

# 삼성전자 (005930)

## 반도체(메모리+Sys LSI)와 독점인 AMOLED가 사과를 따다

LCD事)와 DM부문의 극심한 부진에도 불구하고 동사 실적은 2Q11부터 급격히 호전될 전망이다. ① 메모리 반도체에서 '승자독식', ② Sys. LSI 事)의 Top Tier 부상, ③ 스마트폰 시장 독주로 실적 Level-up, ④ AMOLED를 독점하고 있는 SMD의 실적 호전 때문. 2012년에는 LCD事)와 DM부문의 개선으로 사상 최대 영업이익 달성 확실시. 2010년을 前後로 영업이익의 꺾이 완벽히 개선되고 있어 목표주가를 135만원으로 상향.

### ■ 반도체 부문: 2012년에 반도체 업계 부동의 1위인 Intel 위협

반도체부문(=메모리+Sys.LSI) 영업이익은 2010년 10.7조원 →2011년 9.3조원→2012년 Min.12.5조원으로 대폭 호전되며 업계 1위인 Intel을 위협할 전망. 이는 ① 메모리 반도체의 '승자독식' 종결자로 DRAM 35/27nm, NAND Flash 메모리 21nm공정에서 압도적인 원가 경쟁력, ② Sys.LSI 事)도 Top Tier로 부상, ③ 압도적인 CAPEX에 기인.

### ■ 정보통신부문: Smart Phone이 드디어 사과를 따다

Apple의 '유일한 대항마'로 정보통신부문의 외형과 수익성이 2Q11부터 급격히 호전. 이는 ① 무주공산인 프리미엄 Smart Phone에서 동사의 독주가 지속되고, ② Smart Phone의 H/W & S/W 개발역량 성숙, ③ 갤럭시탭 신모델 시리즈의 정상궤도 진입 가능성, ④ Global 무선통신 환경 변화가 동사에 유리하게 작용할 가능성이 있기 때문

### ■ LCD事)와 DM부문 부진: 하지만 2012년부터 AMOLED가 충분히 만회

LCD事)와 DM부문이 2011년까지 부진. 반면, AMOLED Display에서 공격적/선제적 CAPEX, 독보적인 제품/양산기술 확보로 DP부문(=AMOLED+LCD)과 DM 부문은 2012년부터 외형/수익성이 크게 개선될 것으로 분석됨.

### ■ 2010년 前後로 영업이익의 Quality 획기적으로 개선: 목표주가 135만원으로 상향

2010년 전후로 영업이익의 Quality가 完全개선. 즉 IT 경기 또는 환율에 덜 민감한 첨단 사업군으로 변신했고, 압도적 원가경쟁력과 시장 점유율, 중장기 실적 기대치를 고려할 때 이제는 평가 할증이 요구됨. 상향된 목표주가는 PER, PBR, Sum-of-Parts 각각의 밸류에이션 방식을 통해 산출된 적정주가의 평균치로 산정되었음.

투자지표	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액(억원)	1,363,237	1,546,271	1,620,992	1,794,463	1,877,009
증감율(%YoY)	86.9	13.4	4.8	10.7	4.6
영업이익(억원)	109,252	173,008	161,649	218,233	225,225
증감율(%YoY)	164.3	58.4	-6.6	35.0	3.2
EBITDA(억원)	185,233	253,279	278,106	349,125	374,815
경상이익(억원)	121,915	190,782	180,862	236,487	244,476
순이익(억원)	97,605	165,579	152,719	201,014	207,316
EPS(원)	57,370	97,323	89,765	118,151	121,855
증감율(%YoY)	76.6	69.6	-7.8	31.6	3.1
PER(배)	11.2	8.3	9.9	7.5	7.3
PBR(배)	1.6	1.5	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	4.9	4.7	4.7	3.3	2.5
영업이익률(%)	8.0	11.2	10.0	12.2	12.0
ROE(%)	16.8	24.8	17.1	20.1	18.0
순부채비율(%)	-18.5	-11.8	-12.9	-25.2	-37.7

- 당사는 6월 3일 현재 '삼성전자' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

반도체/디스플레이/전기전자  
Senior Analyst 김성인, (02) 3787-5172  
sikim@kiwoom.com  
Analyst 홍정모, (02) 3787-5106  
jmhong@kiwoom.com

**BUY (Maintain)**

주가(6/3) 885,000원  
목표주가 1,350,000원

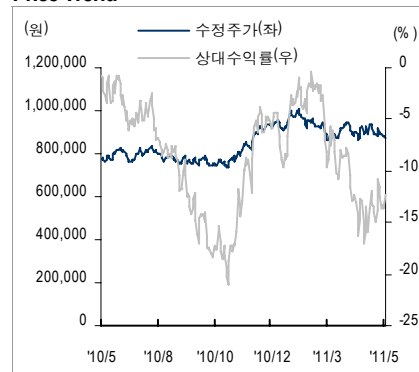
### Stock Data

KOSPI (6/3)	2,113.47pt
시가총액	1,438,316억원
52주 주가동향	최고가 1,010,000원 최저가 740,000원
최고/최저가 대비 등락율	-12.38% 19.59%
수익률	절대 상대
1M	-5.7% -1.8%
6M	-1.0% -8.3%
1Y	13.9% -10.4%

### Company Data

발행주식수	170,133천주
일평균 거래량(3M)	439천주
외국인 지분율	51.1%
배당수익률(11.E)	1.1%
BPS(11.E)	587,579원
주요 주주	이건희 외 13 17.6% 국민연금공단 5.0%
매출구성(11.E)	반도체 23.3% TFT-LCD 18.8% 정보통신 29.8% DMA 36.3%

### Price Trend



# Contents

---

<b>I. Investment Summary</b>	<b>3</b>
1. 삼성전자의 목표주가를 상향한 6가지 이유	3
2. 목표주가 120만원에서 135만으로 상향 조정	4

---

<b>II. 동사 부문별 업황 및 실적 전망</b>	<b>6</b>
1. 반도체 부문: 메모리 승자독식 + Sys LSI의 Top Tier로 부상	6
2. 정보통신부문의 Smart Phone이 드디어 사과를 따다	13
3. DP(Display Panel) 부문: LCD 期待難望 → AMOLED 성장견인	16
4. DM&A: VD事) 성장둔화 vs. PC와 HA가 성장 견인	18

---

<b>III. 투자 전략</b>	<b>22</b>
1. “모바일 컴퓨팅”과 “단말기간 통신/융합”이란 시대적 트렌드의 중심	22
2. ROE 개선: 반도체/정보통신 수익성 호조 지속 +DP/DM 부문 점진적 개선	22
3. 정보통신부문의 “스마트폰”이 핵심 Value Driver로 부상할 전망	22
4. 12개월 Fwd EPS는 1Q11를 바닥으로 급상승. PBR은 역사적 하단	23

---

<b>IV. 투자의견 ‘BUY’, 목표주가 135만원(상향) 제시</b>	<b>25</b>
--	-----------

## I. Investment Summary

### 1. 삼성전자의 목표주가를 상향한 6가지 이유

첫째, 1Q11을 바탕으로  
2Q11부터 실적은  
빠르게 개선될 전망

첫째, 2Q11 매출액과 영업이익은 각각 8%QoQ, 40%QoQ 증가한 40조원, 4.12조원으로 시장의 예상치를 충족할 것으로 보이며 2H11부터 개선폭이 강화될 전망이다. 이는 ① 승자독식 효과와 획기적 원가절감으로 메모리 事)의 실적호조세가 지속되고, ② 비메모리 반도체의 가격상승세, 12인치 신규 Fab 가동으로 Sys. LSI 事)가 Top Tier로 급부상, ③ 프리미엄급 갤럭시 S2 등의 Smart Phone 판매량 급증이 정보통신부문의 대폭적인 실적개선으로 이어지고 ④ 부진을 면치 못하고 있는 LCD 事)의 손익개선이 예상보다 지연되나, SMD의 실적호조로 DP(Display Panel) 부문의 적자폭이 축소되고, ⑤ FPD TV의 유통채널 처분이 1Q11에 일단락, 2Q11부터 원가 절감형 신모델 출시와 비용절감 효과로 DM부문 실적이 소폭 개선될 것으로 예상되기 때문이다.

2012년 매출액/영업이익  
각각 179조원, 21.8조원

둘째, 아킬레스건인 LCD 事)와 DM부문의 회복 지연에도 불구하고 ① 메모리 반도체 승자독식 효과, ② Sys. LSI 事)의 Top Tier 부상, ③ 정보통신부문 호조, ④ AMOLED 독점화로 동사의 2012년 매출액/영업이익은 각각 11%/35%YoY 증가한 179조원/21.8조원으로 전세계 IT 업계에서 ‘군계일학’으로 부상할 것이 확실시된다.

메모리 반도체 승자독식 &  
Sys. LSI 반도체의  
Top Tier 부상  
→ 2012년에 intel  
위협할 대등한 수준

셋째, 메모리 반도체에서 ‘승자독식 종결자’로 DRAM 35/27nm, NAND Flash 메모리 21nm 공정에서 압도적인 원가경쟁력 확보로 동사 메모리 반도체 事)의 실적 개선폭이 가속화되고 아킬레스 건이었던 Sys.LSI 事)도 20년만에 드디어 Top Tier로 부상중이다. 우리는 반도체부문의 영업이익을(스토리지 事 제외) 2010년 10.7조원 → 2011년 9.3조원으로 소폭 감소하나 2012년에 Min12.5조원으로 급증, 반도체 업계의 부동의 1위인 Intel을 위협할 전망이다. 이는 Intel이 ① Mobile 기기의 두뇌인 MCU에서 고전이 예상되고, ② 개인용 PC 수요 둔화로 고가 CPU 시장의 성장정체로 2012년부터 역성장 가능성이 높기 때문이다.

2Q11에 Smart Phone에서  
Apple 아이폰과  
대등한 수준으로 급성장→  
2012년 Apple 추월 예상

넷째, 프리미엄 Smart Phone인 갤럭시S2의 대히트 조짐, 갤럭시탭 신모델 시리즈의 성공예감, H/W & S/W 개발역량을 고려할 때 Mobile 기기에서 동사의 주도권이 강화될 전망이다. 우리는 특히 Smart Phone 시장에서 Apple의 ‘유일한 대항마’로 프리미엄 Smart Phone 시장에서 당분간 경쟁모델이 없는 ‘무주공산’의 시장상황을 고려할 때 3Q11부터 동사의 출하기준 시장 점유율은 Apple을 추월할 것으로 본다. 또한 2H11에 iPad와 갤럭시탭간의 경쟁도 심화될 전망으로 Follower에서 Leader로 급부상하고 있는 동사의 종합적 능력을 고려할 때 정보통신부문에 대한 재평가가 이루어져야 한다고 판단한다.

DP부문의 중심축  
LCD에서 AMOLED로 이동→  
2012년 부터  
성장성/수익성 호전

다섯째, FPD TV 시장이 점차 포화상태로 접어들어 LCD 事)와 DM부문이 저성장/저수익 사업 구조로 전락하고 있다. 하지만 꿈의 Display로 전세계 시장의 99%를 독점하고 있고 Analog적 기술성격이 강해 후발업체의 진입이 매우 어려운 AMOLED 패널에 대한 선제적 대규모 투자와 독보적 생산기술력을 고려할 때 동사 DP(Display Panel =LCD +AMOLED)부문은 2012년부터 재차 성장성/수익성이 개선될 전망이다.

2010년 前後 동사이익의  
Quality 완전상이  
→ 추가 지표상  
상대적 저평가  
→ 모바일 컴퓨팅부문의  
실적호전 → 할인요인 해소

여섯째, 2010년을 前後로 영업이익의 Quality가 完全相異 하다. 2010년부터 동사는 IT 경기나 환율영향에 덜 민감한 첨단 사업군으로 변신, 압도적 원가경쟁력과 M/S 확대로 중장기 실적에 대한 Visibility가 강화되고 있다. 2011년~2012년 실적 기준 Peer Group Valuation 지표상으로 동사는 저평가되어 있다. Peer Group의 ROE-PBR 차트를 살펴보면 동사 주가는 할인되어 있는 상황이다. 기준선 위에 Position한 업체들은 “스마트폰” or “모바일 컴퓨팅” 시장수혜 또는 선도업체들이며 그렇지 못한 Intel과 MS는 상대적으로 할인되어 있는 것을 볼 수 있다. 삼성전자의 제품 Portfolio와 사업전략, 그리고 시장 포지션 감안할 경우 모바일 컴퓨팅 시장의 대표주로서 오히려 “할증”되어야 할 것이며 현재 주가는 저평가 매력에 큰 것으로 진단한다.

## 2. 목표주가 120만원에서 135만원으로 상향 조정

목표주가 135만원으로  
상향 조정

환율하락에 따른 재산성 악화, LCD事)와 DM부문의 부진으로 2011년 영업이익은 전년대비 소폭 감소한 16.2조원으로 추정된다. 그럼에도 우리는 동사의 목표주가를 기존의 120만원에서 135만원으로 상향하며 적극적 매수의견을 제시한다. 이는 2Q11부터 실적이 급격히 호전되며 2012년에는 창사이래 최대의 실적시현이 확실시되기 때문이다. 이는 ① 메모리 반도체의 '승자독식', ② Sys. LSI 事)의 Top Tier 부상, ③ 고부가 Smart Phone 주도권 확보, ④ AMOLED 전문인 SMD의 성장성/수익성 호조 ⑤ LCD事)의 수익성 개선과 DM 부문의 점진적 개선에 기인한다.

현주가는 2012년의 반도체  
부문의 실적 전망만 반영

반도체/Smart Phone/AMOLED등 첨단 사업군에서 2009~2011년에 걸쳐 압도적 CAPEX와 연구개발 인프라 구축한 점을 고려할 때 세계시장에서 동사의 독주가 예상되며 중장기 실적 전망에 대한 Visibility도 매우 높다. 우리는 동사의 현주가 수준이 2012년의 반도체부문 실적 전망만을 반영한 수준에 그치고 있다고 판단한다.

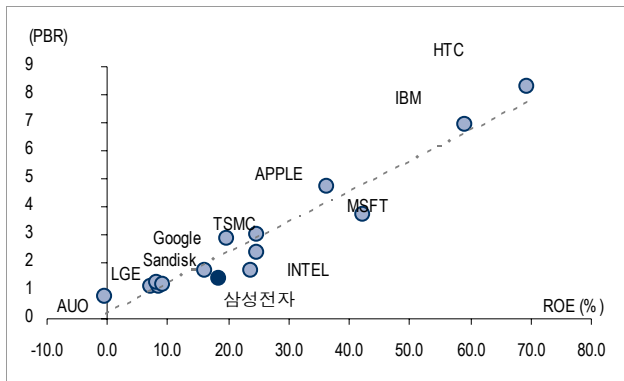
비록 전망이 불투명하지만 여전히 주도권을 확보하고 있는 LCD事)와 DM부문, Smart Phone 시장에서 Top Tier로 부상하고 있는 정보통신부문과 AMOLED 시장에서 독점적 시장지위로 고성장/고수익을 창출하고 있다는 SMD의 영업가치는 전혀 반영되어 있지 않다고 본다. 목표주가는 PER, PBR, Sum-of-Parts 밸류에이션 방식을 통해 산출된 적정주가의 평균치로 산정되었다

## 삼성전자 목표주가 산출 근거 요약

		단위	비고
PER Valuation (12개월 Forward)			
a) 추정 EPS (12개월 Forward)	100,926	십억원	EPS 상승, ROE 20%+/- 수준에서의 역사적 평균 PER
b) Target PER	13.2	배	
(I) 적정주가 (a x b)	1,330,200	원	
PBR Valuation (12개월 Forward)			
a) 추정 BPS (12개월 Forward)	624,153	십억원	2011~2012년 평균 ROE를 감안한 역사적 평균 PBR
b) Target PBR	2.2	배	
(II) 적정주가 (a x b)	1,373,136	원	
Sum-of-Parts Valuation (2011년 기준)			
① 반도체 영업가치 (a x b)	81,991	십억원	2011년 IDM, Foundry, 메모리 반도체 Peer EV/EBITDA 4.7 배에 10% 할증
a) EV/EBITDA Multiple	5.2	배	
b) 반도체 2011년 EBITDA	15,859	십억원	
② DP 영업가치 (c x d)	9,360	십억원	Peer 평균 4.1 배 적용
c) EV/EBITDA Multiple	4.1	배	
d) DP 2011년 EBITDA	2,283	십억원	
③ 삼성모바일디스플레이 영업가치(지분율 64.4%) (e x f)	6,495	십억원	성장성과 시장 지배력 감안하여 6.0 배 적용
e) EV/EBITDA Multiple	6.0	배	
f) SMD 2011년 EBITDA	1,681	십억원	
④ 정보통신총괄 영업가치 (g x h)	78,756	십억원	애플 14 배, HTC 14.5 배 수준. 동사의 스마트폰 노출도를 고려하여 10% 할인 적용
g) PER Multiple	13.0	배	
h) 정보통신 2011년 순이익	6,058	십억원	
⑤ DM&A 영업가치 (i x j)	23,546	십억원	Peer Group 평균 0.4 배 적용
i) EV/Sales Multiple	0.4	배	
j) DM&A 2011년 매출액	58,864	십억원	
⑥ 2011E 순차입금	-12,850	십억원	
삼성전자 영업가치: ①+②+③+④+⑤-⑥	212,998	십억원	
⑦ 삼성코닝정밀소재 지분가치 지분 42.6%) (a x b)	8,230	십억원	EBITDA 2,500 억, EV/EBITDA 10 배 적용
a) PER Multiple	8.0	배	
b) 삼성코닝정밀소재 2011년 순이익	2,415	십억원	
⑧ 삼성 LED 지분가치 (지분 50%)	1,235	십억원	상장사는 시총에서, 비상장사는 장부가에서 20% 할인
⑨ 삼성 SDI, 삼성전기, 삼성중공업 등 지분가치 (할인율 20%)	6,980	십억원	
삼성전자 기업가치: 영업가치 + 지분가치(⑦+⑧+⑨)	229,444	십억원	
삼성전자 발행주식수	170,133	천주	
(III) 삼성전자 적정주가	1,348,613	원	
목표주가 - I, II, III 적정주가 평균	1,350,650	원	

