

삼영전자 (005680)

현금이 쌓이는 기업

Mid-Small Cap Analyst 정홍식

02. 3779-8468 hsjeong@ebestsec.co.kr



투자의견 매수, 목표주가 18,000원으로 커버리지 개시

삼영전자에 대해 투자의견 매수, 목표주가 18,000원을 제시한다. 목표주가는 DCF Valuation 적용[WACC 8.6%, Risk free rate 3.0%: Risk Premium 7.0%, β 0.86, Sustainable growth 0%]한 후 유동성을 고려하여 10% Discount 하였다. 당사는 2015년 EV/EBITDA 1.7배로 절대 저평가 상태이며, 현금흐름을 고려할 경우 목표주가 달성에 큰 무리가 없다는 판단이다.

성장성: 전장용 콘덴서 부문의 고성장

당사는 전장용 콘덴서 부문에서 고성장이 진행(CAGR 16.0%, 2010년 102억원 → 2014년 185억원, 2015년 219억원 전망)되고 있다. 이는 자동차 전장화 추세로 차량 내 사용되는 콘덴서의 수요가 증가하고 있기 때문이다. 특히, 전장용 콘덴서는 타 사업부 대비 수익성이 매우 높기 때문에 향후 당사의 성장 동력을 작용할 전망이다.

안정성: 현금흐름이 좋다

당사는 1,900억원 규모의 순현금(시총의 72%)을 보유하고 있고, 향후에도 매년 200억원 ~ 250억원 규모의 순현금이 증가할 전망이다. 이는 사업이 외형 확대 보다는 수익성 개선으로 진행되고 있기 때문에 유형자산 투자(2014년 47억원)가 적고, EBITDA가 290억원 규모로 현금 유입이 많기 때문이다. 참고로 당사는 2013년 294억원, 2014년 291억원 규모의 순현금이 증가하였다.

Financial Data

(십억원)	2012	2013	2014P	2015E	2016E
매출액	287.1	271.4	251.0	252.9	255.4
영업이익	11.5	10.8	14.2	16.3	17.7
세전계속사업손익	14.9	16.6	22.9	25.1	26.6
순이익	8.6	12.9	18.5	19.6	20.7
EPS (원)	431	644	926	979	1,037
증감률 (%)	n/a	49.5	43.7	5.7	5.9
PER (x)	20.1	14.5	14.2	13.4	12.7
PBR (x)	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	1.3	0.9	2.5	1.7	1.0
영업이익률 (%)	4.0	4.0	5.7	6.4	6.9
EBITDA 마진 (%)	11.1	10.6	11.6	11.7	11.7
ROE (%)	2.0	3.0	4.2	4.2	4.3
부채비율 (%)	7.0	6.8	6.3	6.1	6.0

주: IFRS 연결 기준

자료: 이 베스트투자증권 리서치본부

Buy (initiate)

목표주가 18,000 원

현재주가 13,150 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(3/13)	1,985.79pt
시가총액	2,630억원
발행주식수	20,000천주
52 주 최고가 / 최저가	13,750 / 9,880원
90 일 일평균거래대금	3.6억원
외국인 지분율	41.3%
배당수익률(15.12E)	1.5%
BPS(15.12E)	23,464원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 11.4%
	6개월 0.9%
	12개월 25.6%
주주구성	일본계미군 33.4%
	변동준 14.7%

Stock Price



Valuation

DCF Model: 목표주가 18,000원 제시

삼성전자에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 18,000원을 제시한다. 목표주가는 DCF Valuation 적용[WACC 8.6%, Risk free rate 3.0%, Risk Premium 7.0%, β 0.86, Sustainable growth 0%]한 후 유동성(일평균 거래대금 4억원)을 고려하여 10% Discount 하였다. 당사는 현재 순현금 1,900억원(시가총액의 72%)을 보유하고 있고, 매년 200억원 ~ 250억원의 순현금이 증가할 전망이다. 예상외의 대규모 투자가 발생하지 않는 이상 3~4년 후에는 순현금이 시가총액 수준에 도달할 가능성도 있다.

