

성우전자 (081580)

국내 1위 시장점유율, 아직 올라갈 길이 멀다!

BUY

Valuation

Target Price: 15,225

Price: 9,980

Margin of Safety: 53%

MktCap.(100mn): 729

ROE: 25.84%

ROA: 16.45%

Op.Magin: 15.25%

PER: 5.61

PBR: 1.82

Dividend Yield: 2.36%

Major Sh.Holder:

조성면 (33.79%)

기업분석 3팀

윤원식, 송민철, 유슬아,
신태현, 박종진

• 매출 성장의 원동력, Shield Can

저렴한 원가, 우월한 성능과 더불어 현대 휴대폰 제조 트렌드에 부합하는 새로운 전자파 차폐부품인 Shield Can은 그 시장성에서 앞으로의 성장이 확실시 되는 품목이다. 이 Shield Can 시장에서 동사는 금속 프레스공업의 경쟁력을 바탕으로 기존의 60%대 시장점유율을 70%로 끌어올리고 2008년 400억이 넘는 매출을 기록하며 지속적이고 안정적인 매출 증대를 이루어 나가고 있다.

• 안정적인 기존 사업 외 새로운 매출원 확보

동사는 독보적인 위치를 점유하고 있는 Shield Can시장 이외에도 앞으로의 성장세가 유력한 SSD케이스와 카메라셔터모듈 시장(특히 보유)에 진입, 현재 유력한 경쟁업체 없이 매출세를 이어가고 있다.

• 법인세 인하에 따른 당기순이익 증가

동사는 안산시의 성장 관리권역으로 공장을 이전함으로써 법인세 혜택을 받게 되었다. 현재 27.5% 수준인 법인세 세율을 향후 5년간 10%, 그 후 2년간은 15%로 적용 받게 되어 매년 14원 이상의 당기순이익 증가 효과를 기대한다.



I. Introduction

정밀프레스 업체 성우전자

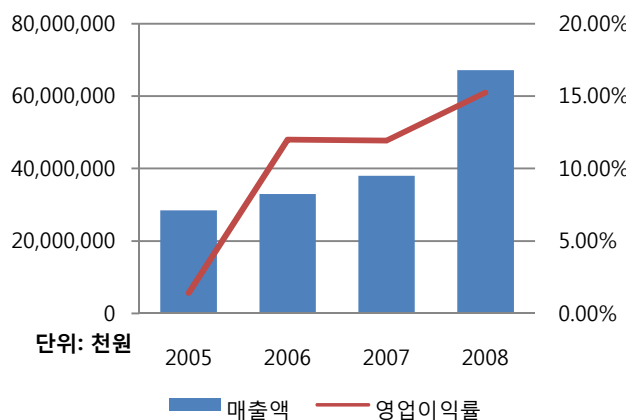
성우전자는 1987년에 회사를 설립하였고, 현재 프레스 물을 생산하고 있다.

성우전자는 1987년 성우정밀공업(주)로 설립한 이후 사업 초기에는 매립박스, 팩스 부품, 전파수신용 안테나부품 등을 양산하였고, 1994년 성우전자공업으로 상호를 변경하면서 통신 기기용 정밀프레스 기업으로 재출발하였다. 2005년부터는 Shield Can을 생산하기 시작하여 현재까지 휴대폰 부품 사업을 이어오고 있고, SSD case, Heat Sink, 카메라 셔터 등 새로운 사업도 함께 영위하고 있다. 2007년 10월에 성우전자로 사명을 변경한 후 코스닥에 상장하였다.

휴대폰 부품 등 다섯 부문 사업을 진행하고 있으며 매출액과 영업이익률이 증가하고 있다.

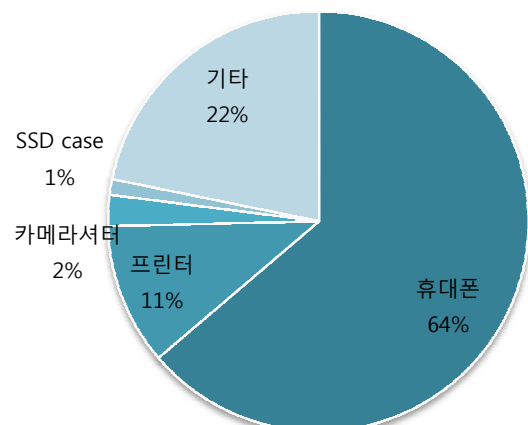
동사의 시가총액은 729억, PER은 5.61, PBR은 1.81이며, 지분의 33.79%를 동사의 대표자 조성면이 소유하고 있다. 동사는 Shield Can을 생산하기 시작한 2005년부터 매출액이 꾸준히 증가해 왔으며, 2008년에는 672억 원의 매출액을 기록하며 2007년 대비 77% 증가하였다. 매출액의 증가뿐 아니라 영업이익률 또한 2005년 1.41%에서 2008년 15.25%로 급증하면서 성장하고 있다. 당사의 사업 부문은 전자파 차폐 부품인 Shield Can 등의 휴대폰 부품 부문, Sus Blade 등의 프린터 부품 부문, 휴대폰카메라와 카메라에 적용되는 카메라셔터모듈 부문, SSD 케이스 부문, 기타 부문이다. 부문 별 매출 비중은 휴대폰 부품 63.7%, 프린터 부품 10.9%, 카메라셔터 2.39%, SSD 케이스 1.2%, 기타 21.89%이다.

그림 1. 매출액 추이



자료: 성우전자

그림 2. 매출 비중



자료: 성우전자



1) 휴대폰 부문

Shield Can은 전자파 차폐 부품으로 2006년부터 양산하면서 동사의 Cash Cow 역할을 하고 있다.

동사에서는 휴대폰 내장재로 쓰이는 다양한 작은 프레스제품을 생산하고 있으며 2006년부터 삼성과 공동으로 Shield Can 개발에 성공하여 지속적으로 큰 매출을 올리고 있다.