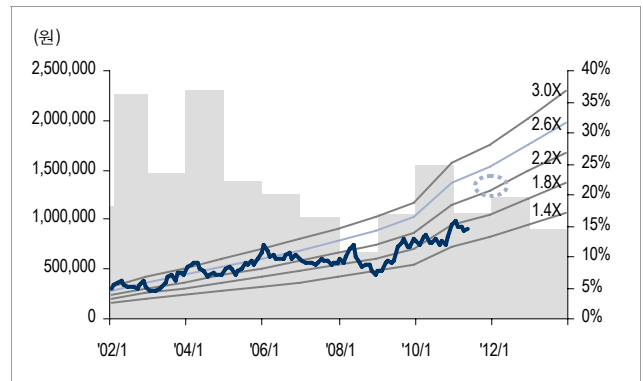
자료: 키움증권 리서치센터

2011년 삼성전자 & Peer Group PBR Valuation 비교



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

삼성전자 PBR Band 차트와 목표주가



자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 분기별 실적 전망 (IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2010 년				2011 년				2012 년				2009	2010	2011(E)	2012(E)
	10.1Q	2Q	3Q	4Q	11.1Q	2Q(E)	3Q	4Q	12.1Q	2Q	3Q	4Q				
<b>매출액</b>	<b>34,638</b>	<b>37,892</b>	<b>40,229</b>	<b>41,868</b>	<b>36,987</b>	<b>40,072</b>	<b>41,016</b>	<b>44,024</b>	<b>40,659</b>	<b>44,876</b>	<b>45,109</b>	<b>48,802</b>	<b>136,324</b>	<b>154,627</b>	<b>162,099</b>	<b>179,446</b>
YoY	(20%)	(18%)	(12%)	(7%)	(7%)	(6%)	(2%)	(5%)	(10%)	(12%)	(10%)	(11%)		(13%)	(5%)	(11%)
QoQ	-13%	12%	6%	4%	-12%	8%	2%	7%	-8%	10%	1%	8%				
반도체	8,205	9,530	10,662	9,248	9,180	9,422	9,656	9,540	8,810	9,724	10,657	10,972	26,808	37,645	37,798	40,163
QoQ(%)	3%	16%	12%	-13%	-1%	3%	2%	-1%	-8%	10%	10%	3%		40%	0%	6%
(메모리)	(5,590)	(6,710)	(7,490)	(6,040)	(5,870)	(6,149)	(6,819)	(6,659)	(6,138)	(6,696)	(7,610)	(7,890)	(16,770)	(25,830)	(25,497)	(28,334)
(Sys.LSI)	(1,547)	(1,825)	(2,154)	(2,348)	(2,320)	(2,333)	(2,837)	(2,881)	(2,671)	(3,029)	(3,047)	(3,082)	(5,617)	(7,874)	(10,371)	(11,829)
(스토리지)	(1,068)	(995)	(1,018)	(860)	(990)	(941)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(4,415)	(3,940)	(1,931)	(0)
AMLCD	6,850	7,760	8,100	7,200	6,510	7,202	8,345	8,439	7,896	8,384	8,916	8,890	25,840	29,910	30,496	34,087
QoQ(%)	-6%	13%	4%	-11%	-10%	11%	16%	1%	-6%	6%	6%	0%		16%	2%	12%
(LCD)	(6,630)	(7,109)	(6,877)	(6,186)	(5,270)	(5,711)	(6,158)	(5,676)	(5,315)	(5,593)	(5,893)	(5,527)		(26,803)	(22,814)	(22,327)
(SMD)	(220)	(651)	(1,223)	(1,014)	(1,240)	(1,491)	(2,187)	(2,764)	(2,582)	(2,792)	(3,023)	(3,363)		(3,107)	(7,682)	(11,759)
정보통신	9,182	8,781	11,123	12,110	10,640	11,900	12,998	12,807	12,404	13,982	14,354	14,612	37,604	41,196	48,345	55,352
QoQ(%)	-10%	-4%	27%	9%	-12%	12%	9%	-1%	-3%	13%	3%	2%		1%	17%	14%
(휴대폰)	(8,572)	(8,051)	(10,378)	(11,150)	(10,140)	(11,125)	(12,290)	(11,744)	(11,854)	(13,129)	(13,575)	(13,444)	(34,702)	(38,151)	(45,299)	(52,001)
(기타)	(610)	(730)	(745)	(960)	(500)	(776)	(708)	(1,062)	(550)	(853)	(779)	(1,169)	(2,902)	(3,045)	(3,046)	(3,351)
디지털미디어	12,610	14,540	14,130	15,970	13,522	14,674	14,371	16,297	14,413	15,913	15,536	17,387	51,259	57,250	58,864	63,249
QoQ(%)	-19%	15%	-3%	13%	-15%	9%	-2%	13%	-12%	10%	-2%	12%		12%	3%	7%
(VD 事)	(7,390)	(8,590)	(8,050)	(9,920)	(7,680)	(8,161)	(7,648)	(9,424)	(8,064)	(8,569)	(8,030)	(9,895)	(32,820)	(33,950)	(32,912)	(34,558)
(생활가전)	(2,470)	(3,170)	(3,150)	(2,970)	(2,790)	(3,487)	(3,465)	(3,267)	(3,069)	(3,836)	(3,812)	(3,594)	(9,680)	(11,760)	(13,009)	(14,310)
(컴 등)	(2,750)	(2,780)	(2,930)	(3,080)	(3,052)	(3,027)	(3,258)	(3,606)	(3,280)	(3,508)	(3,694)	(3,899)	(8,759)	(11,540)	(12,943)	(14,381)
기타	-2,209	-2,719	-3,786	-2,660	-2,865	-3,127	-4,354	-3,059	-2,865	-3,127	-4,354	-3,059	-5,182	-11,374	-13,405	-13,405
QoQ(%)	26%	23%	39%	-30%	8%	9%	39%	-30%	-6%	9%	39%	-30%		119%	18%	0%
<b>영업이익</b>	<b>4,406</b>	<b>5,014</b>	<b>4,864</b>	<b>3,017</b>	<b>2,952</b>	<b>4,121</b>	<b>4,943</b>	<b>4,149</b>	<b>4,212</b>	<b>5,582</b>	<b>6,463</b>	<b>5,566</b>	<b>10,925</b>	<b>17,301</b>	<b>16,165</b>	<b>21,823</b>
QoQ (%)	16%	16%	-3%	-38%	-2%	40%	20%	-16%	2%	33%	16%	-14%		58%	-7%	35%
(영업이익률)	(12%)	(13%)	(12%)	(7%)	(8%)	(10%)	(12%)	(9%)	(10%)	(12%)	(14%)	(11%)	(8%)	(11%)	(10%)	(12%)
반도체	1,995	2,940	3,422	1,801	1,638	2,165	2,767	2,490	2,029	2,872	3,721	3,824	2,060	<b>10,158</b>	<b>9,059</b>	<b>12,447</b>
메모리	(1,860)	(2,854)	(3,275)	(1,958)	(1,601)	(1,867)	(2,305)	(2,093)	(1,612)	(2,293)	(3,122)	(3,300)	(1,792)	<b>(9,947)</b>	<b>(7,867)</b>	<b>(10,327)</b>
(Sys.LSI)	(134)	(178)	(252)	(226)	(248)	(326)	(462)	(397)	(417)	(579)	(600)	(524)	(438)	<b>(785)</b>	<b>(1,432)</b>	<b>(2,120)</b>
(스토리지)	(1)	(-88)	(-105)	(-383)	(-211)	(-28)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(-170)	(-575)	(-240)	(0)
AMLCD	491	878	521	100	-231	-51	450	415	194	556	620	488	1,700	1,990	584	1,858
(LCD)	(493)	(798)	(361)	(35)	(-392)	(-252)	(184)	(43)	(-141)	(149)	(177)	(-9)		<b>(1,687)</b>	<b>(-417)</b>	<b>(176)</b>
(SMD)	(-2)	(80)	(160)	(65)	(162)	(201)	(266)	(372)	(335)	(406)	(443)	(497)		<b>(303)</b>	<b>(1,001)</b>	<b>(1,682)</b>
정보통신	1,104	634	1,121	1,440	1,430	1,766	1,811	1,370	1,529	1,684	1,726	1,480	4,149	4,299	6,377	6,419
(휴대폰)	(1,102)	(538)	(1,038)	(1,341)	(1,401)	(1,727)	(1,731)	(1,256)	(1,463)	(1,602)	(1,667)	(1,363)	(3,875)	(4,019)	(6,115)	(6,095)
(기타)	(2)	(96)	(83)	(99)	(29)	(39)	(80)	(114)	(66)	(82)	(59)	(117)	(274)	(280)	(262)	(324)
디지털미디어	519	360	-230	-170	100	164	74	-45	289	291	304	-140	3,051	479	293	745
(생활가전)	(86)	(79)	(-95)	(-89)	(50)	(52)	(-35)	(-16)	(46)	(58)	(57)	(-72)	(442)	(-18)	(52)	(89)
기타	210	123	-65	-65	-35	25	-125	-65	125	121	35	-15	-476	394	-200	266
<b>경상이익</b>	<b>4,973</b>	<b>5,314</b>	<b>5,424</b>	<b>3,368</b>	<b>3,391</b>	<b>4,646</b>	<b>5,473</b>	<b>4,577</b>	<b>4,629</b>	<b>6,081</b>	<b>6,967</b>	<b>5,972</b>	<b>12,192</b>	<b>19,078</b>	<b>18,086</b>	<b>23,649</b>
QoQ (%)	24%	31%	32%	19%	18%	23%	29%	26%	23%	30%	35%	35%	(8%)	(27%)	(24%)	(31%)
(경상이익률)	(14%)	(14%)	(13%)	(8%)	(9%)	(12%)	(13%)	(10%)	(11%)	(14%)	(15%)	(12%)	(9%)	(12%)	(11%)	(13%)
<b>순이익</b>	<b>4,963</b>	<b>4,277</b>	<b>4,455</b>	<b>2,862</b>	<b>2,781</b>	<b>3,949</b>	<b>4,652</b>	<b>3,890</b>	<b>3,935</b>	<b>5,169</b>	<b>5,922</b>	<b>5,076</b>	<b>9,761</b>	<b>16,558</b>	<b>15,272</b>	<b>20,101</b>
QoQ (%)	63%	-14%	4%	-36%	-3%	42%	18%	-16%	1%	31%	15%	-14%	(7%)	(11%)	(9%)	(11%)
(순이익률)	(14%)	(11%)	(11%)	(7%)	(8%)	(10%)	(11%)	(9%)	(10%)	(12%)	(13%)	(10%)				

자료: 삼성전자, 키움증권 추정, 주: K-IFRS 연결기준, 2012년 환율 1,000원 기준

## II. 동사 부문별 업황 및 실적 전망

### 1. 반도체 부문: 메모리 승자독식 + Sys LSI의 Top Tier로 부상

단기 DRAM 업황:  
승자독식 구조로  
재편되는 과정에서  
수급은 호전되고 있으나,  
1) 미국 신학기 시즌  
수요 부진, 2) PC 업체들의  
재고조정 여파로  
2Q11후반~3Q11초반까지  
Slow

DRAM 단기전망: 올 1월을 바닥으로 상승세로 전환된 DDR3 DRAM의 고정 거래선 가격은 현 물가격의 약세에도 불구하고 강세가 지속되고 있다. 이는 PC 경기와 무관한 공급측면의 변화 때문이다. 즉, ① DDR3 DRAM에서 국내업체들 대비 원가경쟁력이 어렵다고 판단한 일부 2'nd Tier가 DRAM Capa를 LSI Foundry로 전환 및 감산을 추진하고 있으며, ② 2'nd Tier의 진입이 어렵고 DDR3 DRAM 대비 수익성이 월등히 뛰어난 Mobile/Server용 DRAM의 생산비중을 확대 하고 있기 때문이다. ③ 가격이 충분히 빠졌고 더구나 일본지진 여파로 수급차질을 우려하여 PC Maker들이 DRAM의 재고를 늘렸기 때문이다.

하지만 미국 신학기(Back to the School)의 수요부진과 PC Set 업체들의 재고조정 여파로 인해 2Q11후반~3Q11초반에 PC용 DDR3 DRAM 가격이 일시적으로 하락할 것으로 예상되며 3Q11 중후반에 재차 강보합세로 전환될 전망이다.

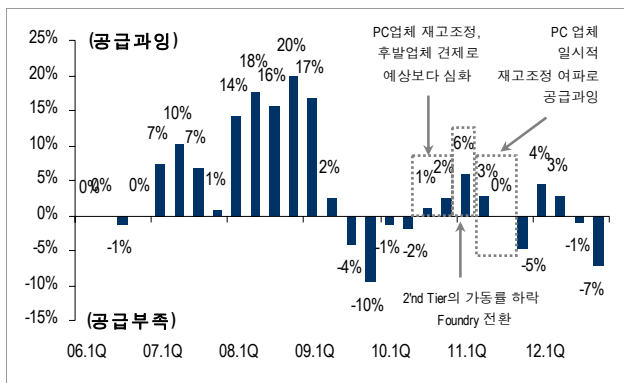
단기 NAND FLASH 업황:  
16Gb 이하급 수급은  
다소 악화 vs. 32Gb 이상  
High Quality 제품은  
수급 호조

NAND Flash 단기 전망: Smart Phone/태블릿 PC의 폭발적인 증가로 2011년에 강보합세가 지속될 전망이다. 다만, 저가/보급형을 주력으로 하는 중국 휴대폰 업체들의 판매부진, Toshiba의 Low Quality 제품의 시장철회, 제한된 수요처 등으로 인해 16Gb 이하급 NAND Flash 메모리의 고정거래선 가격은 약세가 지속될 것이다. 하지만 32Gb 이상의 High Quality 제품은 수급이 매우 Tight하여 2012년에도 원가 절감률을 하회하는 수준의(원가 절감률>평가 하락률) 완만한 가격 하락이 예상된다. 이는 ① 대용량 NAND Flash를 탑재한 Smart Phone/태블릿 PC의 고성장세가 지속되고, ② 공급부족으로 시장형성이 당초 예상보다 크게 늦어지고 있으나 2012년초부터는 본격적인 시장형성이 예상되는 노트북용 SSD, Smart TV가 New Killer Application이 급부상할 것으로 예상되기 때문이다.

메모리 중기전망:  
DRAM은 PC경기와  
무관한 대호황,  
NAND는 4Q11 일시적  
공급과잉 후 1Q12부터  
수급호전

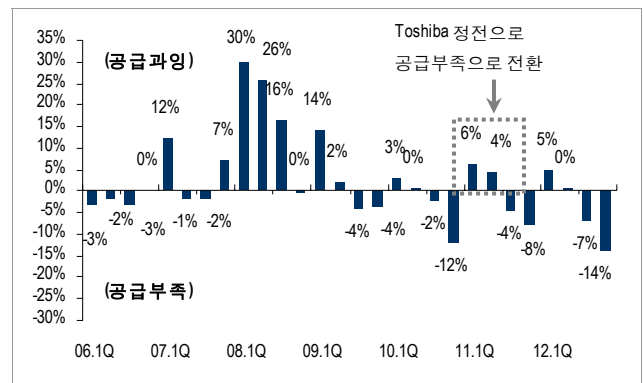
메모리 반도체 중기 전망: 우리는 다음과 같은 시나리오로 전개될 것으로 본다.  
첫째, DRAM은 '2'nd Tier의 신규 Fab 증설無 및 공정 미세화 차질→국내업체들의 공정미세화로 압도적 원가 경쟁력 확보→2'nd Tier 구조조정→공급량 제한→수급호전→국내 업체들의 독과점→PC 경기와 무관한 대호황'으로 전개될 것으로 전망한다.  
둘째, NAND Flash 메모리는 'Smart Phone/태블릿 PC 출하량 급증→4Q11초까지 수급양호→4Q11 중후반 일시적 공급과잉→3Q11후반부터 20nm 공정에서 생산성 차별화→SSD/ Smart TV 시장 본격개화→1Q12후반부터 수급호전→수익성 대폭 호전'의 Cycle로 전개될 것으로 본다.

