

Company Update



이종욱
Analyst
jwstar.lee@samsung.com
02 2020 7793

에스맥 (097780)

중저가 스마트폰과 태블릿이 화두

WHAT'S THE STORY?

Event: 고객사는 중저가 스마트폰과 태블릿PC의 판매에 집중하고 시장에서는 부품업체의 수익성 악화를 우려

Impact: 중저가 스마트폰과 태블릿PC 성장의 수혜 예상. 부품업체의 수익성 악화 우려에는 동의하나 동사가 수출 개선으로 구조적인 이익률 상승이 일어나는 한편 고객사의 부품 수급이 선도 업체에 집중될 전망이다.

Action: BUY투자의견과 목표주가 16,000원 유지.

THE QUICK VIEW

BUY투자의견 유지: 시장에서 동사에 대해 가장 우려하고 있는 부분은 전방산업의 성장 둔화와 터치패널의 경쟁 심화로 인한 동사의 수익성 악화 가능성. 그러나 당사는 평가 하락은 선도 업체로의 consolidation이 가속화되고 있음을 의미한다고 판단함. 동사의 수출 개선이 나타나고, 후발 업체와의 이익률 격차가 나타나기 시작한 현 상황에서 선도 업체로의 집중 현상은 매출액과 이익의 규모 증가에 긍정적이며 주가의 upside catalyst로서 충분하다는 생각. BUY투자의견과 목표주가 16,000원을 유지함.

중저가 스마트폰 성장 수혜: 2014년 스마트폰 고객사의 관심이 중저가 시장으로 옮겨가는 중. 2014년 고객사의 스마트폰 판매 증가를 구분해보면 300달러 이상 제품은 5%에 그치는 한편 300달러 미만의 제품은 44% 성장할 것으로 예상. 중저가 스마트폰용 터치패널 중심으로 생산하며 점유율 1위인 동사의 수혜가 예상됨. 특히, 패널 가격 하락에도 불구하고 ASP 하락은 크지 않을 것으로 예상하는데, 1) 증가 브랜드에서 제품 차별화를 위해 얇은 베젤을 구현하는 고가 터치패널 사용 트렌드가 존재하고, 2) 평균 스마트폰 디스플레이 크기가 증가하고 있으며, 3) 피쳐폰에서 저가 스마트폰으로의 시장이 전환하면서 3.5인치 이상의 터치패널 채용 비중이 확대되기 때문.

터치패널 시장내 consolidation: 고객사 내 터치패널 공급 업체의 수는 많지만 주문량은 일부 업체에 집중되고 있는데, 이는 경쟁력의 격차가 나타나고 있음을 방증. 특히 포토 장비를 확보하거나 공정 수율이 안정적인 회사는 제한적. 2014년에는 격차가 확대될 것으로 판단함. 선도업체들은 공급 안정성을 바탕으로 주문이 집중되고, 수익성을 확보할 수 있는 반면 후발 업체들의 실적은 고통스러울 것. 물량 증가와 함께 ITO패턴 공정과 포토 공정의 수출 상승이 이익률 개선으로 나타나고 있는 동사의 입장에서는 긍정적.

태블릿PC의 업사이드: 최근 고객사의 공격적인 태블릿 PC 판매가 예상되고 있음. 당사도 2014년 삼성전자 태블릿PC 출하량을 5,890만대로 17% 상향 조정함. 2013년 기준 태블릿PC용 터치패널의 매출은 동사 전체 매출의 36%로 동사의 upside catalyst로 작용할 전망이다. 동사의 2014년 태블릿 PC용 터치패널 매출액을 2,856억원으로 13.6% 상향 조정함.

GF1방식의 기술이 대두: 2013년 G1F의 채용 모듈은 전체 삼성전자 터치모듈 시장의 200% 수준. 그러나 2014년에는 G1F의 비중이 줄고, GF1 방식이 대체할 것으로 전망함. GF1은 ITO필름이 한장 줄어 원가가 감소하나 포토 장비를 사용해서 생산 가능한 업체가 제한적임. 이에 따라 2013년 G1F는 에스맥 시장점유율이 감소의 원인이었으나 2014년에는 GF1 확대에 의한 시장점유율 회복 기대.

■ AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	16,000원 (15%)
현재주가	13,900원
Bloomberg code	097780 KS
시가총액	2,399.2억원
Shares (float)	17,260,530주 (75.1%)
52주 최저/최고	10,450원/17,750원
60일-평균거래대금	27.7억원
One-year performance	1M 6M 12M
에스맥 (%)	+13.5 -5.4 -9.8
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	+17.3 +5.3 -12.3

■ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	16,000	16,000	0.0%
2013E EPS	1,453	1,861	-21.9%
2014E EPS	2,021	2,019	+0.1%
2015E EPS	2,425	2,214	+9.5%

■ SAMSUNG vs THE STREET

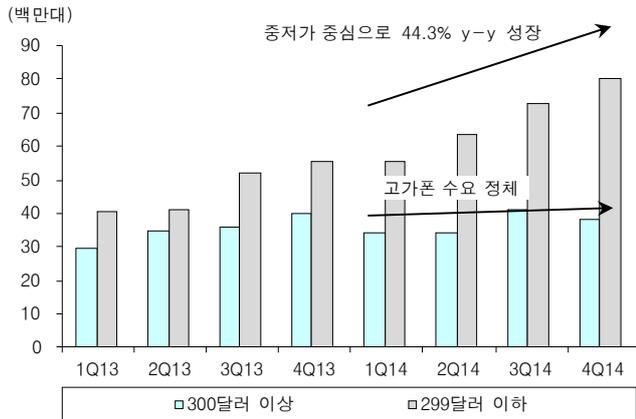
No of I/B/E/S estimates	6
Target price vs I/B/E/S mean	-11.9%
Estimates up/down (4 weeks)	0/0
1-year-fwd EPS vs I/B/E/S mean	-2.4%
Estimates up/down (4 weeks)	2/1
I/B/E/S recommendation	Buy(4.2)

■ SUMMARY FINANCIAL DATA

	2012	2013E	2014E	2015E
매출액 (십억원)	485.4	558.4	662.8	767.0
순이익 (십억원)	26.8	25.1	34.9	41.9
EPS (adj) (원)	1,551	1,453	2,021	2,425
EPS (adj) growth (%)	(30.5)	(6.3)	39.1	20.0
EBITDA margin (%)	8.0	5.5	6.1	6.2
ROE (%)	28.1	21.0	23.5	22.5
P/E (adj) (배)	9.0	9.6	6.9	5.7
P/B (배)	2.2	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA (배)	5.6	7.1	5.3	4.5
Dividend yield (%)	0.4	0.4	0.4	0.4

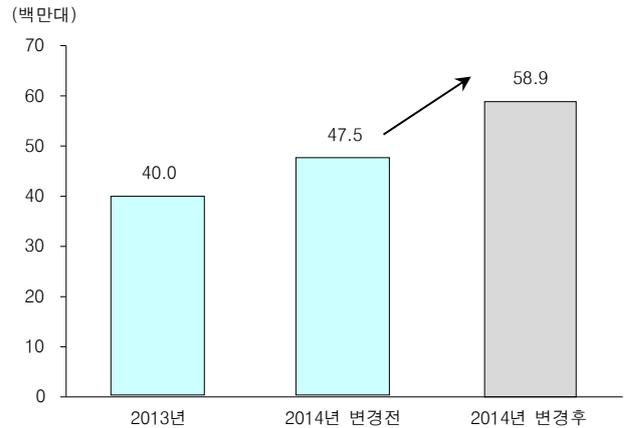
자료: 삼성증권 추정

그림 1. 삼성전자 가격별 스마트폰 판매전망



자료: 삼성증권 추정

그림 2. 2014년 삼성전자 태블릿 PC 판매전망 변경



자료: 삼성증권 추정

4분기 실적 전망

(십억원)	4Q13E	3Q13	4Q12	증감 (%)	
				전분기 대비	전년동기 대비
매출액	129.3	166.0	129.4	(22.1)	(0.1)
영업이익	9.7	15.5	5.7	(37.2)	71.4
세전사업계속이익	8.6	9.0	5.0	(4.2)	71.2
순이익	6.9	5.5	4.1	25.3	66.3
이익률 (%)					
영업이익	7.5	9.3	4.4		
세전사업계속이익	6.7	5.4	3.9		
순이익	5.3	3.3	3.2		

참고: K-IFRS 연결기준

자료: 에스맥, 삼성증권 추정

연간 실적 추정 변경

(십억원)	Old		New		차이 (%)	
	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
매출액	572.4	649.1	558.4	662.8	(2.5)	2.1
영업이익	43.0	44.7	42.1	46.2	(2.2)	3.3
세전이익	36.5	42.7	35.5	44.2	(2.6)	3.5
순이익	25.8	33.7	25.1	34.9	(3.0)	3.5

