

매수(분석재개)

목표주가: 90,000원

Stock Data

KOSPI(4/6)	2,029
주가(4/6)	66,600
시가총액(십억원)	3,538
발행주식수(백만)	53
52주 최고/최저가(원)	95,400/49,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	29,799
유동주식비율/외국인지분율(%)	67.2/14.3
주요주주(%)	삼성전자 외 6 인 32.8
	한국투자신탁운용 외 1 인 9.7

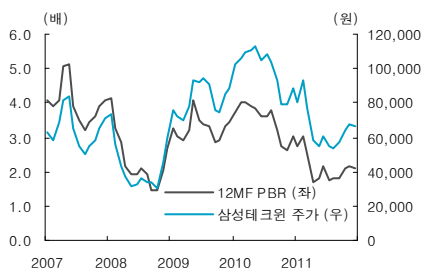
EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2012F	3,082	-	-
2013F	4,547	-	-
2014F	6,755	-	-

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.9)	24.5	(17.3)
상대주가(%p)	(2.3)	5.9	(12.7)

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

서원석 3276-6162
wonseo@truefriend.com

박기홍 3276-4130
kiheung.park@truefriend.com

삼두마차가 끌고 가는 정밀제어솔루션의 미래

투자의견 매수, 목표주가 90,000원으로 커버리지 재개

매출 및 이익의 지속적인 성장을 고려하기 위해 RIM을 적용해 산출한 목표주가 90,000원을 제시한다. 삼성테크윈의 매출과 순이익은 2012년 3.1조원, 1,640억원에서 2015년 5.7조원, 4,950억원으로 확대될 것으로 전망한다.

3대 성장 동력: 에너지 장비, 시큐리티 솔루션, 반도체 장비

공기, 가스압축기 등 에너지 장비의 매출은 2012년 2,710억원(파워시스템 중 매출 비중 30%), 2015년에 1.12조원(51%)으로 성장할 전망이다. 시큐리티 솔루션(SS)은 IP 제품 진입 가속화로 매출이 2012년 7,910억원, 2015년 1.55조원에 달할 전망이다. 반도체 장비도 고속 칩마운터 및 플립칩 마운터 출시 및 판매 확대로 매출이 2012년 3,330억원, 2015년 5,340억원으로 성장할 것으로 기대한다.

분기 실적은 4Q11을 바탕으로 개선, 1Q12 OP 250억원 전망

1Q12 매출은 파워시스템과 특수사업의 계절적인 수요 감소 영향으로 6,210억원(-24% QoQ, -3% YoY)에 그치겠지만 SS의 수익성 회복, 반도체 장비, 부품의 적자폭 축소 등으로 영업이익은 250억원으로 흑자전환할 전망이다. 2012년 분기 실적은 지속적으로 개선될 것으로 예상한다. 반도체 장비사업은 2분기 흑자전환을 예상하고, SS도 7~8%대의 영업이익률을 회복할 전망이다.

중장기적으로 정밀제어솔루션의 핵심 경쟁력에 집중

향후 실현 가능성이 떨어지는 미래사업이나 경쟁우위가 낮은 사업을 과감히 정리하고, 핵심 경쟁력인 정밀 기계 및 장비에 집중할 것으로 판단한다. 사업 구조조정을 통해 매출액은 2015년까지 연평균 23% 증가할 전망이다.

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액(십억원)	2,924	2,948	3,108	3,795	4,607
영업이익(십억원)	228	251	167	253	381
세전이익(십억원)	289	248	177	266	395
당기순이익(십억원)	233	229	164	242	359
EBITDA(십억원)	324	351	275	373	518
순차입금(십억원)	692	599	542	482	377
영업이익률(%)	7.8	8.5	5.4	6.7	8.3
ROE(%)	20.0	15.9	9.2	11.5	14.1
배당수익률(%)	0.8	0.9	0.9	1.1	1.2
EPS(원)	4,398	4,321	3,082	4,547	6,755
(EPS 증가율, %)	38.5	(1.8)	(28.7)	47.5	48.6
BPS(원)	23,830	30,518	36,173	43,191	52,318
DPS(원)	800	500	600	700	800
PER(x)	23.5	12.3	21.5	14.6	9.8
PBR(x)	4.3	1.7	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA(x)	19.1	9.8	14.8	10.7	7.5

Company report focus

□ 리포트 작성 목적

- 커버리지 재개 및 목표주가 제시
- 3대 성장동력인 에너지 장비, 시큐리티 솔루션, 반도체 장비 사업의 성장 전략 분석 및 중장기 실적 추정

□ Valuation

- 실적 안정성 및 성장성을 반영하기 위해 RIM으로 목표주가 산출

(단위: 십억원, 천주, 원)

	2012F	2013F	2014F →	2020F	2021F
Sales	3,108	3,795	4,607 →	14,878	17,556
Net profit	164	242	359 →	1,338	1,587
Shareholders' Equity	1,922	2,294	2,779 →	8,672	10,363
ROE	9.2%	11.5%	14.1% →	16.8%	16.7%
Spread	(0.6%)	1.6%	4.3% →	7.0%	6.9%
Residual Income	(10)	35	110 →	558	653
Cost of Equity (COE)	9.8%				
Risk Free Rate (Rf)	4.0%				
Market Risk Premium (Rm-Rf)	5.0%				
Beginning Shareholders' Equity (A)	1,621				
PV of forecast period RI (B)	1,487				
PV of Continuing Value (C)	1,719				
Equity Value (D = A + B + C)	4,828				
Common Shares O/S ('000), (E)	53,116				
Target Price (KRW), (F = D / E)	90,890				

자료: 한국투자증권

□ 민감도(시나리오) 분석

- 대한민국 국방예산의 10% 증가 시 EPS는 6.8% 증가
- 원/달러 환율 10% 상승 시 EPS는 6.0% 증가

국방예산 및 원/달러 환율 변화와 EPS 변화

(단위: 원, %)

국방예산 변화율(%)과 EPS					
국방예산 %	(10)	(5)	0	5	10
EPS	2,872	2,977	3,082	3,187	3,293
EPS %	(6.8)	(3.4)	0.0	3.4	6.8
원/달러 환율 변화율(%)과 EPS					
환율 %	(10)	(5)	0	5	10
EPS	2,986	2,989	3,082	3,175	3,268
EPS %	(6.0)	(3.0)	0.0	3.0	6.0

자료: 한국투자증권

□ 위험 / 기회 요인

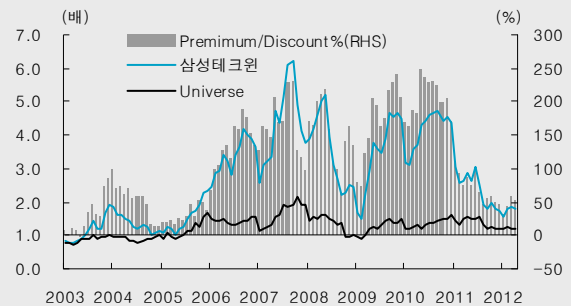
- 제품 개발 지연 또는 실패
- 예상한 수주의 지연 또는 취소
- 삼성 그룹 내의 지원 부족
- 인수 및 분할의 실패