Shield Can 은 휴대폰 사용시 발생하는 전자파를 차폐하는 부품으로 연성회로기판에서 발생하는 노이즈를 제거하고 주변 부품의 전자파로부터 영향을 받지 않도록 하여 단말기의 무선감도를 향상시킬 수 있는 제품이다. 동사는 기존 플라스틱 사출물, 다이캐스팅 케이스에 EMI 도료를 도포하는 EMI 차폐 방식을 벗어나 금속 판재를 이용한 금속 Shield Can 을 개발, 생산했다. 특히 동사는 초정밀 PRESS 공법을 이용해 생산하고 있으며 제품성형 및 정밀레이저 용접을 자동화하고 있다. 생산해 낸 Shield Can 을 삼성전자에 납품하고 있고, 삼성전자 내 납품 점유율은 70%이다. Shield Can 이 매출 비중의 63.7%를 차지하고 있고 매년 꾸준한 실적을 거두며 동사의 Cash Cow 역할을 해왔다. 2008년에는 427 억 원의 매출액을 기록, 2007 년 대비 82.3% 성장하며 동사의 전체 매출액의 성장도 이끌고 있다.

그림 3. 동사에서 생산중인 휴대폰 내장 부품 및 Shield can



자료 : 성우전자

2) 프린터 부품 부문

동사는 프린터, 카트리지에 사용되는 내장재를 생산, 납품하고 있고, 매출액이 감소하는 추세이다.

동사는 삼성전자에서 출시하는 프린터나 소모품인 카트리지 등에 사용되는 내장재를 생산하여 납품하고 있다. 매출은 대부분 삼성전자와 동사가 100%출자한 중국법인인 고신성우전자 그리고 동사의 대표이사가 대주주였던 관계회사 에스인포텍으로의 제품판매로 인해 발생하고 있다. 이러한 제품들은 모두 삼성전자 프린터 제조에 필요한 부품들로 사용되며 내수 매출의 대부분은 삼성전자 국내 공장에서도, 수출 물량은 삼성전자 중국법인에서 제조되는 프린터 제품 군에서 사용된다.

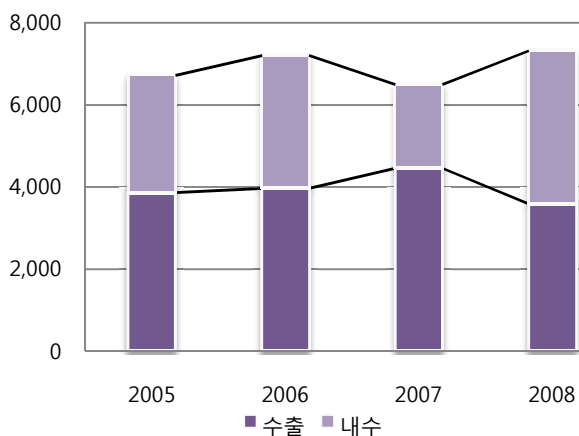
일반 소형 부품 내장재는 대부분은 중국법인으로 수출되고 있으나 수익성 악화로 점차 매출액이 감소 추세에 있다. 그러나 2007년 2분기부터 프린터 현상기에서 사용되는 Sus Blade를 에스인포텍에 공급하고 있으며 최근 출하량이 증가 추세에 있어 프린터 부문 전체 매출추이에는 큰 변동은 없는 편이다.

그림 4. 프린터 제품 군



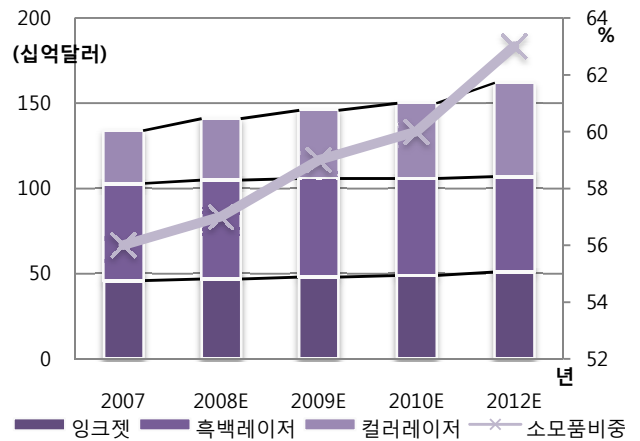
자료 : 성우전자

그림 5. 프린터 부문 매출 추이



자료 : Research 3 Team, 성우전자

그림 6. 세계 프린터 시장 전망



자료 : 한국신용평가정보



3) SSD Case

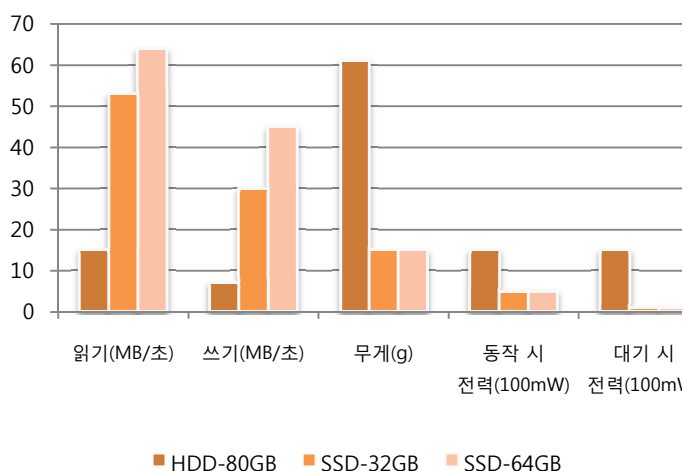
SSD 채택 비중이 높아지고 있다.

동사는 2005년 4월부터 삼성전자(주) 반도체사업부와 협력을 맺어 2008년 10월 SSD의 1.8인치와 2.5인치 개발에 성공하였다. 동사가 SSD케이스 납품을 하고 있는 삼성전자의 경우, 자사 PC에 탑재하는 SSD의 비중을 점차 늘려간다는 계획을 발표하였으며 현재의 SSD탑재 노트북 비율 5%를 2011년에는 33%까지 끌어올릴 계획이다. 서버의 경우 또한 발열이 HDD에 비해 1/15수준인 SSD의 장점으로 2011년까지 탑재 비중을 30%로 증가시킨다는 전략이다.

SSD는 여러 장점을 앞세워 전세계 컴퓨터 시장 점유율을 높여갈 것이다.

SSD는 Solid State Drive 혹은 Solid State Disk를 일컫는 말로서 NAND Flash 메모리를 이용한 대용량 저장장치를 말한다. SSD는 NAND Flash를 이용하기 때문에 기본적으로 메모리 카드와 유사하나 그 목적이 HDD(하드디스크 드라이브)를 대체하기 위한 것이기에 일반적으로 용량이 훨씬 크다. 밑의 표에서 보듯이 SSD는 반도체 소자 방식으로 HDD에 비해 속도가 빠르고 발열(1/15 수준) 및 소음이 없다. 또한 기계적인 동작이 불필요하므로 내구성이 뛰어나고 전력소모가 적으며 수명 또한 길다. 따라서 모든 면에서 앞선 SSD가 전세계 컴퓨터 시장에서 차지하는 부분은 커질 것이 확실하나 아직 제작 단가가 비싸기 때문에 추후 단가 하락 여부가 주목되고 있다.

