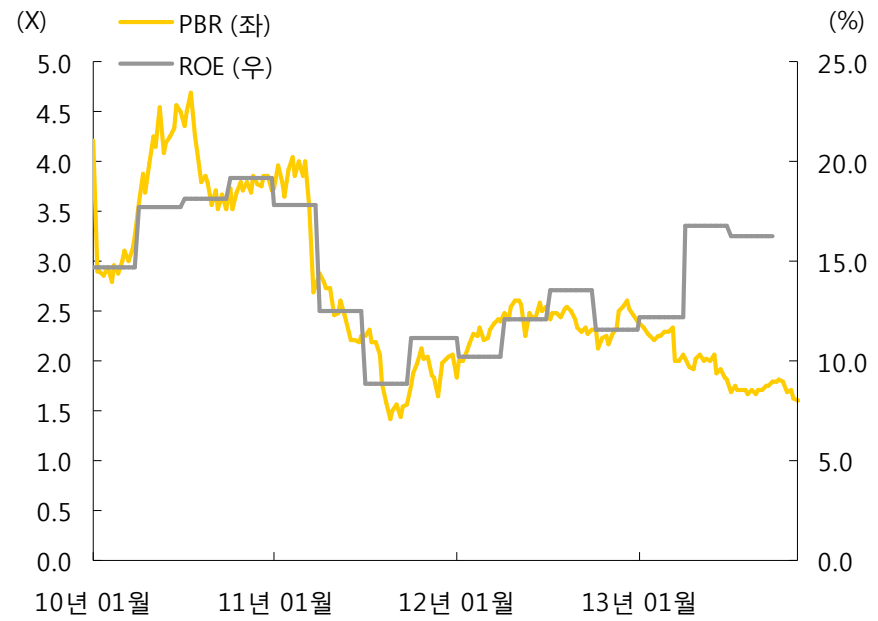
- 중국향 매출 비중은 2013년 7% 수준에서 2014년 10%로 증가할 전망
- MLCC, 카메라 모듈을 중심으로 중국 OEM 내 고가 스마트폰 부품에 대한 니즈가 증가하면서 성장 속도는 가속화될 전망

중국 시장 대응 위한 생산법인 추가 중

- 원가 경쟁력 향상을 위해 해외 생산법인에 대한 투자는 지속 진행 중
- MLCC 신규 캐파 투자도 중국 지역에 진행하였고, 2014년 완공될 베트남 법인은 삼성전자 외 중국 OEM 대응을 위한 장기적 포석

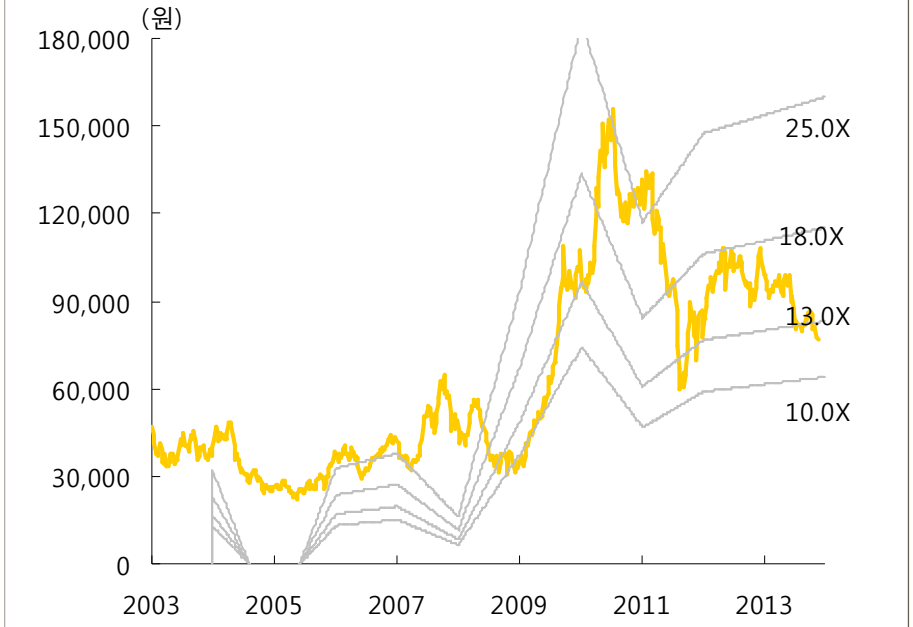
II. 삼성전기 (009150) BUY TP 105,000원

PBR-ROE 추이



자료: FnGuide, KB투자증권

PER 밴드 차트



자료: FnGuide, KB투자증권

밸류에이션 디스카운트 과도한 수준

- 높은 PBR-ROE 상관관계를 보이던 삼성전기 밸류에이션은 2013년 들어 괴리가 높아지고 있는 상황
- 삼성전자 스마트폰 성장 둔화 우려가 발목을 잡고 있지만, 밸류에이션 메리트는 높아질 전망

PER 기준으로도 역사적 저점 수준

- 2014년 실적에 대한 우려로 PER 기준 밸류에이션도 역사적 하단 수준
- 평균적으로 15X 이상에서 거래되었으나, 현재 12X 수준에 그쳐
- 밸류에이션 할인폭 20% 이상 반영 중

II. 삼성전기 (009150) BUY TP 105,000원

(단위:십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013E	2014E
매출액	2,043.7	2,384.6	2,118.2	2,000.5	2,099.7	2,358.6	2,417.6	2,198.7	7,913	8,547	9,075
LCR	477.6	500.3	498.5	493.6	486.3	504.6	537.1	491.1	1,806	1,970	2,019
ACI	459.0	482.6	482.8	478.6	471.0	498.5	508.3	477.4	2,002	1,903	1,955
CDS	429.6	457.3	424.5	435.3	444.0	460.2	457.3	453.1	1,656	1,747	1,815
OMS	591.2	923.1	681.9	563.0	668.4	865.2	885.0	747.1	2,068	2,759	3,166
영업이익	113.1	222.4	164.3	135.4	148.5	180.0	197.0	153.8	580.5	635.2	679.2
LCR	37.9	52.8	44.0	41.2	42.0	48.9	58.2	46.8	155.6	175.9	195.8
ACI	42.7	69.7	61.0	53.8	59.6	65.7	68.1	56.7	231.6	227.2	250.1
CDS	5.5	16.3	12.1	11.7	9.5	10.7	10.7	10.1	51.2	45.5	40.9
OMS	22.8	81.6	42.7	27.0	35.8	52.9	58.0	38.4	115.0	174.1	185.1
영업이익률	5.5	9.3	7.8	6.8	7.1	7.6	8.1	7.0	7.3	7.4	7.5
LCR	7.9	10.6	8.8	8.3	8.6	9.7	10.8	9.5	8.6	8.9	9.7
ACI	9.3	14.4	12.6	11.2	12.7	13.2	13.4	11.9	11.6	11.9	12.8
CDS	1.3	3.6	2.8	2.7	2.1	2.3	2.3	2.2	3.1	2.6	2.3
OMS	3.8	8.8	6.3	4.8	5.4	6.1	6.5	5.1	5.6	6.3	5.8

자료: 삼성전기, KB투자증권

Part 3. 중국 모바일 게임

투자의견 요약

KB금융그룹

업종 투자의견 : 인터넷게임 (Overweight), 미디어 (Neutral)

유망 종목 : 위메이드, 제일기획

- **중국 스마트폰/LTE 보급 확대로 모바일게임 해외 모멘텀 발생 주목**
  - 중국 3G/LTE 가입자 비중은 2013년 33%에서 2017년 81%로 확대 예상. 한국 대비 30~50% 수준의 네트워크 속도는 점증적 개선 전망
  - 구글플레이 부재로 인한 앱마켓 파편화 문제가 Tencent-Baidu-Alibaba-360 4강 체제로 축소. 모바일 결제시장은 이미 급성장 중
  - 중국 모바일게임 시장은 2013년 1.6조원으로 이미 한국 추월. 중국 스마트폰/네트워크 기반 게임 비중 확대는 국내 개발사 기회 요인

- **위메이드 (112040) TP 55,000원, BUY, 중국에서의 성공을 위한 필요조건 충족**
  - 2014년 텐센트 위챗을 통한 자체 개발 모바일 MORPG 출시를 시작으로 중국 로열티 매출액 2014년 87억원에서 2016년 413억원 예상
  - 최근 윈드러너 수익 의존도 심화로 기업가치 하락이 나타났으나, 중국-위챗과 더불어 글로벌 모바일플랫폼 대응에 따른 모멘텀 주목

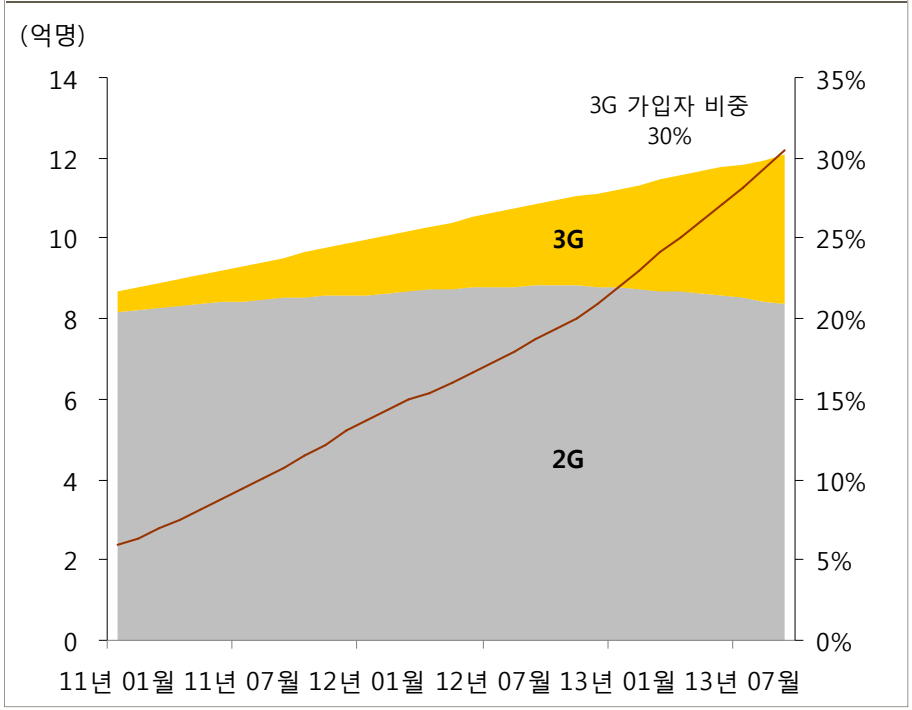
- **중국 광고시장 확대와 제일기획 성장 기회 요인 점검**
  - 중국 광고시장이 세계 2위 규모로 성장하면서 한국 대비 8배 이상으로 급성장 중. 중국 인터넷광고는 2015년까지 연평균 +32% 성장
  - 중국 GDP 대비 광고시장은 0.89% 수준으로 1%까지 상승 여력 존재. 광고시장 내 인터넷광고 비중은 17%로 한국 20% 대비 낮음
  - 본격적인 LTE 보급 확산 및 스마트폰 시장 경쟁으로 이동통신사업자와 삼성전자의 현지 마케팅 활동 강화 전망

- **제일기획(030000) TP: 31,000원 BUY, 중국 실적 비중 확대 주목**
  - 제일기획 주가 re-rating 요인이 M&A를 통한 외형성장에서 중국을 비롯한 이머징마켓에서의 점유율 확대에 초점이 맞추어질 전망
  - Cheil Greater China를 중심으로 북미/유럽 대비 중국 내 영업수익 및 영업총이익 성장성이 확대 중이며, 향후 현 추세가 지속될 전망