DRAM 반도체 수급 전망



자료: 키움증권

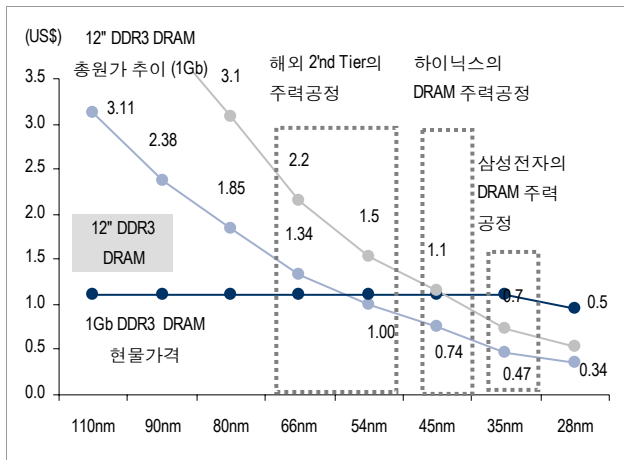
NAND Flash 메모리 수급 전망



자료: 키움증권

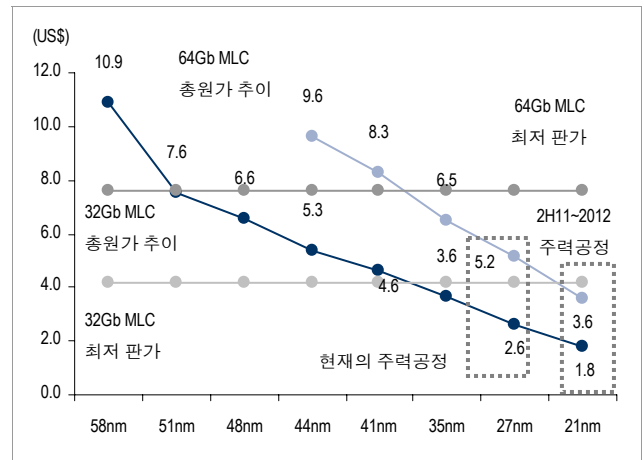


삼성전자 DRAM 원가 경쟁력 (공정 미세화)



자료: 키움증권

삼성전자 NAND Flash 원가 경쟁력 (공정 미세화)



자료: 키움증권

메모리는 PC경기과  
무관 하게 공급자인  
삼성전자의 전략에 좌우

**삼성전자 메모리 반도체 事):** 공격적인 Capex, 후발업체들과 미세공정 기술력 Gap 확대, 제품 Portfolio의 차별화로 동사는 메모리 반도체에서 독점적 시장지위로 그 위상을 강화하고 있다. 메모리 반도체의 Killer Application은 PC→Smart Phone→태블릿 PC→DTV→노트북용 SSD→UD (Ultra Definition)급 3D/Smart TV로 확대될 것으로 예상된다.

2012년 반도체 부문:  
매출액 US\$281억,  
영업 이익 US\$103억 예상

메모리 반도체 시황은 PC 경기와 무관한 Non-Cyclical 산업으로 수급호전 여부는 수요측면이 아니라 공급자 측면에서 접근이 이루어져야 한다. 즉, 2012년에 M/S 50%에 육박할 것으로 예상되는 동사의 전략에 달려 있다고 본다. 동사의 투자전략/제품 Portfolio 전략/공정 Migration 전략 등으로 고려할 때 동사 메모리 반도체 事)의 2012년 매출액은 18%YoY증가한 US\$281억, 영업이익은 41%YoY 증가한 US\$103억에 이를 것으로 추정된다.

## 삼성전자 메모리 반도체의 증장기 전망

(단위: M\$)

	단위	10.1Q	2Q	3Q	4Q	11.1Q	2Q	3Q	4Q	12.1Q	2Q	3Q	4Q	08년	09년	10년	11년(E)	12년(E)
메모리 매출액(M\$)	(M\$)	4,801	5,761	6,431	5,284	5,358	5,651	6,446	6,294	6,092	6,645	7,553	7,831	13,104	13,491	22,277	23,748	28,121
QoQ(%)		9%	20%	12%	-18%	1%	5%	14%	-2%	-3%	9%	14%	4%	-20%	3%	65%	7%	18%
메모리 영업이익(M\$)	(M\$)	1,635	2,435	2,807	1,793	1,430	1,729	2,195	1,994	1,612	2,293	3,122	3,300	166	1,581	8,669	7,347	10,327
QoQ(%)		38%	49%	15%	-36%	-20%	21%	27%	-9%	-19%	42%	36%	6%	-93%	852%	448%	-15%	41%
영업이익률		34%	42%	44%	34%	27%	31%	34%	32%	26%	35%	41%	42%	1%	12%	39%	31%	37%
출하량	(512Mb, Mpcs)	1,755	1,991	2,562	2,573	2,990	3,325	3,576	3,735	4,075	4,471	5,029	5,619	4,076	5,608	8,882	13,626	19,193
QoQ(%)		10%	13%	29%	0%	16%	11%	8%	4%	9%	10%	12%	12%	51%	38%	58%	53%	41%
DDR3 출하량	(512Mb, Mpcs)	1,006	1,330	1,912	2,020	2,506	2,906	3,210	3,368	3,716	4,112	4,670	5,260	132	1,568	6,269	11,990	17,758
QoQ(%)		53%	32%	44%	6%	24%	16%	10%	5%	10%	11%	14%	13%		1085%	300%	91%	48%
출하가(ASP)	(512Mb, US\$)	1.35	1.45	1.34	0.87	0.68	0.66	0.62	0.60	0.54	0.53	0.53	0.53	1.3	0.99	1.25	0.64	0.53
QoQ(%)		4%	7%	-8%	-35%	-22%	-2%	-8%	-3%	-9%	-3%	0%	0%	-62%	-23%	26%	-49%	-17%
DRAM DDR3 출하가	(1Gb, US\$)	2.55	2.78	2.47	1.54	1.22	1.26	1.17	1.13	0.99	0.86	0.86	0.86	1.2	1.7	2.3	1.2	0.9
QoQ(%)		10%	9%	-11%	-38%	-21%	3%	-7%	-3%	-13%	-13%	0%	0%	-51%	49%	35%	-49%	-25%
매출액	(M\$)	2,366	2,880	3,422	2,236	2,033	2,211	2,199	2,226	2,216	2,360	2,648	2,973	5,145	5,716	10,904	8,669	10,197
QoQ(%)		15%	22%	19%	-35%	-9%	9%	-1%	1%	0%	6%	12%	12%	-40%	11%	91%	-20%	18%
영업이익	(M\$)	957	1,324	1,575	582	313	478	512	494	500	738	1,106	1,446	-106	606	4,438	1,796	3,791
QoQ(%)		53%	38%	19%	-63%	-46%	53%	7%	-4%	1%	48%	50%	31%	-123%	흑전	632%	-60%	111%
영업이익률		40%	46%	46%	26%	15%	22%	23%	22%	23%	31%	42%	49%	-2%	11%	41%	21%	37%
출하량	(512Mb, Mpcs)	835	994	1,196	1,398	1,475	1,737	2,228	2,399	2,461	2,927	3,249	3,545	1,638	2,501	4,422	7,839	12,182
QoQ(%)		11%	19%	20%	17%	6%	18%	28%	8%	3%	19%	11%	9%		53%	77%	77%	55%
출하가(ASP)	(512Mb, US\$)	1.29	1.27	1.13	1.05	1.02	1.02	0.98	0.89	0.80	0.76	0.76	0.69	2.6	1.4	1.2	1.0	0.8
QoQ(%)		-3%	-1%	-11%	-7%	-3%	0%	-4%	-10%	-10%	-5%	0%	-9%		-44%	-18%	-18%	-23%
매출액	(M\$)	1,076	1,263	1,352	1,471	1,506	1,776	2,182	2,123	1,966	2,227	2,464	2,447	4,088	3,553	5,161	7,587	9,103
QoQ(%)		7%	17%	7%	9%	2%	18%	23%	-3%	-7%	13%	11%	-1%		-13%	45%	47%	20%
영업이익	(M\$)	149	415	658	704	584	735	947	853	655	938	1,196	1,188	529	175	1,926	3,119	3,978
QoQ(%)		45%	178%	59%	7%	-17%	26%	29%	-10%	-23%	43%	28%	-1%		-67%	흑전	62%	28%
영업이익률		14%	33%	49%	48%	39%	41%	43%	40%	33%	42%	49%	49%	13%	5%	37%	41%	44%
출하량 (MLC, SLC)	(2Gb, Mpcs)	2,511	3,233	3,725	3,831	4,929	5,022	6,518	7,222	8,342	9,388	11,276	12,380	6,248	7,725	13,299	23,691	41,386
QoQ(%)		17%	29%	15%	3%	29%	2%	30%	11%	16%	13%	20%	10%	127%	24%	72%	78%	75%
출하량 (MLC, SLC)	(16Gb, Mpcs)	314	404	466	479	616	628	815	903	1,043	1,174	1,410	1,548	781	966	1,662	2,961	5,173
QoQ(%)		17%	29%	15%	3%	29%	2%	30%	11%	16%	13%	20%	10%	127%	24%	72%	78%	75%
32Gb 이상 수량	(32Gb, US\$)	78	137	133	146	211	246	347	407	476	553	671	740	0	61	493	1,211	2,440
32Gb 비중		50%	68%	57%	61%	68%	78%	85%	90%	91%	94%	95%	96%	0%	13%	59%	82%	94%
출하가 (32Gb 환산)	(32Gb, US\$)	8.66	8.01	7.12	6.59	5.90	5.30	5.07	4.31	3.67	3.51	3.46	3.12	10.67	8.65	7.60	5.15	3.44
QoQ(%)		-13%	-7%	-11%	-7%	-10%	-10%	-4%	-15%	-15%	-4%	-1%	-10%	-76%	-19%	-12%	-32%	-33%
매출액	(M\$)	1,359	1,619	1,657	1,577	1,818	1,664	2,064	1,946	1,911	2,059	2,441	2,410	3,870	4,223	6,212	7,492	8,822
QoQ(%)		2%	19%	2%	-5%	15%	-9%	24%	-6%	-2%	8%	19%	-1%	-50%	9%	47%	21%	18%
영업이익	(M\$)	529	696	573	507	532	517	737	647	457	617	819	665	-618	800	2,305	2,432	2,558
QoQ(%)		16%	32%	-18%	-11%	5%	-3%	43%	-12%	-29%	35%	33%	-19%	-132%	-229%	188%	6%	5%
영업이익률	(%)	39%	43%	35%	32%	29%	31%	36%	33%	24%	30%	34%	28%	-16%	19%	37%	32%	29%

자료: 키움증권 추정



## 비메모리 반도체 산업! 2012년까지 호황 지속.

**비메모리 반도체 산업은 적어도 2012년까지 장기호황:** 2007년까지 비메모리 반도체 산업은 IT/가전기기용 반도체로 Main Stream은 One-Chip화(경박 단소화), 공정 미세화를 생산성 향상이 Key Factors였다. 하지만 2008년을 기점으로 IT 기기의 Digital화, 신호처리 고속화, 고해상도화, Mobile화, 자동차 전장화로 New Paradigm Shift화 되면서 비메모리 반도체 산업은 2차 중흥기로 전환되고 있다. Mobile 기기로서 Smart Phone/태블릿 PC이 급부상하고, 다양한 무선통신 기능을 내장한 노트북 PC 시장도 급성장하고 있다. 또한 Digital TV 등 가전 제품도 고정세화(HD→FHD→UD) 및 고속 신호처리가 요구되는 3D TV & Smart TV의 수요 급증으로 대용량 메모리 반도체 뿐만 아니라 비메모리 반도체 수요도 기하급수적으로 증가하는 추세에 있다.

이들 공통점은 Multi-Media 및 무선통신 기능을 기본적으로 탑재하기 때문에 대용량 메모리 반도체뿐만 아니라 다양한 고성능의 Sys. LSI 반도체가 탑재되는 추세에 있다. 고속 MCU, Controller, 고화소 CIS(CMOS Image Sensor), 통신용 Chipset류, DMB/Wi-Fi/NFC/GPS용 무선통신 Chipset, 수명연장을 위한 Battery용 PMIC Chipset이 기본적으로 탑재된다.

또한 자동차의 전장화/전기자동차 및 안전장치 내장화 추세로 인해 각종의 Motor류와 Battery를 구동시키는 Chip류/Contoller/Sensor류 등의 비메모리 반도체 수요가 급증하고 있을 뿐만 아니라 내부에 Multi-Media 기기를 기본적으로 탑재하는 추세에 있어 전세계 비메모리 반도체는 2차 중흥기를 맞이하고 있다.

메모리 반도체와 달리 비메모리 반도체는 System Oriented 제품으로 일본/미국/유럽 등의 선진 업체들의 독무대로 진입장벽이 높아 국내 비메모리 반도체 산업은 부진을 면치 못했다. 1997년 IMF 사태로 인해 삼성전자가 강점을 갖고 있던 비메모리 반도체용(High Power) 부천공장을 매각하면서 국내 비메모리 반도체 산업은 깊은 수렁에 빠졌었다.

## 비메모리 반도체의 장기 호황은 일본 대지진에 따른 반사이익 때문임

우리는 국내 비메모리 반도체 산업이 2011년을 Peak로 2012년부터 하강곡면으로 진입을 우려했었다. 이는 삼성전자, TSMC, 글로벌파운드리 등의 비메모리용 12인치 신규 Fab의 공격적 증설, 원가 경쟁력이 떨어지는 해외 DRAM 업체들의 일부가 DRAM Capa를 Sys. LSI Foundry로 전환하면서 원가 경쟁력/공정기술력이 떨어지는 8인치 Fab의 수익성 악화를 우려했다. 하지만 일본 대지진의 반사이익으로 국내 비메모리 반도체 산업은 적어도 2012년까지 장기호황을 구가할 수 밖에 없을 것으로 예상된다. 일본 대지진 영향으로 일본 비메모리 반도체 8개 업체, 15개 Fab, 45만장/월 Capa가 직접적 타격을 입은 상황으로 조사기관에서 늦어도 4Q11말까지 완전정상화가 가능할 것으로 예상하나 우리는 방사능 피폭우려/전력공급부족/연구 및 생산인력 문제 등으로 정상화 늦어질 뿐만 아니라 생산 Capa도 대폭 축소될 수 밖에 없을 것으로 전망한다.

동사는 모바일  
컴퓨팅의 핵심 반도체류  
Full Line-up 구축  
→ 최대 수혜

**컴퓨팅 핵심: AP+Mobile 메모리+NAND Flash → Apple 거래선 변경 어려울 듯**

일반적으로 PC 시스템은 CPU, 주기억장치(DRAM), 보조기억장치(HDD or SSD)로 구성된다. 반면에 Smart Phone/태블릿 PC등의 모바일 기기에서는 CPU 기능을 저전력 구동이 용이한 AP (Application Processor), 통신용 Modem Chipset, 주기억장치인 Mobile DRAM, 보조기억장치는 NAND Flash 메모리로 구성되며 소형화/박형화를 위해 POP(Package on Package) or MCP 형태로 탑재된다. 또한 카메라 Sensor로 고해상도 CIS(CMOS Image Sensor)가 기본적으로 탑재된다. 삼성전자 반도체 부문은 통신용 Modem IC를 제외한 이들 핵심 반도체를 주력으로 하고 있으며 현재는 AP, Mobile DRAM, NAND Flash 메모리, CIS, DDI에서 압도적 M/S 1위를 차지하고 있다. 우리는 Smart Phone, 태블릿 PC 시장의 확산 Trend가 가속화되면 될수록 삼성전자에 수혜가 클 수 밖에 없을 것으로 판단한다. 더구나 이 같은 Mobile 기기의 Content 경쟁은 점차 둔화되는 반면에 Hardware 성능경쟁이 심화되고 있어 동사의 수혜폭은 더욱 확대될 수 밖에 없어 보인다.

제품의 "스마트화"로  
동사 반도체 BOM은  
확대되어갈 전망

Smart Phone/태블릿 PC의 Mobile DRAM 탑재용량은 현재 512MB~1GB에서 향후 1GB ~2GB까지 순차적으로 증가할 수 밖에 없으며 현재 AP(Application Processor)의 Clock Speed도 Max.1.5GHz 까지 구동하는 듀얼코어 수준에서 2012년에는 듀얼~쿼드코어에서 Max.2.5GHz까지 속도경쟁이 가속화될 전망이다. 또한 Smart Phone/태블릿 PC의 Users의 Contents 소비가 확대되면서 NAND Flash 메모리 용량도 대당 평균 16GB에서 평균 40GB로 확장되어갈 추세다.

현재 300MB~512MB의 DRAM이 탑재되는 DTV도 'HD TV ⇒ FHD TV(Full HD로 130만화소)에서 2012년에는 UD(Ultra Definition 400만화소)급 3D/Smart TV가 본격적으로 보급될 것으로 전망이다. UD급 3D/Smart TV에는 화상 처리용 고속의 AP(Application Processor), 대당 1.5GB 이상의 대용량 DRAM(2Gb DRAM 6개 소요), 보조기억장치로 NAND Flash 메모리, 다양한 유선통신용 반도체가 탑재될 것이다.

즉, Traffic의 확장 속도에 비해 관련 반도체 Capa 증설 속도는 더딘 상황인 만큼 이들 해당 IT 기기들에 AP, DRAM, NAND Flash, 통신용 반도체가 차지하는 비중 (BOM)은 확대어갈 것으로 추정된다.

삼성전자 System LSI 事)  
매출액: 2011년 US\$97억  
→ 2012년 US\$110억 상회

**삼성전자 Sys. LSI 事):** IT 기기의 Paradigm Shift에 대비한 과감한 선행투자과 연구개발의 결실로 동사는 20년만의 숙원인 비메모리 반도체(Sys.LSI 사업부)에서 Top Tier로 부상 중이다. 동사는 2006년까지 비메모리 반도체의 Foundry 업체에서 압도적 1위인 대만 TSMC 대비 공정 기술력/Cell Lib/12인치 Capa 등에서 1년 이상의 격차가 있었으나 2008년 후반부터 60/40nm 공정으로 Shift 하면서 거의 동등한 수준에 이르렀다.

