

KEARNEY

# 반도체 기업이 불황기에 현금을 창출하는 방법

April 2024



01

## 경기 침체기, 현금 확보의 중요성

반도체 산업은 인플레이션으로 인해 TV나 스마트폰과 같은 전자제품 구매가 감소하면서 주기적인 경기 침체기에 접어들었다. 이로 인한 이윤 감소와 현금 흐름 악화는 재무 담당자에게 큰 도전 과제가 되고 있다. 그들의 임무는 경기 침체기에 기업이 충분한 운전자본을 확보하고, 경기가 회복될 때 신속하게 대응할 수 있도록 유연성을 확보하는 것이다.

물론, 자본 집약적인 반도체 산업에서 현금은 항상 중요한 문제이다. OEM(주문자 상표 부착)과 반도체 조립 및 테스트 아웃소싱 업체는 생산 능력을 확대하기 위해, 제품 혁신이 중요한 반도체 기업은 연구개발(R&D)을 위해 현금이 필요하다. 더불어 모든 반도체 기업은 제조 기반을 다각화하거나 새로운 시장이나 지역으로 확장하기 위해 M&A 자금을 확보할 필요가 있다.

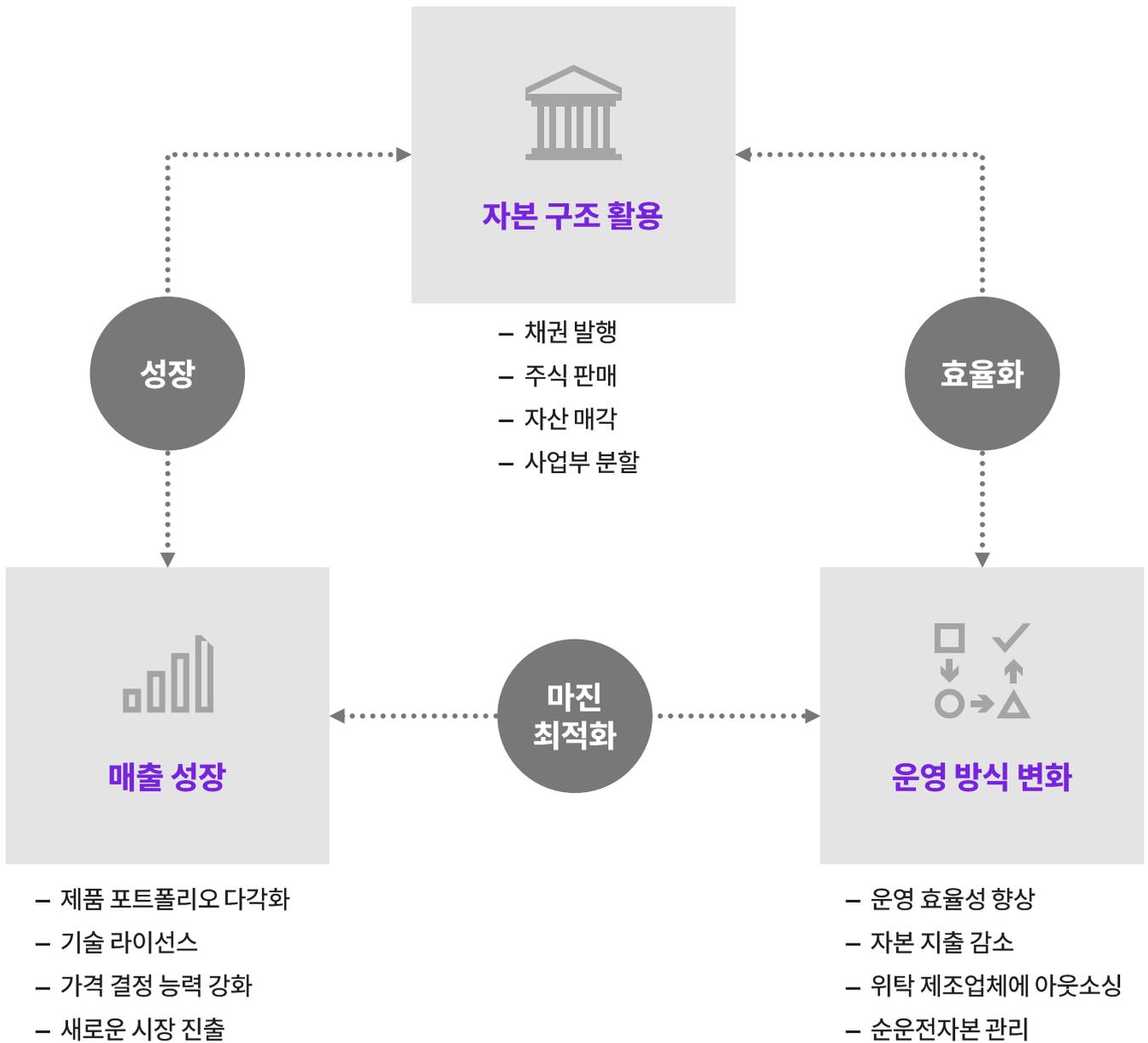
본 아티클에서는 반도체 업계의 경영진들이 최근 가장 많이 고민하는 현금 확보 문제를 살펴본다. 특히 자산 매각을 고려하고 있는 기업을 위해, 매각 가치를 최대화할 수 있는 접근 방안을 제안한다.

