

## 삼익악기(002450)

Not rated

중국 피아노 시장 성장의 앞길은 탄탄대로

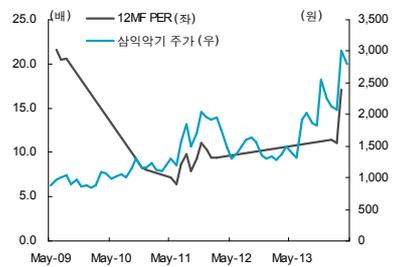
Stock Data

KOSPI(4/11)	1,997
주가(4/11)	2,805
시가총액(십억원)	217
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	3,125/1,130
일평균거래대금(6개월, 백만원)	6,932
유동주식비율/외국인자본율(%)	54.2/3.6
주요주주(%)	김종섭 외 3인 36.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.7	59.4	101.8
상대주가(%p)	4.9	60.7	99.4

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

투자포인트

1. 중국 피아노 시장 고성장 지속될 전망으로 중국향 매출 확대 예상

- 중국 피아노 시장은 중국인의 소득 수준이 상승하고, 교육열이 높아지고 있어 향후 연평균 14% 성장해 2020년에는 연간 판매량 122만대에 달할 전망(현재 연간 글로벌 피아노 시장 규모 약 50만대 추정)
- 중국 도시 주민의 피아노 보급률이 2.65%에 불과해 소득 및 소비여력 향상, 중산층 규모 확대, 가계 소비에서 아동 관련 지출 비중 상승 등 감안하면 추가 성장 여력 높다고 판단
- 중국악기협회에 따르면, 상해(7.5%), 광둥, 북경 산둥 등 대도시의 피아노 보급률은 4%를 상회하나, 2~3선 도시들은 2% 미만인 대다수로 성장 잠재력 높아
- 삼익악기는 중국 시장에서 자일러(고가), 삼익(중고가) 등 차별화된 마케팅 정책 전개로 지속적인 외형 확대 전망

2. 유수의 브랜드 인수를 통한 브랜드 확장으로 외형 확대 지속될 전망

- 자일러 등 글로벌 브랜드 인수로 브랜드별 라인업 확장과 원천 기술 획득이 지속돼 글로벌 시장내 입지 강화될 전망
- 글로벌 인지도 상승을 바탕으로 해외 거래처도 꾸준히 증가하고 있어 글로벌 시장 점유율 확대 예상(현재, 삼익악기의 글로벌 피아노 시장 점유율 6.2% 수준 추정)
- 글로벌 기타 시장 1위, 2위 브랜드인 Gibson과 Fender의 OEM 업체로서 거래 확대에 따른 안정적 매출 성장 예상

3. 자회사 지분 매각으로 여유자금 확보, 추가 M&A 등 통한 성장 가능할 전망

- 2013년 9월, 본사 및 관계사가 보유하고 있던 스타인웨이(Steinway Musical Instrument) 지분 매각으로 1,742억원 유입돼 취득금액(855억원) 대비 2배 차익 실현
- 매각 자금으로 차입금 일부 상환, 현금 확보를 통한 이자 수익 증가로 재무건전성 높였음
- 중장기 관점에서는, 여유 자금으로 추가 M&A를 통한 성장 가능할 전망

실적 전망 및 valuation

- 2014년 연결기준 매출액 1,743억원(+10.0% YoY), 영업이익 208억원(+19% YoY) 예상
- 중국 시장은 빠르게 성장하고 있어, 금년 중국 매출은 자일러(고가), 삼익(중고가) 등 판매량 확대로 전년대비 28% 늘어날 것으로 전망
- 최근 주가 급등과 CB 전환에 따른 EPS 희석화에도 불구하고 2014F PER이 10.9배로 여전히 매력적인 밸류에이션