III. 중국 3G/LTE 가입자 증가 가속화

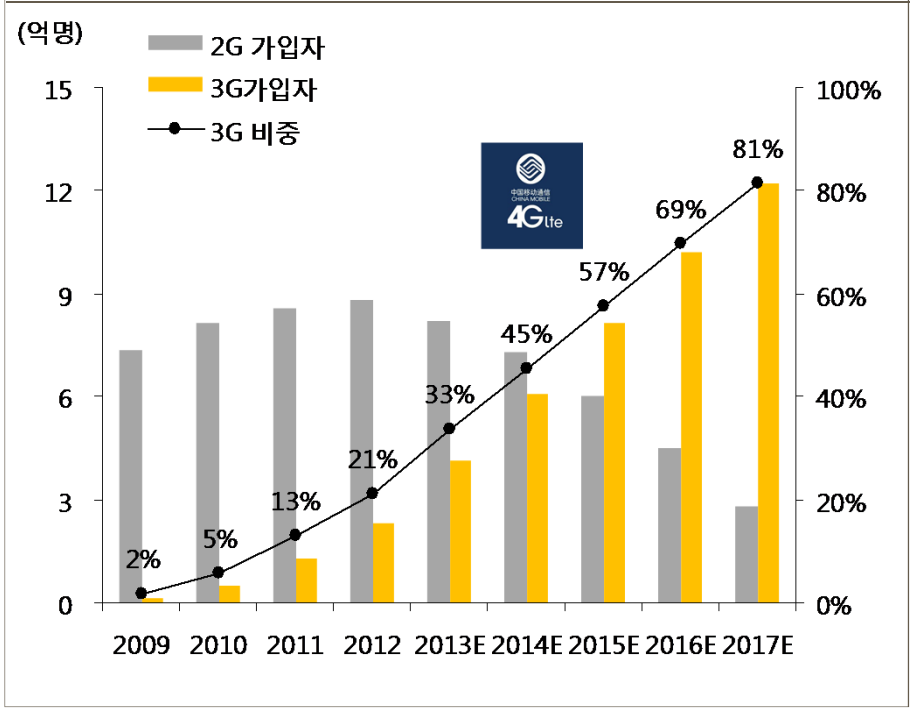
KB금융그룹

중국 월별 3G 이동통신가입자 증가 추이



자료: 공업정보화부, KB투자증권

2017년 3G/LTE가입자 비중 81% 전망



자료: KB투자증권

중국 3G 가입자 가파른 성장 중

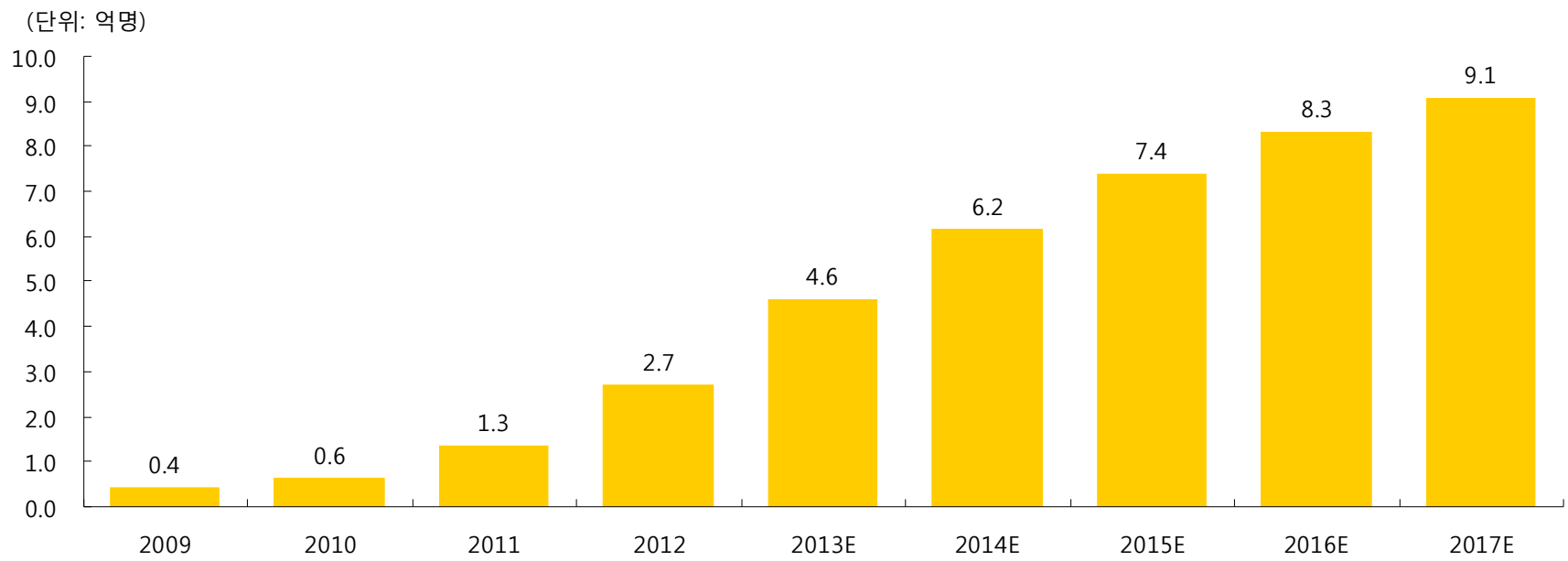
- 2013년 9월 중국 이동통신가입자 12.1억명 중 3G 가입자는 3.7억명
- 월간 3G 가입자 수는 전년 동월 대비 80% 이상 증가 중
- 과거 중국 1위 통신사업자인 차이나모바일의 3G 대응력 부족

2017년 3G/LTE가입자 비중 81% 전망

- 차이나모바일 TD-LTE 투자 본격화로 3G/LTE 가입자 비중 확대 기반 마련
- 3G/LTE 가입자 비중은 2013년 33%에서 2017년 81%로 확대 전망
- 모바일게임을 위한 네트워크 환경의 점진적 개선

Ⅲ. 중국 스마트폰 보급 확대는 국내 개발사의 기회 요인

연간 누적 중국 스마트폰 가입자 전망



자료:KB투자증권

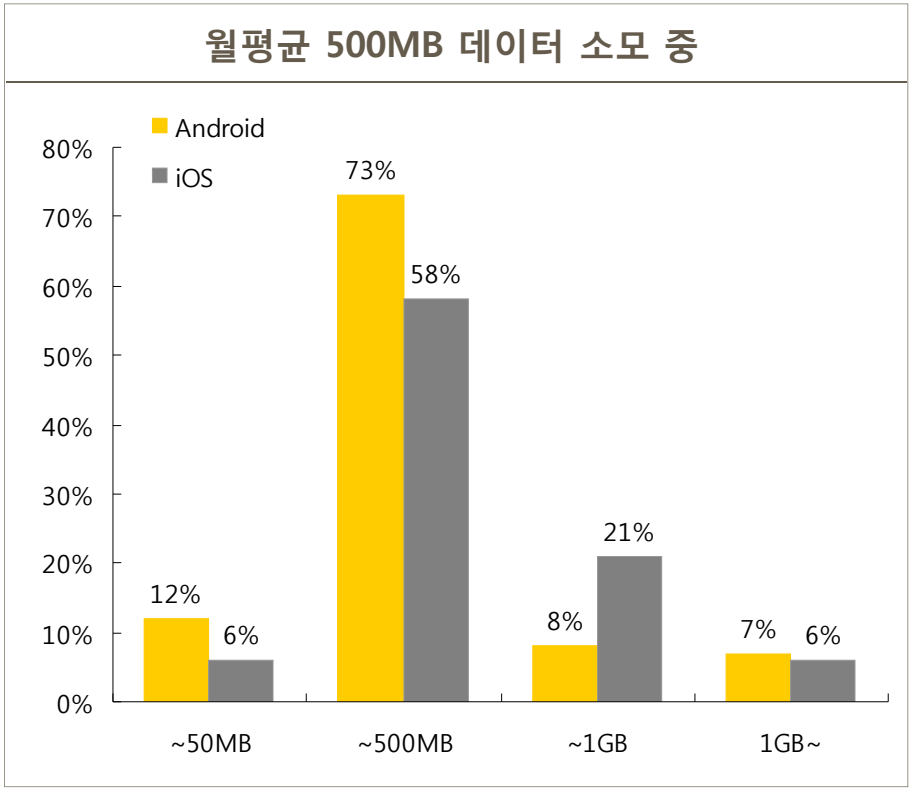
중국 스마트폰 보급 확대는 국내 개발사 가회 요인

- 2013년 중국 스마트폰 가입자 수는 4.6억명 (+69.4% YoY) 예상. 2017년까지 연평균 18.6% 증가하면서 스마트폰 가입수 9.1억명 도달 전망
- 이는 전체 이동통신가입자 대비 60% 수준. 참고로 한국은 2013년 9월말 기준 전체 이동통신가입자의 68%가 스마트폰 사용 중
- LTE 보급 확대 및 네트워크 속도 개선은 모바일게임 구동환경 향상으로 연결되면서 국내 개발사의 대중국 모멘텀 발생 요인

Ⅲ. 아직은 열악한 통신 환경, 그러나 걱정할 것 없다

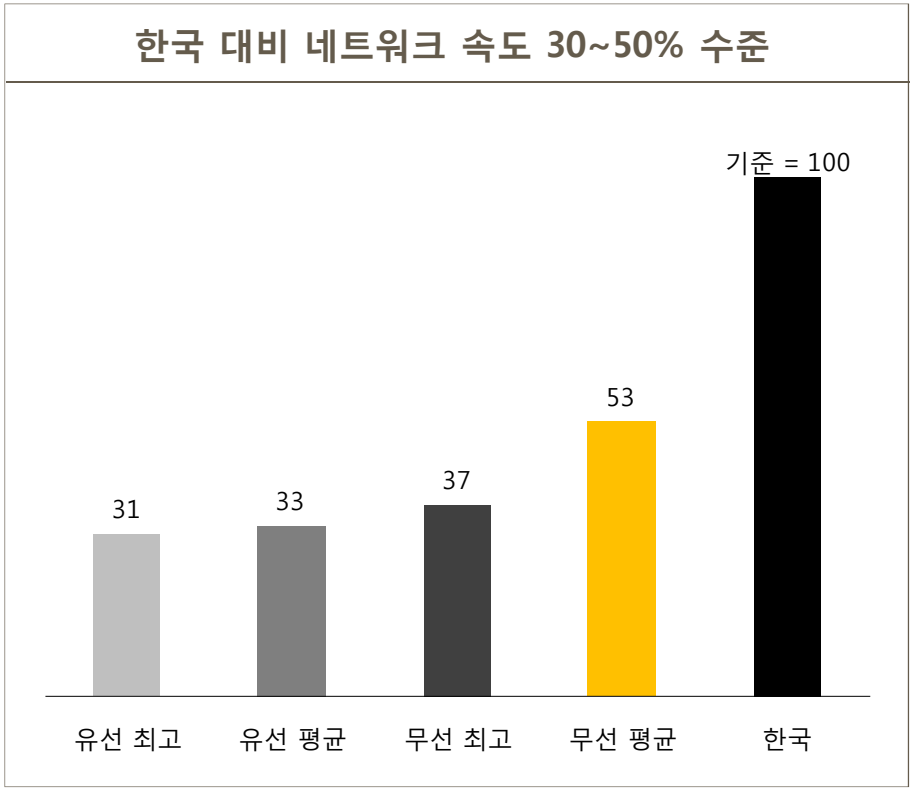
KB금융그룹

월평균 500MB 데이터 소모 중



자료: neowingames

한국 대비 네트워크 속도 30~50% 수준



자료: Akamai, neowingames

월평균 500MB 사용자가 대수

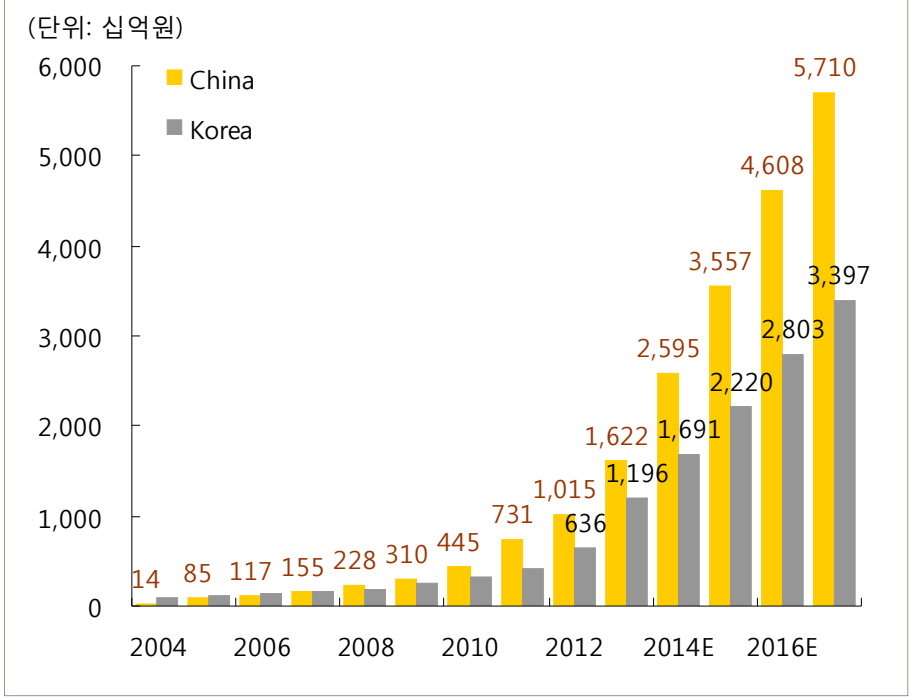
- 중국 OS별 모바일 인터넷 월평균 데이터 사용량은 500MB 수준
- 한국 1인당 데이터 사용량은 1.19GB (일본 1.37GB, 전세계 1위)
- 중국 내 다수의 모바일게임 사용자는 W2P 방식을 통해 게임 다운로드