비메모리 반도체의 차기 공정 기술인 30/20nm급에서 조기 상용화를 목표로 양사가 치열한 선두 경쟁을 벌이고 있다. 동사는 비메모리 반도체용 차세대 공정기술 개발과 더불어 비메모리용 12인치 Fab의 공격적인 Capa 증설로 12인치급 비메모리 반도체 Capa가 2010년에 37%YoY 증가했고 2Q11후반에 2개의 신규라인이 본격가동에 들어감에 2011년에는 그 Capa가 63%YoY 증가하고 2012년에도 66%YoY 이상 증가할 것으로 예상된다.

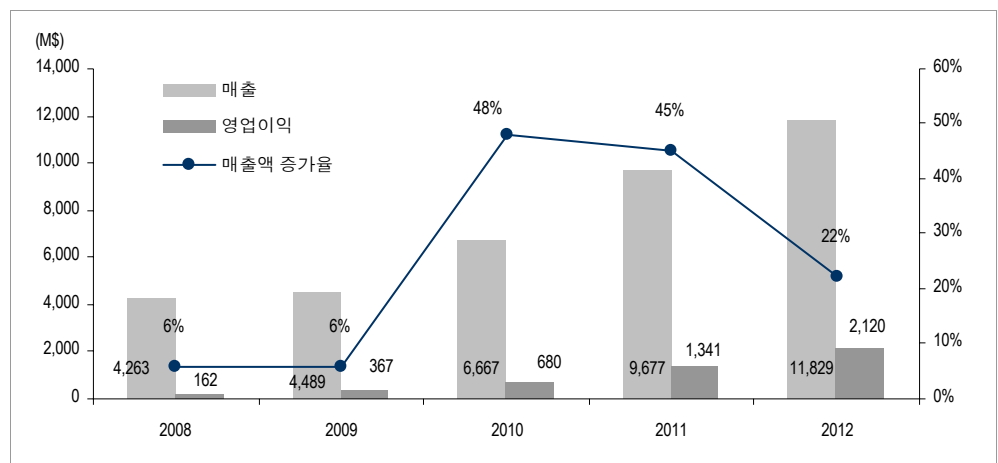
우리는 동사 Sys. LSI 事)의 2006년까지 연간 매출액이 US\$30억을 하회하는 세계 13위권에 그쳤으나, 이 같은 연구개발 효과, 공정 기술력, 설계기술력, 12인치 신규 Fab의 공격적인 Capa 증설의 결실로 인해 동사 Sys. LSI 事)의 2010년 매출액은 48%YoY 급성장한 US\$67억으로 세계 Top10이내로 진입하였다. 2Q11후반부터 12인치 신규 Fab의 추가 가동된다는 점을 고려할 때 2011년에는 매출 US\$97억, 업계 4~5위권 부상이 확실시되며, 2012년 매출은 US\$110~120억으로 Top Tier권으로 진입이 확실시된다.

삼성전자의 비메모리 반도체용 12인치 Fab 증설 추이

K장/월	2011년(E)				2012년(E)				08년	09년	10년	11년(E)	12년(E)
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q					
S-라인	50	50	52	50	50	52	52	52	324	405	555	606	618
Austin (8"개 조)	0	5	20	30	30	35	35	35	0	0	0	165	405
8-라인 (8"개 조)	0	5	15	15	20	25	30	35	0	0	0	105	330
14-라인		0	0	0	5	10	10	15	0	0	0	0	120
총K장/월(12")	50	60	87	95	105	122	127	137	324	405	555	876	1,473
증가율	4%	2%	4%	9%	11%	16%	4%	8%	7%	25%	37%	58%	68%

자료: 키움증권 추정

삼성전자 비메모리 반도체의 매출 및 영업이익 전망



자료: 삼성전자, 키움증권 추정

삼성전자 반도체 부문은 2012년에 업계 Top으로 부상 확실시

2012년 삼성전자  
반도체 부문,  
인텔과의 Gap  
줄어나갈 것으로 보임

동사는 ① 메모리 반도체에서 승자독식의 종결자, ② 비메모리 반도체에서 Top으로 급부상하고 있다. 아래표에서 보는 바와 같이 동사의 반도체 부문의 매출은 2010년에 US\$291억으로 전세계 반도체 업계의 확고한 2위를 구축했고 2011년에는 16%YoY 증가한 US\$334억으로 1위인 미국의 Intel과의 그 Gap을 줄일 것으로 보인다. 2012년에는 메모리 반도체 및 비메모리 반도체의 고른 성장에 힘입어 19%YoY 증가한 Min.US\$400억으로 업계 Top으로 부상할 것으로 본다.

삼성전자 반도체 부문의 Global Top으로 부상은 ① 메모리 반도체 뿐만 아니라 비메모리 반도체에서 압도적인 Capex 효과로 생산 Capa 증가율이 시장평균을 대폭 상회하는 반면에, ② 세계 1위인 Intel이 Mobile용 CPU(AP) 시장에서 소비전력 문제, 후발업체라는 약점으로 인해 고전을 면치 못할 것으로 보이고, ③ Smart 기기의 활성화는 PC 경기의 둔화의 둔화로 이어져 주력인 PC용 CPU 수요 정체 및 가격하락이 예상되며, ④ 중기적으로 Non-Intel의 저가 CPU를 탑재한 저가클라우드 기반의 Mobile PC(예 크롬 OS 탑재) 수요가 증가할 것으로 예상되기 때문이다.

세계 반도체 업체 순위 (매출 기준)

(단위: 백만USD)

Rank	2006년		2007년		2008년		2009년		2010년		2011년E		2012년E	
1	Intel	30,522	Intel	33,988	Intel	34,814	Intel	33,253	Intel	41,695	Intel	43,543	Intel	?
2	삼성전자	20,138	삼성전자	20,464	삼성전자	17,391	삼성전자	17,686	삼성전자	29,140	삼성전자	33,425	삼성전자	39,950
3	Texas	11,984	Toshiba	11,820	Toshiba	10,601	Toshiba	9,604	TSMC	14,467	TSMC	16,205	TSMC	?
4	Infineon	10,533	Texas	11,768	Texas	10,593	Texas	9,142	Texas	12,256	Toshiba	12,818	Toshiba	?
5	STM	9,854	Infineon	10,194	STM	10,270	TSMC	8,655	Toshiba	11,857	Texas	12,636	Texas	?
6	Toshiba	9,783	STM	9,966	TSMC	10,211	STM	8,510	하이닉스	10,412	STM	11,153	하이닉스	11,484
7	TSMC	9,652	TSMC	9,547	Infineon	8,224	Qualcomm	6,409	STM	10,288	하이닉스	10,502	STM	?
8	하이닉스	8,007	하이닉스	9,100	RenesasT	7,081	하이닉스	6,035	Micron	7,525	Qualcomm	8,436	Qualcomm	?
9	RenesasT	7,900	RenesasT	8,001	Qualcomm	6,477	RenesasT	5,670	Qualcomm	6,666	Micron	7,740	Micron	?
10	AMD	7,434	AMD	5,885	하이닉스	6,010	AMD	5,157	Broadcom	6,543	Broadcom	7,564	Broadcom	?
11	NXP	5,874	NXP	5,769	RenesasE	5,770	Infineon	4,682	AMD	6,360	AMD	6,604	AMD	?
12	Freescall	5,779	Qualcomm	5,619	AMD	5,298	RenesasE	4,542	Infineon	6,200	RenesasT	6,240	RenesasT	?
13	RenesasE	5,680	RenesasE	5,593	Freescall	4,959	Broadcom	4,317	RenesasT	6,120	Infineon	5,076	Infineon	?
14	Micron	4,994	Freescall	5,458	Broadcom	4,563	Micron	4,170	RenesasE	4,870	RenesasE	4,915	RenesasE	?

주: Gartner, 키움증권 추정

삼성전자 반도체부문 실적 전망 (IFRS 연결기준)

(단위: 억원)

		10.1Q	2Q	3Q	4Q	11.1Q	2Q(E)	3Q	4Q	12.1Q	2Q	3Q	4Q	09년	10년	11년(E)	12년(E)
반도체 총괄	매출액(IFRS)	82,050	95,300	106,620	92,479	91,800	94,225	96,561	95,399	88,099	97,244	106,572	109,719	268,021	376,449	377,985	401,633
	YoY(%)	57%	55%	43%	16%	12%	-1%	-9%	3%	-4%	3%	10%	15%	(1790%)	(40%)	(0%)	(6%)
	QoQ(%)	(3%)	(16%)	(12%)	-(13%)	-(1%)	(3%)	(2%)	-(1%)	-(8%)	(10%)	(10%)	(3%)				
	영업이익	19,950	29,400	34,220	18,005	16,375	21,646	27,671	24,901	20,294	28,722	37,215	38,241	20,600	101,575	90,592	124,472
	QoQ(%)	49%	47%	16%	-47%	-9%	32%	28%	-10%	-18%	42%	30%	3%	14798%	393%	-11%	37%
메모리 사업부	영업이익률	(24%)	(31%)	(32%)	(19%)	(18%)	(23%)	(29%)	(26%)	(23%)	(30%)	(35%)	(35%)	(8%)	(27%)	(24%)	(31%)
	매출액	55,900	67,100	74,900	60,400	58,700	61,490	68,191	66,591	61,384	66,956	76,104	78,898	167,700	258,300	254,972	283,342
	QoQ(%)	11%	20%	12%	-19%	-3%	5%	11%	-2%	-8%	9%	14%	4%		54%	-1%	11%
	영업이익	18,600	28,540	32,751	19,578	16,011	18,671	23,052	20,932	16,124	22,934	31,215	32,997	17,919	99,469	78,666	103,269
	QoQ(%)	35%	53%	15%	-40%	-18%	17%	23%	-9%	-23%	42%	36%	6%	71698%	455%	-21%	31%
Sys. LSI 사업부	영업이익률	33%	43%	44%	32%	27%	30%	34%	31%	26%	34%	41%	42%	11%	39%	31%	36%
	매출액	15,470	18,255	21,540	23,479	23,200	23,330	28,370	28,808	26,715	30,288	30,468	30,820	56,168	78,744	103,708	118,291
	QoQ(%)	-15%	18%	18%	9%	-1%	1%	22%	2%	-7%	13%	1%	1%		40%	32%	14%
	영업이익	1,342	1,740	2,515	2,256	2,479	3,256	4,618	3,969	4,171	5,788	6,000	5,244	4,378	7,854	14,323	21,203
	QoQ(%)	-8%	30%	45%	-10%	10%	31%	42%	-14%	5%	39%	4%	-13%	2634%	79%	82%	48%
HDD/ODD 사업부	영업이익률	9%	10%	12%	10%	11%	14%	16%	14%	16%	19%	20%	17%	8%	10%	14%	18%
	매출액	10,680	9,945	10,180	8,600	9,900	9,405	0	0	0	0	0	0	44,153	39,405	19,305	매각
	QoQ(%)	-(5%)	-(7%)	(2%)	-(16%)	(15%)	-(5%)							1564%	-11%	-51%	
	영업이익	8	-880	-1,046	-3,829	-2,115	-282							-1,697	-5,748	-2,397	매각
	QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지							흑전	239%	-58%	
	영업이익률	0%	-9%	-10%	-45%	-21%	-3%							-4%	-15%	-12%	

주: 삼성전자, 키움증권 추정

## 2. 정보통신부문의 Smart Phone이 드디어 사과를 따다

2Q11에 삼성전자  
Smart Phone 출하량  
55%QoQ 급증한  
19.5백만대

2Q11에 동사 휴대폰 출하량은 7,680만대로 10%QoQ 증가할 것으로 예상된다. 특이한 점은 그 동안 약점으로 지적되어 왔던 Smart Phone의 판매호조로 2Q11의 Smart Phone 출하량은 시장의 예상치를 크게 상회하는 55%QoQ 증가한 Min19.5M대로 추정된다. 갤럭시 S2 판매호조, 보급형 Smart Phone 출시, 공격적 Marketing에 힘입어 동사의 2Q11 Smart Phone 판매량은 절대 강자인 Apple과 대등한 수준으로 폭발적인 성장이 예상된다. 2Q11의 Smart Phone 판매비중은 26%으로 전분기비 8%pt 증가하고 ASP 상승효과로 환율 하락에 따른 매출감소 효과를 상쇄하는 고정장/고수익 사업구조를 유지할 것으로 보인다.

Smart Phone 비중급증  
→ ASP 상승  
→ 수익성 호전  
2Q11에 정보통신 매출액  
12%QoQ 증가한  
11.9조원, OP Margin  
14.8%로 개선

정보통신부문의 2Q11 매출액 12%QoQ 증가한 11.9조원으로 추정되며 환율하락, 부품가격상승, 예도 불구하고 제품 Mix 개선과 규모의 경제에 따른 고정비 비중감소, 국내 시장에서 갤럭시S2 판매량 급증 등으로 2Q11의 OP Margin은 14.8%로 오히려 개선되며 영업이익도 신제품 출시에 따른 Marketing 비용증가를 감안하더라도 1.7조원으로 23%QoQ 증가할 것으로 보인다.

동사는 Smart Phone에서 후발주자이지만 Apple의 아이폰에 대항력을 갖춘 유일한 업체로써 강력한 Hardware 기술에 그 동안 취약했던 Software 기술의 완성도까지 높은 결과로 당분간 경쟁사의 대항모델이 없다는 점을 고려할 때, 동사는 2011년에 Smart Phone 출하량이 회사측의 가이드를 크게 상회하는 80M대(회사측 60M대 제시), 2012년에는 1.2억대에 달할 것으로 추정한다.

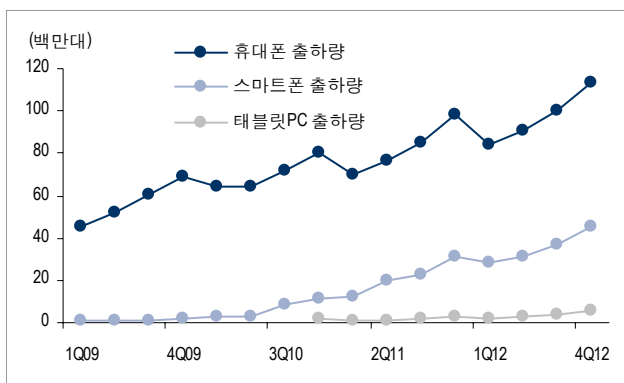
정보통신 부문의 전망을  
매우 긍정적인 보는  
6가지 이유  
첫째, 안드로이드 3.1과  
하드웨어 업그레이드를  
통해 완성도 높아진  
갤럭시탭 시리즈의  
본격적 시장 입성.  
2Q11부터 진검 승부.

우리는 정보통신부문의 실적전망을 매우 긍정적으로 이제는 “Smart Phone 시장에서 절대강자인 Apple을 추월할 수 있는가”가 최대 관전 포인트인데, 수량 측면에서 가능성이 높다고 본다.

이는, 첫째, 갤럭시탭 7.4인치에서 고배를 마셨던 동사는 갤럭시탭 8.9인치와 10.1인치 신모델을 2Q11 후반에 일제히 출시할 전망이다. 작년 4Q11에 출시된 갤럭시탭 7.4인치는 분명 실패작이었으나 신모델인 갤럭시탭 시리즈는 H/W 성능, 소비자 편의성, 디자인 등의 측면에서 대폭 업그레이드 되었고, 태블릿PC에 최적화된 안드로이드 3.1을 탑재가 예상된다. 강력한 Marketing 능력까지 고려할 때 소비자 호응이 시장 기대치를 상회할 전망이다.

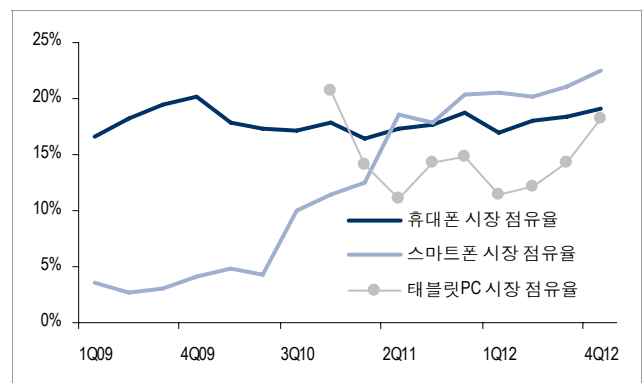
동사의 옴니아 시리즈가 실패작이지만 갤럭시S 시리즈에서 일거에 만회했다는 점을 상기해본다면 갤럭시탭 신모델 시리즈는 성공 가능성이 높다. 안드로이드 3.1 출시로 안드로이드 태블릿 PC 완성도는 강화되었고 iPad과 차별화된 USB 연결성, 위젯, 액션바 등의 기능이 한층 강화될 것이다. 우리는 동사의 태블릿 PC의 2Q11 출하량을 115만대로 추정하고 있으며 신모델 효과가 반영되는 2H11에는 5M대 이상으로 주력제품은 8.9인치급 제품으로 전망한다.