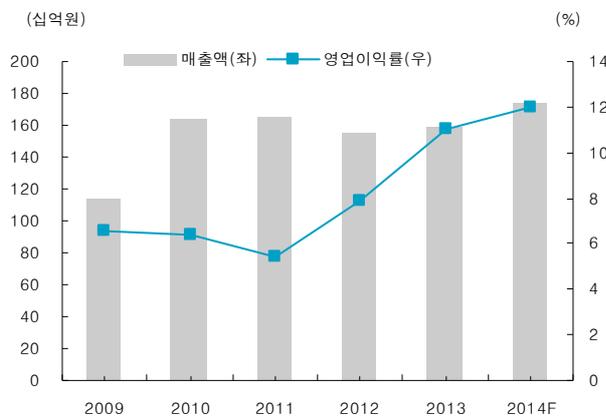
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2010A	164	10	6	3	38	(69.2)	15	30.5	13.6	0.6	1.9
2011A	165	9	3	2	31	(18.2)	14	63.2	20.3	1.0	1.5
2012A	156	12	9	8	109	251.6	17	11.9	12.1	0.6	5.3
2013A	158	18	62	46	668	512.8	22	3.4	5.4	0.8	28.3
2014F	174	21	23	19	257	(61.5)	25	10.9	6.7	1.0	9.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

### 1. 최근 실적 comment

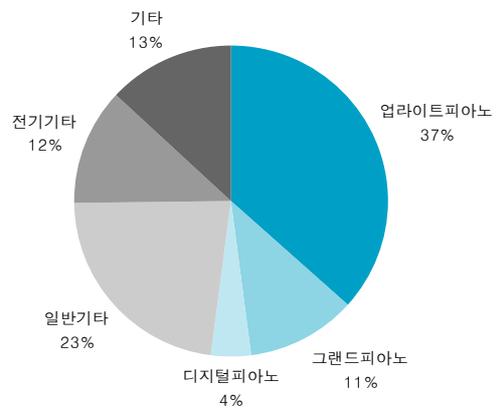
2013년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 1.8%, 19.0% 증가한 1,584억원, 175억원을 기록했다. 중국 시장에서 독일 브랜드 '자일러(2008년 인수)' 피아노의 판매량이 고성장했는데 유럽 브랜드에 대한 중국인의 선호도가 높고, 중국 중산층의 가정용 업라이트 피아노 구매가 증가했기 때문이다. 순이익은 전년대비 502% 증가한 186억원을 기록했는데, 이는 자회사 스타인웨이의 지분 매각(매각대금 1,742억원)에 따른 처분이익이 반영됐기 때문이다. 2014년 매출액은 전년대비 10.0% 늘어난 1,743억원, 영업이익은 19.0% 증가한 208억원으로 예상된다. 국내 및 유럽 매출은 전년과 유사하거나 소폭 감소가 예상되나 중국 피아노 시장 규모 확대에 따른 중국향 매출 성장으로 외형 확대가 지속될 것이다.

[그림 1] 매출액과 영업이익률 추이와 현황 (연결 기준)



자료: 삼익악기, 한국투자증권

[그림 2] 삼익악기의 부문별 매출 비중 (별도 기준)



주: 2013년 별도 실적 기준  
자료: 삼익악기, 한국투자증권

### 2. 핵심변수 분석

#### 중국 피아노 시장, 향후 10년간 성장 탄탄대로

2014년 삼익악기의 중국 매출은 중국 피아노 시장 확대와, 자일러, 삼익 등 자사 브랜드의 중국 시장내 점유율 확대가 예상돼 전년대비 28% 증가한 465억원으로 전망된다.

