

삼성전자(005930)

2012. 4. 19

Buy

게임이론으로 본 삼성전자-애플 특허분쟁

Analyst 이세철(6309-4523)

목표주가(6개월) 1,700,000원
현재주가(4.18) : 1,293,000원
소속업종 전기,전자
시가총액(4.18) : 1,904,580억원
평균거래대금(60일) 3,759.0억원
외국인지분율 50.80%

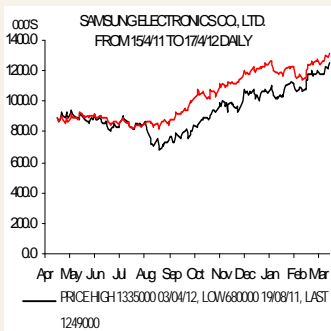
예상EPS(전년비)

FY12 135,311원 (51.0 %)
FY13 146,883원 (8.6 %)

예상PER(시장대비)

FY12 9.6배 (98.2%)
FY13 8.8배 (107.8%)

주가그래프



▶ **결론: 투자의견 Buy, 목표주가 1,700,000원 유지**

- 삼성전자에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 1,700,000원 유지. 삼성전자와 애플간 특허소송 협상 추진 예정임. 삼성전자는 그간 애플과의 특허분쟁으로 고전하였으나 타협안이 대두되면서 법적 리스크 완화 전망.
- 게임이론상으로 볼 때 삼성전자와 애플간의 특허분쟁은 One Shot Game이 아닌 Repetitive Game으로 진행되고 있어 죄수의 딜레마(Prisoners' Dilemma)에서 벗어날 전망.
- 또한 그간 특허 분쟁이 장기화 되면서 언론에 노출빈도가 높아져 애플과 대등한 회사로 인식되는 부수적인 효과를 얻음. 오히려 브랜드 인지도를 높이게 된 계기로 판단됨.

▶ **Investment Point**

1. 삼성전자-애플, 양사 특허 소송관련 공식 협상 추진하기로 양사 합의

삼성전자와 애플이 특허 소송을 시작한 지 1년여만에 공식적인 협상 추진하기로 전격 합의함. 이번 합의 모색은 법원의 지시에 의해 삼성전자와 애플이 소송외 분쟁 해결 기구(ADR)를 통해 합의 협상을 하겠다고 요청하고 재판부가 이를 수용하는 형식으로 이뤄짐. 삼성전자와 애플은 현재 9개국에서 30여건의 소송을 진행 중에 있음.

2. 양사 특허 분쟁은 Repetitive Game으로 번지면서 죄수의 딜레마에서 벗어날 전망

게임 이론에 따르면 One Shot Game은 서로 타협하지 않기 때문에 최악의 결과가 초래함. 이는 게임을 1번밖에 하지 않기 때문임. 이를 반복하여 게임을 실행하면 서로 타협 또는 협력하게 됨. 삼성전자와 애플은 지난 1년간 특허소송이라는 극한의 상황까지 치달았으며 결국 죄수의 딜레마를 겪었음. 하지만 양사 30여건의 Repetitive Game을 겪으면서 죄수의 딜레마로 부터 탈피하려는 시도가 진행될 것으로 판단됨. 현재 표면상으로는 강경입장을 고수해 왔지만 실제로는 협상의지를 갖고 있었던 것을 의미.

3. 삼성전자 특허 리스크 완화 및 브랜드 이미지 제고 전망

삼성전자는 그간 애플과의 특허분쟁으로 고전 하였으나 타협안이 대두되면서 법적 리스크 완화 전망. 향후 양사 CEO는 변호인들과 함께 90일 이내에 협상 진행 예정. 부수적인 효과로 삼성전자 입장에서는 그간 특허 분쟁이 장기화 되면서 언론에 노출빈도가 높아져 애플과 대등한 회사로 인식되고 있음. 1년간의 특허분쟁으로 소송비용을 가중되긴 하였으나 오히려 브랜드 인지도를 높이게 된 계기가 된 것으로 판단됨.