삼성전자의 휴대폰/태블릿PC 출하량 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 휴대폰/스마트폰/태블릿PC 시장 점유율 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 무선(사) 휴대폰/Smart Phone/태블릿 PC 실적 전망

(단위: 억원)

		1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11E	3Q11E	4Q11E	1Q12E	2Q12E	3Q12E	4Q12E	09년	10년	11년(E)	12년(E)
휴대폰 출하량 (K대)	수출	61,200	60,850	67,300	78,000	66,600	74,000	81,000	80,000	83,600	94,500	99,500	96,500	215,350	267,350	301,600	374,100
	내수	3,075	2,935	4,070	2,490	3,050	3,220	2,850	2,550	3,050	3,200	3,300	3,100	12,034	12,570	11,670	12,650
	소계	64,275	63,785	71,370	80,490	69,650	77,220	83,850	82,550	86,650	97,700	102,800	99,600	227,384	279,920	313,270	386,750
	QoQ(%)	-6.6%	-0.8%	11.9%	12.8%	-13.5%	10.9%	8.6%	-1.6%	5.0%	12.8%	5.2%	-3.1%				
	YoY(%)	39%	22%	19%	17%	8%	21%	17%	3%	24%	27%	23%	21%	15.7%	23.1%	11.9%	23.5%
	Smart Phone	2,600	2,700	8,100	11,500	12,600	19,500	24,000	23,000	23,460	26,979	31,026	37,231		24,900	79,100	118,696
Smart PAD 출하량 (K대)	QoQ(%)		4%	200%	42%	10%	55%	23%	-4%	2%	15%	15%	20%			218%	50%
	비중(%)	4%	4%	11%	14%	18%	25%	29%	28%	27%	28%	30%	37%		9%	25%	31%
	소계				12,701	13,250	20,651	26,301	25,700	26,811	30,780	35,227	41,662	0	12,701	85,902	134,479
평균단가 (\$)	연결기준	121	115	132	127	118	120	120	114	113	113	112	112	129	124	118	117
	QoQ(%)	1%	-5%	15%	-4%	-8%	2%	0%	-5%	-1%	0%	-1%	0%	-13%	-4%	-5%	-1%
매출액 (억원) (휴대폰+PAD)	연결기준	85,720	80,510	103,780	111,500	101,400	111,245	122,903	117,443	118,543	131,285	135,748	134,435	347,020	381,510	452,990	520,011
	QoQ(%)	-10.8%	-6.1%	28.9%	7.4%	-9.1%	9.7%	10.5%	-4.4%	0.9%	10.7%	3.4%	-1.0%				
	YoY(%)	0.3%	-8.6%	14.9%	16.0%	18.3%	38.2%	18.4%	5.3%	16.9%	18.0%	10.5%	14.5%	46.5%	9.9%	18.7%	14.8%
영업이익 (억원) (휴대폰+PAD)	연결기준	10,717	5,382	10,374	13,494	14,010	17,461	17,309	12,564	14,627	16,020	16,670	13,633	38,789	39,967	61,345	60,950
	영업이익률(%)	12.5%	6.7%	10.0%	12.1%	13.8%	15.7%	14.1%	10.7%	12.3%	12.2%	12.3%	10.1%	11.2%	10.5%	13.5%	11.7%
	QoQ(%)	28.2%	-49.8%	92.8%	30.1%	3.8%	24.6%	-0.9%	-27.4%	16.4%	9.5%	4.1%	-18.2%		3%	53%	-1%

자료: 삼성전자, 키움증권 추정

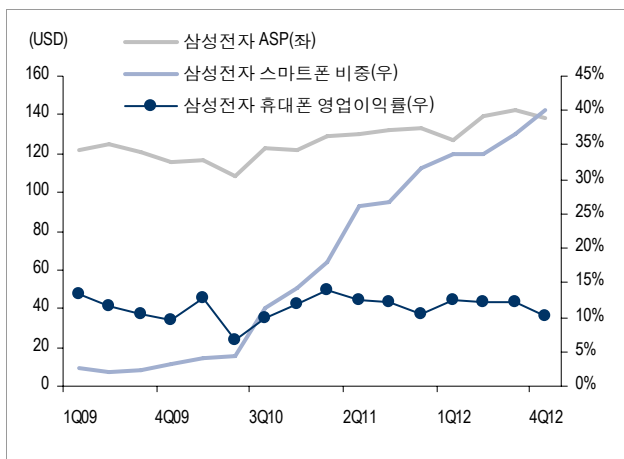
둘째, 소프트웨어의 격차는  
상당히 좁혀졌다  
하드웨어 경쟁은  
동사에 유리

둘째, Smart Phone 시장환경이 동사에 유리하게 전개되고 있다. iOS와 안드로이드의 Value-Proposition 격차가 좁혀지면서 안드로이드 진영의 Leader인 삼성전자의 Smart Phone 판매가 급속히 증가하고 있다. 구글 OS의 Software 완성도 차이가 좁혀지면서 Hardware 차별화가 보다 소비자 호응에 중요한 구매요인으로 작용할 것으로 예상된다.

User Experience에 큰 영향을 주는 Touch 감도, 구동속도, Display, 무게/얇기, 배터리 수명, UI 조작 편의성 항목에서 최근 출시된 동사의 갤럭시S2는 터치감도, UI 편의성에서 아이폰 4G를 상당 수준까지 따라 왔고, 연산속도, 무게/얇기, 배터리 수명에서는 보다 개선되었다.

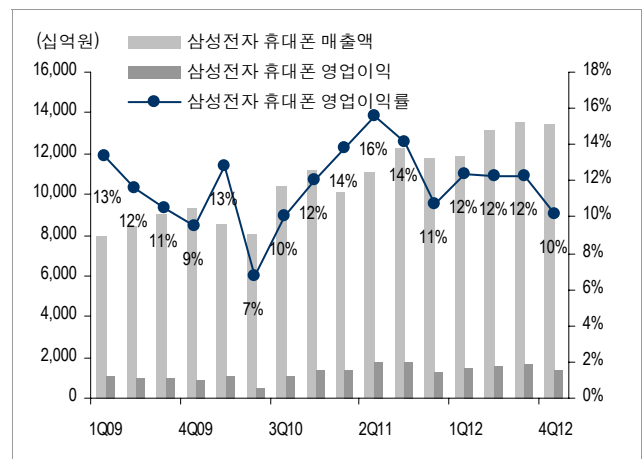
특히 데이터 무선통신 기능이 빠르게 탑재되면서 RF 간섭에 따른 통신기능 저하현상이 자주 발생하는데 이 같은 측면에서 동사의 Smart Phone은 보다 앞선 신뢰성을 제공하고 있다.

삼성전자 스마트폰 비중 vs ASP vs 영업이익률 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 휴대폰 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터



**셋째, LTE 주도권 확보**

셋째, Data Traffic 폭증 영향으로 무선통신 속도, 접근성에 대한 소비자들의 불만족이 확산되는 상황에서 LTE 4G망 서비스가 시작되고 있다. 휴대폰 제조업체 입장에서는 LTE 송수신 기능이 탑재된 LTE폰의 라인업을 갖추는 것이 중요해질 것이며 동사의 빠른 대응에 주목할 필요가 있다. 동사는 5월에 미국 이동 사업자인 버라이즌을 통해 드로이드(4G LTE폰)를 출시 했으며 현존하는 LTE폰 중에서 가장 시스템 완성도가 높은 것으로 평가된다. 동사는 LTE 폰에서 시장 주도권을 확보하였으며 이는, Smart Phone 경쟁구도에서 중요한 차별화 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

**넷째, 보급형 시장 확대로 라인업 갖추고 있는 동사보급형 스마트폰 판매 부양될 전망**

넷째, 보급형 시장이 활성화되면서 삼성전자 Smart Phone 시장 점유율도 빠른 속도로 상승할 전망이다. 판가 US\$100~300 수준의 Smart Phone 라인업 확대, 규모의 경제를 통한 원가 경쟁력으로 동사의 수익성 개선, 외형성장에 크게 기여할 것으로 예상된다. 일반 휴대폰 가격의 급락에도 불구하고 High-End급 Smart Phone의 판매호조와 더불어 보급형 Smart Phone 판매호조 영향으로 동사의 ASP는 현재 US\$120안팎에서 올 연말에 US\$130안팎으로 상승할 전망이다.

Apple의 보급형 Smart Phone 출시에 대한 논란이 많은데, 3GS가 보급형 Smart Phone 시장을 Target으로 판매되고 있다는 점에서 신규모델 출시를 통한 대응보다는 기존 3GS 모델의 판촉 활동을 통해 보급형 시장에 대응을 강화할 것으로 보인다. 아이폰 3GS는 US\$49에 AT&T에서 보급되고 있으나 안드로이드 Smart Phone 시장의 확대기조를 막진 못하고 있는 상황이다.

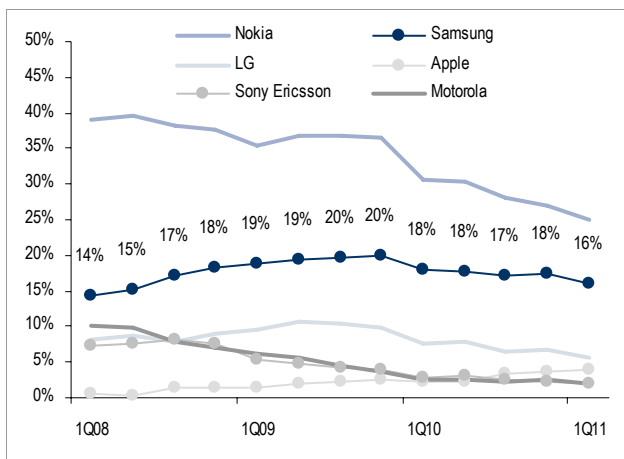
**다섯째, N스크린 시장이 안드로이드 진영에 유리하게 작용할 전망**

다섯째, N스크린 시장은 안드로이드 진영에 유리해 보인다. 플랫폼 경쟁이 스마트폰과 태블릿을 넘어 TV, 자동차, 가전으로 점점 넓어질 전망이다. 이 분야에서 개방형 플랫폼인 안드로이드가 훨씬 유리한 면이 있다. 애플이 모든 기기를 만들 수는 없는 노릇이고 시장의 확대 속도에 제대로 대응한다는 것은 거의 불가능한 일이다.

**Apple 아이폰의 유일한 대항마인 삼성전자 Smart Phone 판매량 Apple 추월 가능성 대**

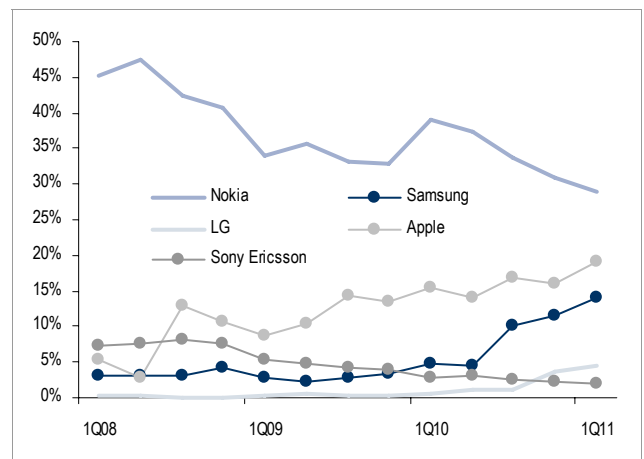
이처럼, 갤럭시 S2와 보급형 Smart Phone 판매량 급증으로 2Q11에 동사의 Smart Phone 판매량이 Apple과 비슷한 수준에 육박할 것으로 보이며 경쟁모델인 아이폰5 출시가 3Q11후반으로 예상됨에 따라 3Q11에는 Apple을 추월할 것으로 보이며 2012년 전망은 더욱 긍정적이다. 이는 AT&T, Verizon, KT 등의 통신사업자 들이 무제한 요금제 폐지 움직임으로 Apple의 Smart Phone 사업에 장애요인으로 작용하는 반면 안드로이드 진영에 긍정적 요인으로 작용할 전망이다기 때문이다. 이 같은 통신 사업자의 움직임은 H/W & S/W 개발역량, 신모델 개발력, 마케팅 능력 등에서 Apple의 유일한 경쟁자인 삼성전자에 절대적으로 유리할 것이다.

**휴대폰 Vendor별 시장 점유율: 2Q11부터 재차 점유율 확대 예상**



자료: 키움증권

**스마트폰 Vendor별 시장 점유율: 삼성전자 곧 18% 달성 예상**



자료: Datastream, 키움증권

### 3. DP(Display Panel) 부문: LCD 期待難望 → AMOLED 성장견인

주력 사업군인  
DP부문의 LCD事)가  
단기 아킬레스건으로  
동사 실적에  
부정적으로 작용

1990년부터 본격적 시장형성으로 지난 20년간 고성장세를 누렸던 TFT-LCD 산업은 2010년을 Peak로 2011년부터 역성장/저수익 사업으로 전환되고 있다. 당사 리서치센터가 TFT-LCD 산업에 대해 중장기적으로 비관적으로 보는 이유는

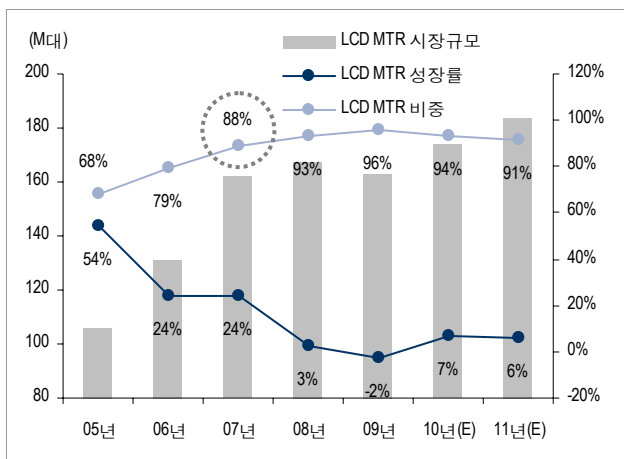
첫째, 아래의 표(왼쪽 Chart)에서 LCD 모니터의 Saturation 추이 및 양적인 성장률 추이를 보면 07년에 LCD 모니터의 Saturation Rate이 88%로 한계치에 육박하면서 2008년부터 LCD 모니터의 수요 증가률이 Single Digit으로 급락하였고 현재도 저성장세가 지속되고 있다는 것을 확인할 수 있다. 이 같은 맥락에서 LCD TV 시장을 살펴보면(오른쪽 Chart) 2010년 LCD TV의 Saturation Rate이 77% 수준으로 포화 구간으로 진입하고 있고 PDP TV를 포함할 경우 84%에 달하고 있어 성장 둔화 시그널은 명확해 보인다. 즉, FPD TV 성장률은 2010년을 Peak로 2011년부터 급격히 둔화될 수 밖에 없다는 점이다.

둘째, 2011년 이후 LCD TV 시장이 고성장 할 것을 예상하여 LCD 패널업체들이 2010년에 신규 Capex를 과도하게 했다는 점이다. 또한 후발주자인 중국 LCD 패널 업체들의 7G~8G급 신규 라인 가동이 2H11~1H12에 집중되어 있는 것은 추가적으로 수급 환경을 악화하고 있다.

셋째, Global 경기 및 IT 제품에 대한 소비 Pattern이 'LCD 모니터→노트북 PC→FPD TV→Smart Phone/태블릿 PC'로 변화되면서 FPD TV 수요가 둔화되고 있다는 점이다. 역설적으로 Smart Phone/태블릿 PC의 수요급증은 FPD TV의 수요정체로 이어지고 있다. Smart Phone/태블릿 PC의 수요가 둔화되지 않는 한 LCD TV 교체 수요 주기도 길어질 수 밖에 없을 전망이다.

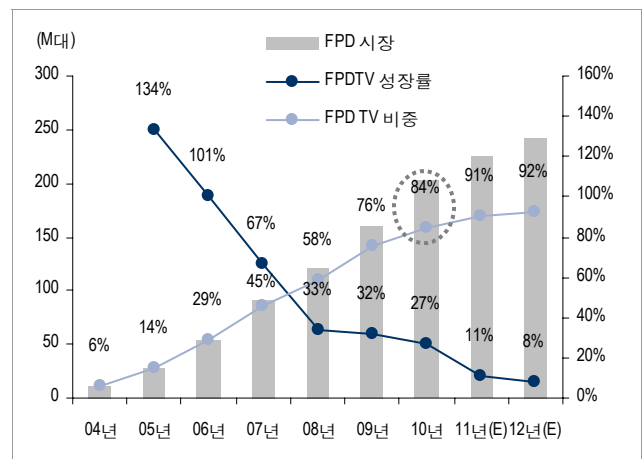
넷째, 중소형 Smart Phone/태블릿 PC용 LCD 패널이 새로운 성장산업으로 기대하고 있으나 이는 Niche Market으로 SMD의 AMOLED 신규라인이 본격/대량 양산에 들어가는 4Q11부터 중소형 LCD 패널도 IT/TV용 패널과 유사한 Pattern으로 성장이 현저히 둔화될 수 밖에 없을 것이다.

LCD 모니터의 Saturation 추이 및 성장률 추이



자료: DS, 키움증권 추정

LCD TV의 Saturation 추이 및 성장률 추이



자료: DS, 키움증권 추정

독과점인 AMOLED Display  
급성장세와 고수익성이  
2012년부터 DP 부문을  
성장 견인할 듯

AMOLED (자회사인 SMD): DP(Display Panel) 부문의 강력한 성장 동인으로 작용

1990년부터 고성장세를 구가해온 TFT-LCD 산업이 '20년간의 성장세를 뒤로하고' 2011년부터 역  
신장/저수익 사업구조로 전락하면서 FPD 산업에서 새로운 성장동력이 필요한 시점에서 동사(자  
회사인 SMD)는 차세대 Display인 AMOLED 시장에서 2011년에 M/S 99%의 독보적 위치를 구축  
하고 있다.

TFT-LCD가 Digital Oriented된 기술인 반면에 AMOLED는 '농업자적 근면성'이 요구되는 Analog  
Oriented된 기술로써 진입장벽이 매우 높고, 동사의 공격적인 Capex, 차별화된 경험, 공정기술력/생  
산기술력 등을 고려할 때 향후 2~3년간은 동사가 AMOLED 시장에서 독주할 것으로 예상된다.