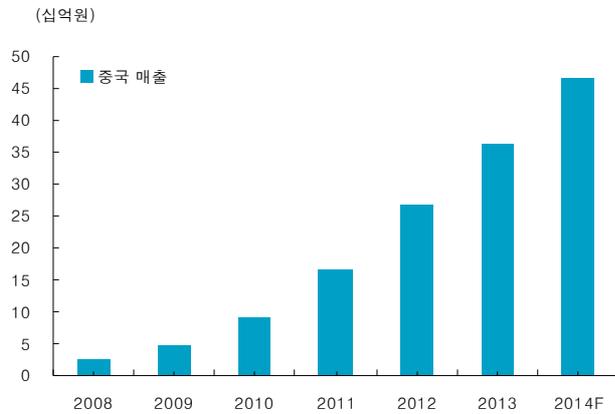
중국인 이미 전세계 피아노 시장의 60% 이상을 차지하는 최대 소비시장이다. 그럼에도 불구하고, 중국 도시 가정의 피아노 보급률은 2.65%에 불과해, 일본(25% 수준), 미국, 유럽(20% 수준) 등에 비해 현저히 낮아 중국 피아노 시장의 성장 잠재력은 높다고 판단한다.

중국 피아노 시장은 2008~2012년 연평균 12% 확대됐으며, 향후 8년간 연평균 14% 증가해 2020년에는 연간 판매량 규모 122만대에 달하는 시장으로 성장할 것으로 예상된다. 1) 중국인의 소득 수준이 상승함에 따라 소비 여력이 확대됐고, 2) 중산층 규모가 늘고 있다. 3) 피아노, 바이올린, 발레, 미술 등 유아, 청소년 등에 대한 교육열이 높아지고 있어 향후에도 중국 피아노 시장 규모는 고성장세를 이어갈 전망이다. 가계 소비에서 아동 관련 지출 비중이 꾸준히 늘고 있다.

중국인이 국제 피아노 콩쿠르에서 상위권에 랭크되며 선전하고 있다. 중국에 피아노를 연주할 줄 아는 사람이 늘었다는 반증인 동시에 피아노를 가르칠 사람이 늘었다고 해석할 수 있다. 실제로 중국 대도시 위주로 피아노 학원이 빠르게 늘어나 피아노 교육 수강이 수월해져 가정용 피아노 수요가 지속 증가할 것으로 전망한다.

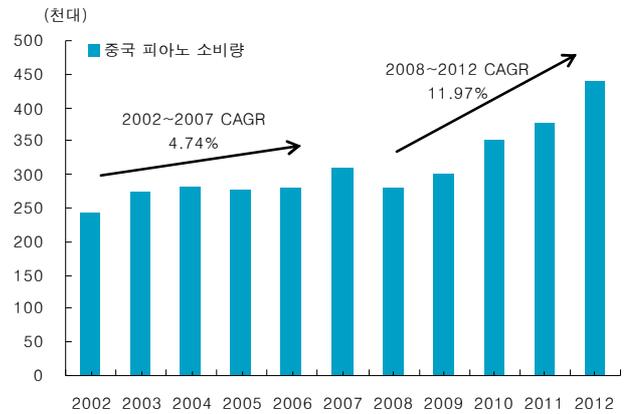
삼익악기는 중국 시장에서 자일러(고가), 삼익(중고가) 등 차별화된 마케팅 정책 전개로 지속적인 외형 확대가 예상된다. 특히 독일 브랜드에 대한 중국인의 선호도가 높아 자일러 브랜드의 영업 호조가 지속될 전망이다.