□ 기업의 주요 특징

1) Historical valuation 분석

- 카메라사업(2006~2007), CCTV, 압축기, 로봇 경계, 바이오 진단 등에 대한 기대감(2009,2010) 등으로 시장 대비 할증
- 상대적으로 높은 ROE(최고 25%)와 실적의 안정성도 할증 요인

Relative PBR



자료: 한국투자증권

2) 3대 성장 동력: 에너지 장비, 시큐리티 솔루션, 반도체 장비

- 에너지 장비: 공기, 가스압축기 등의 에너지 장비 매출은 2011년 1,760억원(파워시스템 중 매출 비중 22%)에서 2012년 2,710억원(30%), 2015년 1.12조원(51%)로 성장 전망
- 시큐리티 솔루션: 삼성전자의 VSS 사업 인수 시너지가 확대되고, 빠르게 성장하는 IP 제품 시장 진입이 가속화되며 2012년 매출 7,910억원, 2015년 매출 1.55조원 전망
- 반도체 장비: 고속 칩마운터 및 플립칩 마운터 출시 및 판매 확대로 2012년 매출 3,330억원, 2015년 매출 5,340억원 전망

3대 성장 동력 매출 추정

(단위: 십억원, %)

	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	CAGR
에너지 장비	176	271	420	708	1,124	59%
시큐리티 솔루션	681	791	1,010	1,242	1,553	23%
반도체 장비	249	333	444	490	534	21%

자료: 한국투자증권

□ 동종 기업 비교

- 보고서 4페이지의 '<표 2> Peer업체들의 valuation 현황' 참조

Contents

I. Valuation.....	2
1. 투자 의견 매수, 목표주가 90,000원으로 커버리지 재개	
1) 장기적인 성장성을 반영하기 위해 RIM(Residual Income Model)을 적용	
2) 부담스러운 PER, PBR은 실적 저점을 지나고 있기 때문	
II. 투자포인트.....	5
1. 삼두마차가 끌고 가는 정밀제어솔루션의 미래	
1) 3대 성장 동력: 에너지 장비, 시큐리티 솔루션, 반도체 장비	
2) 분기 실적은 4Q11을 바탕으로 개선	
3) 중장기적으로 정밀제어솔루션의 핵심 경쟁력에 집중	
III. 사업부별 성장 전략.....	8
1. 파워시스템: 에너지 장비의 블루오션으로	
2. 시큐리티 솔루션 - 아날로그에서 네트워크로 변신	
3. 반도체 장비: 칩마운터 신제품으로 고속기 시장 진출	
4. 특수사업: K-9 자주포, 세계로 세계로	
IV. 리스크 요인.....	16
1. 제품 개발 지연 또는 실패	
2. 예정된 수주의 지연 또는 취소	
3. 삼성 그룹 내의 지원 부족	
4. 인수 및 분할의 실패	

I. Valuation

1. 투자자의견 매수, 목표주가 90,000원으로 커버리지 재개

1) 장기적인 성장성을 반영하기 위해 RIM(Residual Income Model)을 적용

매출 및 이익의 지속적인
성장성을 반영하기 위해
RIM 적용

삼성테크윈은 매출의 안정성이 높은 수주 산업을 기반으로 신규 사업을 확대해 나가고 있는 만큼, 2012년 실적만으로 목표주가를 산출하는 것은 적절하지 않다고 판단한다. 삼성테크윈의 매출과 순이익은 2012년 각각 3,1조원, 1,640억원에서 2015년 각각 5.7조원, 4,950억원으로 확대될 것으로 추정한다. 매출과 이익의 지속적인 성장을 반영하기 위해 RIM을 적용한 목표주가 90,000원을 제시한다.

〈표 1〉 잔여이익(Residual Income) 모형에 의한 target price

(단위: 십억원, 천주, 원)

	2011A	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Sales	2,948	3,108	3,795	4,607	5,738	7,058	8,610	10,419	12,502	14,878	17,556
Net Profit	229	164	242	359	495	616	759	926	1,119	1,338	1,587
Shareholders' Equity	1,621	1,922	2,294	2,779	3,390	4,110	4,974	6,005	7,228	8,672	10,363
ROE	15.9%	9.2%	11.5%	14.1%	16.0%	16.4%	16.7%	16.9%	16.9%	16.8%	16.7%
Spread	6.1%	(0.6%)	1.6%	4.3%	6.2%	6.6%	6.9%	7.1%	7.1%	7.0%	6.9%
Residual Income	88	(10)	35	110	192	248	313	387	469	558	653
Cost of Equity (COE)	9.8%										
Risk Free Rate (Rf)	4.0%										
Market Risk Premium (Rm-Rf)	5.0%										
Beginning Shareholders' Equity (A)	1,621										
PV of forecast period RI (B)	1,487										
PV of Continuing Value (C)	1,719										
Equity Value (D = A + B + C)	4,828										
Common Shares Outstanding ('000), (E)	53,116										
Target Price (KRW), (F = D / E)	90,890										

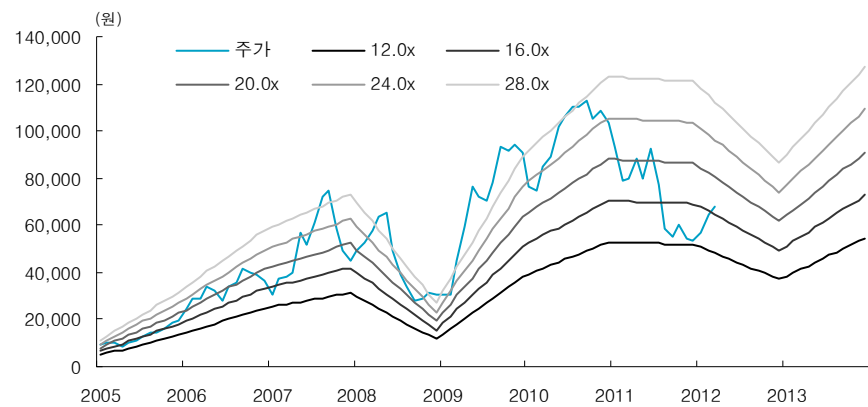
주: CV(Continuing Value), PV(Present Value), Rm(Return on Market), Rf(Risk Free Rate)
자료: 한국투자증권

PER, PBR은
과거 밴드 감안 시
용인될 수 있는 수준

2) 부담스러운 PER, PBR은 실적 저점을 지나고 있기 때문

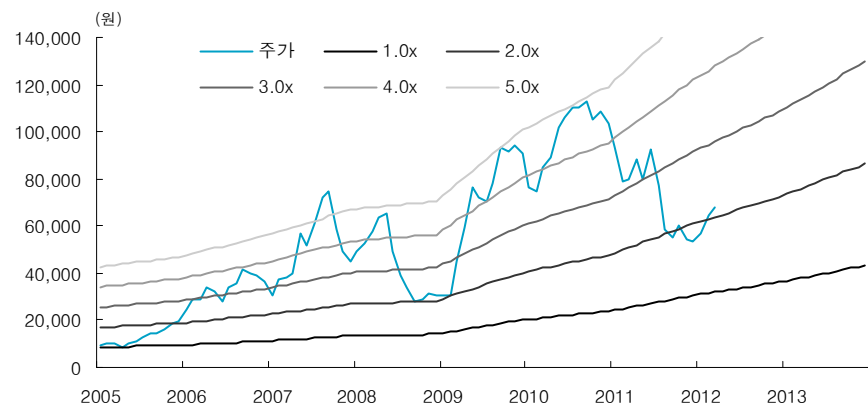
삼성테크윈의 2012년 PER 21.1배, PBR 1.8배는 시장 대비 상대적으로 높아 부담스러울 수 있다. 하지만, 높은 성장성 및 안정성을 바탕으로 과거 PER이 12배~28배, PBR이 1.8배~5배 밴드에서 움직인 만큼 이는 용인할 수 있는 수준이다. 또한 실적이 바닥을 지나고 있는 점을 반영하면, 목표주가에 내재된 2012년 PER 29.5배, PBR 2.5배, 2013년 PER 20.0배, PBR 2.1배는 도달 가능하다고 판단한다.