표1 DCF Valuation

(억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
EBIT	142	163	177	184	204	220	
EBIT에 대한 법인세	31	36	39	41	45	48	
NOPLAT	111	127	138	144	159	172	
유형자산상각비	145	131	120	111	105	100	
무형자산상각비	3	2	2	2	2	2	
총현금유입	260	260	260	257	266	274	
운전자본증감	-26	2	6	5	13	17	
유형자산투자	47	60	60	60	60	60	
무형자산투자	1	1	1	1	1	1	
총투자	22	63	67	66	74	78	
Free Cash Flow	237	197	193	191	192	196	196
PVIF (Present Value Interest Factor)		94%	86%	79%	73%	67%	62%
추정FCF의 현재가치		185	166	151	141	132	
계속가치 (2020년 이후)							2,280
Continuing Value Calculation							
FCF증가율 (2019 -normalized FCF)	0.0%						
계속성장률 g (%)	0.0%						
WACC	8.6%						
추정FCF 현재가치	775						
계속가치 현재가치	1,412						
Operating Value of FCFF	2,187						
Appraised company value							
비영업활동 투자자산	1,901						
차입금	1						
Net	1,900						
추정자기자본가치	4,087						
발행주식수 (천주)	20,000						
추정주당가치 (원)	20,435						
적정주당가치 (원)	18,392	← 유동성을 고려한 10% Discount					
현재주당가격 (원)	13,150						
Potential (%)	39.9%						

자료: 이 베스트투자증권 리서치본부

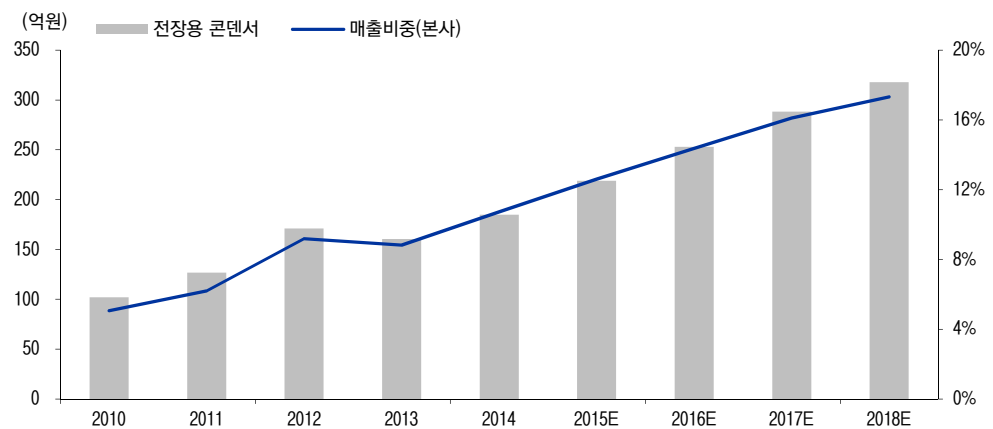
투자포인트

성장성: 전장용 콘덴서 부문에서 고성장

동사의 전장용 콘덴서 매출액은 2010년 102억원 → 2011년 127억원 → 2012년 171억원 → 2013년 161억원 → 2014년 185억원 → 2015년 219억원 전망(과거 5년 CAGR 16.0%)으로 추세적인 상승세를 보이고 있다. 이는 자동차 내 전장부품이 확대되면서 차량용 콘덴서의 수요가 증가하고 있기 때문이다. 이러한 흐름은 추세적인 변화이기 때문에 향후에도 동사의 전장용 콘덴서 매출액은 상승흐름을 보일 전망이다.