[그림 3] 삼익악기의 중국 매출 추이와 전망



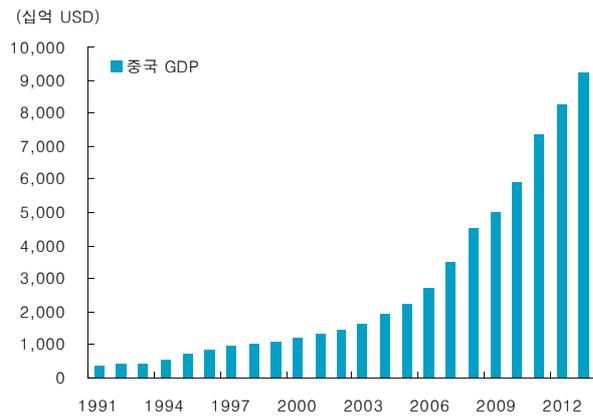
자료: 삼익악기, 한국투자증권

[그림 4] 중국 피아노 소비량



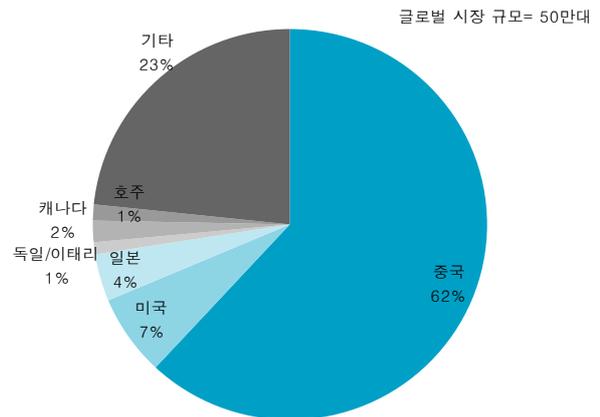
자료: 중국악기협회, 화태증권연구소, 한국투자증권

[그림 5] 중국 GDP 추이



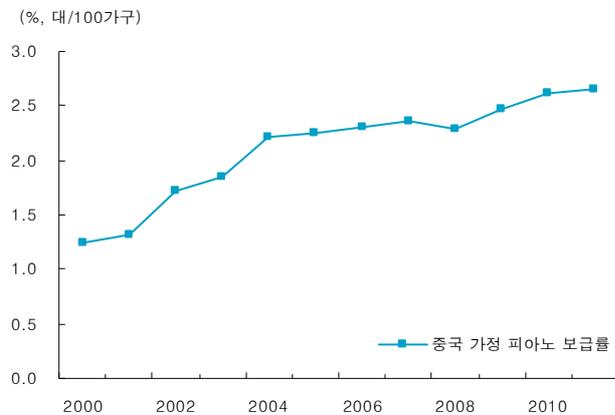
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 6] 중국, 전세계 최대 피아노 소비 시장



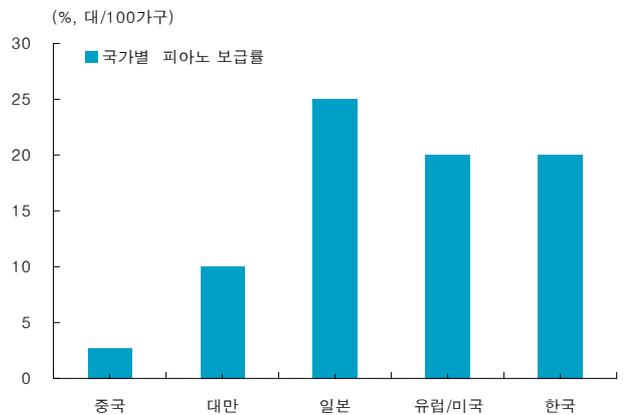
자료: 중국악기협회, 한국투자증권

[그림 7] 중국 도시 주민 중 100가구당 피아노 보유량(전국 평균)