[그림 1] 삼성테크윈의 PER 밴드



자료: 한국투자증권

[그림 2] 삼성테크윈의 PBR 밴드



자료: 한국투자증권

〈표 2〉 Peer업체들의 valuation 현황

(단위: 백만달러, 배, %)

	시가총액	PER(배)			PBR(배)			EV/EBITDA(배)			OPM(%)			ROE(%)		
		2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F
삼성테크윈	3,125	12.3	21.5	14.6	1.7	1.8	1.5	9.8	14.8	10.7	8.5	5.4	6.7	15.9	9.2	11.5
[기계/방산]																
두산중공업	5,629	16.6	10.8	8.1	1.3	1.2	1.1	9.3	9.4	8.0	7.3	6.8	7.4	8.2	11.4	13.3
KAI	2,403	-	26.1	16.6	-	3.5	3.0	-	16.6	11.7	-	8.6	9.8	-	14.4	19.5
GENERAL ELECTRICS	206,229	14.2	12.7	11.0	1.6	1.6	1.5	15.1	14.8	13.4	13.9	14.1	15.3	11.6	12.7	13.5
SIEMENS	88,326	9.1	11.3	10.1	1.9	1.9	1.7	6.1	7.3	6.7	12.4	10.1	10.8	21.8	17.5	18.3
SCHNEIDER ELECTRIC	33,914	12.7	11.6	10.5	1.6	1.5	1.4	8.6	7.8	7.3	13.1	13.4	13.8	12.6	12.9	13.2
ROLLS ROYCE	24,230	18.3	14.4	13.1	3.3	2.8	2.5	10.2	8.2	7.2	10.4	11.5	11.7	19.8	21.5	20.1
[시큐리티 솔루션]																
AXIS	1,862	28.9	22.5	18.5	16.7	13.2	10.4	18.9	14.7	12.1	16.9	17.6	18.2	62.9	64.1	62.8
[장비]																
PANASONIC	21,248	16.0		15.2	0.5	0.8	0.8	4.5	7.6	5.3	3.5	0.4	3.0	3.3	(33.6)	5.4
FUJI	11,605	13.9	9.9	9.3	-	-	-	-	-	-	6.4	6.3	7.1	3.3	4.7	-

자료: Bloomberg, 한국투자증권

II. 투자포인트

1. 삼두마차가 끌고 가는 정밀제어솔루션

1) 3대 성장 동력: 에너지 장비, 시큐리티 솔루션, 반도체 장비

에너지 장비,
시큐리티 솔루션,
반도체 장비

삼성테크윈의 향후 성장 동력은 에너지 장비, 시큐리티 솔루션, 반도체 장비 등 세 부문이다. 공기, 가스압축기 등의 에너지 장비 매출은 2011년 1,760억원(파워시스템 중 매출 비중 22%)에서 2012년 2,710억원(30%), 2015년 1.12조원(51%)으로 성장할 전망이다. 시큐리티 솔루션은 삼성전자의 VSS 사업 인수 시너지가 확대되고 있고, 빠르게 성장하는 IP 제품 시장 진입이 가속화되면서 매출이 2012년 7,910억원, 2015년 1.55조원으로 확대될 전망이다. 반도체 장비도 고속 칩마운터 및 플립칩 마운터 출시 및 판매 확대에 매출이 2012년 3,330억원, 2015년 5,340억원으로 성장할 것으로 기대한다.

2) 분기 실적은 4Q11을 바탕으로 개선

4Q11 영업손실이
분기 실적 바닥

삼성테크윈은 4Q11 영업손실 27억원의 갑작스러운 실적 악화로 안정적인 수익성에 대한 우려를 불러일으켰다. 4분기 실적 부진의 원인은 1) CCTV의 IP 제품 비중 확대를 위한 마케팅 및 R&D 비용 증가, 2) 반도체 장비, 부품의 매출 하락에 따른 적자 전환, 특히, 부품의 경우, 시장성장이 둔화된 COF 사업 분할에 따른 손실 반영 때문이었다.

1Q12 영업이익
250억원 예상

1Q12 매출은 파워시스템과 특수사업의 계절적인 수요 감소 영향으로 6,210억원(-24% QoQ, -3% YoY)에 그치겠지만 시큐리티 솔루션의 수익성 회복, 반도체 장비, 부품의 적자폭 축소 등에 힘입어 영업이익은 250억원으로 흑자전환할 전망이다.

2012년 분기 실적
개선 흐름 전망

2012년 분기 실적은 지속적으로 개선될 것으로 전망한다. 고속 칩마운터와 플립칩 마운터 매출이 확대되는 반도체 장비사업은 2분기 흑자전환을 예상하고, 시큐리티 솔루션도 7~8% 대의 영업이익률을 회복할 것으로 본다.

3) 중장기적으로 정밀제어솔루션의 핵심 경쟁력에 집중

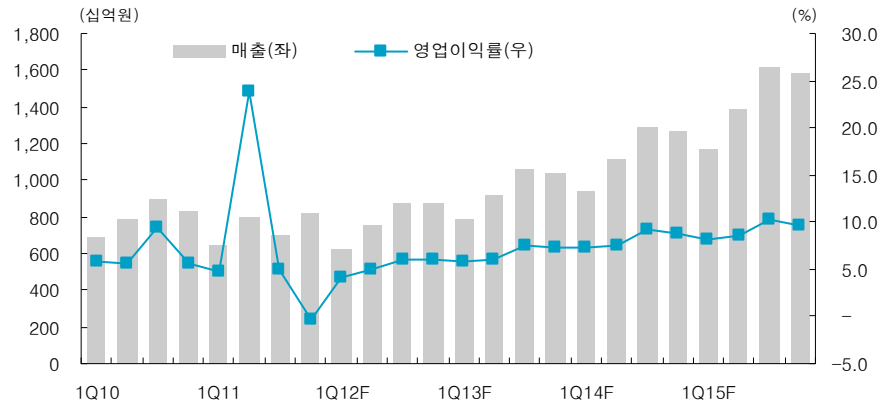
2012년~2015년
매출 CAGR 23% 전망

삼성테크윈의 2012년~2015년 매출 CAGR은 23%에 달할 전망이다. 2011년 중반의 경영진단 이후, 실현 가능성이 떨어지는 미래사업이나 경쟁우위가 낮은 사업을 과감하게 정리하고, 핵심 경쟁력인 정밀 기계 및 장비에 집중해 도약의 발판을 다진 만큼 빠르게 성장 궤도에 올라설 것으로 기대한다.