한국 대비 네트워크 속도 30~50% 수준

- 한국 대비 유선인터넷 속도는 33%, 무선 인터넷은 53% 수준
- 현재 데이터 사용량이 많고 빠른 패킷 전송속도가 요구되는 국내 모바일 게임이 중국시장에서 원활히 구동되기 어려움
- 단기적으로 인터넷 인프라 격차는 현지화 작업을 통해 극복 가능

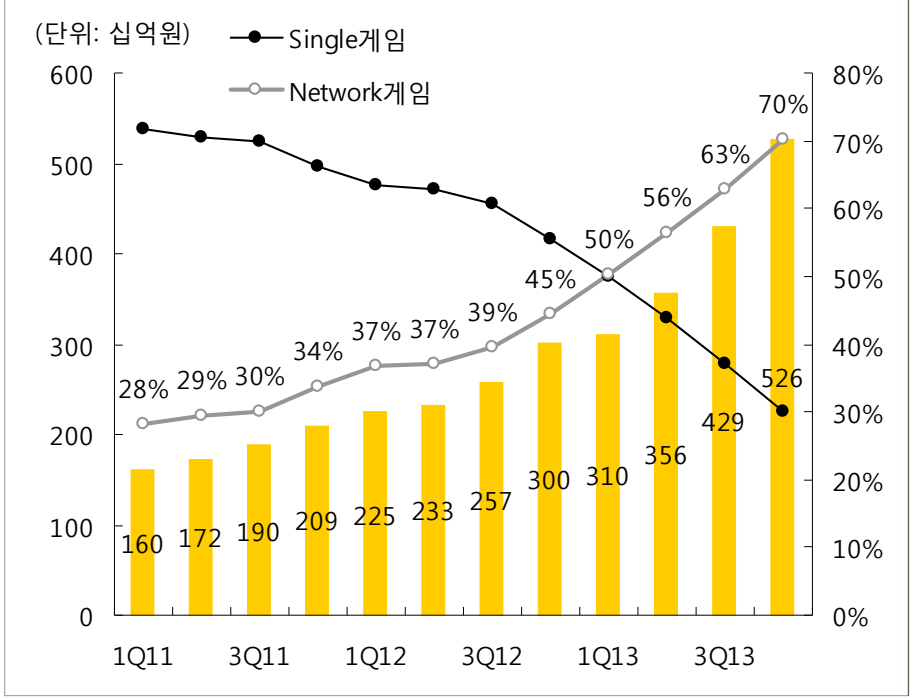
Ⅲ. 한국시장을 추월한 중국 모바일게임

중국과 한국 모바일게임 시장규모



자료: GPC, IDC, CNG, iResearch, KB투자증권 추정

중국 싱글 vs. 네트워크 모바일게임 분기 비중



자료: iResearch, KB투자증권

한국시장을 추월한 중국 모바일게임시장

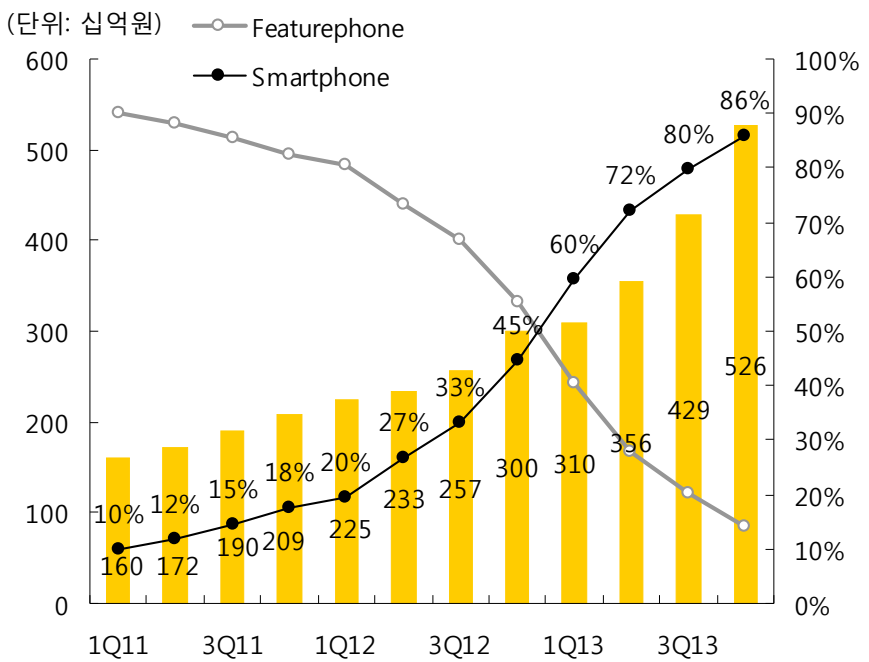
- 2013년 중국 모바일게임 시장규모는 1.6조원 (+60% YoY), 한국 대비 1.4배
- 중국 모바일게임 사용자 수는 2012년 0.9억명에서 2013년 1.4억명 증가
- 상대적으로 열악한 인프라 환경 속에서도 모바일게임시장은 2008년 한국을 추월. 2017년 시장규모는 5.7조원 (CAGR 13~17 37%) 예상

네트워그크모바일게임 비중 확대 중사점

- 3Q13 기준 모바일게임 내 네트워크게임 비중은 63%로 급속도로 확대 중
- 싱글게임의 단기 수명과 수익창출 한계로 인해 현지 개발사의 네트워크 게임 출시 비중 확대

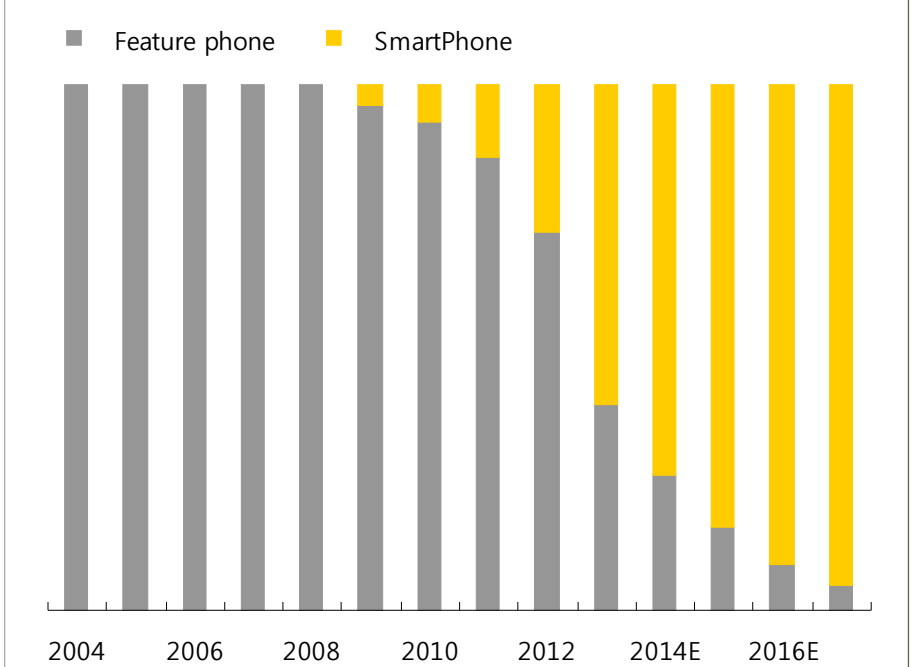
Ⅲ. 이미 스마트폰 중심으로 모바일게임시장 재편

분기별 중국 피쳐폰 및 스마트폰게임 비중



자료: iResearch

중국 모바일게임 내 스마트폰 비중 확대



자료: iResearch, KB투자증권

2013년부터 스마트폰 게임 비중 피쳐폰 추월

- 3Q13 기준 스마트폰 게임 비중은 80%
- 3Q13 피쳐폰게임은 전년 동기 대비 절반 수준으로 급감

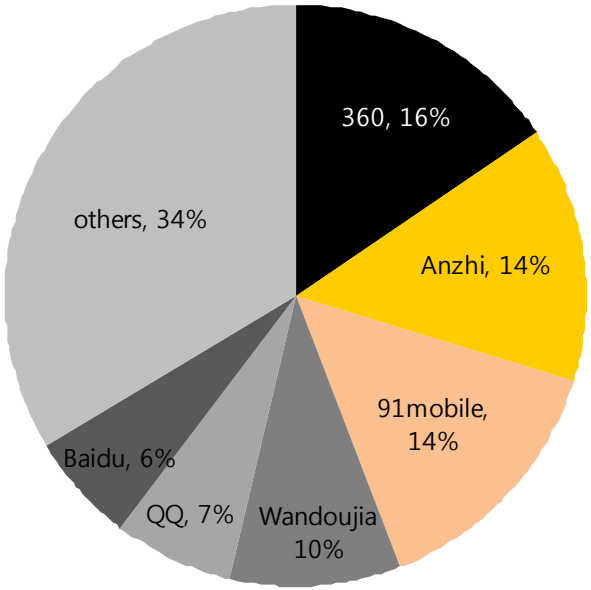
스마트폰 게임으로 재편될 전망

- 2013년 연말 기준 중국 스마트폰 게임시장 비중은 61%
- 2017년 중국 스마트폰 게임시장 비중은 95% 전망
- 모바일게임시장 내 한국과 동일한 패턴이 나타나고 있음

III. 중국 앱마켓 파편화 문제 소멸 중

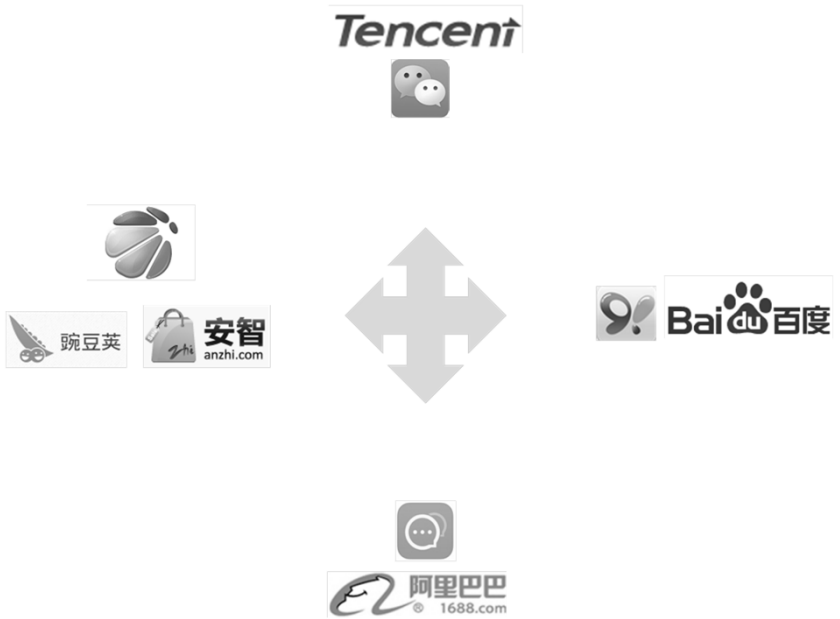
KB금융그룹

중국 3rd Party 앱마켓 점유율 현황



자료: Neowingames, KB투자증권

중국 앱마켓 4강 체제로 축소 전망



자료: KB투자증권

중국 앱마켓 파편화 문제 소멸 중

- GooglePlay 부재로 200여개 이상의 안드로이드 기반 앱마켓이 난립
- 불법 다운로드에 대한 정부 규제 강화로 10여개 대형 앱마켓으로 시장 재편
- 현재 제3자 앱마켓에서 치후 360이 M/S 16%를 차지하며 1위 사업자
- Baidu가 91mobile을 2조원에 인수하면서 M/S가 20%로 상승

