한화투자증권

삼영전자 (005680)

2014. 3. 5 **Mid Small-Cap**

Analyst **정홍식**
hongsik@hanwha.com

Not Rated

현주가(3/4): 10,150원

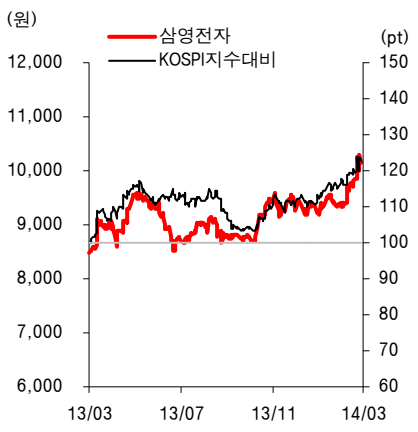
Stock Data

KOSPI(3/4)		1,954.11pt
시가총액		2,030억원
발행주식수		20,000천주
52주 최고가 / 최저가		10,300 / 8,470원
90일 일평균거래대금		2.5억원
외국인 지분율		39.3%
배당수익률(13.12E)		2.0%
BPS(13.12E)		22,330원
KOSPI대비 상대수익률	1개월	5.0%
	3개월	11.1%
	6개월	13.9%

주주구성

일본케미콘	33.4%
변동준	14.7%
신영자산운용	7.7%

Stock Price



현금흐름이 좋다!

전해콘덴서 생산 기업

삼영전자는 콘덴서(Condenser)를 생산하는 기업이다. 콘덴서는 전자제품 내 단시간의 충방전 역할을 하여 일시적인 과부하를 막는 부품으로서 전자제품의 전기흐름을 안정화시키는 역할을 하고 있다. 동사는 알루미늄 전해콘덴서 생산을 주업으로 하고 있으며, 이에 대한 원재료인 알루미늄 FOIL도 자체 생산하고 있어 마진 경쟁력을 유지하고 있다.

전장(자동차) 콘덴서 매출 증가 추세

자동차 전장부품이 증가하면서 자동차용 전해콘덴서 수요가 증가하고 있다. 동사의 전장(자동차) 콘덴서 매출 비중은 2009년 2.9% 수준에서 2013년 8.9%수준으로 확대(CAGR +24.0%)되고 있으며, 2014년에는 10% 수준으로 높아질 것으로 보인다. 특히, 자동차용 콘덴서 마진은 타 사업부문 대비 높기 때문에 마진개선에도 긍정적일 것이다.

안정적인 재무구조 + Valuation 메리트: EV/EBITDA 1.0배

동사는 현재 1,609억원(시가총액 2,030억원 대비 80%)의 순현금을 보유하고 있어 재무적 안정성이 높다. 과거 콘덴서와 알루미늄 FOIL 사업부문의 Capa가 충분이 확대되어 있어 당분간 대규모 Capex 계획이 없기 때문에 2014년 ~ 2015년 현금이 지속적으로 증가(순현금 규모: 2011년 1,167억원 → 2012년 1,315억원 → 2013년 1,609억원 → 2014년 1,748억원 전망)할 것으로 보인다. 동사의 대규모 순현금을 고려한 2014년 EV/EBITDA는 1.0배 수준으로 저평가 메리트가 높다.

Financial Data	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액(십억원)	322.1	287.1	271.4	279.6	288.8
영업이익(십억원)	23.1	11.5	10.8	13.1	14.2
세전계속사업손익(십억원)	26.0	14.9	16.7	17.1	18.3
순이익(십억원)	20.1	8.6	12.9	13.3	14.3
EPS(원)	1,004	431	645	665	714
증감률(%)	-4.8	-57.0	49.5	3.2	7.4
PER(배)	9.3	20.1	15.7	15.3	14.2
PBR(배)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	1.6	1.3	1.5	1.0	0.6
영업이익률(%)	7.2	4.0	4.0	4.7	4.9
EBITDA 마진(%)	13.1	11.1	10.6	10.5	10.2
ROE(%)	4.8	2.0	3.0	3.0	3.2
순부채비율(%)	-27.3	-30.8	-36.8	-39.1	-40.8

주: IFRS 연결 기준

기업개요: 콘덴서 생산 기업

삼영전자는 콘덴서(Condenser)를 생산하는 기업이다. 콘덴서란 TV, 백색가전 등의 전자제품에 사용되는 부품으로서 전기에너지를 저장하여 필요할 때에 꺼내 쓰도록 고안된 제품군이다. 즉, 전자제품 내 단시간의 충방전 역할을 하여 일시적인 과부하를 막는 부품으로서 전자제품의 전기흐름을 안정화시키는 역할을 하고 있다. 동사는 알루미늄 전해콘덴서 생산을 주업으로 하고 있으며, 이에 대한 원재료인 알루미늄 FOIL도 자체 생산하고 있어 마진 경쟁력을 유지하고 있다. 매출비중은 전해콘덴서 84%, 알루미늄 FOIL을 생산하는 재료사업이 16% 수준으로 전해콘덴서 생산에 주력하고 있다.