적극적인 인수 및
분할을 통해
핵심경쟁력에 집중

삼성테크윈은 적극적인 인수와 분할을 통해 핵심경쟁력을 확보하고 있는 정밀제어솔루션 사업에 집중하고 있다. 2009년 디지털 카메라 사업을 인적 분할한 이후 2010년 삼성전자 VSS 사업을 인수했고, 또한 삼성탈레스 주식 50%를 양수했다. 2011년에는 판가 하락과 경쟁 심화로 폰카메라모듈 사업을 중단했다. 향후에도 핵심경쟁력 확보를 위한 적극적인 인수 및 경쟁력 열위 사업의 분할을 통해 사업 경쟁력을 높일 것으로 판단한다.

[그림 3] 삼성테크윈 분기별 매출, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 한국투자증권

<표 3> 삼성테크윈의 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

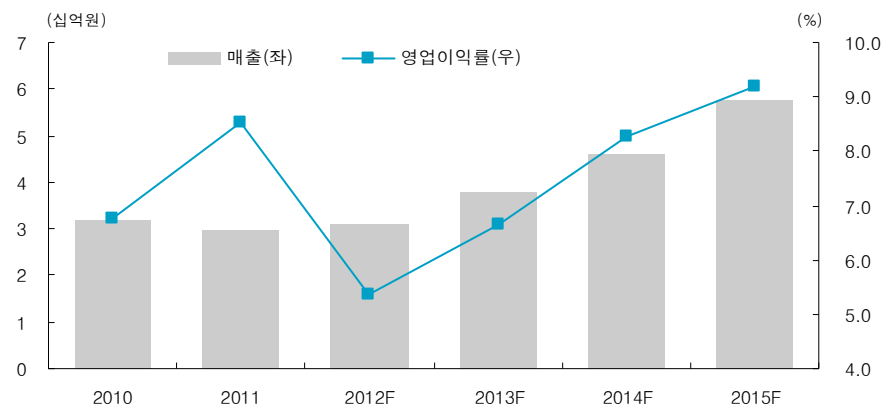
	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F	2010	2011	2012F	2013F
매출	643	791	694	819	621	748	871	868	3,198	2,948	3,108	3,795
시큐리티 솔루션	164	171	170	176	170	195	214	212	663	681	791	1,010
반도체장비	84	98	83	72	74	78	85	90	384	337	327	355
반도체부품	69	89	49	42	50	75	107	101	283	249	333	444
파워시스템	173	216	175	242	174	220	265	245	878	806	904	1,166
특수사업	153	217	216	287	153	180	200	220	715	874	753	820
영업이익	30.2	188.5	34.8	(2.7)	25.2	37.5	52.3	52.1	215.7	250.8	167.1	252.9
시큐리티 솔루션	15.2	15.2	15.5	5.3	11.6	14.0	16.9	15.9	79.5	51.2	58.4	97.9
반도체장비	(11.7)	(8.6)	(8.0)	(32.2)	(2.5)	(1.2)	1.3	1.7	12.2	(60.4)	(0.7)	7.4
반도체부품	4.7	9.0	(0.8)	(10.1)	(1.3)	0.9	3.3	3.8	24.3	2.8	6.8	23.2
파워시스템	11.4	(6.3)	8.2	11.8	7.8	10.8	14.8	13.5	63.8	25.2	46.9	59.3
특수사업	10.6	23.4	20.1	22.4	9.6	13.0	16.0	17.2	53.1	76.5	55.8	65.1
영업이익률	4.7	23.8	5.0	(0.3)	4.1	5.0	6.0	6.0	6.7	8.5	5.4	6.7
시큐리티 솔루션	9.3	8.9	9.1	3.0	6.8	7.2	7.9	7.5	12.0	7.5	7.4	9.7
반도체장비	(13.9)	(8.7)	(9.6)	(44.7)	(1.5)	(3.2)	1.5	1.9	3.2	(17.9)	(0.2)	2.1
반도체부품	6.8	10.1	(1.6)	(24.0)	(2.6)	1.2	3.1	3.8	8.6	1.1	2.0	5.2
파워시스템	6.6	(2.9)	4.7	4.9	4.5	4.9	5.6	5.5	7.3	3.1	5.2	5.1
특수사업	6.9	10.8	9.3	7.8	6.3	7.2	8.0	7.8	7.4	8.8	7.4	7.9
순이익	43	131	41	15	24	36	51	53	233	229	164	242
순이익률	6.7	16.5	5.9	1.8	3.9	4.8	5.9	6.1	8.0	7.8	5.3	6.4

주: 1. IFRS 연결기준, 순이익은 지배주주 귀속분

2. 2Q11 영업이익에는 KAI 지분 매각이익(647억원) 및 평가이익(913억원) 반영

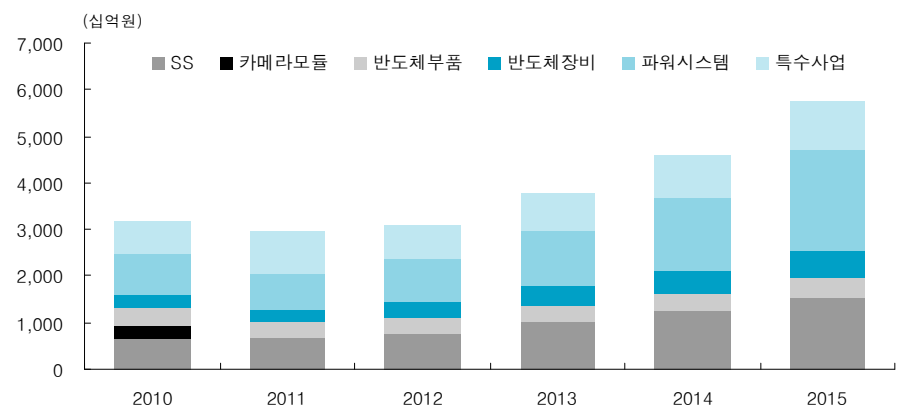
자료: 삼성테크윈, 한국투자증권

[그림 4] 삼성테크윈 연도별 매출, 영업이익률의 추이 및 전망



자료: 삼성테크윈, 한국투자증권

[그림 5] 삼성테크윈의 사업부문별 매출 추이 및 전망



주: SS(Security Solution)

자료: 삼성테크윈, 한국투자증권

III. 사업부별 성장 전략

1. 파워시스템: 에너지 장비의 블루오션으로

에너지 장비로
무게 중심 이동

파워시스템은 향후 삼성그룹 내 대표 장비업체로 성장하는 삼성테크윈이 성장성을 가장 높게 평가하는 사업이다. 기존 항공기 엔진, 엔진부품 사업 중심에서 에너지 장비로 무게 중심을 옮기고 있다.

조선 및 해양용
에너지 장비사업 진출,
종합 에너지장비업체로 도약

삼성테크윈은 2009년 미국 Dresser-Rand社와 전략적 협력 계약을 체결해 조선 및 해양용 에너지 장비사업에 본격 진출해 조선, 해양분야 FPSO(Floating production, storage and offloading, 부유식 원유 생산, 저장 설비)와 LNG 운반선에서 세계시장 점유율 1위인 국내 조선사에 에너지 생산장비를 공급할 수 있는 기반을 확보했다. 이를 토대로 향후 석유화학 공장 등 육상용 화학플랜트 장비 사업으로 확대, 종합 에너지 생산장비 공급업체로 도약할 것으로 전망한다.