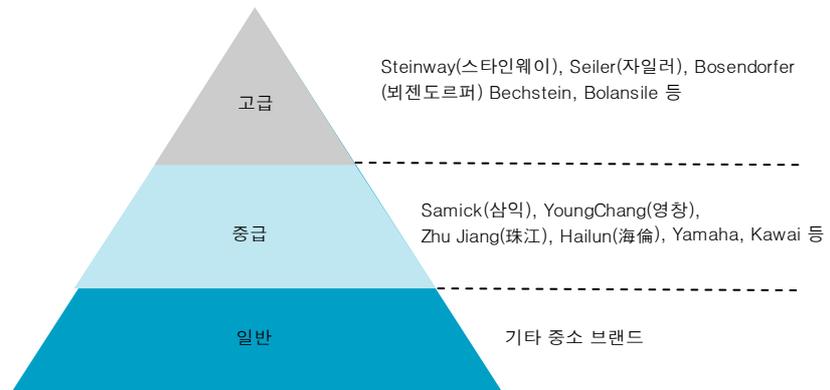
자료: 국가통계국, 화태증권연구소, 한국투자증권

[그림 8] 국가별 피아노 보급률



자료: 중국악기협회, 한국투자증권

[그림 9] 중국 피아노 시장 등급별 브랜드



자료: 화태증권연구소, 언론자료, 한국투자증권

### 글로벌 브랜드 인수를 통한 브랜드 확장 전략

삼익악기는 글로벌 브랜드 인수를 통한 브랜드 확장 전략으로 글로벌 시장내 입지를 지속 강화할 전망이다. 삼익악기는 2002년 독일 '벡스타인'사와 2008년 독일 '자일러', 2009년 미국 스타인웨이 지분을 인수했다. (벡스타인의 경우 2008년 자일러 인수 때 매각했으며, 스타인웨이는 2013년 매각했다.) 세계 유수의 악기 제조사를 인수함에 따라 고품질의 악기 제조 원천기술을 획득해 품질 향상을 통한 브랜드 가치 확대를 꾀했다. 현재 삼익악기는 중국 시장에서 세계 4위 브랜드인 '자일러'를 활용해 중국 고가 피아노 시장의 점유율을 확대하고 있어 향후에도 꾸준한 외형 성장이 기대된다.

기타 시장에서는 글로벌 1위 Gibson과 2위 Fender의 OEM 계약을 통해 안정적인 수출량을 확보하고 있다. OEM 매출은 수익성 또한 높아 수출량이 증가함에 따라 양적, 질적 성장 효과를 동시에 누릴 전망이다.

### 3. 리스크 점검

#### BW 주식 전환에 따른 오버행 가능성

삼익악기는 2013년 3월 100억원 규모의 전환사채(CB)와 200억원 규모의 신주인수권부사채(BW)를 발행했다. 행사기간은 금년 3월 14일부터로 전환사채는 전량 주식 전환권이 행사돼 3월 28일, 4월 11일 양일에 걸쳐 약 667만주가 신규 상장됐다.

2014년 4월 11일 기준, 신주인수권부사채 물량이 오버행 부담으로 남아있는데, 신주 행사가 격은 1,500원으로 현재 추가(2,805원) 대비 47% 낮아 주식 전환 행사 가능성이 높다고 판단한다. 신주인수권부사채가 전량 전환(1,333만주가 추가 상장)될 경우, EPS 희석효과를 반영하면 2014년 PER은 12.9배다.

<표 1> 삼익악기의 CB, BW 등 오버행 물량

(단위: 원, 주)

구분	발행일	만기일	금액 행사기간
전환사채(CB)	2013.03.14	2017.03.14	100 억원 발행후 1년~ 만기일 1개월 전까지
발행대상자	금액	행사가격	주식수 상장일
산은캐피탈	3,300,000,000	1,500	2,200,000 2014년 03월 28일
일자리창출펀드(IBK 기업은행)	6,700,000,000	1,500	4,466,667 2014년 04월 11일
구분	발행일	만기일	금액 행사기간
신주인수권부사채(BW)	2013.03.14	2017.03.14	200 억원 발행후 1년~ 만기일 1개월 전까지
발행대상자	금액	행사가격	주식수 상장일
산은캐피탈	6,700,000,000	1,500	4,466,667 -
일자리창출펀드(IBK 기업은행)	13,300,000,000	1,500	8,866,667 -

자료: 금융감독원 전자공시시스템(DART), 거래소, 삼익악기, 한국투자증권

### 〈Appendix〉 – 기업개요

삼익악기는 1958년 설립된 종합악기 제조 판매회사로 한국 및 해외 현지에 10개의 생산, 판매 법인 보유. 1988년 상장했으며 본사는 충북 음성 소재. 주요 제품은 일반 가정용 업라이트(Upright) 피아노, 전문 연주용 그랜드(Grand) 피아노, 디지털(Digital) 피아노와 어쿠스틱 기타, 클래식 기타, 전기 기타 등의 기타, 바이올린, 첼로, 플룻 등임.