위챗의 우위가 예상되는 가운데 알리바바 부상 전망

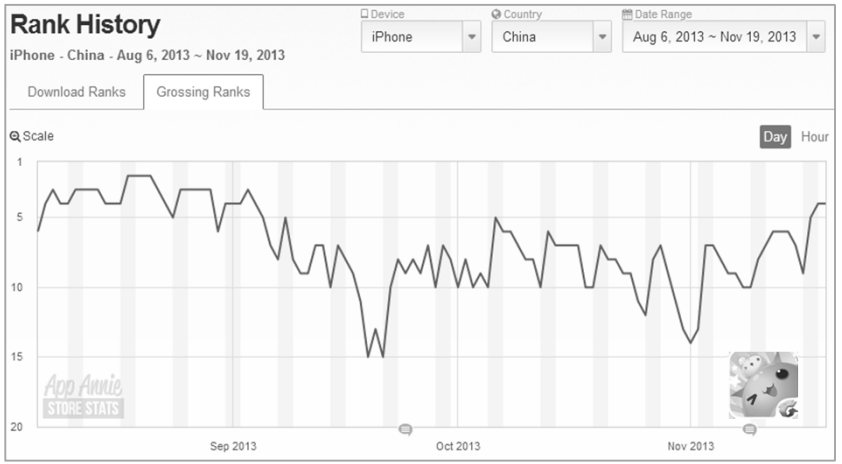
- 텐센트가 모바일메신저 위챗을 기반으로 새로운 강자로 부상 중
- 중국 최대 이커머스 업체 알리바바가 중국 내 강력한 결제시스템을 기반으로 모바일메신저 라이왕 출시. 텐센트 위챗과의 경쟁 선포
- 중국 앱마켓은 기존 3자 마켓과 더불어 검색기반의 바이두 진영과 MIM 기반 텐센트, 그리고 결제시스템 기반의 알리바바 4강 체제 구축 중

III. Tencent WeChat 게임 매출액 순위 현황

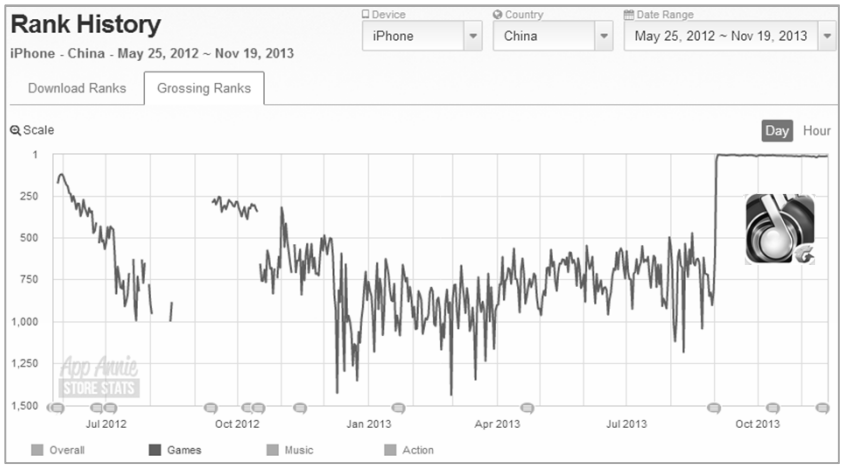
KB금융그룹

텐텐 쿠파오 (天天酷跑)

텐텐 아이 샤오추 (天天爱消除)



지에조우 따스 (节奏大师)



자료: AppAnnie, Apple AppStore 기준

天天酷跑 (텐텐쿠파오): Rank 1
국내 윈드러너와 유사한 장르

天天爱消除 (텐텐아이샤오추) : Rank 3
국내 애니팡과 유사한 장르

节奏大师 (지에조우 따스): Rank 11
국내 탭소닉과 유사한 장르

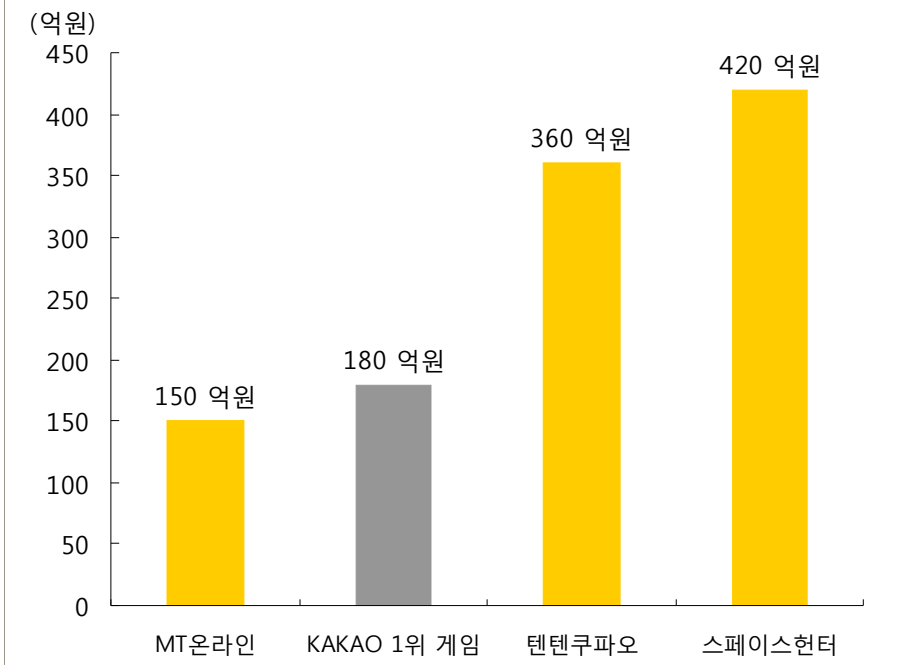
节奏大师의 경우 2013년 8월 WeChat Game Center 런칭 이후 매출액 순위 급등하면서 플랫폼 영향력 발휘

KB투자증권

Ⅲ. 중국 흥행게임 성적도 한국을 추월

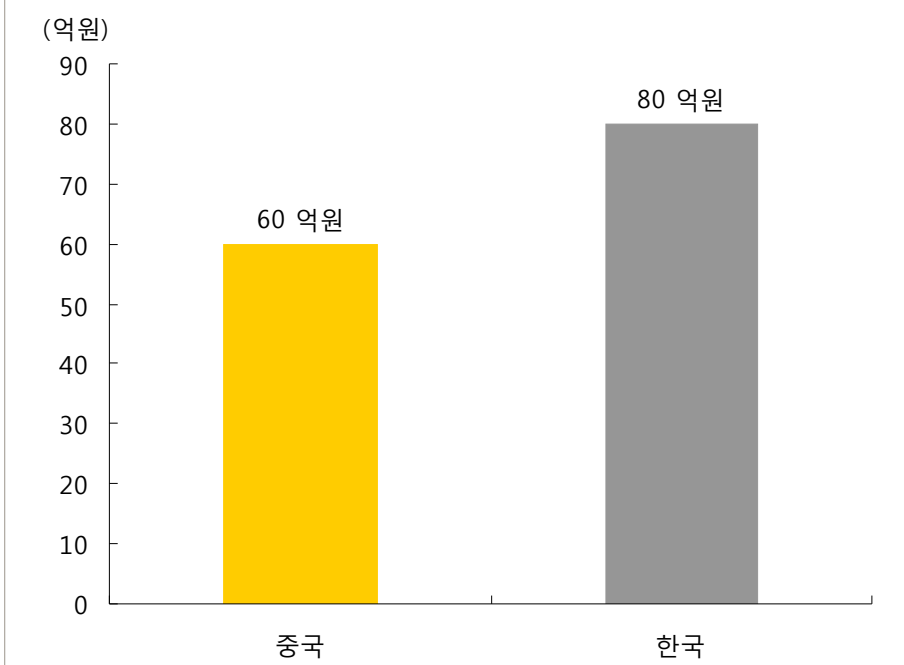
KB금융그룹

주요 모바일게임 월간 매출액 비교



자료: KB투자증권

히트작 월평균 매출액 비교



자료: KB투자증권

중국 흥행 모바일게임 매출액은 한국 추월

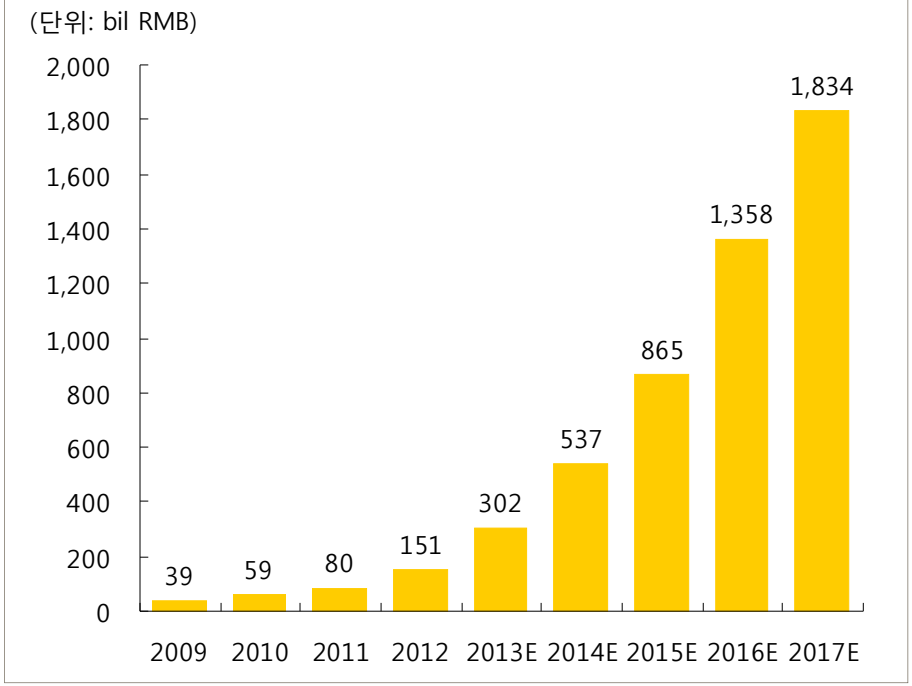
- MT온라인은 iOS 매출액 3,000만 위안 + Android 출시 당월 5,000만 위안
- 카카오 1위 게임은 일평균 6억원을 한달로 환산
- 텐센트의 텐텐쿠파오는 13년 8월 일매출액 700만 위안을 한달로 환산
- 스페이스헌터는 10월 일평균 매출액 800만 위안을 한달로 환산