그림 7. SSD(1.8인치) 와 HDD 성능 비교



자료 : 삼성전자

그림 8. 최근 출시한 SSD Case 제품 사진



자료 : 전자신문

동사가 개발한 휴대폰 카메라 모듈이 삼성전자 휴대폰 모델에 적용될 예정이다.

4) 핸드폰용 카메라 셔터

동사는 삼성전기와 협력하여 세계에서 가장 작은 초소형 8Mega Pixel 셔터 (10.5x 10.5x 7.3mm)를 개발했다. 이 제품은 삼성전자 카메라폰 유럽향 6 개 모델에 적용하기로 하였으며 2008 년 하반기에는 SGH-1960, SGH-M7750 모델에 탑재되는 것으로 확정되었으며 지난 하반기부터 매출이 발생하고 있다.

카메라의 셔터는 조리개를 통해 들어오는 빛을 적절하게 노출시키기 위한 핵심 부품이다. 고화소 폰에서는 기존 저화소 폰에서 전자식 셔터로 극복 가능한 영역인 손떨림 보정 및 센서 오동작을 방지 할 수 없어 초고속 기계식 셔터 탑재를 통해 해결 하고 있다.

그림 9. 출하중인 초고속 기계식 셔터



자료 : 성우전자

그림 10. 금형 부품가공 공정 사진



자료 : 성우전자

5) 기타부문

높은 기술력으로 다양한 거래처에 정밀 금형 서비스를 제공하고 있다.

기타부문에서 대부분을 차지하고 있는 금형 제조는 주문처의 요구에 따라 다양한 정밀 기계/전자 부품의 설계, 가공, 조립을 제공하고 있다. 단기간에 수주와 납기가 이루어 지는 특성상 제조업의 전반적인 경기에 동조되는 특성을 보이나 동사는 Shield Can 및 카메라 셔터 등의 개발 경험 등을 바탕으로 한 높은 기술력으로 다양한 거래처에 정밀 금형 서비스를 제공하고 있어 매출 변화는 그리 크지 않을 것으로 보인다.

II. 성우전자의 Point!

1. 동사의 Cash Cow, Shield Can

1) 삼성 전자의 실적은 곧 동사의 실적

Shield Can은 전자파 차폐부품으로 동사의 Cash Cow이다.

동사는 삼성전자에 대한 매출의존도가 높기 때문에 삼성전자의 휴대폰 판매량에 영향을 받는다. 따라서 현재 휴대폰 시장 현황은 어떠한지, 삼성전자가 휴대폰 시장에서 어떠한 위치를 점하고 있는지에 대한 선행 분석이 필요하다.

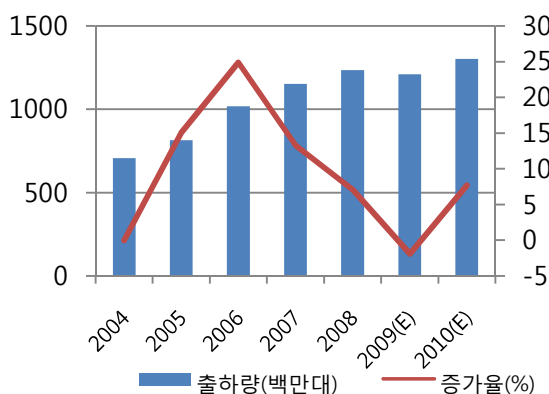
세계 경기 침체로 세계 휴대폰 시장의 규모는 일시적으로 축소될 것이다.

최근 금융위기로 인한 경기침체로 서유럽과 북미 지역의 휴대폰 교체 주기가 길어지고 성장을 이끌던 신흥지역의 화폐가치가 급락하면서 세계 휴대폰 수요의 증가세가 둔화되었다. 전통적인 휴대폰 제조업체 Big3 인 노키아, 모토로라, 소니에릭슨도 시장 상황을 극복하지 못해 시장 점유율 및 성장률이 감소하고 있다. 1 분기 전세계 휴대폰 시장규모는 2008 년 대비 1.9%가량 줄어들 것으로 보인다..

시장규모는 축소 되어도 삼성전자 휴대폰 판매량은 증가하고 있다.

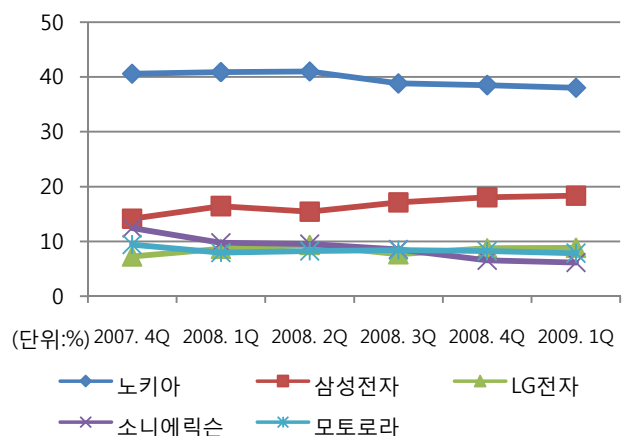
세계 시장 규모는 일시적으로 축소 되었지만 국내 기업인 삼성전자는 1 분기 휴대폰 판매량이 2.5%늘어난 4750 만대를 판매해 시장 수요 감소에 비해 상당히 선전하고 있다. 삼성은 고성장을 유지했던 신흥시장의 부진을 북미와 유럽, 중국, 에서 만회할 것으로 예상된다. 같은 기간 39.7%에서 39.9%로 소폭 상승한 노키아에 비해 삼성전자는 15.4%에서 22.7% 가파른 상승세를 보이고 있고, 북미 지역에서도 07 년 21.9%에서 24.6%로 점유율 1 위와 고객 충성도 1 위를 차지했다. 유럽의 가장 큰 시장인 러시아에서 점유율 1 위(32.4%)로 31.4%를 점유한 노키아보다 좋은 성적을 유지하고 있다. 유럽 전체 시장의 25% 가까이 점유하고 있는 프랑스, 영국

그림 11. 세계 휴대폰 출하량 추이



자료 : IDC, December 2008

그림 12. 5대 휴대폰 제조업체 점유율 추이



자료 : 스트래티지 애널리틱스



에서도 1 위를 유지하고 있으며, 독일 스페인에서도 노키아와 1 위 경쟁을 벌이고 있다.