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2010	1,546,303	172,965	161,465	105,903	62.5	486,738	9.0	1.9	5.1	20.4	50.3
2011	1,650,019	162,497	137,341	89,602	-15.4	552,705	11.8	1.9	5.4	14.5	52.8
2012E	2,033,432	245,938	209,011	135,311	51.0	669,315	9.2	1.9	3.5	18.7	48.3
2013E	2,081,179	265,667	226,787	146,883	8.6	795,259	8.5	1.6	3.0	17.1	44.3
2014E	2,124,280	266,345	230,133	149,061	1.5	922,533	8.4	1.4	2.7	14.9	39.4

시장대비 상대강도 : 1개월(1.03), 3개월(1.14), 6개월(1.30)

[표 1] 게임이론- 죄수의 딜레마(Prisoners' Dilemma)

		죄수 A	
		자백 안함	자백함
죄수B	자백 안함	둘다 1년	A: 석방, B: 15년
	자백함	A: 15년, B: 석방	둘다 10년

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[표 2] 게임이론- One Shot Game vs. Repetitive Game

	One Shot Game	Repetitive Game
게임 회수	일회성	반복적
게임의 특징	한번으로 끝나는 게임으로 그 다음 게임에 대해서는 고민하지 않음	금번 게임 이후 다음 게임에서의 상대방 행동을 감안하고 결정
상대에 대한 대응도	One Shot Game으로 끝나면 상관 없으나 추가 Game발생시 보복전략을 추진	상대방의 관계를 고려하게됨
딜레마 여부	죄수의 딜레마에 봉착	죄수의 딜레마에서 탈피하여 타협안을 추구하게 됨
게임 결과	타협 안함	타협 추진

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 1] 게임이론의 내쉬균형을 수학적으로 증명한 존 내쉬(영화)



자료: 영화 뷰티플마인드

[표 3] 추정 요약 재무제표와 투자지표

Income Statement					Statement of Cash Flow				
(억원)	2011	2012E	2013E	2014E	(억원)	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	1,650,019	2,033,432	2,081,179	2,124,280	영업활동현금흐름	270,911	372,421	403,532	400,341
매출원가	1,121,452	1,316,372	1,349,222	1,375,811	당기순이익(손실)	137,341	209,011	226,787	230,133
매출총이익	528,566	717,060	731,956	748,469	유형자산감가상각비	132,546	166,232	187,364	209,090
판매비와관리비	374,017	471,122	463,412	469,229	무형자산상각비	6,449	6,250	5,086	4,138
기타손익	31,161	54,759	35,871	30,205	운전자본의 증감	8,002	3,765	-2,869	-30,185
영업이익	162,497	245,938	265,667	266,345	투자활동 현금흐름	-216,111	-264,823	-286,327	-298,983
조정영업이익	154,549	245,938	268,545	279,240	유형자산의 증가(CAPEX)	-222,316	-251,178	-273,784	-298,424
금융수익	-4,900	3,700	7,254	11,028	투자자산의 감소(증가)	-437	-4,978	-3,162	9,596
중속/관계기업관련손익	13,992	12,836	12,836	12,836	재무활동 현금흐름	8,015	-8,273	-8,273	-8,273
기타영업외손익	0	0	0	0	차입금증감	19,211	0	0	0
세전계속사업이익	171,589	262,474	285,757	290,209	자본의증가	-1,283	0	0	0
법인세비용	34,248	53,463	58,970	60,076	현금의증가	65,722	99,326	108,932	93,085
당기순이익	137,341	209,011	226,787	230,133	기초현금	97,914	163,636	262,962	371,894
지배주주지분 순이익	133,085	200,415	217,460	220,668	기말현금	163,636	262,962	371,894	464,978

Balance Sheet					Key Financial Data				
(억원)	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	715,020	870,539	1,039,347	1,190,485	주당데이터(원)				
현금및현금성자산	163,636	262,962	371,894	464,978	SPS	1,120,181	1,380,476	1,412,891	1,442,152
매출채권	218,821	236,859	256,384	277,519	EPS(지배주주)	89,602	135,311	146,883	149,061
재고자산	157,167	176,892	199,094	224,082	CFPS	209,942	284,027	310,977	325,543
비유동자산	841,292	937,802	1,035,135	1,123,571	EBITDAPS	204,680	284,061	311,011	325,577
유형자산	620,440	705,386	791,806	881,141	BPS	552,705	669,315	795,259	922,533
무형자산	33,552	27,302	22,217	18,078	DPS	5,500	5,500	5,500	5,500
투자자산	128,184	145,998	161,996	165,236	배당수익률(%)	0.5	0.5	0.5	0.5
자산총계	1,556,312	1,808,342	2,074,482	2,314,056	Valuation(Multiple)				
유동부채	448,010	492,386	533,801	550,256	PER	11.8	9.2	8.5	8.4
매입채무	102,767	111,238	120,408	130,333	PCR	5.0	4.4	4.0	3.8
단기차입금	82,875	82,875	82,875	82,875	PSR	0.9	0.9	0.9	0.9
유동성장기부채	4,009	4,009	4,009	4,009	PBR	1.9	1.9	1.6	1.4
비유동부채	89,849	96,765	102,977	104,235	EBITDA	301,491.7	418,419.4	458,116.8	479,573.1
사채	5,848	5,848	5,848	5,848	EV/EBITDA	5.4	3.5	3.0	2.7
장기차입금	34,232	34,232	34,232	34,232	Key Financial Ratio(%)				
부채총계	537,859	589,151	636,778	654,491	자기자본이익률(ROE)	14.5	18.7	17.1	14.9
자본금	8,975	8,975	8,975	8,975	EBITDA이익률	18.3	20.6	22.0	22.6
자본잉여금	44,039	44,039	44,039	44,039	부채비율	52.8	48.3	44.3	39.4
기타포괄이익누계액	28,799	28,799	28,799	28,799	금융비용부담률	0.4	0.4	0.4	0.3
이익잉여금	967,396	1,159,538	1,368,724	1,581,120	이자보상배율(x)	25.6	33.3	36.0	36.1
비지배주주지분	44,567	53,164	62,491	71,956	매출채권회전율(x)	8.0	8.9	8.4	8.0
자본총계	1,018,453	1,219,190	1,437,704	1,659,565	재고자산회전율(x)	11.3	12.2	11.1	10.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2012년 4월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2012년 4월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2012년 4월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이세철)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