다만, 전장용 콘덴서 사업은 매출비중의 10.7% 수준(본사기준)으로 낮기 때문에 전체적인 성장을 이끌기에는 규모가 아직 작다. 중장기적인 관점으로 본다면, 전장용 콘덴서는 TV, 가전 등의 다른 콘덴서 대비 수익성이 좋기 때문에 지금과 같이 매출비중이 지속적으로 증가(2010년 5.1% → 2015년 12.6% 전망)한다면 외형확대와 함께 수익성을 높일 수 있는 핵심 사업이 될 것이다.

그림1 삼영전자 전장용 콘덴서 매출액 전망



자료: 삼영전자, 이 베스트투자증권 리서치본부

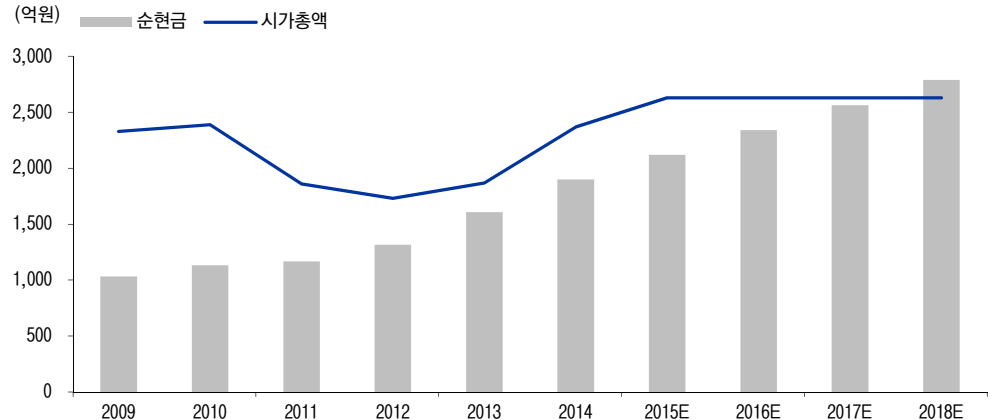
안정성: 현금흐름이 좋다

동사는 1,900억원 규모의 순현금(시총의 72% 수준)을 보유하고 있다. 동사의 순현금은 2009년 1,032억원 → 2010년 1,132억원 → 2011년 1,167억원 → 2012년 1,315억원 → 2013년 1,609억원 → 2014년 1,900억원 → 2015년 2,121억원 전망으로 매년 증가하고 있다. 동사의 순현금이 증가하는 이유는 콘텐츠와 알루미늄 FOIL(재료사업) 사업부문의 Capa가 충분히 확대(~2011년까지 투자)되어 있어 당분간 대규모 Capex 계획이 없고, 배당금 40억원을 제외하면 이익이 대부분 순현금으로 유보되기 때문이다.

참고로 2014년 기준 동사의 EBITDA는 291억원이고, Capex(47억원), 배당총액(40억원) 등에 기인한 현금지출과 이자수익 44억원, 기타수익(잡이익 등) 약 40억원 등의 현금유입 요인으로 전년대비 291억원의 순현금이 증가하였다. 2015년에도 현금유입: EBITDA가 296억원, 이자수익 45억원, 현금유출: Capex 60억원, 배당금 40억원 등을 고려하면 200억원 ~ 250억원의 추가적인 순현금 증가가 나타날 것으로 전망된다.

동사의 순현금은 3~4년 후에 현재의 시가총액과 비슷한 수준까지 쌓일 것으로 보여, 주가의 하락위험을 낮춰주는 안전판의 역할을 할 전망이다. 즉, 동사는 성장성의 관점에서 접근하기 보다는 안정적인 현금흐름을 기반으로 접근하는 것이 바람직하다.