자료: 삼성증권 추정

분기별 실적 전망

(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13E	1Q14E	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013E	2014E
매출액	135.9	127.2	166.0	129.3	145.6	171.5	184.5	161.2	448.1	558.4	662.8
TSP	128.3	122.0	165.5	128.8	145.2	171.0	184.1	160.8	441.4	544.7	661.1
핸드셋용	74.2	79.5	109.1	75.2	93.5	89.7	106.1	75.1	325.6	338.0	364.4
태블릿PC용	54.0	42.5	53.4	50.8	48.9	78.5	75.2	83.0	115.7	200.7	285.6
키 모듈 등	7.6	5.2	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	6.8	13.7	1.8
영업이익	7.3	9.6	15.5	9.7	10.0	11.6	12.7	11.9	29.0	42.1	46.2
세전이익	7.6	10.3	9.0	8.6	9.4	11.2	12.3	11.4	31.2	35.5	44.2
순이익	5.8	6.9	5.5	6.9	7.4	8.8	9.7	9.0	26.0	25.1	34.9
이익률 (%)											
영업이익	5.4	7.5	9.3	7.5	6.9	6.8	6.9	7.4	6.5	7.5	7.0
세전사업계속이익	5.6	8.1	5.4	6.7	6.4	6.5	6.6	7.1	7.0	6.4	6.7
순이익	4.2	5.4	3.3	5.3	5.1	5.2	5.2	5.6	5.8	4.5	5.3

참고: K-IFRS 연결 기준

자료: 에스맥, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	446	485	558	663	767
매출원가	397	436	504	589	682
매출총이익	50	50	55	74	85
(매출총이익률, %)	11.2	10.3	9.8	11.1	11.1
판매 및 일반관리비	13	14	13	27	33
영업이익	37	36	42	46	52
(영업이익률, %)	8.2	7.4	7.5	7.0	6.7
순금융이익	(1)	0	5	4	5
순외환이익	0	0	(2)	(1)	(1)
순지분법이익	0	0	0	0	0
기타	6	(2)	(9)	(5)	(3)
세전이익	42	34	36	44	53
법인세	7	7	10	9	11
(법인세율, %)	16.9	21.1	29.4	21.0	21.0
순이익	35	27	25	35	42
(순이익률, %)	7.8	5.5	4.5	5.3	5.5
영업순이익*	35	27	25	35	42
(영업순이익률, %)	7.8	5.5	4.5	5.3	5.5
EBITDA	46	39	31	40	48
(EBITDA 이익률, %)	10.4	8.0	5.5	6.1	6.2
EPS (원)	2,236	1,554	1,453	2,021	2,425
수정 EPS (원)**	2,232	1,551	1,453	2,021	2,425
주당배당금 (보통, 원)	300	50	50	50	50
주당배당금 (우선, 원)	0	0	0	0	0
배당성향 (%)	7.0	3.0	3.4	2.5	2.0

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동에서의 현금흐름	(4)	67	17	32	36
순이익	35	27	25	35	42
유·무형자산 상각비	4	5	0	0	0
순외환관련손실 (이익)	(1)	1	2	1	1
지분법평가손실 (이익)	0	1	0	0	0
Gross Cash Flow	47	41	34	15	43
순운전자본감소 (증가)	(49)	34	(15)	(5)	(5)
기타	(2)	(8)	0	0	0
투자활동에서의 현금흐름	(8)	(49)	(20)	(25)	(42)
설비투자	(7)	(36)	(10)	(10)	(10)
Free cash flow	(12)	31	7	22	26
투자자산의 감소(증가)	0	(13)	(3)	(9)	(27)
(배당금***)					
기타	(0)	(0)	(7)	(6)	(5)
재무활동에서의 현금흐름	2	0	(3)	1	5
차입금의 증가(감소)	(1)	3	(0)	2	2
자본금의 증가(감소)	4	0	0	0	0
배당금	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)
기타	(0)	(0)	(2)	(0)	4
현금증감	(9)	17	(5)	8	(2)
기초현금	30	21	38	33	42
기말현금	21	38	33	42	40

