

삼성전자

(005930/매수)

외국인 매도 요인과 향후 전략적 판단

- 최근 급락 요인: 갤럭시S4 외에 이머징 마켓 비중 축소 과정 등 글로벌 자산 배분 변화에 주목
- 향후 주가 반등의 Catalyst: 실적 호조 등 펀더멘탈적인 요인 외 '자사주 매입' 등 필요한 시점
- 펀더멘탈 상 Rock Bottom은 1,300,000원(P/B 1.3배) 추정. 반등 이후 전략적 판단이 중요

Issue Comment
2013. 6. 17

반도체

송중호

02-768-3722

james.song@dwsec.com

장준호

02-768-3241

joonho.jang@dwsec.com

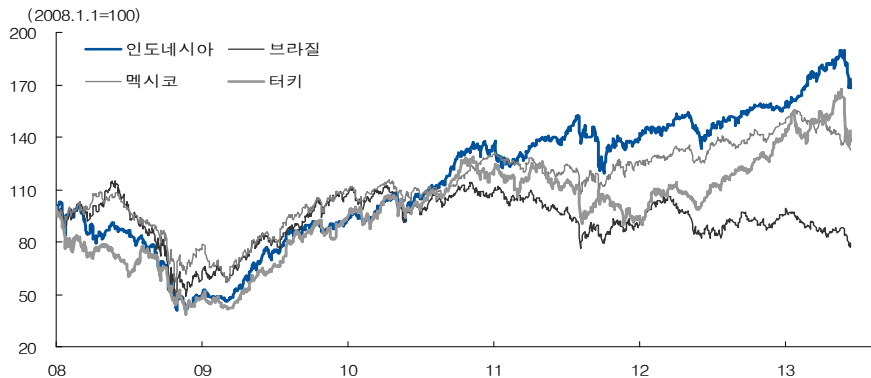
이머징 마켓 비중 축소 과정에서의 삼성전자 매도

과도한 주가 하락세: 최근 삼성전자의 주가 급락세는 단순히 갤럭시S4의 출하 부진 때문이라고 보기에는 과도한 측면이 있다. 1) 3Q S4의 출하량 부진(500만대)에 따른 매출액과 영업이익의 변동은 각각 3조원과 1조원 수준에 불과하며, 2) S4의 부진을 노트3가 만회할 가능성이 높고, 3) 향후 스마트폰 범용화에 있어서도 삼성전자만큼 규모의 경제를 발휘할 만한 경쟁사가 없기 때문이다.

Valuation을 넘어서는 변수는? 현재 삼성전자의 Valuation은 13F P/E 7.0배, P/B 1.55배 수준까지 낮아졌다. 올해 글로벌 스마트폰 시장 지배력 36%, 예상 ROE 25.1%, EPS 성장률 40.8%의 펀더멘탈에 비해 지나치게 낮다. 그렇다면 개별 기업의 펀더멘탈이나 Valuation 저평가를 넘어설 만한 더 큰 변수는 무엇일까? 글로벌 경제의 큰 움직임에 따른 대규모의 자산 배분 변화 또는 이동이 가장 큰 요인이 될 수 있을 것이다.

글로벌 자산 배분 변화: 시가나 강도에 대해서는 이견이 있으나, 향후 美 연준의 유동성 공급, 소위 '양적 완화 정책'이 종료될 가능성이 제기되고 있다. 이에 따라 1) '그레이트 로테이션(Great Rotation)', 즉 글로벌 자산 배분이 채권에서 주식으로 이동할 가능성이 언급되고 있고, 2) 주요 이머징마켓에서는 투자 자산 비중 축소가 이미 시작된 것으로 추정된다. 3) 한편 한국은 MSCI 선진국 지수에 편입되지 못한 반면, 중국 A주의 경우 이머징 마켓 Watch List에 포함되었다.

그림 1. 최근 급락한 주요 이머징 마켓의 지수 추이



자료: CEIC, KDB대우증권 리서치센터

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	154,630	165,002	201,104	233,825	288,067	317,693
영업이익 (십억원)	17,297	15,644	29,049	40,654	48,113	52,384
영업이익률 (%)	11.2	9.5	14.4	17.4	16.7	16.5
순이익 (십억원)	15,799	13,383	23,185	33,165	40,218	44,248
EPS (원)	92,863	78,660	136,278	194,934	236,390	260,078
ROE (%)	20.4	14.7	21.7	25.1	24.2	21.5
P/E (배)	10.2	13.5	11.2	7.0	5.8	5.3
P/B (배)	1.8	1.8	2.2	1.5	1.2	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 삼성전자, KDB대우증권 리서치센터

주가 반등의 Catalyst와 자사주 취득의 필요성

주가 반등의 Catalyst: 지난주 삼성전자 IM 부문의 수장(CEO)이 나서서 갤럭시S4의 판매가 예상과 다르지 않다고 역설하였지만 주가 하락세는 멈추지 못했다. 펀더멘탈 측면에서 주가 반등의 Catalyst는 무엇일까? 1) 7월 초 2Q13 예비 실적 발표, 2) 8월 노트3 출시에 따른 긍정적 시장 반응, 3) 3Q13 분기 사상 최대 실적 달성 가능성 등이 될 것이다.