AMOLED 투자계획을 고려한 신규라인 Capa 증설계획, 기존 TFT-LCD용 8G 라인을 AMOLED  
라인으로 개조할 가능성을 고려한 AMOLED의 현실적 생산 Capa는 아래와 같다 (왼쪽표, 8G 미  
반영) 이 같은 AMOLED 라인의 생산전망 및 제품 Road-map 등으로 고려할 때, DP 부문의 자  
회사인 SMD의 AMOLED 매출은 2010년 1.3조원(비중 4%)→2011년 3.8조원(비중 13%)→2012년  
9.8조원(비중 28%)로 AMOLED의 매출액 및 비중은 시장조사기관의 예상치 크게 상회할 전망  
이다.

TFT-LCD 산업의 역신장/저수익 사업구조로 인해 우리는 LCD事의 2011년 영업적자가 4,200억  
원으로 추정하고 2012년에 1,800억원의 소폭 영업흑자로 매우 보수적으로 추정하고 있다.

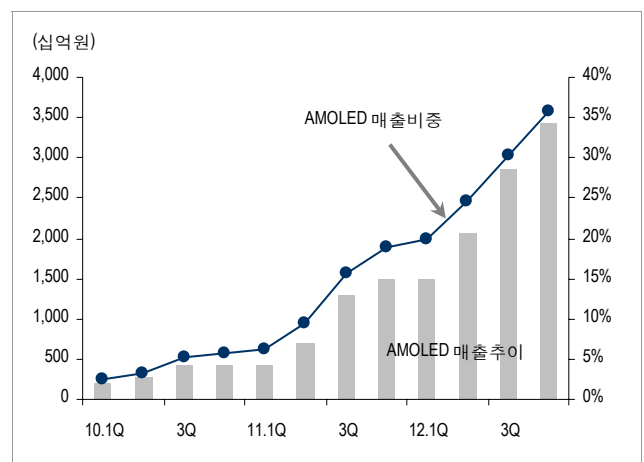
반면, 자회사인 SMD의 AMOLED 사업의 고속성장과 고수익성으로 동사 DP부문의 2011년도  
매출액은 6%QoQ 감소한 30조원, 영업이익 5,800억원 내외에 그칠 것으로 보이나 2012년에는  
매출액과 영업이익이 각각 17%YoY, 218%YoY 증가한 34.7조원, 1.9조원으로 'TFT-LCD의 부진을  
AMOLED가 완전상쇄'하여 2012년부터 DP 부문은 고성장/고수익 사업으로 거듭날 전망이다.

삼성전자의 AMOLED Capa 증설 일정 (양산 Timeline 기준)

			2010.				2011				2012			
			1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
4G	730 *920 (A1)	Phase 1	14	14	14	14	14	15	15	15	16	16	16	16
		Phase 2	9	9	9	9	9	10	10	10	11	11	11	11
		Phase 3	5	20	22	23	24	26	26	26	26	27	27	27
		소계	23	28	43	45	46	49	51	51	53	54	54	54
5.5G	1200 *1500 (A2)	Phase 1					4	20	24	24	24	24	24	24
		Phase 2							10	15	25	35	40	
		Phase 3								4	15	24	24	
		소계					4	20	34	43	64	83	88	
5.5G	1200 *1500 (A3)	Phase 1									4	15	24	
		Phase 2									0	4	15	
		Phase 3										0	0	
		소계									4	19	39	
8G	2200 *2500	Pilot								1	2	3	4	4
		LCD 8G									5	15	25	35
		개 조												
		Phase 3												
		소계												

자료: 삼성전자, 키움증권 추정

삼성전자 DP 부문의 AMOLED 매출 비중 전망



자료: SMD, 키움증권 추정

## 삼성전자 DP(Display Panel)부문의 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

		2010년				2011년				2012년				10년	11년(E)	12년(E)
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q(E)	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
DP 부문 (=①+②)	매출액 (억원)	68,500	77,600	81,000	72,000	65,100	72,017	83,448	84,394	78,963	83,845	89,162	88,898	299,100	304,958	340,868
	QoQ(%)	-(2%)	(13%)	(4%)	-(11%)	-(10%)	(11%)	(16%)	(1%)	-(6%)	(6%)	(6%)	(0%)	(16%)	(2%)	(12%)
	영업이익 (억원)	4,911	8,779	5,206	1,000	-2,306	-513	4,504	4,153	1,937	5,558	6,197	4,884	19,896	5,838	18,575
	QoQ(%)	-(7%)	(79%)	-(41%)	-(81%)	적전	적지	흑전	-(8%)	-(53%)	(187%)	(12%)	-(21%)	(17%)	-(71%)	(218%)
	영업이익률(%)	7.2%	11.3%	6.4%	1.4%	-3.5%	-0.7%	5.4%	4.9%	2.5%	6.6%	7.0%	5.5%	7%	2%	5%
AMLCD事 (①)	매출액(억원)	66,296	71,095	68,774	61,861	52,700	57,111	61,577	56,755	53,146	55,927	58,928	55,272	268,025	228,143	223,273
	QoQ(%)	-(5%)	(7%)	-(3%)	-(10%)	-(15%)	(8%)	(8%)	-(8%)	-(6%)	(5%)	(5%)	-(6%)	(8%)	-(15%)	-(2%)
	대형	62,066	66,167	63,450	57,437	47,772	51,787	57,153	52,587	48,746	51,027	53,978	50,372	249,119	209,299	204,123
	기타	4,230	4,928	5,324	4,424	4,928	5,324	4,424	4,169	4,400	4,900	4,950	4,900	18,906	18,844	19,150
	영업이익(억원)	4,934	7,979	3,606	-1,058	-3,921	-2,524	1,841	430	-1,414	1,495	1,768	-91	15,460	-4,174	1,757
	영업이익률(%)	7.4%	11.2%	5.2%	-1.7%	-7.4%	-4.4%	3.0%	0.8%	-2.7%	2.7%	3.0%	-0.2%	5.8%	-1.8%	0.8%
	QoQ(%)	(8%)	(12%)	(6%)	-(2%)	-(8%)	-(5%)	(3%)	(1%)	-(3%)	(3%)	(3%)	(0%)	(10%)	적전	흑전
SMD (②)	매출액 (억원)	2,204	6,505	12,226	10,139	12,400	14,906	21,871	27,639	25,817	27,918	30,234	33,626	31,075	76,816	117,595
	QoQ(%)		(195%)	(88%)	-(17%)	(22%)	(20%)	(47%)	(26%)	-(7%)	(8%)	(8%)	(11%)		(147%)	(53%)
	AMOLED	1,865	2,719	4,272	4,225	4,116	6,859	12,856	14,860	14,857	20,509	28,454	32,197	13,081	38,691	96,017
	QoQ(%)		(46%)	(57%)	-(1%)	-(3%)	(67%)	(87%)	(16%)	(0%)	(38%)	(39%)	(13%)		196%	148%
	LCD	339	3,786	7,955	5,914	8,284	8,047	9,015	12,779	10,960	7,409	1,780	1,429	17,994	38,125	21,578
	영업이익(억원)	-23	800	1,600	650	1,615	2,010	2,663	3,723	3,351	4,063	4,429	4,975	3,028	10,011	16,818
	영업이익률(%)	-1.0%	12.3%	13.1%	6.4%	13.0%	13.5%	12.2%	13.5%	13.0%	14.6%	14.6%	14.8%	9.7%	13.0%	14.3%
	QoQ(%)	-(1%)	(29%)	(37%)	(15%)	(39%)	(29%)	(21%)	(25%)	(23%)	(20%)	(16%)	(15%)		(231%)	(68%)

자료: 삼성전자, SMD, 키움증권 추정

## 4. DM&amp;A: VD事) 성장둔화 vs. PC와 HA가 성장 견인

LCD事) 더붙어

DM부문 실적악화가

동사 주가에

아킬레스건으로 작용중

2009년에 3조원을 상회하는 영업이익을 달성, 동사 수익원의 3대축으로 작용하고 있던 DM부문(VD事, H&A 事, 컴퓨터&프린터 事)이 2010년부터 수익성이 급격히 악화되고 있다는 점이 LCD事)에 이어 동사 주가의 또 다른 주가 할인 요인으로 작용하고 있다는 점이다.

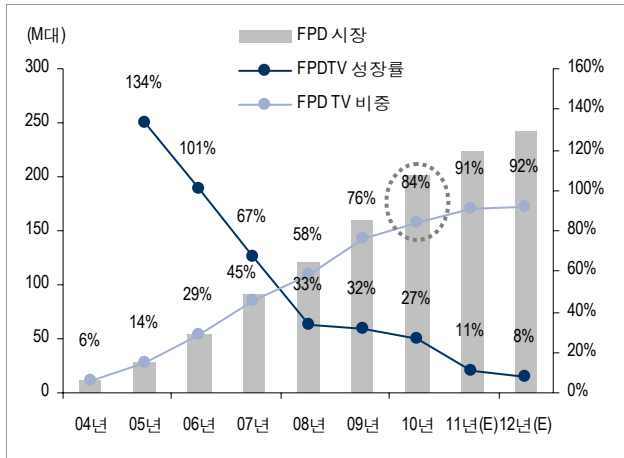
FPD TV 시장이 2010년을 Peak로 급격히 둔화되고 있는 점이 FPD TV 시장서 M/S 1위를 점하고 있는 동사 VD事)의 실적회복 기대감에 걸림돌로 작용할 전망이다. 더구나 FPD TV의 Saturation Rate를 보더라도(왼쪽표 참조)FDPTV 시장의 중장기 전망은 매우 부정적이다.

2010년, FPD TV 시장의 급성장(업체별 성장률 참조)으로 TV Set 업계에서 2011년 이후 FPD TV 시장을 '장미빛'으로 전망했었다. FPD TV 시장이 2010년에 고속성장을 한 이유는 각국 정부의 Eco Project 도입에 따른 보조금 지급, 중국 정부의 가전하향 Project, 월드컵 등 스포츠 Big Event 등에 따른 FPD TV의 성장률이 급속히 증가하는 시장 착시현상 때문이었다.

2011년에는 Big Event가 없고 Eco Project도 2010년에 한시적으로 종료되었고, IT 소비지출이 Smart Phone 등 Mobile 기기 구매로 집중되고 있어 FPD TV 시장을 낙관할 수 없는 상황이다.

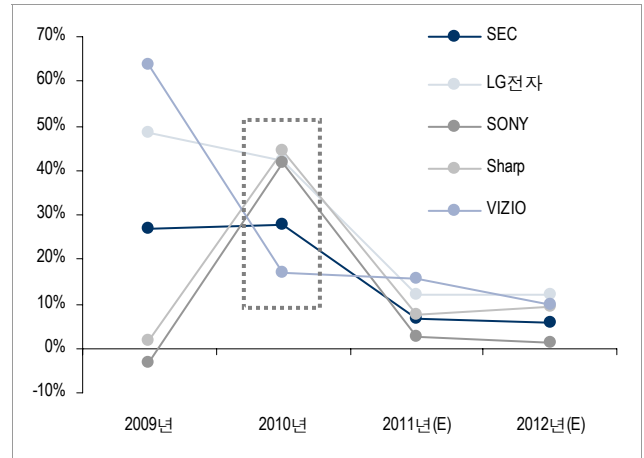
Major TV 업체들의 2011년도 FPD TV 판매계획이 지난해 12월에 시장에 제시했던 수준에서 현재 계획이 점차 축소되고 있다(하기 오른쪽 차트 참조). 2011년 중반에 접어들고 있는 현시점에서 이들 FPD 업체들의 2011년 FPD TV 판매계획을 보면 소형 사이즈 비중이 많은 LG전자와 저가 미국시장으로 전문으로 하는 VIZIO를 제외한 나머지 업체들은 수량기준으로 Double Digit 성장률을 기대하기는 어려운 전망이다.

FPD TV 시장의 성장둔화 → VD事의 실적둔화 불가피



자료: DS, 키움증권추정

Major 업체들의 FPD TV 판매량 증가율 추이 급속히 둔화



자료: 각사, DS, 키움증권추정

DM 부문의 주력인 VD事)  
한동안 고전 불가피할 듯

우리는 동사 VD事)가 TFT-LCD 산업과 마찬가지로 저성장/저수익 사업구조로 한동안 고전을 면치 못할 것으로 보인다. 이 같은 구조를 탈피하기 위해서는 시장의 변화, ① 기존 FPD TV가 Smart TV/3D TV로 급격히 대체되고 차별화된 고부가 Smart TV/3D TV 판매비중을 급속히 늘려 거나, ② 차세대 Display인 AMOLED TV 시장에서 Premium TV로 시장을 선점하거나, ③ Smart Phone과 태블릿 PC의 수요가 정체되면서 FPD TV의 교체수요가 앞당겨지는 방법밖에 없다고 본다.

전세계 TV 시장에서 M/S 1위인 동사의 FPD TV 판매량(=LCD TV+PDP TV)이 2009년에 31M대에서 2010년에 39.2M대로 28%YoY 증가했으나 2011년에 6.5%YoY 증가에 그친 42M대 내외임을 고려할 때, 2011년도에 VD 事)에서 영업이익 실현은 어려울 전망이다.

DM 부문은 H/A事)와  
C&P事)가 성장성과  
수익성을 주도할 듯

그 동안 DM 부문(VD事/H&A 事/컴퓨터&프린터事)의 주력이었던 VD事)의 극심한 부진과 향후 전망도 불투명하나 우리는 동사 DM부문은 2011년을 Bottom으로 2012년부터 점진적 회복세로 전환될 것으로 전망한다.

점진적인 실적개선을 기대하는 이유는 ① 2012년부터 3D/Smart TV가 46인치급 이상 대형 TV 시장 위주로 급속히 증가할 것으로 보이며 그 동안 약점으로 작용했던 Active SG 방식의 제품 경쟁력이 한층 강화될 것으로 보이고, ② 확장기에 연구개발 및 마케팅 비용이 큰 폭으로 증가 하였으나 수축기에는 비용통제를 통한 수익성 개선이 기대되며, ③ H/A事)도 Premium급 해외 시장확대를 통한 수익성 개선이 기대되기 때문이다. 무엇보다 ④ 성장사업으로 집중 육성중인 컴퓨터&프린터事)가 규모의 경제를 달성하기 위해 2011년까지 M/S 확대에 주력하고 규모의 경제효과가 가시화되는 2012년부터 '수익성 회복의 원년'으로 외형과 수익성이 크게 개선될 것으로 전망되기 때문이다.

DM부문 영업이익은  
올해를 바닥으로  
점진적 회복예상

우리는 DM 부문의 2011년 매출액은 58.8조원, 영업이익 2,930억원 내외에 그칠 전망이다. 동사 DM 부문의 2012년 매출액과 영업이익이 각각 7%YoY, 154%YoY 증가한 63.2조원, 7,450억원으로 대폭 개선될 것으로 보이는데 이는 H/A事)와 컴퓨터&프린터事) 수익성이 대폭 개선될 것으로 예상되기 때문이다.

## DM부문의 사업부별 실적 전망

(단위: 십억원)

		2010				2011E				2012E				2009	2010	2011(E)	2012(E)
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q(E)	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
매출액 (십억원)		12,610	14,540	14,130	15,970	13,522	14,674	14,371	16,297	14,413	15,913	15,536	17,387	51,259	57,250	58,864	63,249
QoQ(%)		-19%	15%	-3%	13%	-15%	9%	-2%	13%	-12%	10%	-2%	12%		12%	3%	7%
영업이익 (십억원)		519	360	(230)	(170)	100	164	74	(45)	289	291	304	(140)	3,051	479	293	745
OP Margin		3.5%	-4.0%	1.0%	-5.0%	3.5%	2.5%	1.0%	1.0%	3.5%	3.0%	0.5%	-5.0%	6%	1%	0%	1%
VD 事)	매출액	7,390	8,590	8,050	9,920	7,680	8,161	7,648	9,424	8,064	8,569	8,030	9,895	32,820	33,950	32,912	34,558
	QoQ(%)	-28%	16%	-6%	23%	-23%	6%	-6%	23%	-14%	6%	-6%	23%		3%	-3%	5%
	영업이익	406	258	-161	(99)	4	82	76	(47)	161	129	80	(99)	2,516	404	115	271
	OP Margin	5.5%	3.0%	-2.0%	-1.0%	0.4%	1.0%	1.0%	-0.5%	2.0%	1.5%	1.0%	-1.0%	8%	1%	0%	1%
HA 事)	매출액	2,470	3,170	3,150	2,970	2,790	3,487	3,465	3,267	3,069	3,836	3,812	3,594	9,680	11,760	13,009	14,310
	QoQ(%)	-3%	28%	-1%	-6%	-6%	25%	-1%	-6%	-6%	25%	-1%	-6%		21%	11%	10%
	영업이익	86	79	(95)	(89)	50	52	(35)	(16)	46	58	57	(72)	442	-18	52	89
	OP Margin	3.5%	2.5%	-3.0%	-3.0%	1.8%	1.5%	-1.0%	-0.5%	1.5%	1.5%	1.5%	-2.0%	5%	-0.2%	0.4%	0.6%
C&P 事) 등	매출액	2,750	2,780	2,930	3,080	3,052	3,027	3,258	3,606	3,280	3,508	3,694	3,899	8,759	11,540	12,943	14,381
	QoQ(%)	3%	1%	5%	5%	-1%	-1%	8%	11%	-9%	7%	5%	6%		32%	12%	11%
	영업이익	26	23	26	18	46	30	33	18	82	105	166	31	93	93	127	385
	OP Margin	0.9%	0.8%	1.5%	0.6%	1.5%	1.0%	1.0%	0.5%	2.5%	3.0%	4.5%	0.8%	1%	1%	1%	3%

자료: 삼성전자, 키움증권 추정

수출 호조로 H/A事)의  
수익성 2011년부터  
점진적개선

사상최대의 영업이익을 달성했던 2009년 수준으로 DM부문의 실적이 회복되기 위해서는 VD事) 실적개선이 선행되어야 한다. 이는 FPD TV 시장상황, IT 소비지출 측면에서 경쟁관계에 있는 Smart Phone/태블릿 PC 성장세를 감안할 경우 향후 1~2년내에 재현되기는 어려울 것으로 판단된다. 다만, 2012년에 공격적인 Launching이 예상되는 Active SG 방식의 3D/Smart TV(Ultra Definition급)의 추이에 좌우될 것으로 보이나 현시점에서 향후 1~2년내 정상화는 어려울 것으로 예상된다.