09년 2분기에도 삼성전자의 판매량은 증가할 것으로 보인다.

또한, 원화 약세에 따른 환율효과에 더불어 경쟁사의 대응 제품개발에 실패, 관리전략이 부재했고, 경쟁업체들이 위축된 상황에서 삼성이 공격적인 마케팅을 펼쳐 시장에서의 지위를 공고히 할 수 있었다. 이에 따라 09년 2 분기에도 판매량이 4.7% 증가 할 것으로 전망된다. 삼성전자가 소폭 축소된 세계시장에서도 견조한 실적을 거둬 따라 동사의 납품량, 매출액도 증가했다.

2) Shield Can 의 경쟁력

삼성전자의 판매량 증가율보다 동사의 납품량 증가율은 더 높았다.

2006 년 대비 2008 년 동사의 납품량 증가율은 205%로 삼성전자의 판매량 증가율(67%)보다 높았다. 이는 삼성전자에서 Shield Can 채용비율을 높였기 때문이다. 삼성전자의 2006 년 Shield Can 채용 비율은 11.5%였지만 2009 년 3 월 55%로 크게 증가했다. Shield Can 이 EMI 방식을 대체하며 지속적으로 채용비율을 높일 수 있었던 Shield Can 만의 경쟁력이 무엇일까? EMI 방식과의 비교를 통해 분석해보았다.

Shield Can은 스테인리스로 만들어 강도가 높고, 슬림폰적용에 유리하며, 차폐능력도 EMI의 수준과 거의 동일하다.

Shield can 은 스테인리스 판재를, EMI 방식은 Cu 계, Ag 계, Ag/Cu Hybrid 등의 도료를 원재료로 한다. 스테인리스는 강도가 높고 두께를 대폭 줄일 수 있어 최근 휴대폰 디자인의 대세인 슬림폰에 적용하는데 유리하고, 슬림화하면서 제기되는 강도의 문제도 해결 가능하다. 현재 동사는 2009 년 1 월 달 현재 개발 모델 80 개, 양산모델 55 개를 생산하며 삼성전자 내 1 위 자리를 지키고 있다. 또한 스테인리스는 EMI 의 도료인 은(Ag) 보다 저렴하기 때문에 원가 절감 효과가 크다. 전자파 차폐 능력을 비교해보면, 과거 5 년 전 개발 당시에는 Shield can 의 차폐 능력이 EMI 의 차폐 능력에 못 미쳤지만, 꾸준한 개발을 통해 최근 금형을 보완하면서 EMI 수준과 거의 동일해 졌다. 후공정 처리와 패키징은 EMI 가 Shield can 보다 복잡해 패키징 불량품이 발생하게 되면 EMI 는 전량 폐기 처분해야 한다.

가장 큰 경쟁력은 원가경쟁력으로, EMI 대비 30%이상 원가 절감을 할 수 있다.

다른 어떠한 경쟁력 보다 Shield Can 이 갖는 가장 큰 경쟁력은 바로 원가 경쟁력이다. 그렇다면 Shield Can 은 EMI 에 비해 얼마나 원가를 절감이 가능한 것일까? 제품 1 개당 생산하는데 들어가는 원재료 비용은 다음과 같다. 성우전자의 경우 2008 년 Shield Can 판매 수는 312,211,678 개이고, Shield Can 의 원재료인 스테인리스 등의 금속판 구매액이 29,824,000,000 원 이므로, 개당 원재료 값은 95 원으로 계산된다. EMI 의 개당 원재료 값을 구하기 위해 EMI 코팅을 하고 있는 업



그림 13. Shield Can과 EMI 비교

	Shield can	EMI
원재료	스테인리스 등 철판	Ag, Cu, H 도료
개당 원재료값	90원~100원	200~250원
전자파 차폐	5년전 EMI보다 뒤쳐졌었지만 최근 차폐 능력이 비슷해짐	우수한 편
슬림폰에 적용	적용 모델이 많다	적용 모델이 적다
후 공정처리	간단	복잡
강도	높다	높지 않은 편
불량품 발생 시	큰 문제 없음	전량 폐기 처분

자료 : Research Team 3

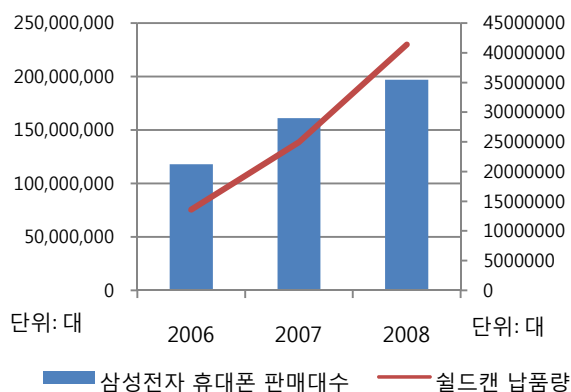
체인 KH 바텍 자료를 이용하였다. KH 바텍의 EMI 도료 구매액은 6,915,334,880 원 이고, EMI Shield 판매 수는 29,812,500 개이므로 개당 원재료 값은 231 원으로 계산된다. 따라서 Shield Can 이 EMI 보다 30% 이상 절감할 수 있다는 결과를 얻을 수 있다.

3) 이제는 Shield Can이 대세! 성장세는 지속된다.

전자파 차폐 방식이 EMI에서 Shield Can으로 전환하고 있는 추세이므로 동사의 Shield Can부문 성장은 지속 될 것이다.