02

## 경기 침체기에 반도체 기업이 현금을 창출할 수 있는 세 가지 방법

반도체 기업은 다음 세 가지 방법을 고려할 수 있다. 첫째, 자본 구조를 활용한다. 둘째, 운영 방식을 변경한다. 셋째, 수익성 있는 신제품이나 비즈니스 모델을 만든다.

현재와 같은 경기 침체기에 기업은 다음 세 가지 방법으로 현금을 창출할 수 있다



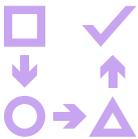
Source: Kearney analysis

## 1. 자본 구조 활용



가장 직접적인 방법은 채권을 발행하거나 지분을 매각하는 것이다. 이는 현금을 빠르게 조달할 수 있는 방법이지만 몇 가지 단점이 있다. 채권의 경우 레버리지 비용이 커지고, 주식의 경우 소유권을 희석한다. 또 다른 방법으로는 장비, 공장, 사업부 등을 매각하는 것이다. 매각은 전체 또는 부분 매각이 가능하데, 매각자는 여러 파트너와 조인트 벤처를 구성할 수 있다. 이때 금융사나 위탁 제조업체가 파트너가 된다. 또한, 반도체 기업은 유형 자산을 많이 보유하고 있기 때문에, 비금융 자산을 매각하는 것이 특히 유망하다. 핵심은 경기 침체에 자산의 가치를 극대화하는 것이다. (최근에는 반도체 기업 뿐 아니라 지정학적 리스크를 피하고자 하는 기업들도 이러한 방식을 택하고 있다. 이 기업들 역시 매각을 통해 수익을 극대화하고자 한다.)

## 2. 운영 방식 변화



생산 효율성을 높이는 것이다. 다이 밀도(웨이퍼당 생산 가능한 칩의 수)를 높여 생산 능력을 향상하면 결과적으로 설비 투자 비용을 절감할 수 있다. 또한, 더 저렴한 원자재를 사용하거나 수율(결함이 없는 합격품의 비율)을 개선하는 생산 기술을 도입하여 고가의 장비를 들이는데 필요한 비용을 줄일 수도 있다. 또 다른 방법은 위탁 제조업체와 파트너십을 맺는 것이다. 파트너사에 더 많은 사업 기회나 더 나은 수익률을 제공하는 대신, 설비 투자비나 운전자본에 대한 부담을 넘길 수 있다. 이러한 파트너십은 현금 확보에 도움이 될 뿐만 아니라, 지리적 다각화와 같은 전략적 목표를 추구할 수 있도록 한다.