중국 모바일게임 흥행강도는 한국과 유사

- 한국 히트작 월평균 매출액은 카카오 1~5위 게임 평균 수치로 추정
- 히트작 평균 매출액 규모면에서 중국과 한국의 차이는 없음

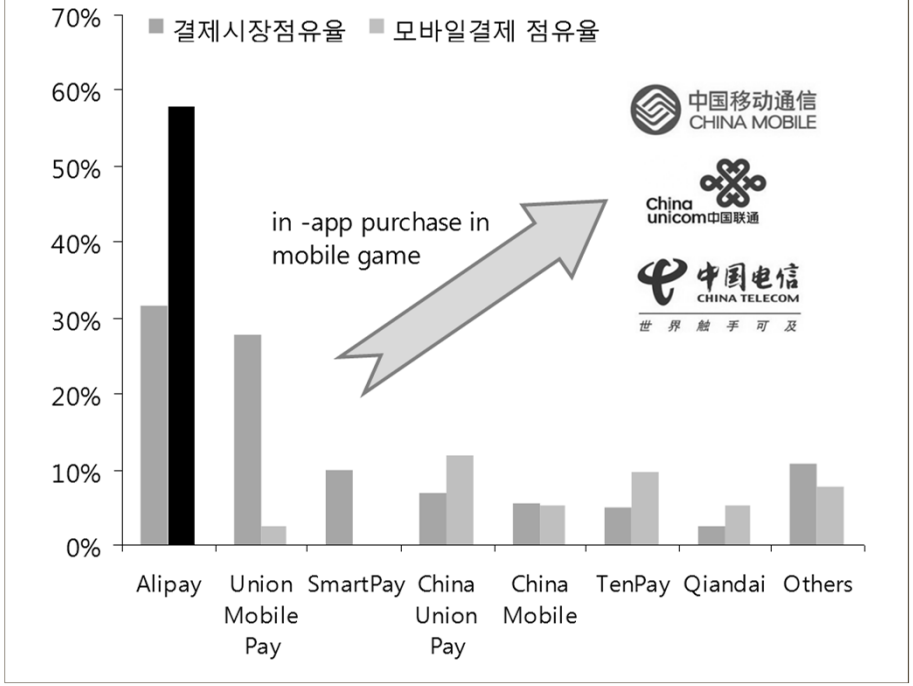
III. 모바일결제? 더 이상 문제될 것 없다

중국 모바일 결제금액 규모



자료: Enfodisk

Alipay와 Touch Pay



자료: KB투자증권, iResearch

Alipay를 중심으로 모바일 결제시장 급성 장

- 모바일게임 내 부문유료화 적용으로 원활한 결제시스템 구축 여부에 관심
- 알리바바 결제시스템인 Alipay 사용자 수는 4억명에 육박

중국 이동통신사 결제시스템 통합

- 차이나모바일과 차이나유니콤이 통합 결제시스템 'Touch Pay" 출시
- 이동통신사의 결제시스템 통합으로 모바일 유료화 환경 더욱 개선

III. 중국 모바일게임 시장 전망 요약

KB금융그룹

	(단위: 십억원)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
중 국	**온라인게임**	**584**	**842**	**1,347**	**2,395**	**3,645**	**4,526**	**5,684**	**7,508**	**9,992**	**12,079**	**14,050**	**15,935**	**17,991**	**19,790**
	(%yoy)	*66.5%*	*44.1%*	*60.0%*	*77.7%*	*52.2%*	*24.2%*	*25.6%*	*32.1%*	*33.1%*	*20.9%*	*16.3%*	*13.4%*	*12.9%*	*10.0%*
	Client game					3,524	4,237	5,151	6,678	8,559	10,271	11,889	13,465	15,168	16,685
	(%yoy)					*48.3%*	*20.2%*	*21.6%*	*29.6%*	*28.2%*	*20.0%*	*15.7%*	*13.3%*	*12.6%*	*10.0%*
	Webgame					122	289	533	830	1,433	1,808	2,161	2,470	2,822	3,105
	(%yoy)					*539.4%*	*137.7%*	*84.4%*	*55.8%*	*72.6%*	*26.2%*	*19.5%*	*14.3%*	*14.3%*	*10.0%*
	모바일게임	**14**	**85**	**117**	**155**	**228**	**310**	**445**	**731**	**1,015**	**1,622**	**2,595**	**3,557**	**4,608**	**5,710**
	(%YoY)		*512.5%*	*36.7%*	*32.8%*	*47.2%*	*35.9%*	*43.8%*	*64.1%*	*38.9%*	*59.8%*	*60.0%*	*37.1%*	*29.6%*	*23.9%*
	Feature phone	14	85	117	155	228	298	414	631	732	632	663	556	406	269
	(%yoy)		*512.5%*	*36.7%*	*32.8%*	*47.2%*	*30.5%*	*39.2%*	*52.4%*	*16.0%*	*-13.7%*	*4.9%*	*-16.1%*	*-26.9%*	*-33.8%*
	SmartPhone						12	31	100	283	990	1,932	3,000	4,201	5,441
	(%yoy)							*157.1%*	*218.3%*	*184.0%*	*249.8%*	*95.1%*	*55.3%*	*40.0%*	*29.5%*
	Single								507	611	627	637	684	721	746
	(%yoy)									*20.4%*	*2.6%*	*1.6%*	*7.3%*	*5.5%*	*3.4%*
	Network								223	404	995	1,957	2,873	3,887	4,964
	(%yoy)									*80.9%*	*146.2%*	*96.8%*	*46.8%*	*35.3%*	*27.7%*
	이동통신가입자 수 (백만명)			461	547	641	747	859	986	1,112	1,237	1,335	1,416	1,472	1,502
	2G			461	547	641	734	812	858	879	823	728	602	450	278
	3G/LTE						13	47	128	233	414	607	814	1,023	1,223
	스마트폰가입자 수 (백만명)						42	61	134	270	458	616	739	832	906
	모바일게임 사용자 수						21	30	51	89	143	203	266	331	393
한 국	**온라인게임**	**1,019**	**1,440**	**1,777**	**2,240**	**2,692**	**3,709**	**4,767**	**6,236**	**7,876**	**8,131**	**8,961**	**9,698**	**10,203**	**10,530**
	(%yoy)	*35.1%*	*41.3%*	*23.4%*	*26.1%*	*20.2%*	*37.8%*	*28.5%*	*30.8%*	*26.3%*	*3.2%*	*10.2%*	*8.2%*	*5.2%*	*3.2%*
	모바일게임	**97**	**116**	**143**	**151**	**183**	**261**	**317**	**424**	**636**	**1,196**	**1,691**	**2,220**	**2,803**	**3,397**
	(%yoy)		*19.9%*	*23.3%*	*5.4%*	*21.1%*	*42.5%*	*21.4%*	*33.8%*	*50.0%*	*88.1%*	*41.4%*	*31.3%*	*26.3%*	*21.2%*

자료: KB투자증권, AppAnnie

중국에서의 성공을 위한 필요조건 충족

Valuation table

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (X)	PBR (X)	ROE (%)	EV / EBITDA (X)
2012	120	(2)	6	(4)	(255)	N/A	4.4	(2.9)	110.6
2013E	236	19	30	5	310	118.3	3.3	6.0	18.2
2014E	291	45	59	24	1,453	25.3	2.9	12.7	9.4
2015E	339	71	86	44	2,645	13.9	2.4	17.8	6.2
2016E	380	99	116	68	4,057	9.0	1.9	21.4	4.2

자료: KB투자증권

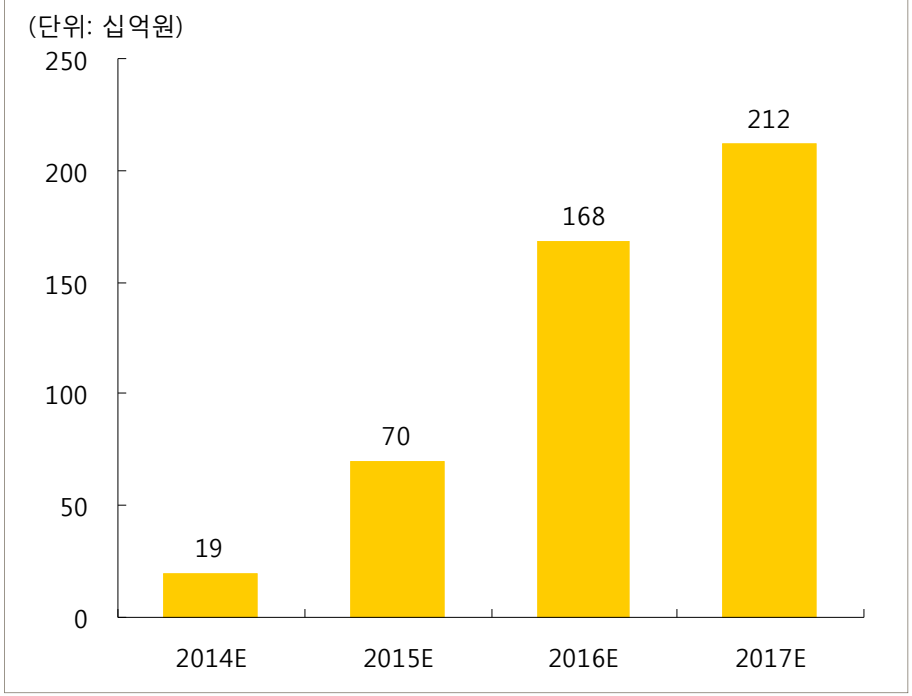
Investment Point

- 윈드러너 매출액 의존도 심화와 신작게임 대응 속도 및 흥행 부진으로 주가 급락. 연초 이후 모바일게임을 통한 기업가치 상승분이 모두 소멸됨
- 페이스북을 통한 북미-유럽 윈드러너 런칭이 주가 반등 요인이나 현재 게임 프로모션 방법 및 런칭 시기가 확정되지 않은 상황
- 그러나 1,000명의 모바일게임 개발자를 기반으로 중국 내 다수의 레퍼런스폰 게임 탑재와 현지 사용자 피드백 처리, 중국 내 RPG 경험을 감안할 때, 위메이드는 중국 모바일게임 모멘텀 발생을 위한 필요조건이 충족된 것으로 판단됨
- '일본-라인', '중국-위챗', '북미/유럽-페이스북' 등 모바일게임 개발사로써 메이저 모바일플랫폼을 모두 대응하고 있어 흥행 타이틀 출시에 따른 영업레버리지 확대 기반이 마련됨

III. 위메이드, 중국 등 해외 모바일게임 실적 전망

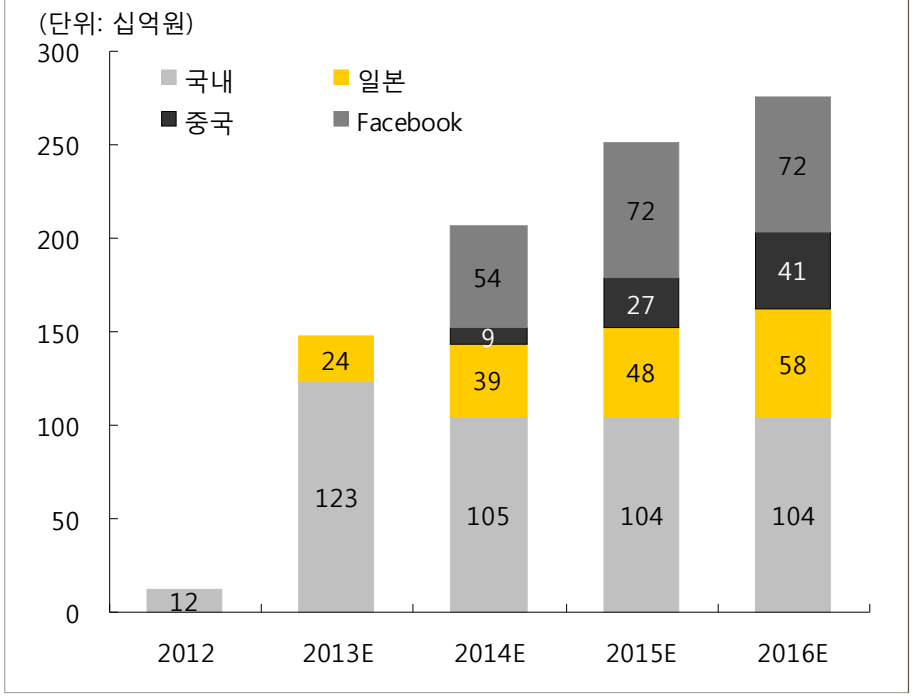
KB금융그룹

위메이드 중국 모바일게임 매출액 전망



자료: KB투자증권
주: 중국 현지 총매출액 기준

위메이드 지역별 모바일게임 매출액 전망



자료: KB투자증권, iResearch
주: 중국/일본은 로열티 매출액 인식. Facebook은 Gross 매출액 인식

2014년부터 중국 모바일게임 실적 본격화

- 중국 스마트폰 게임시장 점유율이 2014년 1%에서 2017년 5%로 확대 가정
- 월평균 매출액 기준 2014년 16억원에 ~ 2017년 177억원
- 로열티는 현지 매출액의 30% 가정