참고: * 일회성 항목 제외
 ** 완전 회석, 일회성 항목 제외
 *** 지분법증권으로부터의 배당
 자료: 에스맥, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	122	116	133	160	177
현금 및 현금등가물	21	38	33	42	40
매출채권	64	42	56	66	77
재고자산	31	24	28	33	38
기타	7	12	16	20	23
비유동자산	34	77	90	109	147
투자자산	0	12	15	24	52
(지분법증권)	0	11	11	11	11
유형자산	33	64	74	85	95
무형자산	1	1	1	1	1
기타	0	0	(0)	0	(0)
자산총계	156	193	223	270	324
유동부채	69	79	81	93	105
매입채무	45	55	58	68	79
단기차입금	7	9	10	12	14
기타 유동부채	16	15	13	12	12
비유동부채	4	7	10	11	12
사채 및 장기차입금	2	5	5	5	5
기타 장기부채	2	3	6	7	8
부채총계	73	86	91	104	118
자본금	4	8	9	9	9
자본잉여금	16	12	12	12	12
이익잉여금	63	87	111	145	186
기타	0	(0)	(0)	(0)	(0)
자본총계	84	107	132	166	207
순부채	(9)	(23)	(21)	(29)	(26)
주당장부가치 (원)	4,860	6,217	7,641	9,625	12,017

재무비율 및 주당지표

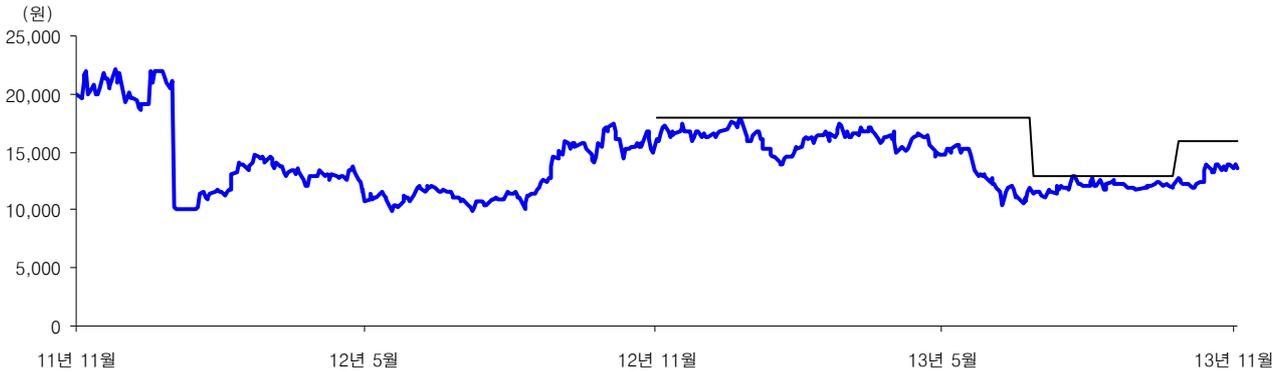
12월 31일 기준	2011	2012	2013E	2014E	2015E
증감률 (%)					
매출액	96.1	8.7	15.0	18.7	15.7
영업이익	258.6	(1.8)	17.0	9.7	11.8
세전이익	255.4	(19.0)	4.7	24.4	20.0
순이익	199.5	(23.1)	(6.4)	39.3	20.0
영업순이익*	209.3	(23.1)	(6.2)	39.3	20.0
EBITDA	202.2	(6.8)	(20.3)	30.5	18.6
수정 EPS**	164	(31)	(6)	39	20
비율 및 회전					
ROE (%)	55.1	28.1	21.0	23.5	22.5
ROA (%)	26.1	15.3	12.0	14.2	14.1
ROIC (%)	36.4	26.5	22.6	22.0	19.7
순부채비율 (%)	(10.5)	(21.8)	(16.2)	(17.3)	(12.4)
이자보상배율 (배)	49.3	87.0	3.4	5.1	7.8
매출채권 회수기간 (일)	39.9	40.0	32.1	33.6	34.0
매입채무 결제기간 (일)	38.5	37.7	36.8	34.7	35.1
재고자산 보유기간 (일)	19.4	20.5	16.8	16.6	16.8
Valuations (배)					
P/E	6.7	9.0	9.6	6.9	5.7
P/B	3.1	2.2	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA	2.2	5.6	7.1	5.3	4.5
EV/EBIT	2.4	6.4	7.1	5.3	4.5
배당수익률 (보통, %)	2.2	0.4	0.4	0.4	0.4

에스맥

■ Compliance Notice

- 당사는 11월 20일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 11월 20일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 20일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자 의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2012/11/19	2013/7/14	10/14
투자 의견	BUY	BUY	BUY
TP (원)	18,000	13,000	16,000

• 투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY★★★ (매수★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
- HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30%
- SELL★★★ (매도★★★) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상