파워시스템 매출목표
2015년 10억달러,
2020년 35억달러

삼성테크윈은 대형 공기압축기 외에도 조선해양용 LNG 가스 압축기, 복합화력 발전용 가스 터빈, CAES 등의 고부가 제품군으로 사업범위를 넓혀 가고 있다. 이에 따라, 에너지 장비의 매출은 2011년 1,760억원으로 파워시스템 매출 8,060억원의 22%를 차지했지만 2012년 2,710억원(30%), 2013년에는 4,200억원(36%)으로 증가할 전망이다. 삼성테크윈은 2015년에는 매출 10억달러, 2020년에는 매출 35억달러를 달성하는 에너지장비 전문업체를 목표로 한다.

〈표 4〉 에너지 장비의 종류 및 현황

	특징	용도	공급시기
공기압축기	표준형, 중소형 → 주문형, 대형	산업용, 엔지니어링, CAES	공급 중
가스압축기	표준형, 중소형 → 주문형, 대형	LNG 운반선, LNG 터미널, FPSO	공급 중
가스터빈	중소형: 독자 라인업 구축 대형: 선진업체와의 전략적 제휴	복합화력발전	2015년 이후

자료: 한국투자증권

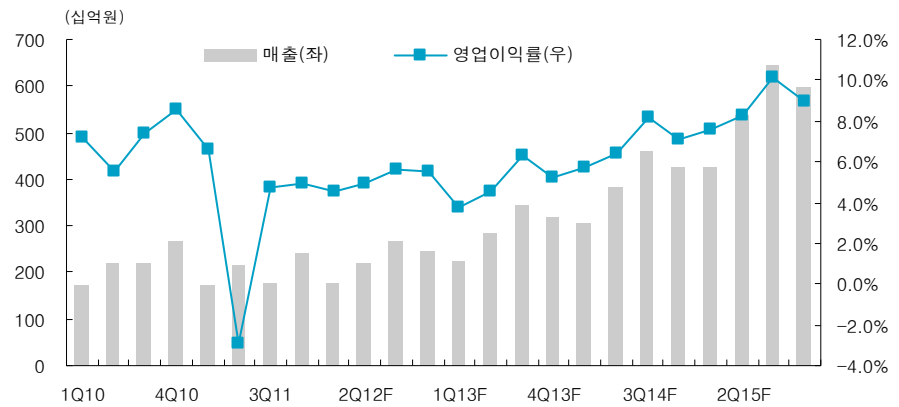
삼성그룹 내
EPC업체와 시너지

삼성테크윈은 삼성그룹 내 삼성중공업, 삼성물산, 삼성엔지니어링 등 EPC(Engineering Procurement Construction, 설계 조달 시공)의 핵심 파트너 역할 수행과 긴밀한 협력을 통해 대형 압축기를 비롯한 핵심 에너지장비의 국산화를 추진하는 등 에너지장비 사업을 적극적으로 확대하고 있다.

아랍코 수주계약으로
중동지역 플랜트 사업 진출

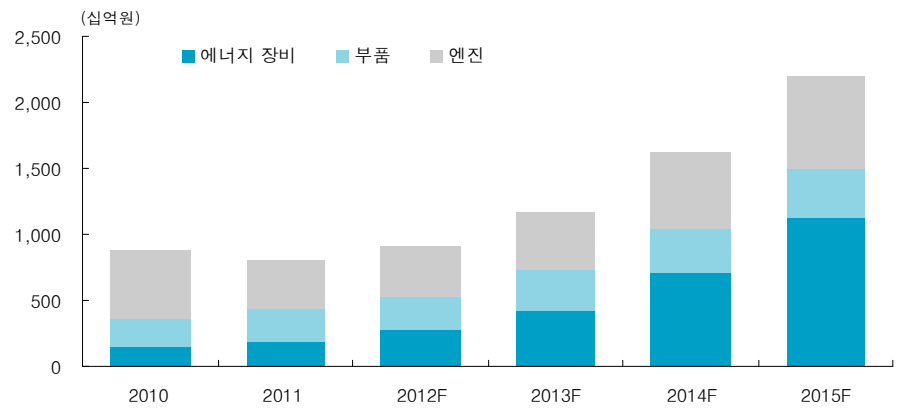
특히, 2월 23일에는 사우디 최대 석유생산업체인 아랍코에 가스오일 생산용 대형압축기 17대를 공급하는 계약을 체결했다. 해외 선진업체들이 독점하고 있는 고부가가치 압축기 시장에 국내 업체 최초로 진출한 것이다. 이번 수주 계약은 삼성 그룹 내에서 삼성엔지니어링이 진행 중인 사우디 Shaybah지역 NGL 프로젝트(사업규모 약 28억 달러)의 일환으로 향후 중동지역 내 메이저 석유생산업체들의 플랜트 사업에 대한 수주활동을 적극적으로 펼쳐나갈 계획이다.

[그림 6] 파워시스템의 분기 매출 및 영업이익률



자료: 삼성테크윈, 한국투자증권

[그림 7] 파워시스템의 연간 사업부문별 매출



자료: 삼성테크윈, 한국투자증권

2. 시큐리티 솔루션: 아날로그에서 네트워크로 변신

2013년 매출 1조원

SS(Security Solution) 사업은 삼성전자의 VSS(Visual Security System)사업 인수 이후 합병 시너지와 더불어 그 동안 취약했던 IP 방식 제품 라인업과 브랜드를 강화해 2012년 매출 7,910억원, 2013년 매출 1조원으로 빠르게 성장할 전망이다.

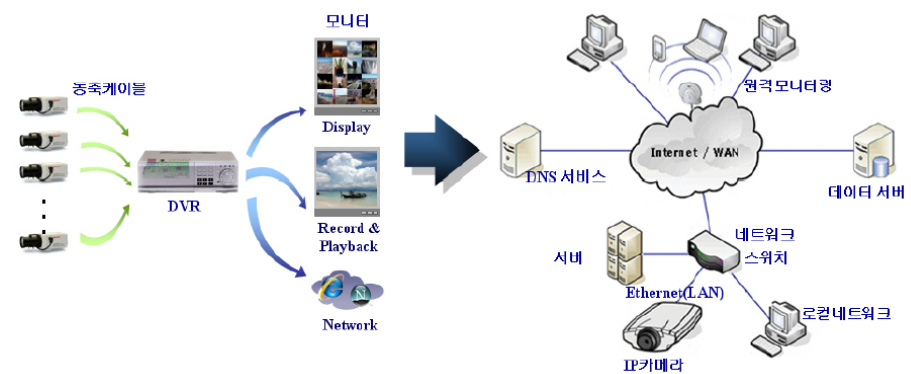
아날로그 방식에서
IP 방식으로 전환

기존 동축케이블을 통해 영상을 DVR로 전송하는 아날로그 방식은 설치 비용, 전송거리 제한 등의 문제점이 있다. 이에 반해 네트워크(LAN)를 이용한 IP 방식은 원하는 영상정보를 인터넷을 통해 확인할 수 있고 모바일 환경에서도 지원 가능하다. 기존 아날로그 방식의 영상 보안 감시시스템보다 설치비용, 설치시간뿐만 아니라 유지보수 비용을 줄일 수 있기 때문에 기존 아날로그 방식이 급격히 IP 방식으로 전환되고 있다.