그러나 주가 급락의 가장 큰 요인이 글로벌 자산 배분 등 수급적인 요인에 있다면, 이와 같은 펀더멘탈적인 Catalyst들만으로 주가가 급반등하기에는 다소 한계가 있어 보인다.

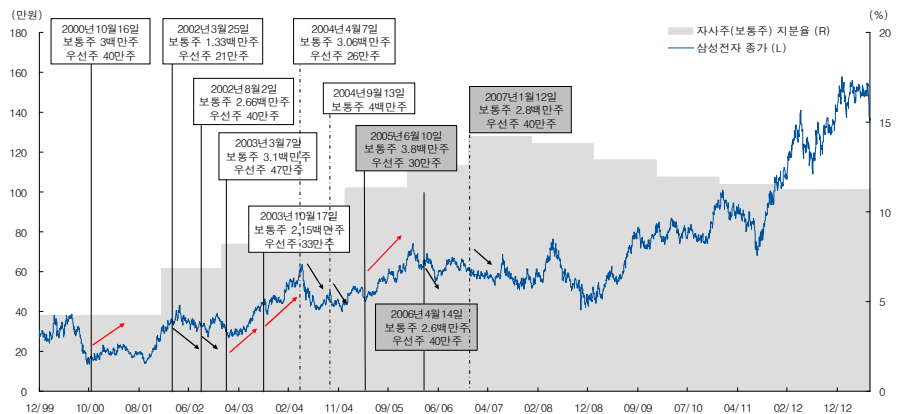
자사주 취득 가능성은? 최근 주가 급락세가 펀더멘탈 변화에 비해 과도하다면, 오히려 자사주 취득에 있어서 최적의 시점으로 판단된다. 현재 삼성전자는 보통주 1,654만주(11.2%), 우선주 298만주(13.1%)의 자사주를 보유하고 있다. 2000년 이후 삼성전자의 자사주 취득은 아홉 차례에 걸쳐 이루어졌고, 마지막 자사주 취득은 2007년에 있었다. 1Q13 삼성전자의 현금성 자산은 44조원에 달하고, 올해 예상 EBITDA는 55조원에 달한다는 점에서 자사주 매입 여건은 충분하다.

표 1. 2000년 이후 삼성전자의 자사주 취득 추이 (주, 원, 십억원, %)

공시일	시작일	종료일	주식종류	주식수	자사주 총계	자기주식 비율(%)	취득주가 평균	자사주 취득 금액(십억원)
20001016	20001020	20001226	보통주	3,000,000	6,449,625	4.26	167,564	503
			우선주	400,000	1,269,693	5.31	73,930	30
20020325	20020329	20020423	보통주	1,330,000	7,779,625	5.12	380,176	506
			우선주	210,000	1,479,693	6.19	207,345	44
20020802	20020806	20020828	보통주	2,660,000	10,439,625	6.84	331,130	881
		20020827	우선주	400,000	1,879,693	7.87	162,067	65
20030307	20030311	20030410	보통주	3,100,000	10,439,625	8.81	293,890	911
			우선주	470,000	1,879,693	9.83	142,164	67
20031017	20031021	20040113	보통주	2,150,000	10,303,515	8.33	447,976	963
			우선주	330,000	1,879,693	9.43	253,686	84
20040407	20040412	20040430	보통주	3,060,000	9,993,792	6.72	614,270	1,880
			우선주	260,000	1,879,693	9.27	362,774	94
20040913	20040917	20041118	보통주	4,000,000	13,965,342	9.47	451,823	1,807
			우선주	300,000	2,179,693	9.55	363,347	109
20050610	20050614	20050829	보통주	3,800,000	17,576,494	11.69	534,966	2,033
		20050817	우선주	300,000	2,179,693	9.55	363,347	109
20070112	20070116	20070415	보통주	2,800,000	21,210,630	14.40	585,853	1,640
			우선주	400,000	2,979,693	13.05	448,866	180
2013.6월 현재			보통주		16,544,291	11.23		
			우선주		2,979,693	13.05		

자료: 삼성전자, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 2000년 이후 자사주 취득과 지분을 변화 및 삼성전자 주가 추이