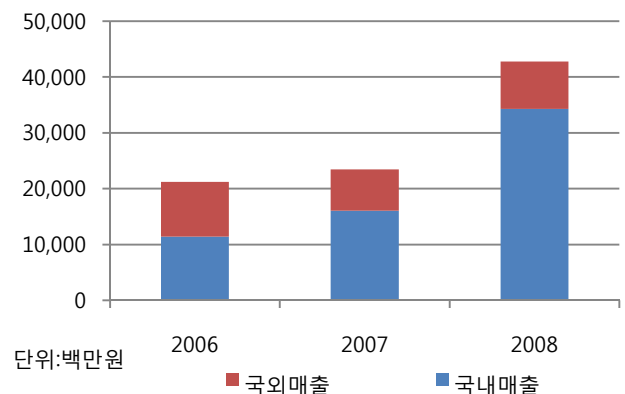
Shield Can 채용 비율을 높이고 있는 업체가 삼성뿐만이 아니다. 타 휴대폰 제조 업체도 기존에 많이 사용해왔던 EMI 방식에서 Shield Can 으로 전환 하고 있는 추세다. 휴대폰 제조 세계 1 위 업체인 노키아는 모델의 100% 가까이 Shield Can 을 적용하고 있고, 그 동안 EMI 방식을 고수해 오던 LG 전자마저 이제 Shield Can 으로 새롭게 전환하려고 하는 움직임을 보이고 있다. 향후 삼성전자에서 Shield Can 의 채택 비율을 몇 %까지 높일지는 정확히 예측할 수는 없으나 Shield Can 의 경쟁력, 현재 휴대폰 제조업체들의 전자파 차폐 방식 채택 추이를 볼 때 삼성전자가 Shield Can 채택비율을 더 높일 것이라는 예측이 충분히 가능하며 비율을 높이면서 향후에도 동사 Shield Can 부문은 꾸준히 성장 할 것이다.

그림 14. 휴대폰 판매대수와 Shield Can 납품량 추이



자료 : 삼성전자, 성우전자

그림 15. 동사의 매출액 추이



자료 : 성우전자



4) 신규업체의 등장 가능성은?

앞으로 신규업체의 등장 가능성은?

현재 동사는 Shield Can 사업 부문을 안정적으로 영위해 가고 있는데 향후에도 지금과 같이 높은 점유율을 유지할 수 있을지, 기존 및 신규 업체의 위협으로부터 안전할 수 있을지 분석이 필요하다. 현재 국내에 Shield Can 을 제조하는 업체는 10 개 업체도 되지 않지만 Shield Can 의 생산량이 늘면서 시장도 커지고 있기 때문에 신규 업체의 등장 가능성도 배제 할 수 없다..

삼성전자 내 납품점유율이 높아가고 있다.

삼성전자에 납품하는 업체들의 점유율을 살펴보면 성우전자, 지비엠(구 보고엠에스), 대정엠텍은 각각 2006 년 기준 63%, 25%, 12% 였다. 하지만 2009 년 성우전자의 점유율은 70%로 증가, 대정엠텍과 지비엠의 두 업체의 점유율은 30%로 감소했다. 또한 2009 년 1 월 대정엠텍이 파산을 했고 현재 회생절차를 밟고 있어 정상적인 영업을 할 수 없는 실정이기 때문에 대정엠텍의 주문량이 동사에게 일정량 돌아가 동사에 반사이익이 늘어나 동사의 시장지배력은 더욱 커질 것이다.

당분간 성우전자의 위치를 위협하는 경쟁사의 등장은 현실적으로 어려워 보인다

현재 삼성전자가 지정한 협력업체만이 삼성전자에 납품할 수 있고, 납품을 하기 위해서는 일정 수준의 기술력과 거래관계에 있어 적절한 대응력, 주문에 대한 생산대응력(생산기술)을 갖춰야 하기 때문에 새로운 업체가 진입하기에는 다소 장벽이 높다고 할 수 있다. 그리고 기존 3 사 경쟁 체제에서 2 개의 기업이 살아남은 현 상황을 고려한다면 신규업체가 등장하게 된다 하더라도 성공적으로 안착하기는 어려울 것으로 보인다. 또한 신규 업체는 기존 업체가 이미 진입 해 있는 삼성전자보다는 Shield Can 적용을 준비하고 있는 LG 전자에 납품을 하게 될 것으로 보여 신규업체가 동사의 현 위치를 위협 할 가능성은 적을 것으로 보인다.



2. 기대되는 신 성장 동력

1) SSD 케이스 사업 부문

시장 규모가 급성장할 것이며 동사의 주매출인 삼성전자가 시장의 선두 위치를 점할 것으로 보인다.

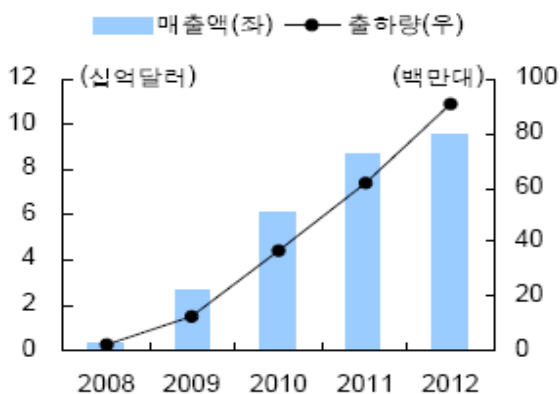
SSD 시장규모는 그림에서 볼 수 있듯이 2011 년에 87 억 달러, 2012 년에 95 억 달러에 달할 것으로 예상되어 3 년 내에 10 조원이 넘는 큰 시장으로 급성장할 전망이다. 현재 SSD 시장은 삼성전자가 80%의 시장점유율로 선두를 지키는 가운데 인텔, 도시바, 마이크론, 하이닉스 등 반도체 업체와 씨게이트, 히타치 등 HDD 업체가 경쟁을 하고 있고 얼마 전 웨스턴디지털 또한 경쟁에 합류하였다

SSD시장 확대에 따른 동사의 매출 증대가 예측된다.

동사는 이번 2009 년부터 2.5 인치와 1.8 인치 SSD 용 케이스를 생산, 납품을 시작하였다. 2.5 인치의 경우 다이캐스트 방식과 사출 방식, 이렇게 2 가지로 나눌 수 있고 1.8 인치는 사출 방식으로만 제조하고 있다. 본 리서치 3 팀은 동사에서 밝힌 단가 정보 및 월간 생산량으로 2009 년 매출을 추정해 보았다. 동사에서 제작하는 SSD 케이스의 단가는 밑에 나온 그림과 같다. 본 리서치 3 팀은 단가의 평균값을 2,500 원으로 가정하고, 현재 생산량인 월 5 만개가 CAPA 의 변화 없이 1 년간 지속된다고 가정하였다. 그랬을때 동사의 2009 년 연 SSD 케이스 매출은 약 15 억원 규모가 된다. 하지만 앞으로의 SSD 의 시장의 이보다 더욱 빠른 성장률과 동사의 계속되는 CAPA 증설 투자로 동사의 SSD 출하량은 급격하게 증가할 것이 예상되고 있다.