2012년부터 본격적으로
IP 제품 매출 확대

삼성테크윈은 2011년 IP 방식의 신제품 라인업을 구축하고 2012년부터는 본격적으로 IP 방식 제품 매출을 확대해 나갈 예정이다. 2011년 14% 수준인 IP 방식 제품의 매출비중은 2012년 19%, 2015년 60% 이상으로 확대될 전망이다.

[그림 8] 아날로그 방식에서 IP 방식으로 전환



자료: 산업자료, 한국투자증권

VSS 사업 합병 시너지 가속
토탈 시큐리티
솔루션 업체 역량 강화

삼성테크윈은 2009년 11월 삼성전자의 VSS사업부 인수 이후 실적이 다소 기대에 미치지 못했지만 PMI(Post-merger integration)가 완료되는 2012년부터는 합병 시너지가 가속화 될 것으로 전망한다. 특히, 카메라, 저장장치뿐 아니라 컨트롤러, 출입통제, 통합통제까지 영상 감시 풀 라인업을 갖춘 토탈 시큐리티 솔루션 업체로서의 역량을 강화하고 있다.

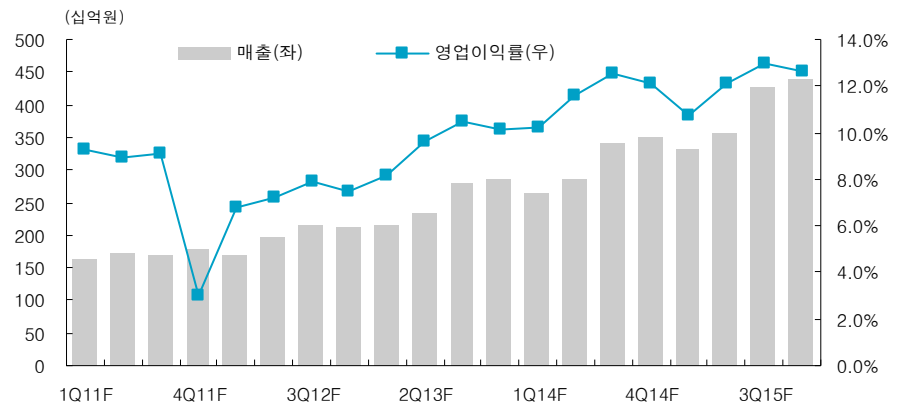
경계감시로봇시스템

지식경제부의 신성장동력 스마트프로젝트의 하나인 '경계감시로봇시스템' 사업은 삼성테크윈의 전문서비스 로봇 개발 분야 전문회사로서의 위치를 보여준다. 경계감시로봇시스템을 활용해 국가보안시설 관리, 국경선 경계 등의 군사목적뿐만 아니라 석유비축기지, 가스기지, 항만, 발전소 등에 대해 사전적인 대응이 가능하다. 특히, 서산석유비축기지에서의 감시로봇시스템 경험을 통해 국내 8개 석유비축기지로 확대될 뿐만 아니라, 정부와 공동으로 해외 마케팅도 추진하고 있다.

알제리 교통통제시스템
2차 수주 기대

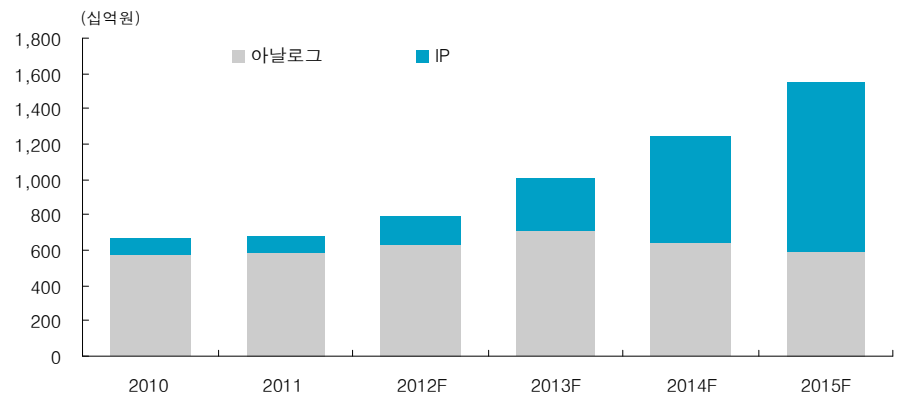
2010년 5월 5천만달러 규모의 시범사업을 진행했던 알제리의 교통통제시스템은 알제리의 정치 변화에 따라 추후 일정이 지연되었지만, 2012년 중 500억원 규모의 2차 수주를 예상하고 있고, 향후 매년 500억원~1,000억원 규모의 꾸준한 매출이 발생할 것으로 전망한다.

[그림 9] 시큐리티 솔루션의 분기 매출 및 영업이익률



자료: 삼성테크윈, 한국투자증권

[그림 10] 시큐리티 솔루션의 연간 매출 중 아날로그, IP 방식 제품의 비중



자료: 삼성테크윈, 한국투자증권

3. 반도체 장비: 칩마운터 신제품으로 고속기 시장 진출

칩마운터는
고속기 시장 진입이 중요

삼성테크윈의 반도체 주력 장비인 칩마운터는 인쇄회로기판(PCB) 위에 반도체 칩을 정확히 장착시키는 전자부품 조립장비로 첨단 정밀메카트로닉스 기술에 바탕을 둔 높은 제품 신뢰성이 요구된다. 칩마운터는 속도에 따라 고속기(60,000 CPH 이상)와 중속기(60,000 CPH 이하)로 나누는데, 고속기 시장이 규모도 크고(2012년 2.3조원, 칩마운터 시장의 66%), 스마트폰 제조 등의 수요 증가에 따라 급성장하고 있다.

2013년부터
고속기 매출 확대

삼성테크윈의 칩마운터는 국내시장에서는 독보적 지위를 확보하고 있으나 세계시장에서는 일본 업체들과 치열한 경쟁관계에 있다(2011년 M/S 국내 43.6%, 해외 11.0%). 특히, 신제품 개발 지연으로 고속기 시장 진입이 기대에 미치지 못하면서, 중속기(55,000 CPH, 42,000 CPH 등)로는 사업 성장에 한계가 있었다. 하지만, 3월 신제품(120,000 CPH)을 발표하며 고속기 시장에 진출했다. 2012년 하반기 중 제품 품질을 인정 받은 후 2013년부터는 적극적으로 고속기 매출을 확대할 계획이다.

삼성전자와의 시너지 확대,
플립칩 마운터 매출 급증,
OLED, LED 장비 개발 중

삼성전자 휴대폰 및 반도체 사업의 경우 장비에 대한 수요가 높은 만큼 시너지를 높여가고 있다. 상대적으로 고가 장비인 플립칩 마운터도 신제품을 중심으로 수요가 크게 증가해 매출이 2011년 20억원에서 2012년 330억원으로 급증할 것으로 예상된다. 또한, 장기적으로는 반도체 전공정, OLED, LED 장비 등의 개발을 통해 전문 장비업체로 성장할 전망이다.