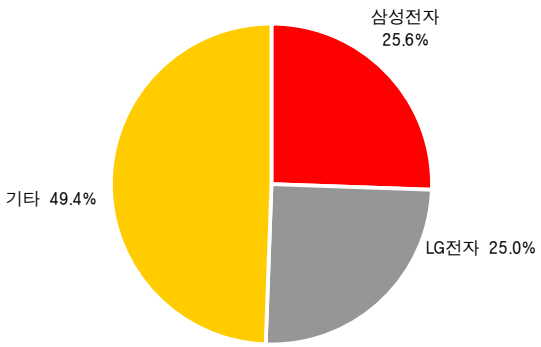
콘덴서는 TV, 카메라, 오디오, 세탁기와 같은 가전에서부터 위성방송 수신기, 엘리베이터와 같은 산업용 장비까지 전기를 필요로 하는 거의 모든 제품에 사용되기 때문에 전방산업이 매우 다각화되어 있다. 특히, 동사가 생산하는 전해콘덴서 같은 경우는 콘덴서 내 Low-end 제품군으로서 가격이 저렴하기 때문에 TV와 백색가전에 많이 사용되고 있으며, 최근에는 자동차 전장부품 증가로 자동차 분야 수요도 증가하고 있다. 국내 경쟁기업은 삼화전기(009470)가 있으며, 중국의 저가 제품과 동남아 제품들도 수입되고 있는 상황이다.

[그림1] 삼영전자 생산 전해콘덴서



자료: 삼영전자, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 삼영전자 고객사별 매출 비중(본사 기준)



자료: 삼영전자, 한화투자증권 리서치센터

1. 성장성: 자동차 전장부품 증가 수혜

전해콘덴서는 주로 가전제품에 사용되고 있기 때문에 시장 자체가 성장하기 보다는 이미 성숙단계에 접어 들었다고 볼 수 있다. 그러나 자동차 전장부품이 증가하면서 자동차용 전해콘덴서 수요는 증가하고 있다. 동사의 전장(자동차) 콘덴서 매출 비중은 2009년 2.9% 수준에서 2013년 8.9%수준으로 확대(CAGR +24.0%)되고 있으며, 2014년에는 10% 수준으로 높아질 것으로 보인다. 특히, 자동차용 콘덴서 마진은 타 사업부문 대비 높기 때문에 마진개선에도 긍정적일 것이다.

동사의 자동차용 콘덴서는 자동차 전장화 추세(고객들의 편의성 Needs 확대, 연비규제에 기인)와 동행하여 수요가 점진적으로 확대될 것으로 보이며, 다른 자동차 부품과는 달리 범용적인 성격을 가지고 있기 때문에 그 확산성 또한 높을 것으로 기대된다. 전장 콘덴서 매출 비중이 아직은 크지 않지만 향후 그 비중은 점진적으로 증가할 전망이다.

[그림3] 삼영전자 전해콘덴서 내 매출 비중 추이(2009년 → 2013년)



자료: 삼영전자, 한화투자증권 리서치센터

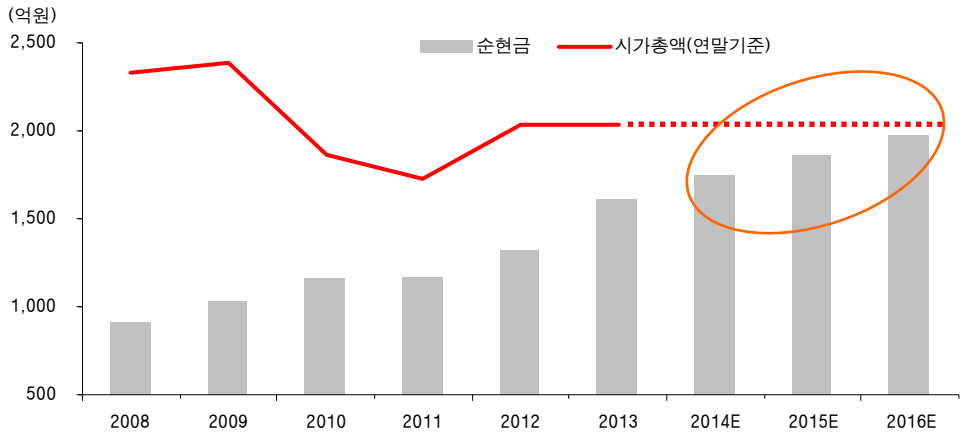
2. 안정성: 순현금 & Valuation 저평가

동사는 현재 1,609억원(시가총액 2,030억원 대비 80%)의 순현금을 보유하고 있어 재무적 안정성이 높다. 과거 콘덴서와 알루미늄 FOIL 사업부문의 Capa가 충분이 확대되어 있어 당분간 대규모 Capex 계획이 없기 때문에 2014년 ~ 2015년 현금이 지속적으로 증가(순현금 규모: 2011년 1,167억원 → 2012년 1,315억원 → 2013년 1,609억원 → 2014년 1,748억원 전망)할 것으로 보인다.