## 3. 매출 성장



좋은 브랜드, 독자적인 기술, 제품 혁신에 대한 명성을 가진 기업은 가격 경쟁을 하지 않고도 기존 시장이나 새로운 시장에서 수요를 창출할 수 있다. 예를 들어, 애플은 시장이 포화 상태에 이르렀을 때 에어팟으로 큰 성공을 거두었다. 또한, 반도체 기업은 위탁 제조업체나 금융사와의 파트너십을 통해서도 매출을 늘릴 수 있다. 이러한 파트너십은 새로운 고객에 대한 접근성을 높이고 기술 라이선스를 통해 매출을 창출하는 데 도움이 된다. (물론 후자의 경우에는 지적재산권 보호하는 데 유의해야 한다.)

세 가지 방법의 장단점은 무엇일까? 먼저, 매출 성장은 현금 흐름을 창출하는 가장 좋은 방법이다. 하지만 성과를 거두는데 시간이 걸리고, 신제품이 반드시 성공할 것이라는 보장이 없다. 다음으로, 비용 최적화 이니셔티브는 결과를 예측하기가 조금 더 쉽지만, 매출 성장과 마찬가지로 현금 흐름 개선 효과가 실현되기까지 시간이 걸린다. 따라서, 자산 매각을 통한 자본 구조 활용이 현금을 즉시 확보하는 데 있어서 보다 나은 대안으로 남는다.

## 03

## 자산 매각으로 수익을 극대화하려면?

### 1. 종합적인 데이터를 수집하라

많은 반도체 기업이 매각할 수 있는 자산을 보유하고 있다. 자산 매각으로 수익을 극대화하기 위한 첫 번째 단계는 자산에 대한 종합적인 데이터를 수집하는 것이다. 공장을 예로 들어보자. 공장 매각 시 수집해야 할 데이터는 다음과 같다.



#### 공장 실적

공장의 손익계산서나 대차대조표를 통해 생산 능력, 제품 원가 구조, 운영 비용 등을 파악하고 공장의 수익성을 가늠할 수 있다. 유동 자산, 비유동 자산, 부채 등은 공장의 재무 상태를 보여준다.



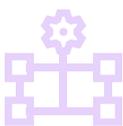
#### 시장 상황

공급과 수요, 경기 사이클, 기술 발전, 시장 경쟁, 지정학적 조건은 공장의 성장 잠재력을 평가하는데 중요한 고려사항이다.



#### 지적 재산

공장은 제품 특허나 상표를 소유할 수 있으며, 이는 해당 공장의 가치를 높일 수 있다.



#### 매니지먼트

숙련된 매니지먼트 팀이 있는 공장은 운영의 우수성을 보장한다. 자동화 및 장비 효율성으로 인한 높은 수율은 공장의 가치를 높인다.



#### 생산 능력

공장의 규모, 직원 수, 사용 중인 기술을 고려하여 공장의 생산 능력과 전반적인 경쟁력을 평가해야 한다.

## 2. 세 가지 가치 평가 방법을 활용하라

자산의 가치를 추정하는 것은 과학이라기 보다는 예술에 가깝다. 다음 세 가지 가치 평가 방법을 비교하여 최종 가치를 도출하는 것이 좋다.