그림2 안정적인 현금흐름: 3~4년 후에는 순현금이 현재 시가총액에 도달할 전망



자료: 삼성전자, 이 베스트투자증권 리서치본부

Valuation 저평가: 2015년 EV/EBITDA 1.7배

2015년 동사의 EV/EBITDA는 1.7배로 저평가를 보이고 있다. 현금흐름이 좋기 때문에 향후 EV/EBITDA Valuation(2016년 1.0배 → 2017년 0.2배 전망) 저평가는 더욱 부각될 전망이다. 특히, 대규모 현금지출이 없을 경우 2018년에는 순현금이 시가총액을 상회할 가능성도 있어 중장기적인 관점에서 Valuation 메리트가 높다는 판단이다.

실적전망

실적전망: 외형확대 보다는 수익성 개선에 집중

동사의 실적은 외형확대가 아닌 수익성 개선 흐름으로 진행될 전망이다. 즉, 매출액 증가는 크지 않은 반면, 마진율이 개선되는 방향으로 이어질 것이다. 이는 콘덴서 시장의 구조적인 흐름을 보면 알 수 있는데, 범용적인 성격을 가지고 있는 콘덴서가 IT제품의 소형화 추세에 따라 점점 더 적용되는 수량은 적어지고, 제품은 High-End화 되고 있기 때문이다.

쉽게 설명하면 생산량(Q)은 줄어들고 있지만, 품질 요구조건이 높아지면서 고부가가치화가 진행되어 ASP(P)는 상승하고 있는 것이다. 또한 동사는 수익성 개선을 위하여 상대적으로 생산비가 낮은 중국법인으로 생산 비중을 늘리고 있기 때문에 2015년에도 외형성장 보다는 수익성 개선이 더욱 부각되는 실적이 전망된다.

표2 삼영전자 실적 전망

(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	2,871	2,714	2,510	2,529	2,554	2,574	2,624
YoY	-10.9%	-5.5%	-7.5%	0.8%	1.0%	0.8%	1.9%
전해콘덴서	2,397	2,263	1,999	2,007	2,018	2,035	2,068
재료사업	464	432	496	505	517	519	532
기타	10	19	15	18	19	20	24
% YoY							
전해콘덴서	-9.4%	-5.6%	-11.7%	0.4%	0.6%	0.9%	1.6%
재료사업	-15.7%	-6.9%	14.8%	1.7%	2.5%	0.3%	2.5%
기타	-58.4%	84.6%	-19.7%	16.4%	6.7%	5.9%	18.8%
〈매출비중〉							
전해콘덴서	83.5%	83.4%	79.6%	79.4%	79.0%	79.1%	78.8%
재료사업	16.2%	15.9%	19.8%	19.9%	20.3%	20.2%	20.3%
기타	0.4%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%
(전해콘덴서: 본사)							
디지털가전	725	603	528	468	428	380	344
생활가전	151	243	236	272	294	317	345
인버터(산업용)	56	39	52	53	53	54	55
전장(자동차)	171	161	185	219	253	288	318
DVD/ODD	91	57	30	20	16	14	12
SMPS(충전기 등)	86	72	48	39	35	32	29
기타(딜러포함)	581	651	645	666	680	705	733
영업이익	115	108	142	163	177	184	204
% of sales	4.0%	4.0%	5.7%	6.4%	6.9%	7.2%	7.8%
% YoY	-50.2%	-5.8%	31.3%	14.2%	8.7%	4.3%	10.9%

자료: 이 베스트투자증권 리서치본부

사업현황

기업개요

삼성전자는 콘덴서(Condenser)를 생산하는 기업이다. 콘덴서란 TV, 냉장고 등의 백색 가전과 산업용 인버터, 자동차용 부품까지 대부분 전자제품에 사용되는 범용적인 성격의 부품으로서 전기에너지를 저장하여 필요할 때 꺼내 쓰도록 고안된 제품이다. 즉, 전자제품의 단시간의 충방전 역할을 하여 일시적인 과부하를 막고 전자제품의 전기흐름을 안정화시켜 폭발, 누전 등을 막는다.