참고로 2013년 기준 동사의 EBITDA가 287억원이고, Capex(39억원) + 배당총액(40억원) 등에 기인한 현금지출과 이자수익(45억원) + 유형자산 처분(30억원) + 기타수익 등의 현금유입 요인으로 2012년 대비 294억원의 순현금이 증가하였다. 2014년에도 노후설비 교체에 따른 경상적인 Capex 약 85억원과 배당금(약 40억원)을 제외하고 대규모 현금 지출은 없을 것으로 보여 150억원 ~ 200억원의 순현금이 유입될 것으로 예상된다. 이러한 흐름이 2015년에도 지속된다면 동사의 순현금 규모는 현재 시가총액 수준으로 증가할 가능성이 높다.

동사의 대규모 순현금을 고려한 2014년 EV/EBITDA는 1.0배 수준으로 저평가 메리트가 높다.

[그림4] 삼영전자 시가총액 Vs. 순현금 추이



자료: 삼영전자, 한화투자증권 리서치센터

2014년 실적 전망

2014년 동사의 실적은 매출액 2,796억원(+3.0% YoY) 영업이익 131억원(+20.5% YoY) 수준을 전망한다. 매출액 증가 이유는 1)백색가전과 전장(자동차) 콘덴서의 매출액 증가 부문이 타 사업부문 성장 둔화를 커버하고, 2)재료사업(알루미늄 FOIL) 부문에서 고객사로의 생산량이 증가하며 전년동기대비 소폭 성장세를 보일 것으로 전망한다. 영업이익 증가 이유는 1)상대적으로 마진이 높은 전장부문 매출비중 증가와 2)재료사업 부문에서 일시적 마진 감소에 대한 기저효과가 나타날 것으로 전망하기 때문이다.

[표1] 삼영전자 연간 실적 추정치

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	**2,720**	**3,293**	**3,221**	**2,871**	**2,714**	**2,796**	**2,888**	**2,993**
YoY	32.4%	21.0%	-2.2%	-10.9%	-5.5%	3.0%	3.3%	3.6%
전해콘덴서	2,322	2,807	2,646	2,397	2,268	2,331	2,405	2,489
재료사업	349	464	550	464	428	447	466	486
기타	50	22	25	10	18	18	18	18
% YoY								
전해콘덴서		20.9%	-5.7%	-9.4%	-5.4%	2.8%	3.2%	3.5%
재료사업		32.9%	18.7%	-15.7%	-7.7%	4.3%	4.3%	4.3%
기타		-55.2%	10.9%	-58.4%	72.1%	1.0%	1.0%	1.0%
<매출비중>								
전해콘덴서	85.3%	85.2%	82.1%	83.5%	83.6%	83.4%	83.2%	83.2%
재료사업	12.8%	14.1%	17.1%	16.2%	15.8%	16.0%	16.1%	16.2%
기타	1.8%	0.7%	0.8%	0.4%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
<본사기준(중국생산 제외) 전해콘덴서 사업부별 매출액>								
본사기준 매출액	1,982	2,480	2,593	2,326	2,246	2,326	2,405	2,493
중국생산 등	738	813	628	545	468	469	484	500
<본사 수요처별 매출 추정치>								
TV	731	843	914	725	589	590	589	587
백색가전	82	141	157	152	241	258	275	292
인버터(산업용기기)	31	55	56	55	37	35	33	31
전장(자동차)	68	102	127	171	161	188	219	254
DVD/ODD	187	163	117	92	57	46	37	29
SMPS(충전기 등)	55	110	99	86	74	76	77	79
기타(딜러포함)	451	603	573	581	659	686	709	734
영업이익	**120**	**284**	**231**	**115**	**108**	**131**	**142**	**154**
% of sales	4.4%	8.6%	7.2%	4.0%	4.0%	4.7%	4.9%	5.2%
% YoY	232.7%	137.4%	-18.5%	-50.2%	-5.8%	20.5%	8.5%	8.8%

자료: 삼영전자, 한화투자증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정홍식)
상기종목에 대하여 2014년 03월 04일 기준 당사 및 조사분석 담당자는 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없습니다.
당사는 본 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
당사는 2014년 03월 04일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

투자 등급 예시 (6개월 기준)

기업		산업	
Buy(매수)	시장대비 초과수익률 20% 이상 기대	Overweight	비중확대
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 초과수익률 10% ~ 20% 기대	Neutral	중립
Marketperform(시장수익률)	시장대비 초과수익률 -10% ~ 10% 기대	Underweight	비중축소
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 초과수익률 -10% 이하 기대		
N/R(Not Rated)	투자의견 없음		