그림 16. 연도별 SSD 시장 전망

그림 17. 제품당 가격



자료: Trendfocus, 에이빙뉴스

자료: 성우전자

	다이캐스트	사출
2.5 인치	4,000 원	3,000 원
1.8 인치	X	1,000 원

그림 18. 삼성전자의 SSD 채용 계획

	2008		2009		2010		2011	
	출하량	비중	출하량	비중	출하량	비중	출하량	비중
노트북	710	5%	1,840	10%	4,510	21%	8,280	33%
데스크톱	14	1%	24	2%	256	2%	568	3%
서버	11	-	18	-	199	15%	405	30%

자료: 삼성전자



2) 카메라 셔터 모듈

카메라 셔터의 큰 성장은 기대하기 어렵더라도 삼성전자 내에서의 점유율은 꾸준히 상승할 것이다.

동사는 첫 국산화를 달성하였고 작년부터 삼성전자에 납품을 시작하였다.

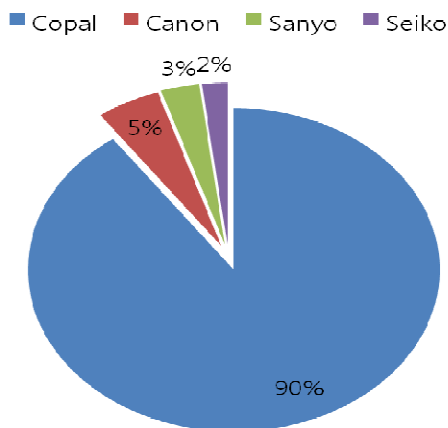
엔고현상에 따른 가격 경쟁력 강화에 힘입어 꾸준한 매출 증대를 이루고 있다.

카메라 셔터 시장의 성장은 거의 확실시 되어 가고 있다. 특히 휴대폰용 카메라의 고성능, 고화소화에 따라 기존 500 만 화소 이하의 카메라폰에선 요구하지 않았던 셔터 모듈이 점차 그 수요를 확대해 하고 있으며 그 추세는 더욱 가속화 될 것으로 보인다.

현재 카메라 셔터 시장은 일본 업체들이 완전히 장악하고 있는 것이 현실이다. 일본 Copal 이 전세계 카메라 셔터 시장의 90%를 점유하고 있으며 Canon, Sanyo 그리고 Seiko 가 총 10% 수준을 차지하고 있다. 따라서 동사가 첫 국산화를 이룩하며 카메라 셔터 시장에 성공적으로 진입한 것은 큰 의미가 있다. 국내 업체 중 동사 이외에 휴대폰용 카메라 셔터를 개발 중이거나 개발한 곳은 있지만 까다로운 신뢰성테스트를 통과하여 상용화된 업체는 동사가 최초이다. 동사는 2008 년 7 월 부터 삼성전자에 800 만 화소용 셔터 모듈을 납품하고 있다.

휴대폰용 카메라셔터 시장의 확대와 더불어 동사는 앞으로의 매출규모 성장을 기대하고 있다. 특히 엔고현상에 따른 일본경쟁업체 대비 가격 경쟁력 우위는 동사가 국내 삼성전자 납품을 넘어 해외 수출 달성에 큰 역할을 할 것으로 보인다. 신규사업으로써 이미 일본경쟁업체들에 장악 당한 카메라셔터 시장 진입이 수월해 보이지는 않지만 안정적인 매출원(Shield Can)을 보유하고 꾸준한 투자 및 경쟁 여력이 있는 동사의 경우, 충분히 성장가능성을 예측해볼 수 있다. 실제로 2008 년 3 분기 카메라 셔터 매출에서 5 억을 기록했던 동사는 4 분기 이를 10 억원 규모로 올리며 매출 확대를 실현시키고 있다.

그림 19. 세계 카메라 셔터 시장 점유율



자료: 성우전자

그림 20. 센서의 오동작 문제점 현상



자료: 성우전자

3. 공장이전으로 인한 법인세 절감 효과

유형자산 매각에 따른
23억원의 당기순이익
이 기대된다.

동사는 08년 9월 안산에 위치한 공장부지 및 건물을 82.5억원에 새로 매입하고 09년 3월에 현재의 공장부지 및 건물을 61억원에 매각하였다. 유형자산 매입은 30억원을 단기 차입금으로 순 차입하고 나머지 비용을 양도자 측에 지급함으로 이루어 졌으며 그 결과 유동부채의 증가로 인해 실제 2007년의 유동비율을 249%에서 2008년 158%로 낮추는 결과를 가져 왔다. 그러나 현재 동사의 당좌자산은 2008년 현재 300억원에 이르며 CCC또한 마이너스 값을 기록 하고 있어 유동성에 대한 문제는 없는 것으로 보이며, 최근의 유형자산 매각으로 인해 추후 이어질 단기 차입금 상환으로 동사의 유동비율 또한 2009년 상반기 이후 200%이상 수준으로 회복할 것으로 예상된다. 이에 더불어 유형자산 매각으로 장부가격에 비해 높은 시장가격에 매각하여 이번 분기에 약 23억원의 당기순이익 증가가 예상된다.

공장이전에 따른 법인
세절감효과로 당기순
이익이 증가할 것이다.

또한 동사는 있는 공장 이전 사유로 법인세 절감효과를 밝히고 있는데, 동사는 안산시의 성장 관리권역 내에 위치하게 되어 향후 5년간 법인세 최저 세율인 10%(현재 약27.5%)를 적용 받을 예정이다. 그 이후 2년간은 15%를 적용받게 되어 매년 14억원 이상의 당기순이익 증가를 예측해 볼 수 있다.

III. Risk

✓ 단가 인하 압력

가격 조정의 위험을
납품 업체에게 전가
시키고 있다.

부품 제조 업체들에게 가장 부담이 되는 부분은 납품 하는 업체로부터 받는 단가 인하 압력이다. 삼성전자에만 납품을 하고 있는 동사는 삼성전자가 단가인하를 한다면 그에 응해줄 수 밖에 없는 입장이다. 그리고 삼성전자에게 Shield Can 특허권이 있어 LG 전자 등 타 업체로의 납품은 불가능 하기에 매출처 다변화도 할 수 없는 상황이다. 따라서 현재 삼성이 동사에게 매년 10%씩 단가 인하를 하도록 정해 놓은 상황에서 당사의 매출총이익률은 원재료가격이 변하지 않는다면 매년 10%씩 감소할 수 밖에 없다. 하지만 성우전자는 가격 조정의 위험을 원재료 납품업체인 대협철강과 세인금속에 전가시킴으로써 이익률을 지켜나갈 수 있을 것이다. 두 원재료 업체는 본래 원자재 가격과 수요에 따라 영업이익률이 크게 변동하는 모습을 보여왔다. 게다가 이들에겐 현재 공장가동률이 50%밖에 되지 않아 영업이익률의 변동에 따른 위험을 감수하고서라도 고정적인 매출처를 확보하는 것이 더욱 시급한 과제이다. 따라서 성우전자에 대한 삼성전자의 단가인하 압박은 피해갈 수 있다고 본다.