동사는 콘덴서 중에서도 상대적으로 Low-End 제품군인 전해콘덴서 생산을 주업으로 하고 있으며, 콘덴서를 생산하는 원재료인 알루미늄 FOIL도 자체 생산하고 있어 마진 경쟁력을 유지하고 있다. 콘덴서는 다양한 전자제품과 산업용 장비까지 전기를 필요로 하는 거의 모든 제품에 사용되기 때문에 전방산업이 매우 다각화되어 있다.

그림3 삼성전자 생산 콘덴서



자료: 삼성전자, 이 베스트투자증권 리서치본부

회사연혁

삼성전자는 1968년 콘덴서 업체로 설립되었고 1972년 일본 케미콘의 자본 제휴로 기술력을 확보하였다. 1994년에는 중국 생산법인 청도삼성유한공사를 설립하였고 2001년에는 본사를 현재 성남으로 이전하였다. 이렇게 동사는 지난 47년간 콘덴서를 주력으로 생산하며 국내 최고의 알루미늄 전해콘덴서 기업으로 성장하였다.

별첨

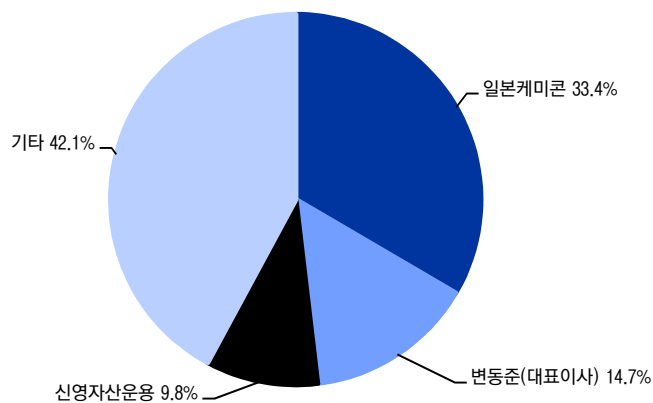
리스크요인

국내에서 알루미늄 전해콘덴서를 생산하는 기업은 삼영전자와 삼화전기(009470)가 있으며, 저가 콘덴서를 대상으로 하고 있는 중국업체들과 High-End 제품을 주로 담당하고 있는 일본 업체들이 있다. M/S는 삼영전자 40%, 기타 국내기업 30%, 중국 15%, 일본 15% 수준이다. 과거 중국산 저가 콘덴서가 국내에 유입되면서 자연적인 구조조정이 진행되었다. 동사가 이러한 시장환경에서 살아남았던 것은 안정적인 재무구조를 바탕으로 원가절감에 성공을 했기 때문이다.

이미 국내 알루미늄 전해콘덴서 시장은 상당부분 구조조정이 진행되었고, 동사의 ROIC 4.7%에서 보여주듯이 투자대비 수익성이 좋지 않은 사업이기 때문에 경제적인 진입장벽이 매우 높다. 즉, 다른 기업들이 더 이상 뛰어들기 어려운 구조이기 때문에 향후 수익성 악화에 대한 우려는 높지 않을 전망이다.

다만, 이미 콘덴서 시장이 성숙기에 접어들었기 때문에 전장용 콘덴서를 제외하고는 성장성이 매우 낮은 편이다. 따라서 동사는 성장주의 관점보다는 이미 성숙기에 진입하고 경제적인 진입장벽을 기반으로 Cash-Cow 역할을 하는 기업으로 접근하는 것이 바람직하다.