〈표 5〉 칩마운터의 종류 및 현황

	시장규모	CHP	제품 현황	경쟁사
고속기	2.3 조원(66%)	60K CPH 이상	120K CPH, 연내 양산	일본 대형업체(파나소닉, 후지, 야마하 등)
중속기	1.2 조원(34%)	60K CPH 이하	55K CPH, 42K CPH 등	일본, 미국, 독일, 중국 등 다수

주: CPH(Chip per hour)
자료: 한국투자증권

[그림 11] 고속기(120K CPH)



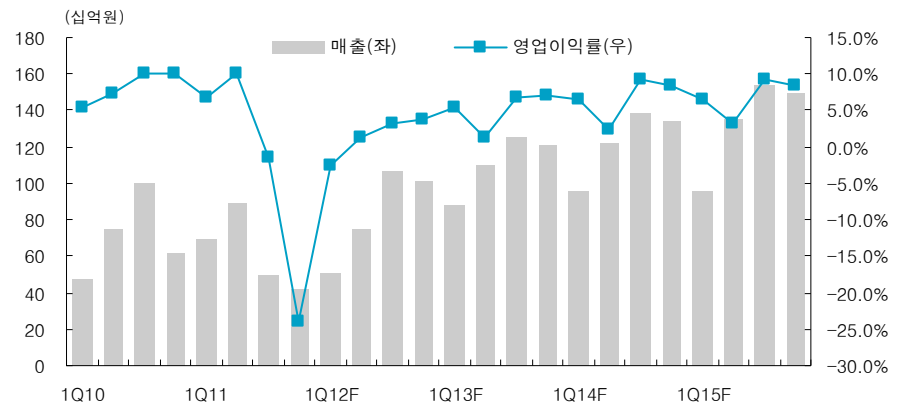
[그림 12] 중속기(55K CPH)



자료: 삼성테크윈

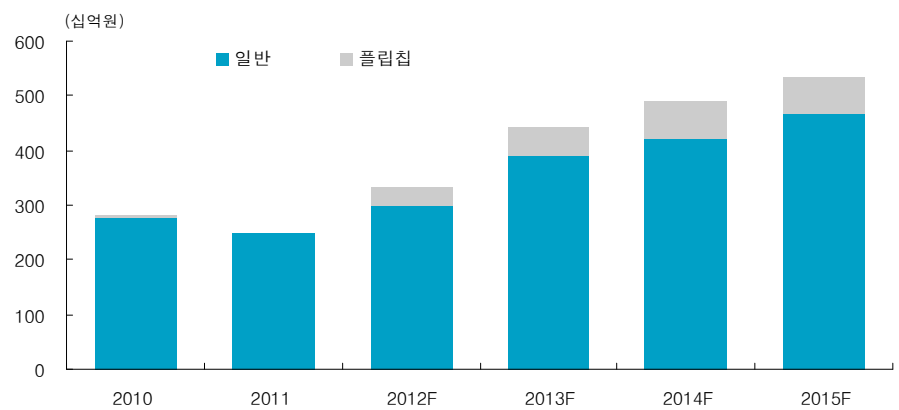
자료: 삼성테크윈

[그림 13] 반도체 장비의 분기 매출 및 영업이익률



자료: 삼성테크윈, 한국투자증권

[그림 14] 반도체 장비의 연간 제품별 매출



자료: 삼성테크윈, 한국투자증권

4. 특수사업: K-9 자주포, 세계로 세계로

K-9 자주포 및 패키지
판매 호조,
점진적인 증가 예상

특수사업의 주요 제품은 K-9 자주포이며 최근 K-10 탄약운반차와 패키지로 납품이 확대되고 있다. 연평도 폭격 이후 국방 강화를 위한 K-9 배치 확대에 힘입어 2011년 매출이 8,740억원으로 2010년 대비 22.2% 증가했으나 2012년에는 예년 수준인 7,630억원으로 낮아질 전망이다. 국방선진화 방안 보고(2010.10)에 의하면 2020년까지 방위산업은 연간 매출 100억달러, 수출 40억달러 규모로 확대될 예정이다.

수출국 확대로
매출 증가, 수익성 개선

2013년부터는 매출 비중 10% 전후인 터키향 수출 외에 수출국 확대가 현실화 될 것으로 본다. 그 동안 예정보다 수출이 지연되었지만 호주(2012년 말), 말레이시아(2013년) 등에 이어, 이집트, 사우디아라비아, 인도 외에 아프리카, 중동 및 동남아시아 시장으로의 수출을 추진하고 있다. 수출 매출 비중이 2013년에는 15%, 2014년에는 24%에 이를 것으로 전망한다. 특히 수출 물량의 경우 국내 매출보다 영업이익률이 높기 때문에, 수출 물량의 증가는 특수사업의 매출 뿐만 아니라 수익성 개선에 크게 기여할 것으로 본다.

[그림 15] K-9 자주포



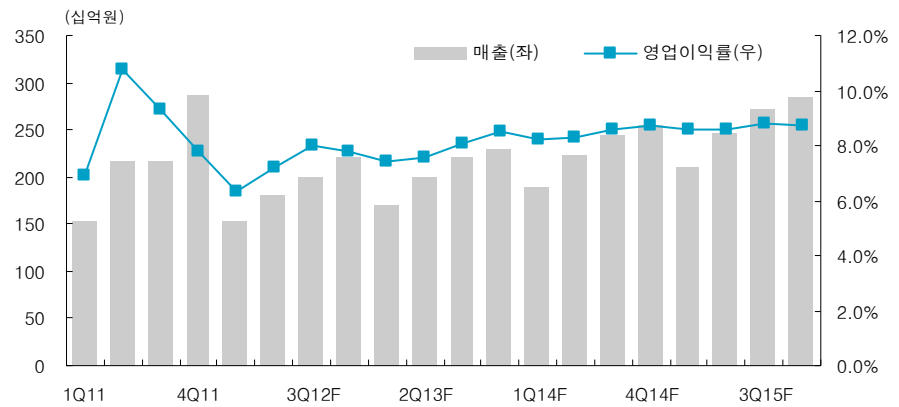
자료: 삼성테크윈

[그림 16] K-10 탄약운반차



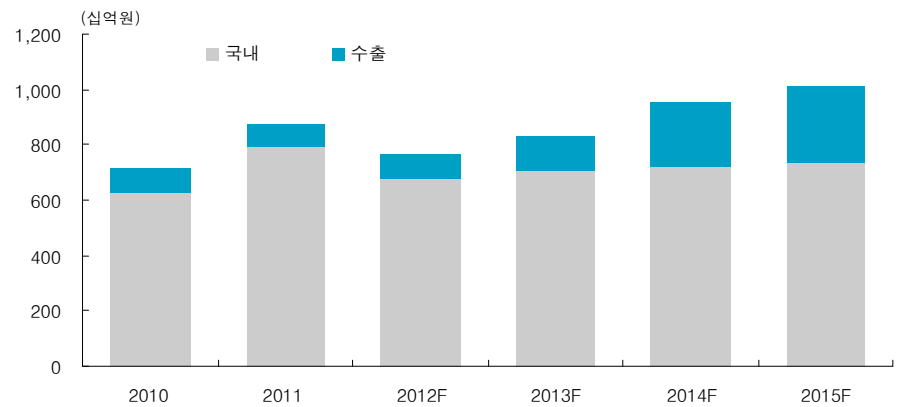
자료: 삼성테크윈

[그림 17] 특수사업의 분기 매출 및 영업이익률



자료: 삼성테크윈, 한국투자증권

[그림 18] 특수사업의 연간 매출 중 국내 및 수출 비중



자료: 삼성테크윈, 한국투자증권

IV. 리스크 요인

1. 제품 개발 지연 또는 실패

삼성테크윈의 중장기 성장은 신제품의 매출 확대가 원동력이므로, 신제품 개발 지연은 위험 요인이다. 해당 제품은 고속 칩마운터(2012년), IP 방식 제품 신제품(2012년), 가스터빈(2015년) 등이다.