투자등급 관련사항

1. 종목추천관련 투자등급(추천기준일 증가대비 4등급)

→아래 종목투자의견은 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Strong Buy : 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- Buy : 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
- Hold : 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- Reduce : 추천기준일 증가대비 +5%미만.

2. 산업추천관련 투자등급(추천기준일 시장지수대비 3등급)

→아래 산업투자의견은 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것.

- 비중확대(Overweight).
- 중립(Neutral).
- 비중축소(Underweight)

삼성전자(005930)의 투자등급변경 내용

추천화정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자
2010.04.12	산업브리프	Buy	1,000,000	이선테
2010.06.03	기업브리프	Buy	1,000,000	이선테
2010.06.28	산업브리프	Buy	1,000,000	이선테
2010.06.07	산업브리프	Buy	1,000,000	이선테
2010.07.02	기업브리프	Buy	1,000,000	이선테
2010.07.08	산업브리프	Buy	1,000,000	이선테
2010.07.08	기업브리프	Buy	1,000,000	이선테
2010.07.29	기업브리프	Buy	1,000,000	이선테
2010.08.02	기업브리프	Buy	1,000,000	이선테
2010.08.10	산업브리프	Buy	1,000,000	이선테
2010.08.24	산업브리프	Buy	1,000,000	이선테
2010.08.31	산업브리프	Buy	1,000,000	이선테
2010.10.04	산업브리프	Buy	1,000,000	이선테
2010.10.08	산업브리프	Buy	1,000,000	이선테
2010.10.12	산업브리프	Buy	1,000,000	이선테
2010.10.18	산업분석	Buy	1,000,000	이선테
2010.11.01	기업브리프	Buy	1,000,000	이선테
2010.11.15	기업브리프	Buy	1,000,000	이선테
2010.12.01	기업브리프	Buy	1,000,000	이선테
2010.12.14	기업분석	Buy	1,250,000	이선테
2011.01.03	산업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.01.06	산업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.01.10	기업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.01.14	산업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.01.20	기업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.01.31	기업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.02.01	산업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.03.02	산업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.03.14	산업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.03.15	산업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.04.01	산업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.04.05	산업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.04.08	기업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.06.30	기업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.06.08	산업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.07.04	산업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.07.04	기업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.07.08	기업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.08.01	산업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.09.01	산업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.09.19	산업분석	Buy	1,250,000	이선테
2011.09.27	기업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.10.04	산업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.10.10	기업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.10.17	산업분석	Buy	1,250,000	이선테
2011.10.31	기업브리프	Buy	1,250,000	이선테
2011.11.01	산업분석	Buy	1,250,000	이선테
2011.11.07	기업브리프	Buy	1,250,000	이선테
담당 이념리스트 변경				
2012.03.06	산업분석	Buy	1,500,000	이세철
2012.03.23	산업브리프	Buy	1,500,000	이세철
2012.03.26	산업브리프	Buy	1,500,000	이세철
2012.04.03	기업브리프	Buy	1,700,000	이세철
2012.04.09	산업브리프	Buy	1,700,000	이세철
2012.04.16	산업브리프	Buy	1,700,000	이세철
2012.04.17	산업브리프	Buy	1,700,000	이세철
2012.04.19	산업브리프	Buy	1,700,000	이세철

주가 및 목표주가 변동추이