그림4 지분구조



자료: 이 베스트투자증권 리서치본부

삼성전자 (005680)

재무상태표

(십억원)	2012	2013	2014P	2015E	2016E
유동자산	241.9	265.0	292.4	315.1	338.0
현금 및 현금성자산	27.5	40.7	42.2	49.4	55.0
매출채권 및 기타채권	52.6	51.7	48.2	48.6	49.1
재고자산	55.0	49.2	49.2	49.5	50.0
기타유동자산	107.0	123.4	152.8	167.6	183.8
비유동자산	214.3	202.0	190.0	183.0	177.1
관계기업투자등	22.9	25.4	23.5	23.7	23.9
유형자산	189.8	175.1	164.9	157.6	151.5
무형자산	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2
자산총계	456.2	467.0	482.4	498.1	515.1
유동부채	23.6	23.0	21.8	21.9	22.1
매입채무 및 기타채무	22.0	20.2	19.5	19.7	19.9
단기금융부채	0.0	0.6	0.1	0.0	0.0
기타유동부채	1.6	2.2	2.2	2.2	2.2
비유동부채	6.3	6.8	6.9	6.9	7.0
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	6.3	6.8	6.9	6.9	7.0
부채총계	29.9	29.8	28.7	28.8	29.1
지배주주지분	426.3	437.2	453.7	469.3	486.0
자본금	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
자본잉여금	129.8	129.9	129.9	129.9	129.9
이익잉여금	263.6	273.1	287.6	303.2	320.0
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	426.3	437.2	453.7	469.3	486.0

현금흐름표

(십억원)	2012	2013	2014P	2015E	2016E
영업활동 현금흐름	28.4	36.2	35.5	31.8	31.6
당기순이익(손실)	14.9	16.6	18.5	19.6	20.7
비현금수익비용가감	23.4	15.3	16.4	12.8	11.7
유형자산감가상각비	20.4	17.8	14.8	13.3	12.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	0.3	-2.0	1.6	-0.5	-0.5
영업활동 자산부채변동	-6.6	2.7	0.5	-0.6	-0.8
매출채권 감소(증가)	3.8	0.5	3.5	-0.4	-0.5
재고자산 감소(증가)	7.2	5.8	0.0	-0.4	-0.5
매입채무 증가(감소)	-6.9	-1.9	-0.7	0.1	0.2
기타자산, 부채변동	-10.9	-1.8	-2.3	0.0	0.0
투자활동 현금	-29.7	-19.7	-29.4	-20.5	-22.0
유형자산처분(취득)	-9.7	-0.8	-4.7	-6.0	-6.0
무형자산 감소(증가)	0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
투자자산 감소(증가)	-19.5	-18.8	-24.6	-14.4	-15.9
기타투자활동	-0.6	0.1	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-4.2	-3.4	-4.5	-4.1	-4.0
차입금의 증가(감소)	-0.2	0.6	-0.5	-0.1	0.0
자본의 증가(감소)	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0
배당금의 지급	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-5.5	13.2	1.5	7.2	5.6
기초현금	33.0	27.5	40.7	42.2	49.4
기말현금	27.5	40.7	42.2	49.4	55.0