반면 우리는 H/A事)와 컴퓨터&프린터 事)의 중장기 실적전망을 긍정적으로 본다. 외형 급성장에도 불구하고 원/달러 환율하락과 원자재 가격 상승으로 수익성 측면에서 고전을 면치 못하고 있는 H/A事)는 2011년부터 구주시장에서 프리미엄 냉장고/세탁기, 빌트인 에어컨 등의 판매 호조, CIS & 중남미 시장에서 M/S 확대를 통해 2011년부터 영업흑자로 전환이 예상되며 2012년에는 흑자폭이 점진적으로 개선될 전망이다.

동사 C&P事)의  
Mobile PC 급성장에  
주목해야 할 때

DM부문의 중장기 전망을 긍정적으로 보는 이유는 컴퓨터&프린터事)을 (이하 C&P事))를 매우 긍정적으로 보기 때문이다. 동사 C&P事)는 2008년까지 국내 PC 시장에서 한정된 영업에 주력하여 Global 기준으로 그 위상이 아주 미미한 수준으로 2007년~2008년에 10위권 밖이었다. 하지만 삼성전자 Brand, 생산기지의 해외이전, 부품의 수직 계열화를 원가 경쟁력을 바탕으로 2009년부터 저가의 넷북을 시작으로 중저가의 범용 노트북 PC를 주력으로 CIS와 유럽 등지로 공격적 마케팅으로 동사의 Mobile PC는 2009년에 9위권으로 진입했고 2010년에는 10.3M대를 판매하여 7위권으로 급부상했다. 2011년에는 고가의 Ultra Slim 노트북까지 제품 Line-up을 구축하면서 2011년에는 6~7위권, 2012년에는 3~4위권으로 Mobile PC 시장에서 Top Tier으로 부상이 확실시된다.

2011년부터 동사 Mobile PC 판매량은 55%YoY 급증한 16M(M/S 6.6%), 2012년에 38%YoY 증가한 22M만대로(M/S 7.8%) 시장평균을 크게 상회하면서 저성장/저수익 사업으로 DM부문의 성장을 견인할 전망이다.



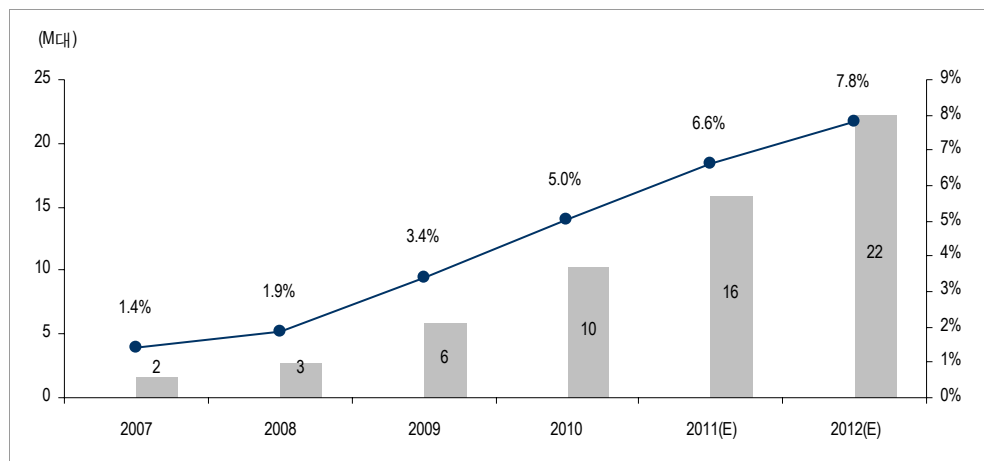
이처럼 동사 Mobile PC를 긍정적으로 예상하는 이유는 ① 2012년부터 노트북 PC의 저장장치가 HDD에서 SSD 전환되고 일부 저가 사양의 노트북 PC의 CPU가 Non-Intel향으로 대체될 것으로 모든 핵심부품을 자체 생산하는 동사의 원가 경쟁력이 절대적으로 유리하고, ② 2011년까지 중저가 Mobile PC 시장에서 Low Margin 전략, Ultra Slim의 고가 Mobile PC 시장에서 수익성을 보전하는 마케팅 전략을 구사하고 있으며, ③ 규모의 경제효과로 2012년부터 Mobile PC 시장에서 안정적인 수익성 창출이 예상된다. 마지막으로 ④ 부팅시간 단축/자동 업데이트/모든문서 백업 기능/언제 어디서 접속 가능한 구글의 크롬 OS를 탑재한 저가 Mobile PC 시장이 새로운 기회요인으로 동사에 작용할 전망이다.

삼성전자 Mobile PC의 세계 Top Tier로 부상

	Vendor	2007	2008	2009	2010	2011(E)	2012(E)	비고
1	HP	23,042	29,830	36,680	38,143	-	-	
2	Acer	15,787	23,197	31,987	36,028	-	-	
3	Dell	15,016	19,649	20,174	23,159	-	-	
4	Lenovo	8,438	10,317	13,613	19,555	-	-	
5	Toshiba	10,896	13,465	15,469	18,936	-	-	
6	ASUS	4,381	10,596	12,420	17,529	-	-	
7	SEC	1,519	2,683	5,798	10,292	15,925	22,232	
8	Apple	4,710	6,395	7,401	9,744	-	-	
9	Fujitsu	5,104	4,962	3,126	3,134	-	-	
10	Sony	4,504	5,537	5,414	7,659	-	-	
	Others	14,108	15,224	17,828	20,261	-	-	
	소계	107,504	141,854	169,911	204,440	241,239	284,662	
	YoY(%)	-	32%	20%	20%	18%	18%	

자료: Gartner (May 2011), 키움증권 추정, 넷북 포함

삼성전자 Mobile PC 출하량 및 M/S 추이



자료: Gartner (May 2011), 키움증권 추정

### III. 투자 전략

#### 1. “모바일 컴퓨팅”과 “단말기간 통신/융합”이란 시대적 트렌드의 중심

모바일 컴퓨팅 라인업  
매력적이며 시장입지는  
더욱 강화될 전망

동사는 모바일 컴퓨팅과 단말기간 융합이란 시대적 트렌드의 중심에 서 있다. 동사는 모바일 컴퓨팅 시장을 타겟으로 한 제품 라인업이 확대되고 있고, 경쟁력이 강화되고 있다. 시스템 LSI社는 AP(Application Processor) 시장 점유율 1위로 떠오르고 있고, Mobile DRAM과 NAND Flash 메모리에서 압도적 시장 지배력을 키워가고 있다. Smart Phone 시장에서는 후발 주자로 경쟁 구도에서 열세에 있었으나 현재는 선두업체의 점유율(출하량 기준)을 능가할 전망이다. Apple의 라인업 부족, Nokia의 쇠락에 따라 M/S 1위로 올라설 가능성이 커져가는 상황이다. 태블릿 PC에서는 아직 큰 성과를 내진 못했으나 안드로이드 3.1을 탑재한 8.9", 10.1" 갤럭시탭 신모델 시리즈 출시를 통해 본격적 시장공략에 나설 전망이다. 3Q11부터 급격히 시장 점유율을 확대할 것으로 전망된다.

단말기간 통신 및  
융합 시장 개화하면서  
Total Solution  
제공할 수 있는  
유일한 업체로 부상

또한 단말기간 통신 및 융합 시장이 활성화될 조짐이다. 동 시장이 확대될 경우에 휴대폰에서 가전까지 모든 IT세트 라인업이 확보되어 있고, 방대한 통신 기술 및 솔루션을 확보하고 있는 동사의 Value-Proposition이 우월할 수 밖에 없을 것이다. 사업부문간 시너지가 극대화될 것이고, 동 시장에 Total Solution을 제공할 수 있는 유일한 업체로 부상할 가능성이 크다.

#### 2. ROE 개선: 반도체/정보통신 수익성 호조 지속 + DP/DM 부문 점진적 개선

2012년: 반도체와  
정보 통신부문  
실적호조 지속 +  
DP와 DMA 부문의  
완만한 실적개선 →  
ROE 21%

반도체부문과 정보통신부문은 산업의 성장성과 산업내에서 탁월한 경쟁력을 바탕으로 올해에 이어 2012년에도 높은 영업이익률을 기록할 것으로 예상된다. 반도체의 OP Margin은 2011년 24%에서 업황이 호전되는 2012년에는 31%로 호전될 것으로 전망되고, 정보통신부문도 올해 13% 개선되며 2012년 저가 Smart Phone의 상품화 영향을 반영하여 12% 수준으로 여전히 양호할 전망이다. 양 사업부문이 동사 ROE의 약 90%를 기여하고 있는 상황이다.

반면, 1Q11에 이어 2Q11에도 DP와 DM 부문의 실적부진이 지속되고 있는데 하반기에는 완만한 실적호전이 예상된다. 이는, LCD 패널과 LCD TV 사업이 구조적 요인으로 저수익/저성장 산업으로 돌변해 버렸기 때문인데, 2012년에는 AMOLED 패널 및 TV 사업이 본격화되면서 수익성 개선에 점차 기여할 것으로 예상된다. 즉, AMOLED 시장을 독보적으로 리드해가면서 2012년 DP는 영업이익률 5%, DM은 1% 수준으로 호전될 전망이다. 반도체부문과 정보통신부문의 실적 호조, 그리고 DP부문과 DM부문의 실적개선으로 동사의 ROE는 올해 18%에서 2012년에 21%로 개선될 것으로 추정된다.

#### 3. 정보통신부문의 “스마트폰”이 핵심 Value Driver로 부상할 전망

정보통신부문의  
스마트폰 시장 점유율  
확대 기조  
→ 동사에 대한  
재평가 진행

정보통신부문의 스마트폰 시장 입지 확대가 동사의 핵심 Value Driver가 될 전망이다. 2Q11를 시작으로 Apple과의 출하량 기준으로 시장 점유율이 비등해질 것으로 예상되고 하반기에는 Apple을 상회할 가능성이 커지고 있다. 이는 앞서 설명하였듯이 1) 안드로이드 진영의 시장확대 기조가 지속되는 가운데 최대 수혜 업체로 꼽히고, 2) 제품 경쟁력이 확보되면서 동사의 방대한 제품 라인업과 유통 채널 Coverage가 규모의 효과를 발휘하기 시작할 것으로 예상되고, 3) AMOLED, LTE를 비롯한 하드웨어적 차별화를 선도하고 있으며, 4) 시기 적절한 신제품 출시와 지역 특성에 Customize한 Localization 제품 전략으로 일부 쇠퇴하는 경쟁사들의 시장 점유율을 흡수해 갈 가능성이 가장 큰 업체로 평가되기 때문이다.

더불어, 모바일 컴퓨팅에서 N스크린으로 연결되는 시대적 흐름에 있어 가장 매력적인 Product Line-Up과 솔루션을 갖추고 있다는 점에서 동사의 향후 시장 입지는 더욱 강화될 가능성이 높아 보인다.

#### 4. 12개월 Fwd EPS는 1Q11를 바닥으로 급상승. PBR은 역사적 하단

##### Valuation 지표상

##### 동사 주가는

##### 역사적 하단 위치

동사의 현재주는 PBR 1.2배 수준의 밴드로 내려와 있는 상황이다. 역사적 밴드 하단에 위치해 있는 밸류에이션 수준이다. 동사의 12개월 Fwd EPS 전망이 1Q11를 저점으로 우상향할 것이란 점을 감안할 경우 현재의 저평가 국면은 더 없이 좋은 매수 기회로 판단된다.

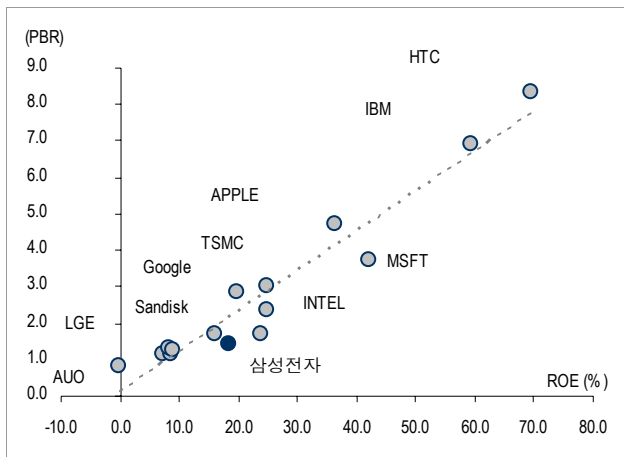
당사는 삼성전자의 ROE가 2011년 17% 수준에서 2012년 20%로 개선될 것으로 추정하는데, 이 같은 경우 적정 PBR 밴드는 2.0~2.2배 수준임에 주목할 때다.

##### Peer Group 대비 저평가

Peer Group의 ROE-PBR 차트를 살펴보면 기준선 기준으로 삼성전자의 주가는 할인되어 있는 것으로 나타난다. 기준선 위에 위치에 있는 업체들은 “스마트폰” 또는 “모바일 컴퓨팅” 시장 수혜 또는 선도 업체로 특징지을 수 있겠다. 반면에 PC 시장에 주력하고 있는 Intel과 M/S는 상대적으로 할인되어 있는 것을 확인할 수 있다.

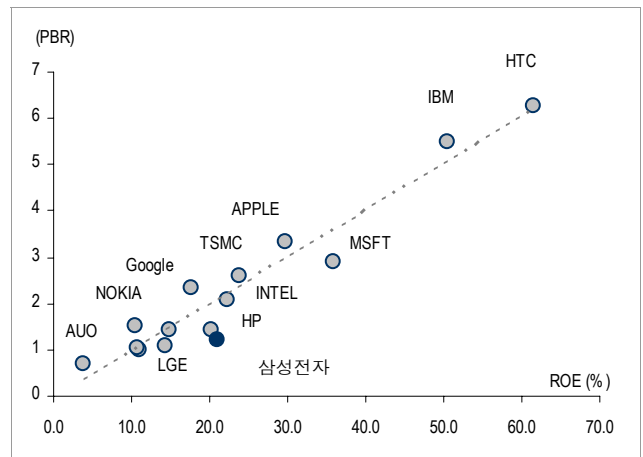
삼성전자도 할인되어야 할까? 우리는 동사의 사업군, 사업전략, 제품 Portfolio, 시장의 포지션, 중장기 전망 등을 고려할 때 모바일 컴퓨팅 시장 대표주로서 이제는 평가 “할증”되어야 한다고 판단하며 현재 주가는 현저한 저평가 영역에 들어서 있는 것으로 진단한다.