자료: 삼성전자, KDB대우증권 리서치센터

향후 Valuation 전망과 전략적 판단

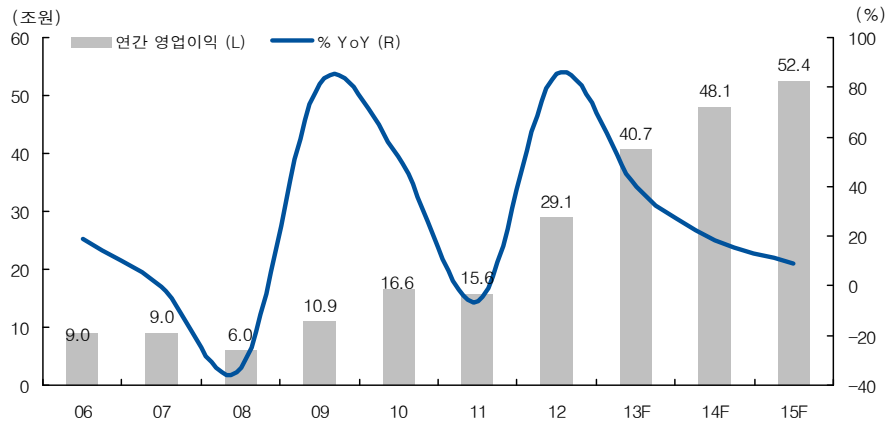
Rock Bottom 추정: 삼성전자의 12개월 Forward BSP는 980,000원이다. 극단적으로 낮았던 경우(P/B 1.1배)와 높았던 경우(P/B 2.0배 이상)를 제외하면, 삼성전자의 역사적 P/B Valuation 밴드는 1.3~1.7배이다. 따라서 이번 급락세에서의 Rock Bottom은 P/B 1.3배 1,300,000원 수준으로 추정된다. 외국인 매도 지속 등에 따른 추가적인 주가 하락 가능성도 배제할 수는 없겠으나, 펀더멘탈 상으로는 이미 상당 부분 Rock Bottom에 다가선 것으로 판단된다.

향후 전략적 판단: 삼성전자의 주가 급락을 경험한 투자자들은 향후 주가가 반등하더라도 크게 세 가지 측면에서 전략적 판단을 내릴 것으로 예상된다.

- 1) 글로벌 자산 배분 변화, 이미징 마켓 비중 축소 등에 따른 삼성전자(한국 시장)에 대한 추가적인 영향은?
- 2) 향후 스마트폰 시장의 범용화가 예상보다 빠르게 진행될 경우 삼성전자의 실적 성장성 둔화와 이에 대한 회사의 대응 전략은 무엇인가?
- 3) 향후 삼성전자의 실적 성장성 둔화가 예상보다 크다고 가정할 경우 투자자들의 시각과 Valuation은 어떻게 변화될 것인가?

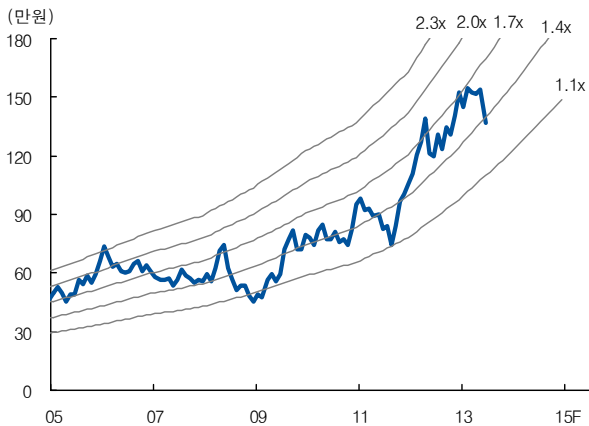
중장기적으로는 ‘향후 삼성전자가 스마트폰 이후 무엇으로 또 다른 성장성과 혁신을 보여줄 것인가?’가 투자자들의 전략적 판단에 있어서 가장 큰 ‘화두’가 될 전망이다.

그림 3. 삼성전자의 연간 영업이익 추이와 전망



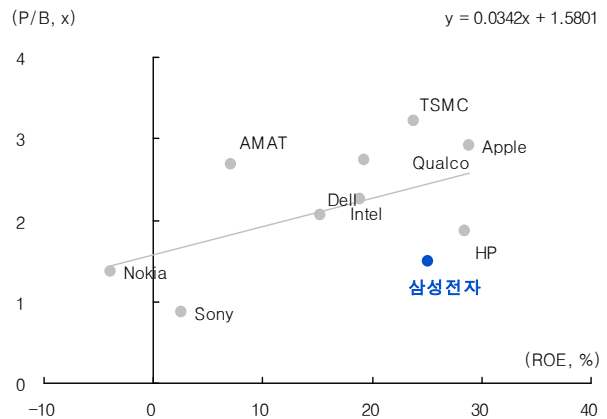
자료: 삼성전자, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 4. 삼성전자의 12MF P/B 밴드 추이



자료: 삼성전자, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 5. 글로벌 대표 IT기업 13F ROE vs. P/B



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

Compliance Notice

- 삼성전자: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. 삼성전자 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☒))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당시의 리서처센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