✓ 삼성전자의 실적에 따른 영향

채용비율이 높아지고 있으므로 휴대폰 출하량이 크게 감소하지만 않는다면 큰 영향은 없을 것이다.

부품 공급 업체의 경우 납품하는 업체의 실적의 영향을 크게 받게 되고, 매출 의존도가 크다면 더 큰 영향을 받는다. 따라서 동사도 이러한 리스크 요인을 피해 갈 수 없다. 삼성전자의 휴대폰 출하량과 동사의 매출액은 영향을 많이 받기는 하지만, 삼성전자의 증가율이 감소하더라도 채용비율을 높이고 있기 때문에 삼성전자의 실적이 크게 악화되지만 않는다면 큰 영향은 받지 않을 것으로 보인다.

✓ 삼성전자의 지정 협력업체 변경 가능성

삼성전자와 25년간 거래를 해오며 돈독한 관계를 이어오고 있다.

삼성전자에 대한 매출 의존도가 크고 매출처 다변화를 할 수 없는 동사는 삼성전자와의 관계 악화되어 삼성전자가 다른 공급업체를 찾게 된다면 성장이 제한될 수 있어 이는 리스크가 될 수 있다. 하지만 동사와 삼성전자와 25년 간 거래를 해왔다는 점과 2003년 Slide hinge를 삼성전자와 공동개발 했으며, 현재 생산하는 Shield Can도 2004년 삼성전자로부터 개발 의뢰를 받고 만들었다는 점에서 삼성전자와 동사와의 관계 악화의 여지는 적을 것임을 보여준다.

✓ SSD 시장 예측의 불확실성

SSD시장 예측의 불확실성은 동사에게 Risk로 작용할 것이다.

동사가 진출한 SSD 케이스 시장과 같은 경우 작년까지의 삼성전자 SSD 케이스의 수요가 작은 관계로 조그만 영세 업체들이 소량, 주문 납품 구조였다. 따라서 큰 경쟁 업체는 없는 상황이며 삼성전자와 공동 개발은 삼성전자에 바로 납품 할 수 있다는 이점을 갖게 된다. 하지만 SSD 시장의 증가 가능성에 따라 SSD 케이스의 수요가 증가될 가능성이 크다. 그러나 동사의 생산 가동률은 꾸준히 90%이상으로 삼성전자 SSD 케이스의 급작스런 추가 공급 요청을 충족시키지 못할 위험이 있다. 따라서 급작스런 추가 공급 요청이 오게 되면 영업이익률을 낮추면서 납품을 해야 하는 경우가 생길 수 있다. 하지만 동사는 2010년 까지 계속되는 CAPA 증설을 계획하고 있어, 이는 충분히 극복 가능한 Risk라 판단한다.



IV. Valuation

Valuation 은 절대적 평가 방법을 사용하였고, 산출된 기업가치를 바탕으로 적정 가격을 제시하였다. 각 요소에 대한 가정 및 근거는 다음과 같다.

✓ 영구 성장률, 한국시장 프리미엄, 5년 만기 국고채

영구 성장률 부분은 세계적인 경기 침체 및 금융위기로 2008 년 및 2009 년의 GDP 성장률은 낮겠으나 5 년 이후의 Terminal Value 에 영향을 주는 영구 성장률은 0%로 설정하였다. 한국 시장 프리미엄은 1987 년부터 2008 년까지 21 년간 지수수익률의 기하평균을 구해 보았다. 이 때 6.38%가 나왔으나 한국 시장인 KOSPI 자체가 가지고 있는 risk 를 생각 하여 3%를 더 더해서 9.38%를 사용하였다. 5 년 만기 국고채 금리는 한국은행이 발표한 4 월 9 일부터 1 년 전인 2008 년 4 월 9 일까지의 수익률의 평균인 5.12%를 적용하였다.

✓ 영업 이익률

동사는 2006 년부터 영업 이익이 10% 이상을 달성하였다. 그 이유는 2004 년 말 삼성전자로부터 개발의뢰 받은 휴대폰 전자파 차단을 위한 부품인 SHIELD CAN 을 동사 보유 기술로 개발에 성공, 2005 년 2 분기 이후부터 양산하기 시작했기 때문이다. 따라서 06, 07, 08 년의 영업이익률의 평균인 13.06%로 영업이익률을 계산 하였다.

✓ 순유형 고정자산

동사의 매출액 대비 순유형 고정자산은 지난 10 년 동안 단 3 번 20%를 넘었다. 하지만 동사는 상장된 이후 한번도 설비 가동률이 90%이하로 떨어진 적이 없었다. 동사는 2006 년 이후로 계속해서 프레스의 대수를 늘리면서 CAPA 증설에 힘썼으며 08 년에는 법인세 절감 및 CAPA 증설을 위하여 안산으로 본사를 이전하였다. 또한 향후 CAPA 증설에 대한 투자가 꾸준히 계획되어 있다. 따라서 순유형 고정자산비율을 2008 년 기준에 맞추었다.

✓ 기타 외 사항

동사는 안산으로 2009 년 본사 이전을 통하여 앞으로 7 년 동안 법인세에서 혜택을 받게 된다. 그 내용으로는 5 년 동안 동사는 최저 법인세인 10%를 책정 받게 되고 차후 2 년 동안은 15%를 책정 받은 후 22%로 돌아오게 된다. 이러한 조정은 5 년간의 법인세 혜택만을 적용하였다.