다음 세 가지 가치 평가 방법은 매각자가 거래에서 협상력을 확보하는 데 도움이 된다

방법	사용 시기	장점	단점
<b>현금흐름할인법</b> (DCF valuation) 	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 예측 가능한 현금 흐름이 잘 확립된 비즈니스</li> <li>- 케피 확장 및 성장 가능성을 예측할 수 있을 때</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 자금의 시간가치와 예상 수익을 통합하여 고려</li> <li>- 다양한 상황에 대한 시나리오 분석 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 가정과 예측의 정확성에 민감</li> <li>- 무형 자산의 가치나 시장 분위기를 반영하지 못함</li> </ul>
<b>상대가치평가법</b> (Multiples valuation) 	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 예측 가능한 현금 흐름이 잘 확립된 비즈니스</li> <li>- 비교 가능한 공개 회사나 거래가 많이 있을 때</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 현재 시장 전망과 분위기를 고려</li> <li>- 거래 프리미엄을 가치 평가에 포함</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 주기적인 흐름이 있는 산업에서는 크게 변동될 수 있음</li> <li>- 공장의 차별화된 특성을 반영하지 못함</li> </ul>
<b>자산가치접근법</b> (Asset-based valuation) 	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 자산이 많은 공장</li> <li>- 공장 별 대차대조표가 있을 때</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 대차대조표에서 쉽게 계산 가능</li> <li>- 보수적인 가치 평가를 위한 기준선 설정</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 성장 가능성의 가치를 포함하지 않음</li> <li>- 시장 분위기를 반영하지 못함</li> </ul>

Note: DCF는 discounted cash flow를 의미  
Source: Kearney analysis

### ① 현금흐름할인법 (DCF valuation)

미래에 공장에서 발생하는 현금 흐름의 현재 가치를 계산하는 것이다. 현금흐름할인법은 수익 뿐 아니라, 운영비와 자본 비용을 함께 고려하기 때문에 유용하다. 이 방법은 가정이 얼마나 정확한지가 중요하다. 특히, 대부분의 공장은 비용 관리에 중점을 두고 운영되기 때문에, 수익성을 평가하려면 새로운 기준으로 계산해야 하는 경우가 많다. 반도체 기업은 만일 이 공장이 독립적인 사업체라면 여기서 생산된 제품의 가격을 어떻게 매길지 계산해야 한다. 제품 가격은 생산 비용에 기업이 원하는 이윤을 더한 값이 된다.

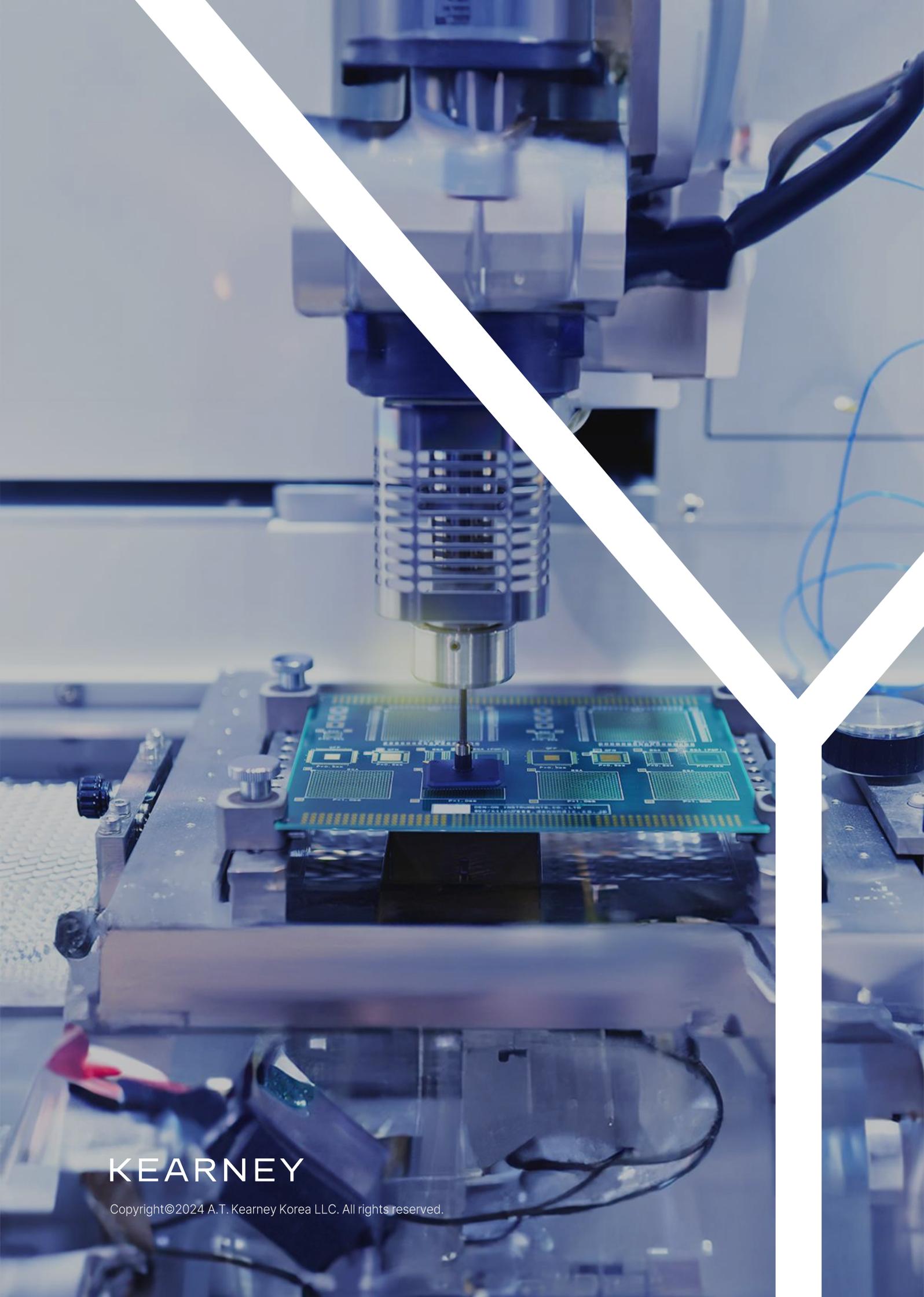
### ② 상대가치평가법 (Multiples valuation)