## <스몰캡 스크 Way>

### (1) 기업개요 및 EQ 지수

기업개요	EQ 지수
<p><b>□ 기업개요:</b> 1958년 설립된 종합악기 제조 판매회사로 한국 및 해외 현지에 10개의 생산, 판매 법인 보유. 주요 제품은 일반/전문가용/디지털 피아노, 어쿠스틱/클래식 기타, 바이올린 등</p> <p><b>□ 주주 구성:</b> 김종섭 외 3인(36.7%)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>성장성: ★★★★★</li> <li>이익안정성: ★★★★★</li> <li>기업신뢰성: ★★★★★</li> </ul>

### (2) 부문별 Matrix 및 주가의 핵심 변수와 리스크

사업부문별 성장성/수익성 Matrix	기업가치 및 주가의 핵심변수
	<ul style="list-style-type: none"> <li>중국 가정용 피아노 보급률 확대 속도</li> <li>중국 피아노 등 악기 시장에서 자사 브랜드의 시장점유율 상승 여부</li> <li>자회사 지분 매각으로 유입된 여유자금의 효과적인 사용 여부</li> </ul>
	리스크
	<ul style="list-style-type: none"> <li>내수 및 유럽/미국 피아노 시장의 침체 장기화</li> <li>신주인수권부사채(BW)의 주식 전환권 행사에 따른 오버행 가능성</li> </ul>

### (3) 3C(Company, Customer, Competitor) 분석

제품	매출액 (비중)	영업 이익률	3C			기타
			Company	Customer	Competitor	
<b>피아노</b> (업라이트/그랜드/디지털피아노 등)	551억원 (52.0%)	NA	<ul style="list-style-type: none"> <li>인도네시아에서 생산, 본사에서 상품 매입해 제3국으로 수출하는 중계무역 비중 높음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>피아노 학원, 일반 가정 등</li> <li>피아노 연주자</li> <li>국가: 한국, 중국, 미국, 유럽 등</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>영창악기, Yamaha, Hailun, Bosendorfer 등</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>피아노 부문별 비중: 업라이트(70%),그랜드(22%), 디지털 피아노(8%)</li> </ul>
<b>기타(악기)</b> (일반/전기/어쿠스틱 기타 등)	372억원 (35.1%)	NA	<ul style="list-style-type: none"> <li>1993년부터 기타 생산</li> <li>일반, 전기, 어쿠스틱 기타 등 생산 판매</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>기타 학원, 일반 가정 등</li> <li>기타 연주자</li> <li>국가: 한국, 중국, 미국, 유럽 등</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>해외(Martin, Taylor, Lakewood 등), 국내(Cort, Dame, Swing, Dexter, Crafter, Segovia 등)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>삼익악기는 Gibson 과 Fender 의 OEM 업체</li> </ul>
<b>기타</b> (용역/임대)	137억원 (12.9%)	NA	<ul style="list-style-type: none"> <li>임대수익</li> <li>첼로, 바이올린 등 현악기, 플룻 등 관악기 등 기타 악기 판매수입</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>학원, 가정 등 악기 연주자</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>바이올린, 첼로, 플룻 등 악기는 Yamaha, 코스모스, 유니버설, 심로 등 여타 악기 사업자</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-</li> </ul>

주: 1. 2013년 별도 실적 기준, 2. 기타(Guitar) 매출의 70%가 Gibson, Fender 등의 OEM 매출  
 자료: 삼익악기, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012A	2013A	2014F
유동자산	130	147	128	243	242
현금성자산	10	14	17	18	20
매출채권및기타채권	40	40	31	25	27
재고자산	74	78	69	73	81
비유동자산	188	205	195	101	99
투자자산	78	104	94	5	6
유형자산	60	61	58	51	44
무형자산	5	3	2	2	2
자산총계	319	352	323	345	341
유동부채	158	184	157	123	100
매입채무및기타채무	37	30	25	28	28
단기차입금및단기사채	116	136	117	69	54
유동성장기부채	1	12	10	7	6
비유동부채	15	23	22	40	35
사채	0	5	5	29	24
장기차입금및금융부채	13	9	9	8	8
부채총계	173	207	179	163	135
지배주주지분	142	144	144	181	206
자본금	35	35	35	35	39
자본잉여금	4	5	5	7	13
자본조정	0	0	(0)	(10)	(10)
이익잉여금	106	106	111	156	171
비지배주주지분	3	0	0	0	0
자본총계	146	145	144	182	206