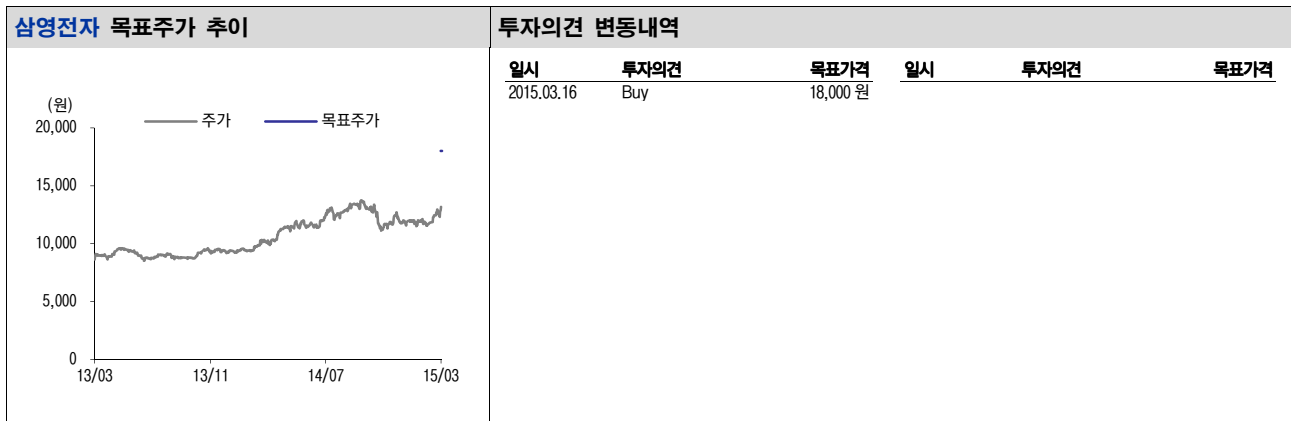
자료: 이 베스트투자증권 리서치본부

손익계산서

(십억원)	2012	2013	2014P	2015E	2016E
매출액	287.1	271.4	251.0	252.9	255.4
매출원가	252.8	237.9	214.1	213.6	214.5
매출총이익	34.3	33.5	36.9	39.3	40.9
판매비 및 관리비	22.8	22.7	22.7	23.1	23.3
영업이익	11.5	10.8	14.2	16.3	17.7
(EBITDA)	31.9	28.7	29.1	29.6	29.8
금융손익	2.6	3.3	5.5	6.0	6.6
이자비용	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
기타영업외손익	0.4	2.0	2.6	2.3	1.7
세전계속사업이익	14.9	16.6	22.9	25.1	26.6
계속사업법인세비용	6.3	3.8	4.3	5.5	5.9
계속사업이익	8.6	12.9	18.5	19.6	20.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.6	12.9	18.5	19.6	20.7
지배주주	8.6	12.9	18.5	19.6	20.7
총포괄이익	3.5	14.1	20.5	19.4	20.7
매출총이익률 (%)	11.9	12.4	14.7	15.6	16.0
영업이익률 (%)	4.0	4.0	5.7	6.4	6.9
EBITDA 마진률 (%)	11.1	10.6	11.6	11.7	11.7
당기순이익률 (%)	3.0	4.7	7.4	7.7	8.1
ROA (%)	1.9	2.8	3.9	4.0	4.1
ROE (%)	2.0	3.0	4.2	4.2	4.3
ROIC (%)	2.4	3.2	4.7	5.4	6.0

주요 투자지표

	2012	2013	2014P	2015E	2016E
투자지표 (x)					
P/E	20.1	14.5	14.2	13.4	12.7
P/B	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	1.3	0.9	2.5	1.7	1.0
P/CF	4.5	5.8	7.5	8.1	8.1
배당수익률 (%)	2.3	2.1	1.5	1.5	1.5
성장성 (%)					
매출액	-10.9	-5.5	-7.5	0.8	1.0
영업이익	-50.2	-5.8	31.3	14.2	8.7
세전이익	-42.5	11.5	37.4	9.8	5.9
당기순이익	-57.0	49.5	43.7	5.7	5.9
EPS	-57.0	49.5	43.7	5.7	5.9
안정성(%)					
부채비율	7.0	6.8	6.3	6.1	6.0
유동비율	1,023.0	1,150.6	1,339.8	1,440.6	1,531.5
순차입금/자기자본 (x)	-30.8	-36.8	-41.9	-45.2	-48.1
영업이익/금융비용 (x)	160.7	253.3	630.5	1,282.1	3,441.9
총차입금 (십억원)	0.0	0.6	0.1	0.0	0.0
순차입금 (십억원)	-131.5	-160.9	-190.0	-212.1	-234.0
주당지표 (원)					
EPS	431	644	926	979	1,037
BPS	21,315	21,858	22,685	23,464	24,302
CFPS	1,919	1,598	1,746	1,619	1,621
DPS	200	200	200	200	200



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정홍식)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다..

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)		
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) N.R. (Not Rated)	20% 이상 기대 ~20% ~ 20% 기대 ~20% 이하 기대 등급보류	2015 년 2 월 2 일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경