매각을 고려 중인 공장과 비슷한 기업들의 거래나 최근 M&A 거래에서 나타난 시장의 분위기를 반영하여 공장의 가치를 평가하는 것이다. 이 방법은 비슷한 회사의 거래에서 사용된 EV/EBIT 비율을 참고하여, 공장의 중요한 재무지표인 EBITDA나 EBIT에 그 비율을 곱해 공장의 가치를 계산한다. 반도체 산업이 주기적인 흐름이 있다는 것은 누구나 알고 있는 사실이기에 비유가 반드시 현재 시점일 필요는 없다. 특히 해당 자산에 큰 관심이 있는 구매자는 이전 시점의 비율을 살펴보는 데 동의하는 경우가 많다.

### ③ 자산가치접근법 (Asset-based valuation)

부채 대비 건물, 장비, 재고 등 공장의 유형 자산의 가치에 초점을 맞춘다. 지적 재산, 기술 등과 같은 무형 자산을 평가하는 것은 본질적으로 어렵기 때문에 이 방법은 평가 범위의 하한을 설정하는 데 적합하다. 장비를 유지 관리하고 비용을 절감하기 위해 사용하는 공정이나 R&D 엔지니어와 같은 일부 무형 자산도 고려될 수 있다. 대부분의 구매자는 이러한 자산을 공장 구매의 필수 요소로 간주한다.

각 방법에는 장점과 한계가 있다. 각 방법론을 개별적으로 적용할 수 있지만, 서로 비교하여 활용하는 것이 가장 좋다. 공장 상황, 반도체 시장의 전반적인 상황, 데이터의 가용성에 따라 다른 방법보다 적합한 한 가지 방법이 있을 수 있다. 그 방법은 평가 범위를 고정하는 역할을 할 수 있으며, 다른 방법들은 추가적인 지침을 제공한다.



KEARNEY

Copyright©2024 A.T. Kearney Korea LLC. All rights reserved.