중국을 비롯한 글로벌 실적 비중 확대 예상

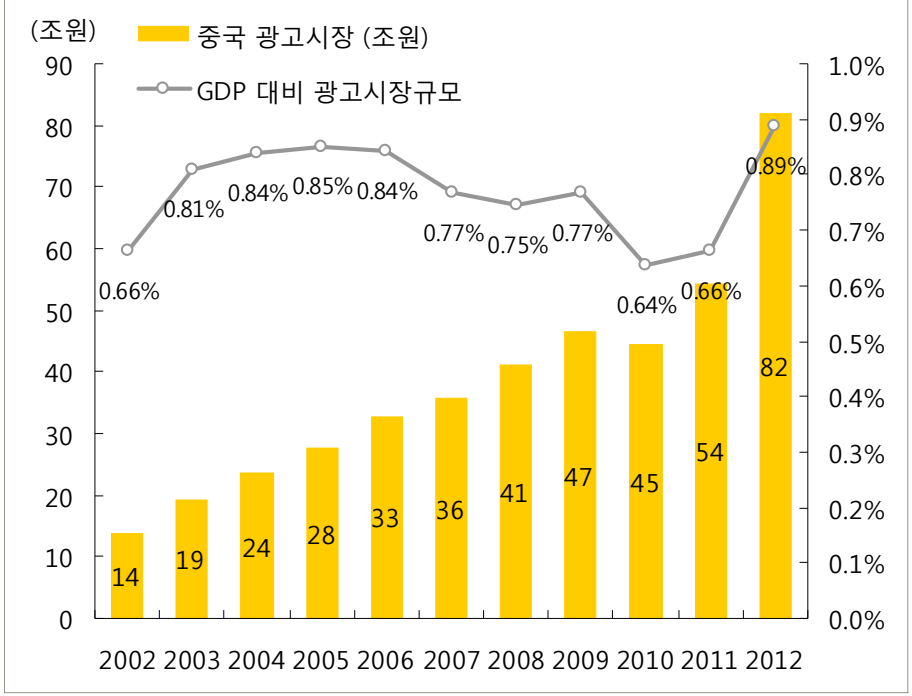
- 2014년 위메이드 모바일게임 매출액은 2,033억원 (+38% YoY) 예상
- 해외 모바일게임 매출액 중 중국 로열티 매출액 비중은 2014년 4.3%에서 2016년 14.5%로 확대 전망
- 자사 게임 중심의 중국 수출로 인해 해당 로열티가 영업이익으로 직결

KB투자증권

Part 4. 중국 광고 시장

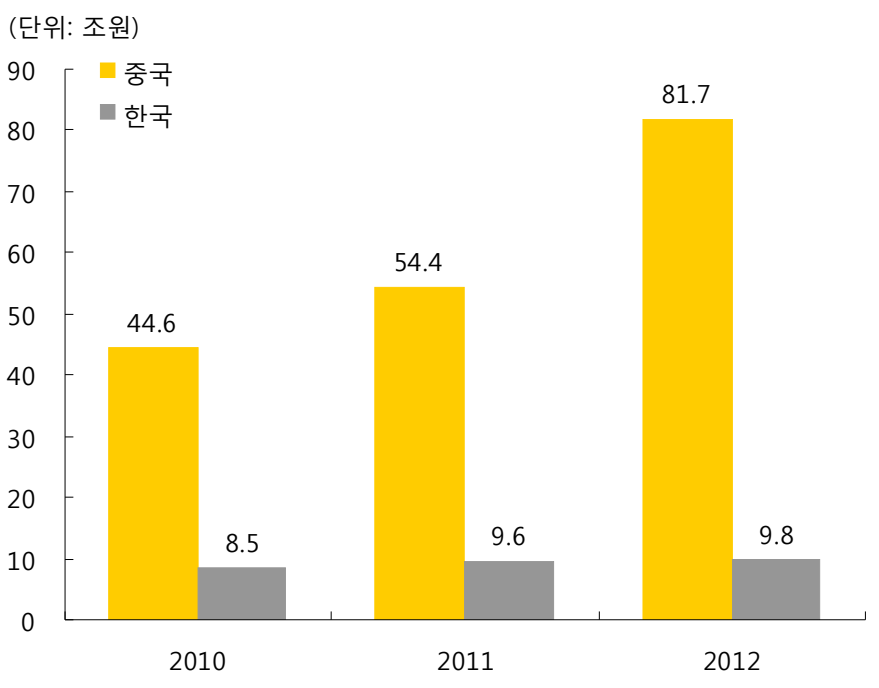
Ⅳ. 세계 2위 광고시장 중국

중국 광고시장규모 추이



자료: CTR china, 중국공상총국

한국 대비 8배 큰 중국 광고시장



자료: KB투자증권, iResearch

중국, 세계 2위 광고시장으로 부각

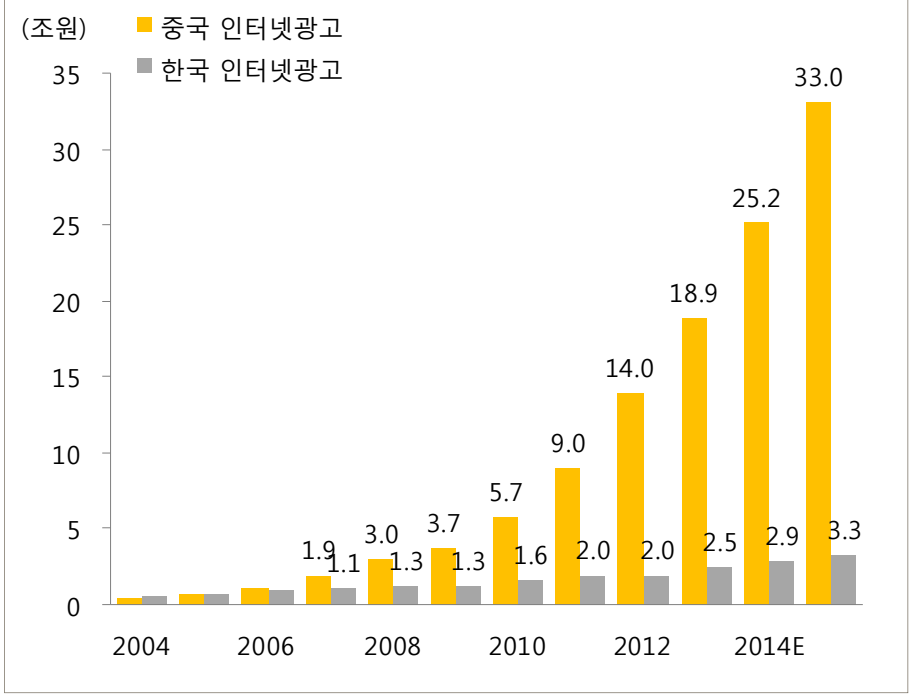
- 2012년 중국 광고시장은 전년 대비 50% 증가한 82조원으로 추산
- 중국 광고시장 규모는 미국 다음으로 세계 2위 수준 (일본 추월)
- GDP 대비 광고시장은 0.89%로 내수 확대 감안 시 1%까지 도달 예상

한국 대비 8배 큰 중국 광고시장

- 중국 광고시장 규모는 한국의 8.4배 수준
- 광고시장 정체를 나타내고 있는 한국과는 달리 내수 중심의 광고시장 확대가 나타나고 있는 중국은 글로벌 광고대행사들에게 매력적인 시장
- 중국 이동통신사의 LTE 가입자 확보를 위한 마케팅비 증가 예상

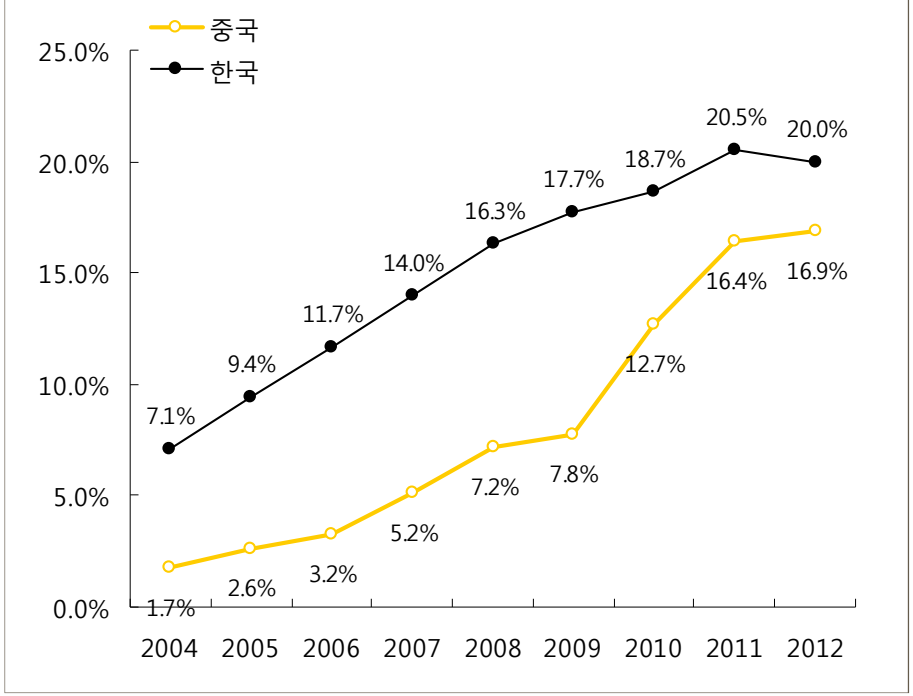
Ⅳ. 중국 인터넷광고시장 현황

중국과 한국 인터넷광고 시장 규모



자료: KB투자증권 정리

전체 광고시장 대비 인터넷광고 비중



자료: KB투자증권 정리

중국 인터넷광고시장 급성장 중

- 2013년 중국 인터넷광고 시장 규모는 18.9조원 (+35.4% YoY) 전망
- 2015년까지 연평균 +32.2% 성장하면서 33조원까지 증가할 전망

전체 광고시장 내 인터넷광고 비중 확대 여력 높음

- 전체 광고시장 대비 인터넷광고 비중은 한국 20%, 중국 17%
- 인터넷광고 비중 확대 여력 측면에서도 중국 시장 잠재력 유효
- 중국 디지털광고 확대는 OpenTide를 중심으로 한 제일기획 수혜 요인

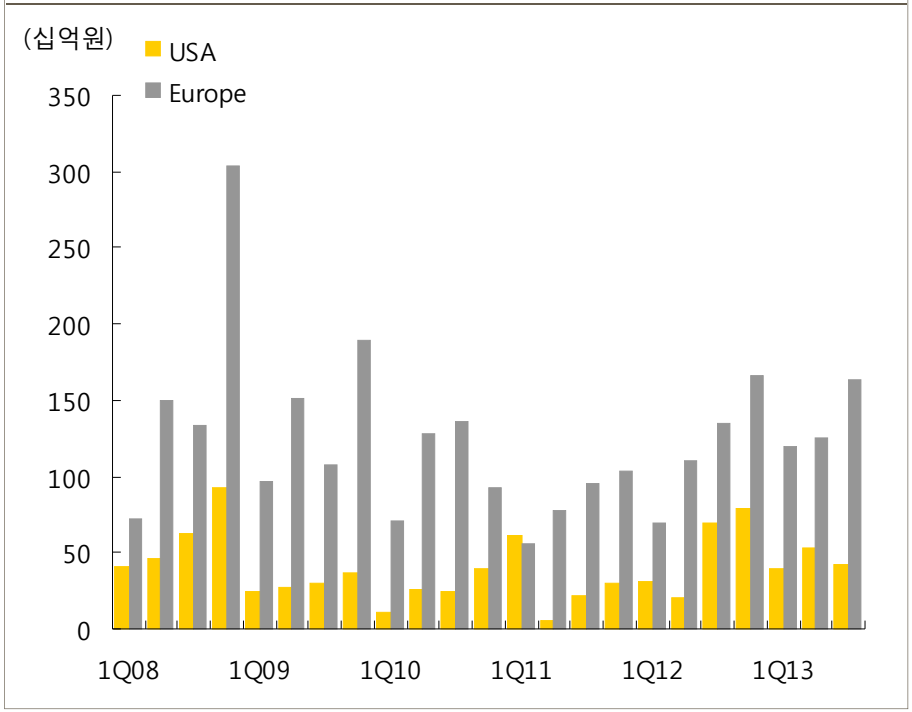
Ⅳ. 제일기획 in China

- ▶ 1994년 중국법인 Cheil China 설립
- ▶ 2009년 OpenTide Greater China (OTGC) 인수
- ▶ 2012년 Bravo Asia 인수
- ▶ 2012년 8월 Cheil Greater China 설립 (Cheil China, OpenTide, Bravo, Retail 통합)
  대만, 홍콩을 포함하여 중화권 총 15개 지사 보유