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012A	2013A	2014F
영업활동현금흐름	1	0	10	(2)	(3)
당기순이익	2	2	8	46	19
유형자산감가상각비	4	4	4	4	3
무형자산상각비	1	0	0	0	0
자산부채변동	(3)	(7)	3	(6)	(18)
기타	(3)	1	(5)	(46)	(7)
투자활동현금흐름	(25)	(28)	18	38	19
유형자산투자	(2)	(8)	(3)	(4)	3
유형자산매각	0	0	0	1	1
투자자산순증	(27)	(24)	5	42	6
무형자산순증	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
기타	4	4	16	(1)	9
재무활동현금흐름	25	32	(25)	(36)	(15)
자본의증가	6	0	0	0	10
차입금의순증	21	35	(22)	(26)	(21)
배당금지급	(2)	(2)	(2)	0	(3)
기타	0	(1)	(1)	(10)	(1)
기타현금흐름	(0)	0	(1)	1	0
현금의증가	1	4	3	1	2

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012A	2013A	2014F
매출액	164	165	156	158	174
매출원가	123	123	109	110	121
매출총이익	41	42	46	48	54
판매관리비	31	33	34	30	33
영업이익	10	9	12	18	21
금융수익	3	1	1	5	4
이자수익	1	0	0	1	4
금융비용	9	9	12	19	13
이자비용	8	8	8	8	13
기타영업외손익	(0)	2	4	52	4
관계기업관련손익	2	1	4	7	7
세전계속사업이익	6	3	9	62	23
법인세비용	4	1	2	16	4
연결당기순이익	2	2	8	46	19
지배주주지분순이익	3	2	8	46	19
기타포괄이익	(3)	2	(6)	(1)	(1)
총포괄이익	(1)	4	2	46	18
지배주주지분포괄이익	(1)	4	2	46	18
EBITDA	15	14	17	22	25

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012A	2013A	2014F
주당지표(원)					
EPS	38	31	109	668	257
BPS	2,019	2,045	2,039	2,715	2,796
DPS	30	30	0	50	50
성장성(% YoY)					
매출증가율	44.1	0.3	(5.5)	1.8	10.0
영업이익증가율	40.5	(14.7)	36.3	43.7	19.0
순이익증가율	(67.7)	(16.6)	253.0	501.5	(59.7)
EPS증가율	(69.2)	(18.2)	251.6	512.8	(61.5)
EBITDA증가율	40.9	(10.8)	22.2	30.9	12.6
수익성(%)					
영업이익률	6.4	5.4	7.8	11.1	12.0
순이익률	1.6	1.3	4.9	29.1	10.7
EBITDA Margin	9.3	8.3	10.7	13.8	14.1
ROA	0.6	0.5	2.3	13.8	5.4
ROE	1.9	1.5	5.3	28.3	9.6
배당수익률	2.6	1.5	0.0	2.2	1.8
안정성					
순차입금(십억원)	119	146	114	(31)	(40)
차입금/자본총계비율(%)	89.0	112.3	97.9	61.5	44.1
Valuation(X)					
PER	30.5	63.2	11.9	3.4	10.9
PBR	0.6	1.0	0.6	0.8	1.0
PSR	0.5	0.8	0.6	1.0	1.2
EV/EBITDA	13.6	20.3	12.1	5.4	6.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
삼익약기(002450)	2014.04.14	NA	-



■ Compliance notice

- 당사는 2014년 4월 13일 현재 삼익약기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.