2. 예정된 수주의 지연 또는 취소

삼성테크윈은 수주에 기반한 제품 비중이 높다. 매크로 요인이나 시장 변화 등으로 예정된 수주가 지연되거나 취소될 위험성이 있다. 아랍코의 공기압축기 등 에너지 장비, GE, PW 등에 납품하는 항공기 엔진 및 부품, 알제리의 교통통제시스템 등 시큐리티 솔루션, K-9 자주포의 해외 수출 수주 등이다.

3. 삼성 그룹 내의 지원 부족

삼성테크윈의 반도체 장비, 에너지 장비 등은 삼성 그룹 내 관계사들의 지원을 필요로 한다. 해당 그룹 내 관계사의 지원이 충분하지 않거나 해당 기업들의 경쟁력이 약화될 위험성이 있다. 해당 관계사는 삼성전자, 삼성중공업, 삼성물산, 삼성엔지니어링 등이다.

4. 인수 및 분할의 실패

삼성테크윈은 핵심 경쟁력을 강화하기 위해 공격적인 인수에 나서고 비핵심부문의 분할에 적극적이다. 향후 추가적인 인수 합병, 또는 분할 실패의 위험성이 있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	1,134	1,244	1,425	1,815	2,296
현금성자산	112	188	311	455	645
매출채권및기타채권	472	548	578	705	856
재고자산	450	407	429	524	636
비유동자산	1,764	1,949	2,031	2,186	2,308
투자자산	684	986	1,040	1,194	1,265
유형자산	729	683	696	708	721
무형자산	274	259	273	258	290
자산총계	2,898	3,194	3,455	4,002	4,604
유동부채	1,062	963	882	981	1,012
매입채무및기타채무	371	298	314	384	466
단기차입금및단기사채	120	19	0	0	0
유동성장기부채	255	311	367	423	479
비유동부채	565	605	642	705	774
사채	399	349	299	249	199
장기차입금및금융부채	30	108	187	265	344
부채총계	1,627	1,568	1,524	1,686	1,786
지배주주지분	1,265	1,621	1,922	2,294	2,779
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	189	188	188	188	188
자본조정	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	800	986	1,118	1,322	1,639
비지배주주지분	5	4	5	6	7
자본총계	1,271	1,625	1,926	2,300	2,786

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	129	65	54	137	164
당기순이익	234	230	164	242	360
유형자산감가상각비	76	82	90	103	117
무형자산상각비	20	18	19	18	20
자산부채변동	(145)	(109)	(181)	(206)	(319)
기타	(56)	(156)	(38)	(20)	(14)
투자활동현금흐름	(513)	58	25	(56)	(37)
유형자산투자	(171)	(57)	(111)	(124)	(138)
유형자산매각	8	9	9	9	9
투자자산순증	(167)	106	160	63	145
무형자산순증	(11)	(3)	(33)	(2)	(52)
기타	(172)	3	0	(2)	(1)
재무활동현금흐름	223	(48)	39	53	47
자본의증가	1	0	0	0	0
차입금의순증	260	(5)	66	84	84
배당금지급	(37)	(43)	(27)	(32)	(37)
기타	(1)	0	0	1	0
기타현금흐름	(0)	1	0	0	0
현금의증가	(161)	76	118	134	174

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

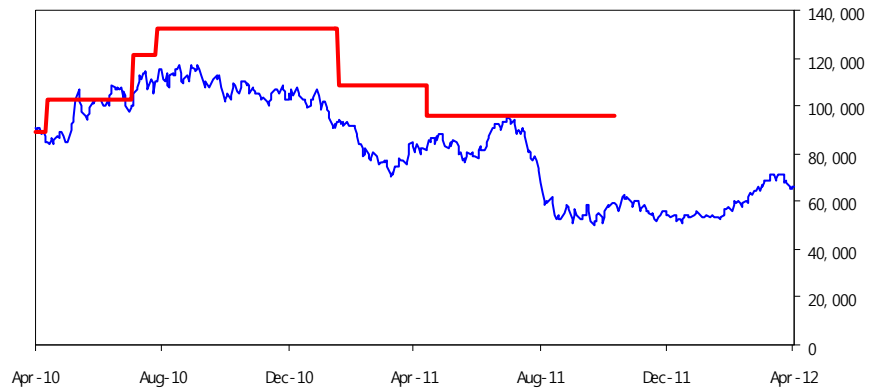
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	2,924	2,948	3,108	3,795	4,607
매출총이익	600	545	567	734	955
판매관리비	386	456	399	481	574
기타영업손익	14	162	0	0	0
영업이익	228	251	167	253	381
금융수익	5	4	6	8	10
이자수익	3	2	4	6	8
금융비용	30	39	41	43	44
이자비용	28	37	38	40	41
기타영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	86	32	45	48	48
세전계속사업이익	289	248	177	266	395
법인세비용	46	17	12	24	35
연결당기순이익	234	230	164	242	360
지배주주지분순이익	233	229	164	242	359
기타포괄이익	2	169	169	169	169
총포괄이익	236	399	333	411	529
지배주주지분포괄이익	235	398	332	410	527
EBITDA	324	351	275	373	518

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	4,398	4,321	3,082	4,547	6,755
BPS	23,830	30,518	36,173	43,191	52,318
DPS	800	500	600	700	800
성장성(% , YoY)					
매출증가율	8.6	0.8	5.4	22.1	21.4
영업이익증가율	3.5	10.0	(33.4)	51.3	50.7
순이익증가율	33.5	(1.7)	(28.7)	47.5	48.6
EPS증가율	38.5	(1.8)	(28.7)	47.5	48.6
EBITDA증가율	8.9	8.2	(21.5)	35.6	38.7
수익성(%)					
영업이익률	7.8	8.5	5.4	6.7	8.3
순이익률	8.0	7.8	5.3	6.4	7.8
EBITDA Margin	11.1	11.9	8.9	9.8	11.2
ROA	8.6	7.6	4.9	6.5	8.4
ROE	20.0	15.9	9.2	11.5	14.1
배당수익률	0.8	0.9	0.9	1.1	1.2
안정성					
순차입금(십억원)	692	599	542	482	377
차입금/자본총계비율(%)	63.3	48.4	44.3	40.8	36.7
Valuation(X)					
PER	23.5	12.3	21.5	14.6	9.8
PBR	4.3	1.7	1.8	1.5	1.3
PSR	1.9	1.0	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	19.1	9.8	14.8	10.7	7.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
삼성테크윈(012450)	2010.04.18	매수	103,000 원
	2010.07.08	매수	121,000 원
	2010.08.01	매수	132,000 원
	2011.01.23	매수	109,000 원
	2011.04.19	매수	96,000 원
	2011.10.18	NA	NA
	2012.04.06	매수	90,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2012년 4월 6일 현재 삼성테크윈 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼성테크윈 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 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.