2011년 삼성전자 & Peer Group PBR Valuation 비교



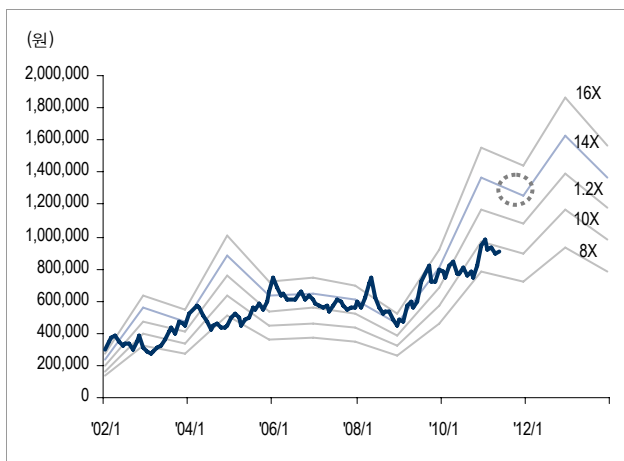
자료: 키움증권

2012년 삼성전자 & Peer Group PBR Valuation 비교



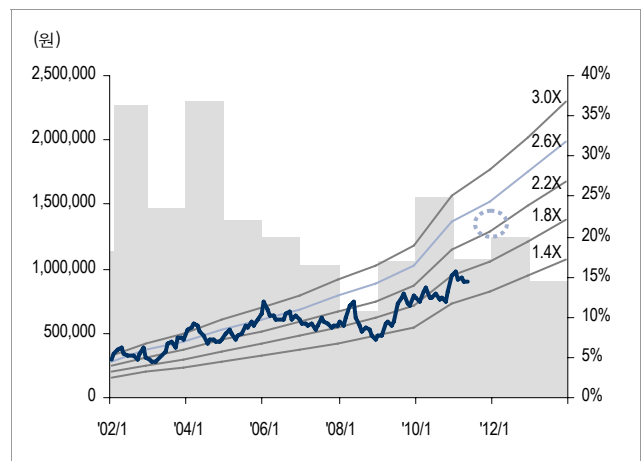
자료: Datastream, 키움증권

삼성전자 PER Band 차트와 목표주가



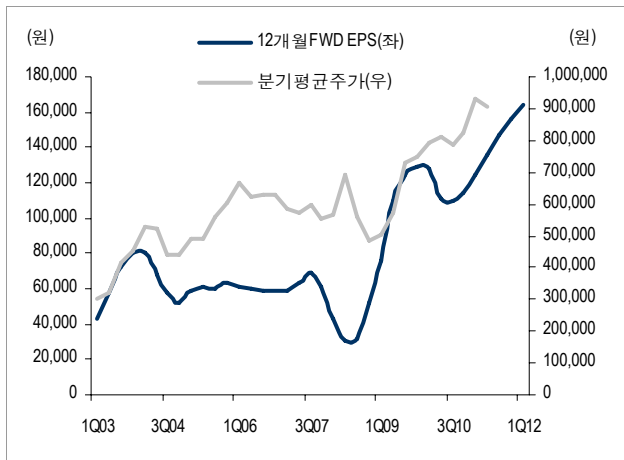
자료: 키움증권

삼성전자 PBR Band 차트와 목표주가



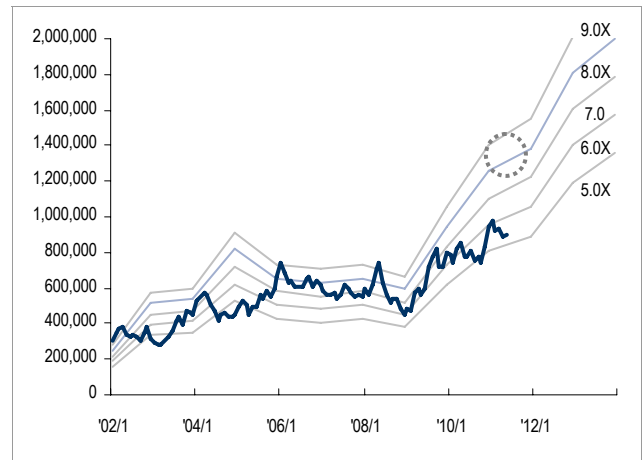
자료: 키움증권

삼성전자 12개월Fwd EPS vs 분기 평균 주가



자료: 키움증권

삼성전자 EV/EBITDA 밴드 차트와 목표주가



자료: 키움증권

#### IV. 투자 의견 'BUY', 목표주가 135만원(상향) 제시

투자 의견 BUY 유지,  
목표주가 135만원 상향

동사에 대한 투자 의견 BUY를 유지하며 목표주가는 상향된 실적 전망치를 근거로 135만원으로 상향한다. 목표주가 135만원은 12개월 Forward PER 밸류에이션, 12개월 Forward PBR 밸류에이션, Sum-of-Parts 밸류에이션 방식을 통해 산출된 적정주가의 평균치로 산정하였다. 목표주가는 2011년 예상 PER 15배, 예상 PBR 2.3배, 2012년 예상 PER 11.5배, PBR 2배에 해당한다.

##### 삼성전자 목표주가 산출 근거 요약

		단위	비고
PER Valuation (12개월 Forward)			
a) 추정 EPS (12개월 Forward)	100,926	십억원	EPS 상승, ROE 20%+/- 수준에서의 역사적 평균 PER
b) Target PER	13.2	배	
(I) 적정주가 (a x b)	1,330,200	원	
PBR Valuation (12개월 Forward)			
a) 추정 BPS (12개월 Forward)	624,153	십억원	2011~2012년 평균 ROE를 감안한 역사적 평균 PBR
b) Target PBR	2.2	배	
(II) 적정주가 (a x b)	1,373,136	원	
Sum-of-Parts Valuation (2011년 기준)			
① 반도체 영업가치 (a x b)	81,991	십억원	2011년 IDM, Foundry, 메모리 반도체 Peer EV/EBITDA 4.7배에 10% 할증
a) EV/EBITDA Multiple	5.2	배	
b) 반도체 2011년 EBITDA	15,859	십억원	
② DP 영업가치 (c x d)	9,360	십억원	Peer 평균 4.1배 적용
c) EV/EBITDA Multiple	4.1	배	
d) DP 2011년 EBITDA	2,283	십억원	
③ 삼성모바일디스플레이 영업가치(지분율 64.4%) (e x f)	6,495	십억원	성장성과 시장 지배력 감안하여 6.0배 적용
e) EV/EBITDA Multiple	6.0	배	
f) SMD 2011년 EBITDA	1,681	십억원	
④ 정보통신총괄 영업가치 (g x h)	78,756	십억원	애플 14배, HTC 14.5배 수준. 동사의 스마트폰 노출도를 고려하여 10% 할인 적용
g) PER Multiple	13.0	배	
h) 정보통신 2011년 순이익	6,058	십억원	
⑤ DM&A 영업가치 (i x j)	23,546	십억원	Peer Group 평균 0.4배 적용
i) EV/Sales Multiple	0.4	배	
j) DM&A 2011년 매출액	58,864	십억원	
⑥ 2011E 순차입금	-12,850	십억원	
삼성전자 영업가치: ①+②+③+④+⑤-⑥	212,998	십억원	
⑦ 삼성코닝정밀소재 지분가치 지분 42.6%) (a x b)	8,230	십억원	EBITDA 2,500억, EV/EBITDA 10배 적용
a) PER Multiple	8.0	배	
b) 삼성코닝정밀소재 2011년 순이익	2,415	십억원	
⑧ 삼성 LED 지분가치 (지분 50%)	1,235	십억원	상장사는 시총에서, 비상장사는 장부가에서 20% 할인
⑨ 삼성 SDI, 삼성전기, 삼성중공업 등 지분가치 (할인율 20%)	6,980	십억원	
삼성전자 기업가치: 영업가치 + 지분가치(⑦+⑧+⑨)	229,444	십억원	
삼성전자 발행주식수	170,133	천주	
(III) 삼성전자 적정주가	1,348,613	원	
목표주가 - I, II, III 적정주가 평균	1,350,650	원	

자료: 키움증권 리서치센터

## 삼성전자 분기별 실적 전망 (IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

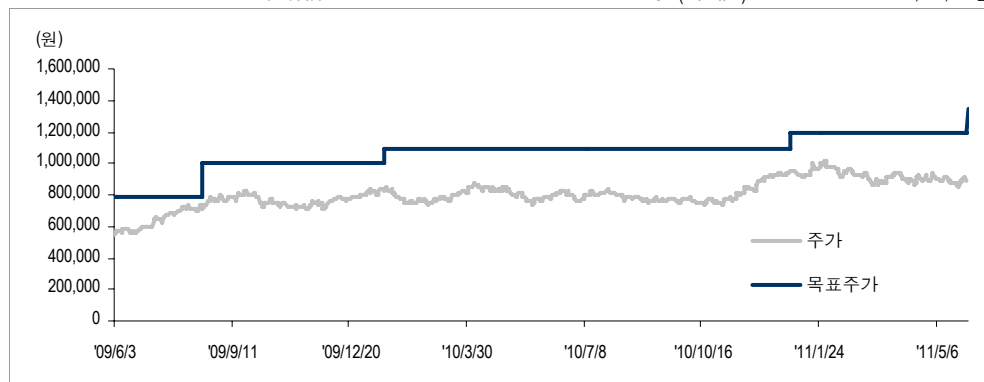
	2010 년				2011 년				2012 년				2009	2010	2011(E)	2012(E)
	10.1Q	2Q	3Q	4Q	11.1Q	2Q(E)	3Q	4Q	12.1Q	2Q	3Q	4Q				
매출액	34,638	37,892	40,229	41,868	36,987	40,072	41,016	44,024	40,659	44,876	45,109	48,802	136,324	154,627	162,099	179,446
YoY	(20%)	(18%)	(12%)	(7%)	(7%)	(6%)	(2%)	(5%)	(10%)	(12%)	(10%)	(11%)		(13%)	(5%)	(11%)
QoQ	-13%	12%	6%	4%	-12%	8%	2%	7%	-8%	10%	1%	8%				
반도체	8,205	9,530	10,662	9,248	9,180	9,422	9,656	9,540	8,810	9,724	10,657	10,972	26,808	37,645	37,798	40,163
QoQ(%)	3%	16%	12%	-13%	-1%	3%	2%	-1%	-8%	10%	10%	3%		40%	0%	6%
(메 모리)	(5,590)	(6,710)	(7,490)	(6,040)	(5,870)	(6,149)	(6,819)	(6,659)	(6,138)	(6,696)	(7,610)	(7,890)	(16,770)	(25,830)	(25,497)	(28,334)
(Sys.LSI)	(1,547)	(1,825)	(2,154)	(2,348)	(2,320)	(2,333)	(2,837)	(2,881)	(2,671)	(3,029)	(3,047)	(3,082)	(5,617)	(7,874)	(10,371)	(11,829)
(스토리지)	(1,068)	(995)	(1,018)	(860)	(990)	(941)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(4,415)	(3,940)	(1,931)	(0)
AMLCD	6,850	7,760	8,100	7,200	6,510	7,202	8,345	8,439	7,896	8,384	8,916	8,890	25,840	29,910	30,496	34,087
QoQ(%)	-6%	13%	4%	-11%	-10%	11%	16%	1%	-6%	6%	6%	0%		16%	2%	12%
(LCD)	(6,630)	(7,109)	(6,877)	(6,186)	(5,270)	(5,711)	(6,158)	(5,676)	(5,315)	(5,593)	(5,893)	(5,527)		(26,803)	(22,814)	(22,327)
(SMD)	(220)	(651)	(1,223)	(1,014)	(1,240)	(1,491)	(2,187)	(2,764)	(2,582)	(2,792)	(3,023)	(3,363)		(3,107)	(7,682)	(11,759)
정보통신	9,182	8,781	11,123	12,110	10,640	11,900	12,998	12,807	12,404	13,982	14,354	14,612	37,604	41,196	48,345	55,352
QoQ(%)	-10%	-4%	27%	9%	-12%	12%	9%	-1%	-3%	13%	3%	2%		10%	17%	14%
(휴대 폰)	(8,572)	(8,051)	(10,378)	(11,150)	(10,140)	(11,125)	(12,290)	(11,744)	(11,854)	(13,129)	(13,575)	(13,444)	(34,702)	(38,151)	(45,299)	(52,001)
(기타)	(610)	(730)	(745)	(960)	(500)	(776)	(708)	(1,062)	(550)	(853)	(779)	(1,169)	(2,902)	(3,045)	(3,046)	(3,351)
디지털미디어	12,610	14,540	14,130	15,970	13,522	14,674	14,371	16,297	14,413	15,913	15,536	17,387	51,259	57,250	58,864	63,249
QoQ(%)	-19%	15%	-3%	13%	-15%	9%	-2%	13%	-12%	10%	-2%	12%		12%	3%	7%
(VD 事)	(7,390)	(8,590)	(8,050)	(9,920)	(7,680)	(8,161)	(7,648)	(9,424)	(8,064)	(8,569)	(8,030)	(9,895)	(32,820)	(33,950)	(32,912)	(34,558)
(생활가전)	(2,470)	(3,170)	(3,150)	(2,970)	(2,790)	(3,487)	(3,465)	(3,267)	(3,069)	(3,836)	(3,812)	(3,594)	(9,680)	(11,760)	(13,009)	(14,310)
(컴 事 등)	(2,750)	(2,780)	(2,930)	(3,080)	(3,052)	(3,027)	(3,258)	(3,606)	(3,280)	(3,508)	(3,694)	(3,899)	(8,759)	(11,540)	(12,943)	(14,381)
기타	-2,209	-2,719	-3,786	-2,660	-2,865	-3,127	-4,354	-3,059	-2,865	-3,127	-4,354	-3,059	-5,182	-11,374	-13,405	-13,405
QoQ(%)	26%	23%	39%	-30%	8%	9%	39%	-30%	-6%	9%	39%	-30%		119%	18%	0%
영업이익	4,406	5,014	4,864	3,017	2,952	4,121	4,943	4,149	4,212	5,582	6,463	5,566	10,925	17,301	16,165	21,823
QoQ (%)	16%	16%	-3%	-38%	-2%	40%	20%	-16%	2%	33%	16%	-14%		58%	-7%	35%
(영업이익률)	(12%)	(13%)	(12%)	(7%)	(8%)	(10%)	(12%)	(9%)	(10%)	(12%)	(14%)	(11%)	(8%)	(11%)	(10%)	(12%)
반도체	1,995	2,940	3,422	1,801	1,638	2,165	2,767	2,490	2,029	2,872	3,721	3,824	2,060	10,158	9,059	12,447
메 모리)	(1,860)	(2,854)	(3,275)	(1,958)	(1,601)	(1,867)	(2,305)	(2,093)	(1,612)	(2,293)	(3,122)	(3,300)	(1,792)	(9,947)	(7,867)	(10,327)
(Sys.LSI)	(134)	(174)	(252)	(226)	(248)	(326)	(462)	(397)	(417)	(579)	(600)	(524)	(438)	(785)	(1,432)	(2,120)
(스토리지)	(1)	-(88)	-(105)	-(383)	-(211)	-(28)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	-(170)	-(575)	-(240)	(0)
AMLCD	491	878	521	100	-231	-51	450	415	194	556	620	488	1,700	1,990	584	1,858
(LCD)	(493)	(798)	(361)	(35)	-(392)	-(252)	(184)	(43)	-(141)	(149)	(177)	-(9)		(1,687)	-(417)	(176)
(SMD)	-(2)	(80)	(160)	(65)	(162)	(201)	(266)	(372)	(335)	(406)	(443)	(497)		(303)	(1,001)	(1,682)
정보통신	1,104	634	1,121	1,440	1,430	1,766	1,811	1,370	1,529	1,684	1,726	1,480	4,149	4,299	6,377	6,419
(휴대 폰)	(1,102)	(538)	(1,038)	(1,341)	(1,401)	(1,727)	(1,731)	(1,256)	(1,463)	(1,602)	(1,667)	(1,363)	(3,875)	(4,019)	(6,115)	(6,095)
(기타)	(2)	(96)	(83)	(99)	(29)	(39)	(80)	(114)	(66)	(82)	(59)	(117)	(274)	(280)	(262)	(324)
디지털미디어	519	360	-230	-170	100	164	74	-45	289	291	304	-140	3,051	479	293	745
(생활가전)	(86)	(79)	-(95)	-(89)	(50)	(52)	-(35)	-(16)	(46)	(58)	(57)	-(72)	(442)	-(18)	(52)	(89)
기타	210	123	125	-65	-35	25	-125	-65	125	121	35	-15	-476	394	-200	266
경상이익	4,973	5,314	5,424	3,368	3,391	4,646	5,473	4,577	4,629	6,081	6,967	5,972	12,192	19,078	18,086	23,649
QoQ (%)	24%	31%	32%	19%	18%	23%	29%	26%	23%	30%	35%	35%	(8%)	(27%)	(24%)	(31%)
경상이익률	(14%)	(14%)	(13%)	(8%)	(9%)	(12%)	(13%)	(10%)	(11%)	(14%)	(15%)	(12%)	(9%)	(12%)	(11%)	(13%)
순이익	4,963	4,277	4,455	2,862	2,781	3,949	4,652	3,890	3,935	5,169	5,922	5,076	9,761	16,558	15,272	20,101
QoQ (%)	63%	-14%	4%	-36%	-3%	42%	18%	-16%	1%	31%	15%	-14%				
순이익률	(14%)	(11%)	(11%)	(7%)	(8%)	(10%)	(11%)	(9%)	(10%)	(12%)	(13%)	(10%)	(7%)	(11%)	(9%)	(11%)

자료: 삼성전자, 키움증권 추정, 주: K-IFRS 연결기준, 2012년 환율 1,000원 기준



투자의견 변동내역 (2개년) 및 목표주가 추이

종목명	일자	투자의견	목표주가
삼성전자 (005930)	2009/05/25	BUY (Maintain)	790,000원
	2009/06/08	BUY (Maintain)	790,000원
	2009/07/02	BUY (Maintain)	790,000원
	2009/07/02	BUY (Maintain)	790,000원
	2009/08/17	BUY (Maintain)	1,000,000원
	2009/09/21	BUY (Maintain)	1,000,000원
	2009/10/30	BUY (Maintain)	1,000,000원
	2009/11/02	BUY (Maintain)	1,000,000원
	2009/11/16	BUY (Maintain)	1,000,000원
	2009/11/23	BUY (Maintain)	1,000,000원
	2010/01/11	BUY (Maintain)	1,000,000원
	2010/01/19	BUY (Maintain)	1,090,000원
	2010/02/02	BUY (Maintain)	1,090,000원
	2010/03/08	BUY (Maintain)	1,090,000원
	2010/03/31	BUY (Maintain)	1,090,000원
	2010/04/26	BUY (Maintain)	1,090,000원
	2010/05/24	BUY (Maintain)	1,090,000원
	2010/08/05	BUY (Maintain)	1,090,000원
	2010/09/08	BUY (Maintain)	1,090,000원
	2010/11/08	BUY (Maintain)	1,090,000원
	2011/01/03	BUY (Maintain)	1,200,000원
	2011/02/14	BUY (Maintain)	1,200,000원
	2010/03/08	BUY (Maintain)	1,200,000원
	2011/03/21	BUY (Maintain)	1,200,000원
	2011/04/14	BUY (Maintain)	1,200,000원
	2011/05/30	BUY (Maintain)	1,200,000원
	2011/05/31	BUY (Maintain)	1,200,000원
	2011/06/07	BUY (Maintain)	1,350,000원



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상
업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중 확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중 축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상