자료: KB투자증권, AppAnnie

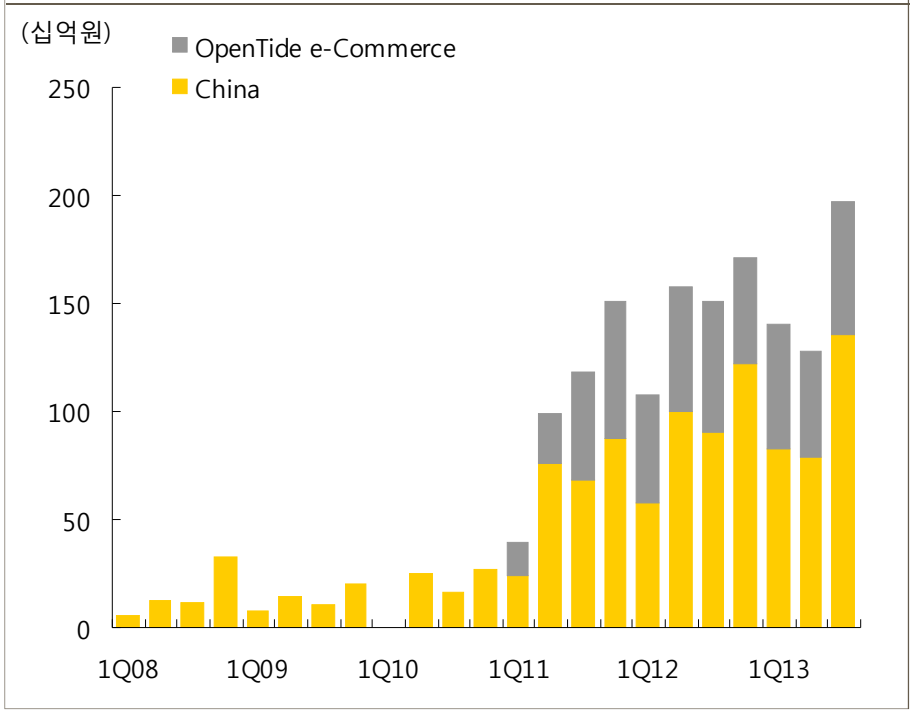
Ⅳ. 제일기획 중국 비중 확대 중

제일기획 미국/유럽 주요 거점 영업수익 추이



자료: KB투자증권 정리

제일기획 중국 거점 영업수익 추이



자료: KB투자증권 정리

M&A 효과로 북미/유럽 영업수익 성장

- 미국 영업수익은 Cheil USA, Mckinney, Babarian 합산 기준
- 유럽 영업수익은 Cheil Europe, 러시아, 독일, 프랑스, 우크라이나, 이탈리아, 스페인, 베네룩스, 오스트라이 카자흐스탄, 노르웨이 합산
- 삼성전자 해외 마케팅 확대와 M&A를 통해 미국/유럽 3Q13 누적 영업수익은 7,876억원으로 전년 동기 대비 +116% 증가 (M&A 효과 제외 시 8%YoY)

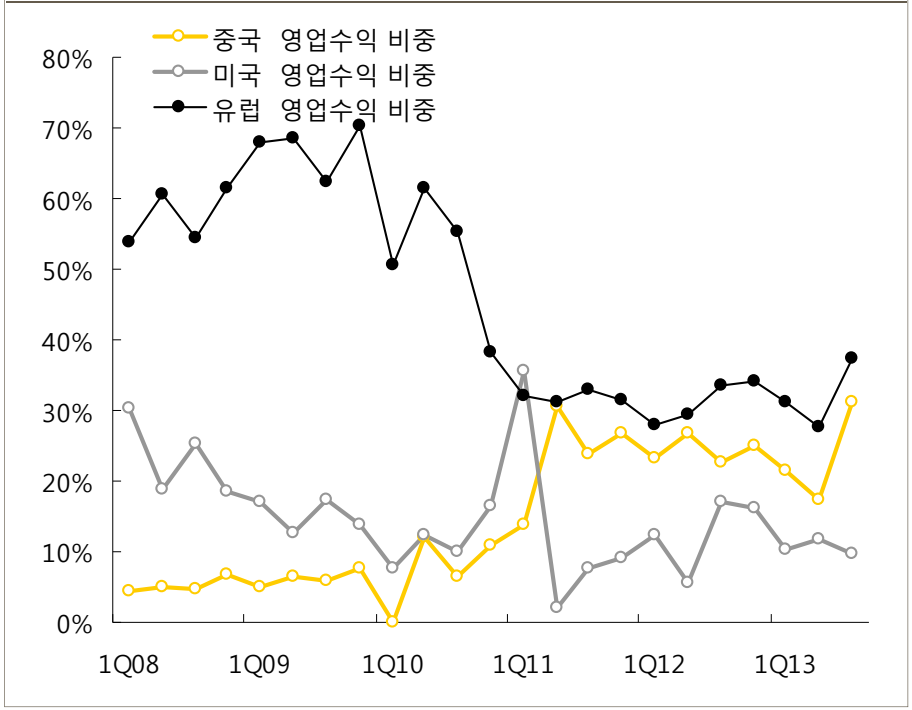
OpenTide를 중심으로 제일기획 중국 영업수익 확대

- 중국 영업수익은 Cheil China, 홍콩, OpenTide 계열, Bravo 합산 기준
- OpenTide e-commerce를 제외한 3Q13누적 중국 영업수익은 2,976억원으로 전년 동기 대비 +20% 증가

Ⅳ. 대중국 영업총이익 증가 중

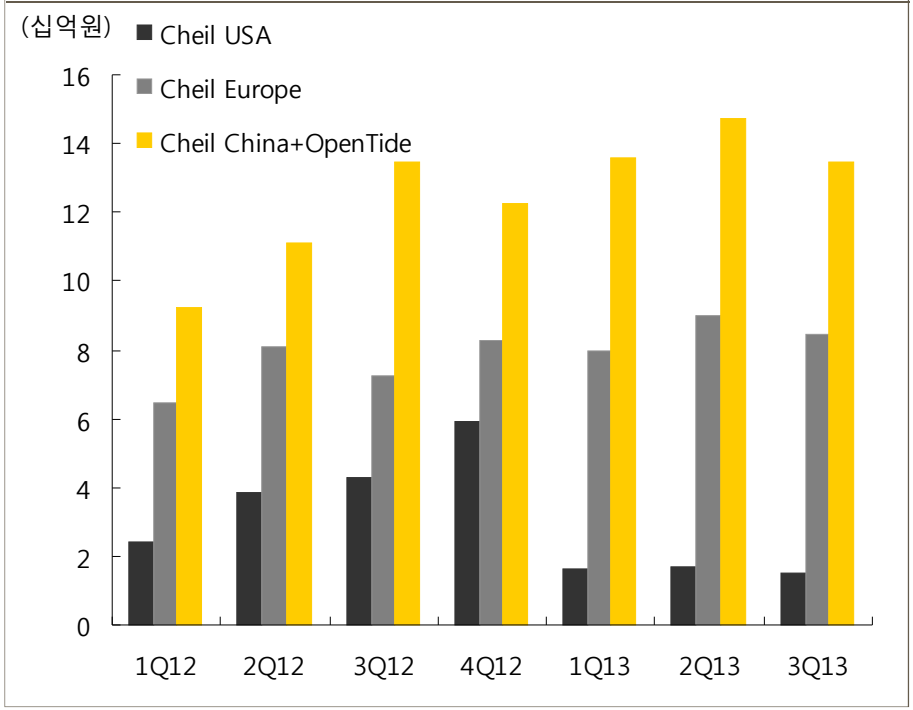
KB금융그룹

중국, 유럽에 이어 2위 규모



자료: KB투자증권 정리

지역별 영업총이익 비교



자료: KB투자증권 정리

해외영업수익 중 중국 비중 확대 중

- 해외영업수익에서 중국이 차지하는 비중은 3Q13 31% (OpenTide e-commerce 포함 시 45%)
- 미국이 차지하는 비중은 10%. 유럽은 37%
- 중국이 유럽 다음으로 제일기획 영업수익에서 차지하는 비중이 높음

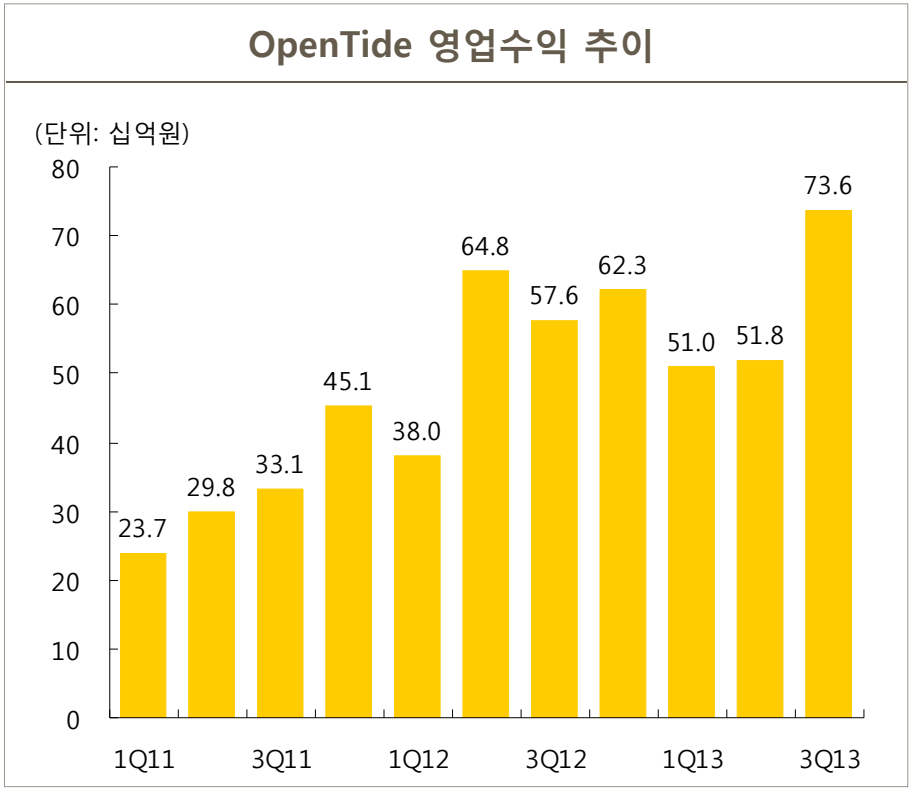
중국 영업총이익 증가세

- 영업총이익은 미국의 경우 Cheil USA, ,유럽은 Cheil Europe, 중국은 Cheil China와 OpenTide Interective Advertising 합산 기준
- 3Q13 누적 영업총이익은 Cheil China+OTIA 합산 기준 418억원 (+24% YoY)로 Cheil USA 48억원 (-55%YoY), Cheil Europe 254억원 (+17% YoY) 대비 우월