이와 같은 가정을 토대로 하여 Valuation 을 진행하였고 WACC 은 12.68%

따라서 본 리서치 3 팀은 동사에 대해서 안전마진 53%로 Buy 를 제시한다.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	67,150,651	89,140,743	96,069,490	102,344,940	106,659,936	109,580,370
매출액성장률(휴대폰)		50.0%	10.0%	8.0%	5.0%	3.0%
매출액(휴대폰)	42,795,110	64,192,665	70,611,931	76,260,886	80,073,930	82,476,148
매출액성장률(프린터)		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
매출액(프린터)	7,319,421	7,319,421	7,319,421	7,319,421	7,319,421	7,319,421
매출액성장률(카메라셔터)		20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
매출액(카메라셔터)	1,604,901	1,925,881	2,311,057	2,773,268	3,327,922	3,993,506
매출액성장률(SSD Case)		70.0%	30.0%	25.0%	10.0%	5.0%
매출액(SSD Case)	805,808	1,369,873	1,780,835	2,226,044	2,448,648	2,571,081
매출액성장률(기타)		-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
매출액(기타)	14,625,412	14,332,904	14,046,245	13,765,321	13,490,014	13,220,214
가중평균성장률		44.9%	9.1%	7.3%	4.6%	2.8%
예상 EBIT	10,239,445	11,641,781	12,546,675	13,366,249	13,929,788	14,311,196
NOPLAT	7,423,598	10,477,603	11,292,008	12,029,624	12,536,809	12,880,077
(+)유, 무형자산 상각비	1,137,025	1,908,865	2,057,237	2,191,620	2,284,022	2,346,560
총현금유입	8,560,623	12,386,468	13,349,245	14,221,244	14,820,830	15,226,637

WACC	12.68%
영구성장률	0.00%
예상 ROIC(2 단계)	58.92%
FCFF 추정(2 단계)	12,880,077
Terminal Value	101,603,166

자기자본비용	12.82%
1년치일별베타	0.82119
한국시장프리미엄	9.38%
3년만기국채수익률(연평균)	5.12%

WACC	12.68%
차입금가치(이자발생부채)	3,250,900
주주지분가치(시가총액)	72,854,000
한계조달금리	12.06%

현재가치의 합	38,321,294
PV of TV	55,941,465
현금 + 시장성유가증권	14,384,032
비영업용자산	5,746,445
Value of the Firm	114,393,236
(-)Value of the Debt	3,250,900
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stocks	0
Value of the Equity	111,142,336
발행주식수	7,300,000
희석주식수	0
목표주가	₩ 15,225
현재주가	₩ 9,980
기대수익률	53%



V. Appendix

손익계산서

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	285	329	380	672
매출원가	257	269	308	525
매출총이익	28	61	72	146
판매비 및 일반관리비	23	21	26	44
인건비	8	8	9	11
감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비			0	1
기타판매비 및 일반관리비	3	3	3	5
영업이익	4	40	45	102
영업외손익	5	7	11	19
이자수익	1	1	5	11
이자비용	0	0	0	1
외환차손익	-0	-1	0	15
외화환산손익	-0	-0	0	6
지분법이익	3	7	1	0
기타영업외손익	1	-1	4	6
세전계속사업이익	9	46	57	122
법인세비용	0	11	14	31
계속사업이익	8	36	43	91
중단사업이익				
당기순이익	8	36	43	91
EPS (원)	938	3,892	1,487	1,267
수정 EPS				

현금흐름표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로인한현금흐름	49	21	54	86
당기순이익	8	36	43	91
비현금수익비용가감	10	5	9	27
유형자산감가상각비	8	8	7	10
무형자산상각비	0	0	0	1
퇴직급여	4	2	4	4
외화환산손익	0	0	-0	-7
지분법평가손익	-3	21	54	86
기타	1	-27	-56	-68
영업활동으로인한자산부채변동	31	-19	2	-31
투자활동으로인한현금흐름	-38	-59	-147	-87
유형자산 투자	-31	-6	-7	-121
유형자산 처분	0	1	1	1
무형자산 증감	0	0	-1	-5
투자자산 증감	-15	-1	-37	-4
기타	8	-54	-102	41
재무활동으로인한현금흐름	3	35	81	19
장단기차입금증가	7	0	-6	33
사채증감	0	0	0	0
자본증감	0	35	99	0
배당금의지급	-5	0	0	-7
기타	-0	-0	-12	-6
영업투자재무활동기타현금흐름	0	0	0	0
순현금흐름	13	-3	-11	18
기초현금	5	18	15	4
기말현금	18	15	4	22

대차대조표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
유동자산	75	125	234	314
현금등가물 및 단기금융상품	19	75	162	128
시장성유가증권	0	0	0	0
매출채권	45	42	57	144
재고자산	4	4	5	15
비유동자산	96	84	124	237
투자자산	36	25	62	57
유형자산	60	54	54	165
무형자산			1	5
자산총계	172	209	359	551
유동부채	93	73	94	199
매입채무	86	56	79	127
단기차입금				33
유동성장기차입금	0	2		
비유동부채	9	6		2
사채	0	0	0	0
장기차입금	8	6	0	0
부채총계	102	79	94	200
자본금	5	9	18	37
자본잉여금		31	121	106
이익잉여금	70	96	139	223
자본조정			-10	-20
자본총계	69	130	265	351

주요투자지표

(₩,%)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
Growth Ratios				
매출액성장률 %	-32.0%	15.7%	15.4%	76.6%
EBITDA 성장률 %	-73.5%	303.5%	10.4%	115.9%
EBIT 성장률 %	-89.5%	881.7%	14.9%	125.5%
총자산성장률 %	17.8%	22.0%	71.4%	53.6%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	9.7%	18.4%	18.9%	21.8%
EBITDA 마진률 %	4.2%	14.5%	13.9%	16.9%
EBIT 마진률 %	1.4%	12.0%	11.9%	15.2%
세전계속사업이익률 %	3.0%	14.1%	14.9%	18.1%
당기순이익률 %	3.0%	10.9%	11.4%	13.5%
Stability Ratios				
부채비율 %	146.8%	60.7%	35.5%	57.1%
순부채비율 %	-15.4%	-51.5%	-61.1%	-27.1%
유동비율 %	81.3%	171.0%	249.2%	158.2%
당좌비율 %	76.8%	165.6%	243.4%	150.9%
이자보상배율	13.8	99.0	558.4	148.9
Performance Ratios				
ROE %	12.1%	35.9%	21.9%	29.5%
ROA %	5.3%	18.8%	15.2%	19.9%
ROIC %	13.8%	105.6%	110.3%	75.4%
Per Share Ratios				
수정 EPS	313	1,294	738	1,242
주당순자산	2,574	2,411	3,626	4,805
주당현금흐름	601	1,590	863	1,398
주당배당금			230	100