Ⅳ. 중국을 기반으로 영업총이익 증가세 지속

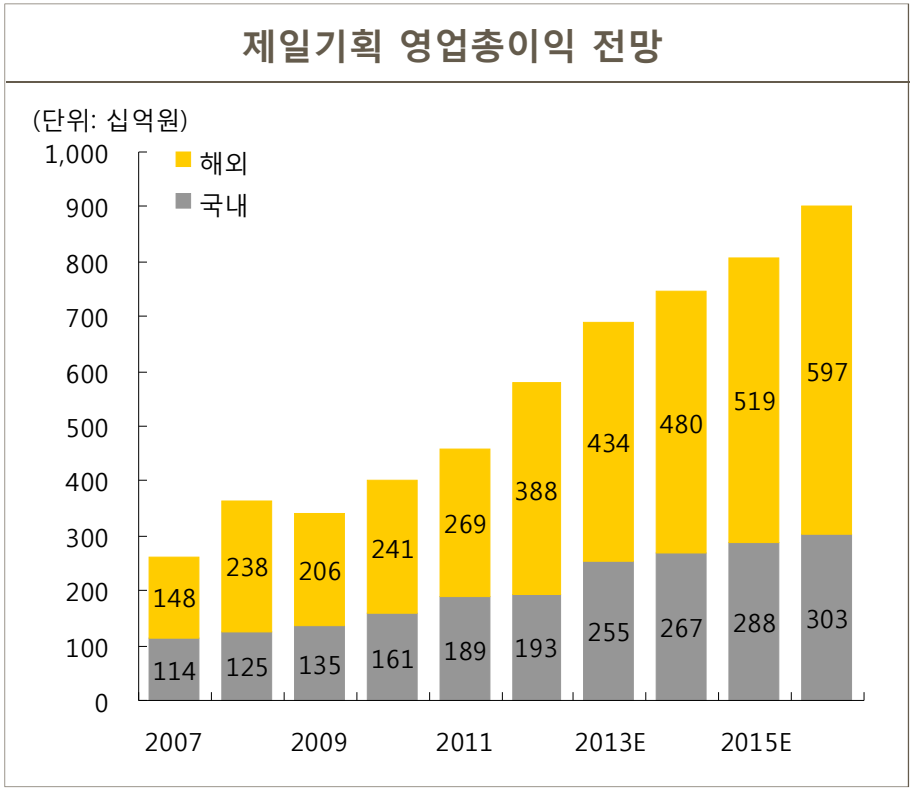
KB금융그룹

OpenTide 영업수익 추이



자료: KB투자증권

제일기획 영업총이익 전망



자료: KB투자증권

중국 LTE 마케팅 확대 시 제일기획 수혜 예상

- 중국 OpenTide 계열 영업이익 증가 추세
- 중국 디지털광고에 특화된 OpenTide가 중국 LTE 시장 확대, 특히 **차이나 모바일로부터 마케팅 수혜가 발생될 경우 2014년 중국 모멘텀으로 직결**

국내 대비 해외 영업총이익 증가률 확대

- 북미/유럽 삼성전자 마케팅 효과와 중국과 이머징마켓을 중심으로 한 실적 성장이 더해지면서 2014년 제일기획 연간 영업총이익은 7,468억원 (+8.5% YoY) 예상
- 이 중 해외 영업총익은 4,797억원으로 전년 동기 대비 +10.6% 증가 예상

KB투자증권

IV. 제일기획 (030000) BUY TP 31,000원

중국 실적 비중 확대에 주목

Valuation table

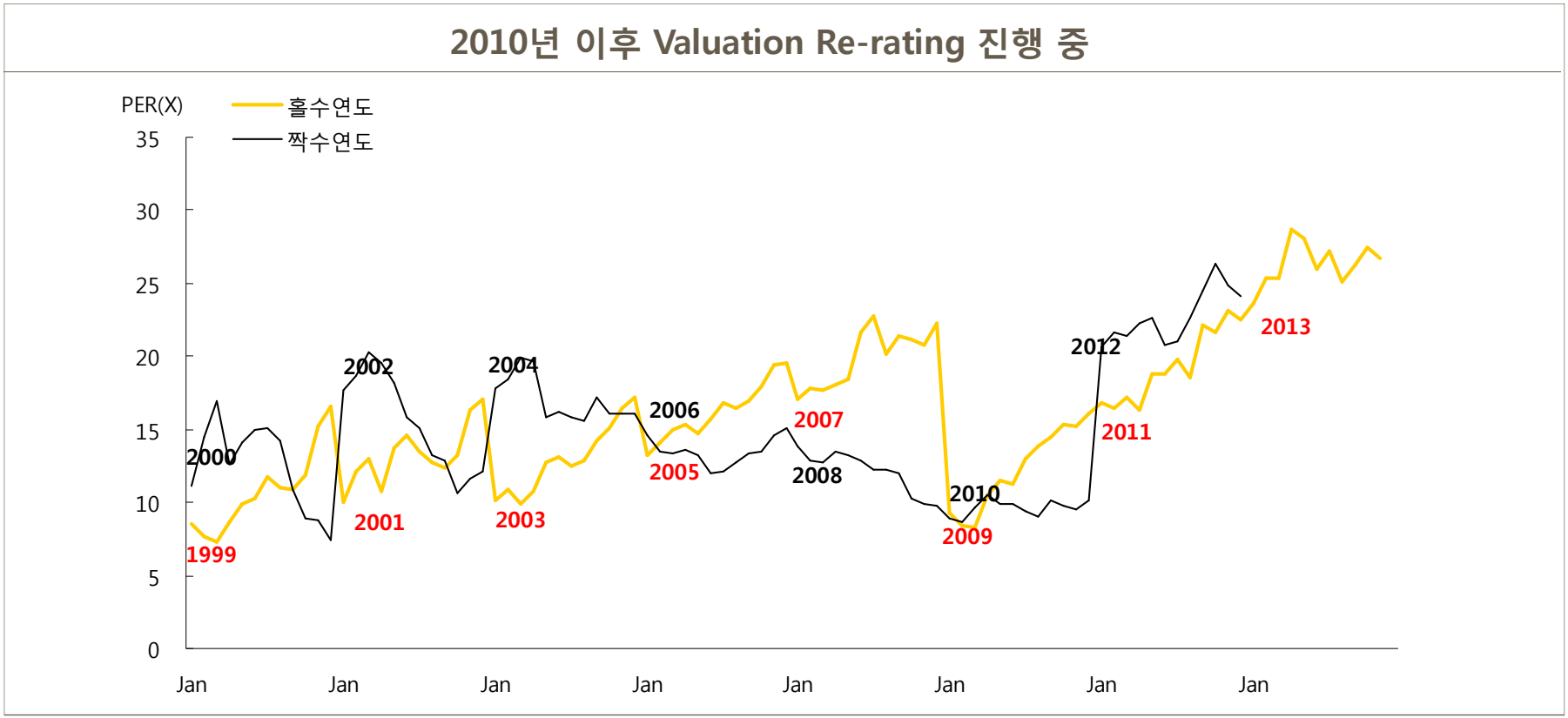
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (X)	PBR (X)	ROE (%)	EV / EBITDA (X)
2012	2,365	126	144	94	814	26.5	4.3	14.3	13.4
2013E	2,735	140	163	100	868	29.1	5.6	16.0	15.7
2014E	3,038	177	201	124	1,081	23.4	4.8	18.0	12.5
2015E	3,370	191	218	134	1,162	21.7	4.1	16.6	11.3
2016E	3,761	237	268	165	1,437	17.6	3.5	17.7	8.9

자료: KB투자증권

Investment Point

- 2014년 중국 이동통신시장 내 LTE 및 스마트폰 보급 확산과정에서 제일기획의 대중국 모멘텀 발생 전망
- 삼성전자의 중국 내 스마트폰 점유율 확대 전략과 Cheil Greater China가 광고주로 확보하고 있는 차이나모바일 LTE 마케팅 강도에 주목
- 2014년 스포츠이벤트와 전년 대비 광고경기 회복 등과 함께 중국 실적 비중이 지속적인 확대는 제일기획에 대한 장기투자 요인
- 특히 중국의 경우 삼성전자에 치중된 북미/유럽시장 대비 비계열 광고주 확보가 상대적으로 용이함에 따라 중국 실적 비중은 점차 확대될 전망

Ⅳ. 제일기획 PER 추이



자료:KB투자증권

시사점

- 중국 OTGC 인수 이후 M&A를 통한 해외 실적 확대와 삼성전자 스마트폰 마케팅 효과, 중국을 비롯한 이머징국가 성장성 확대
- PER multiple은 2010년 이후 과거 홀짝 패턴에서 벗어나 우상향 추세로 re-rating이 진행 중인 상황
- 향후 주가는 북미/유럽 M&A를 통한 외형성장 모멘텀에서 중국 등 이머징국가 내 실적 성장 모멘텀으로 이전될 전망

Compliance Notice

2013년 11월 21일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 당사는 현재 삼성전자를 기초자산으로 하는 ELW 발행 및 LP회사임을 알려드립니다.
본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권㈜가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권㈜의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.

KB투자증권 리서치센터

Head of Research		허문욱	상무	8096	mw.heu@kbsec.co.kr
매크로/전략팀	Strategy	김성노	이사	8069	ksn0909@kbsec.co.kr
	Quant	박세원	수석연구원	8064	quant@kbsec.co.kr
	Economy	문정희	수석연구원	8092	mseo@kbsec.co.kr
	시황	백윤민	선임연구원	8072	yoonmin1983@kbsec.co.kr
		김민규	연구원(RA)	8073	gnj1203@kbsec.co.kr
		김진명	연구원(RA)	8106	hope.influenza@kbsec.co.kr
		조정현	연구원(RA)	8094	jhcho@kbsec.co.kr
채권분석팀	채권	이재승	수석연구원	8049	jamlee@kbsec.co.kr
	Credit	정대호	선임연구원	8294	djeong@kbsec.co.kr
	채권	김명실	선임연구원	8289	mskim85@kbsec.co.kr
		김수양	선임연구원	8266	ksuyang85@kbsec.co.kr
기업분석 1팀	보험/증권	유승창	수석연구원	8057	sc.yoo@kbsec.co.kr
	은행	심현수	선임연구원	8054	h.shim@kbsec.co. kr
	유틸리티/운송	최원열	선임연구원	8562	wonchoi79@kbsec.co.kr
	화장품/유통	이지연	선임연구원	8484	jiyeon.lee@kbsec.co.kr
	음식료	이경신	선임연구원	8446	ks.lee@kbsec.co.kr
		윤종민	연구원(RA)	8445	jongmin_yoon@kbsec.co.kr
		서해석	연구원(RA)	8545	hsseo@kbsec.co.kr
		정현정	연구원(RA)	8496	hyunjungc@kbsec.co.kr
기업분석 2팀	인터넷/게임/미디어	최 훈	수석연구원	8075	hchoi@kbsec.co.kr
	반도체	변한준	선임연구원	8053	hanjoon.byun@kbsec.co.kr
	핸드셋/디스플레이	이순학	선임연구원	8039	soonhak@kbsec.co.kr
		김준환	연구원(RA)	8493	joonhkim@kbsec.co.kr
		이동륜	연구원(RA)	8444	drlee@kbsec.co.kr
기업분석 3팀	자동차/자동차부품	신정관	이사	8099	chungkwan.shin@kbsec.co.kr
	철강/비철금속, 상사	김현태	선임연구원	8128	htkim@kbsec.co.kr
	정유/화학	박재철	선임연구원	8495	jcpark@kbsec.co.kr
	지주회사/조선	이상원	선임연구원	8097	sangwon.lee@kbsec.co.kr
		정승규	연구원(RA)	8560	skjung@kbsec.co.kr
		강선아	연구원(RA)	8182	sakang@kbsec.co.kr
Small-cap팀	Mid-Small cap 자동차/화학/정유	강태신	선임연구원	8071	taeshini@kbsec.co.kr
	Mid-Small cap IT/인터넷/게임/미디어	윤태빈	선임연구원	8563	taebin@kbsec.co.kr
		정래진	연구원(RA)	8108	rrc2121@kbsec.co.kr

KB금융그룹

Thank You!

KB투자증권