

# 삼본정밀전자 (111870)

회사명 : 삼본정밀전자  
 대표이사 : 장준택  
 최대주주 : 장준택외 13명  
 ( 63.8% )  
 총 주식수 : 9,500,000  
 코스닥 / 일반전기전자  
 시가총액 : 708억

현재가격 7450원  
 목표주가  
 2011년 3월 13일

(단위:억)	2011(e)	2010	2009
매출액	1000	823	831
영업이익	180	160	169
순이익	160	142	148
EPS	1680	1495	1557
PER(e)	4.4배	PBR	1.05배

cafe.naver.com/stocktopia  
 투자아이디어발굴

## 삼본정밀전자 (111870)

### 신사업으로 재평가 받을 수 있는 강소기업

#### 1. 키패드사업은 사양산업이 아니다.

LG전자가 주매출처인 휴대폰 키패드 사업은 사양산업이라는 시각은 과도한 우려라 판단된다. 쿼티키패드는 미국, 유럽 등 알파벳권 국가에서는 절대적으로 인기를 끌고 있는 휴대폰 입력방식이다. 국내에서 한정적으로 쿼티키패드의 불황이 세계적으로 이어지지 않기에 사양산업이란 우려 인식의 전환이 필요하다.

#### 2. 기존 음향사업부분의 Cash Cow 지속

매출의 60%를 차지하는 음향사업부는 JVC와 파트너십을 맺고 단순한 번들 제품이 아닌 단독제품으로 판매되어 세계적으로 인정받고 있다. 올해 이오테크니카의 매출 3배 신장, JVC 점유율상승, LG전자 번들형 이어폰 상품 출시가 예정되어있기에 외형적 성장이 기대된다. 또한 중국공장이 3~4월 완공 예정이기에 늘어난 CAPA로 매출의 증대를 기대한다.

#### 3. 신성장 사업으로 날개를 달아보자 - 홍채보안사업

최근 2월 25일 전자공시를 통해 사업목적 추가를 예고했다. 전자의료기기 제조업 그리고 보안장치제조 및 판매업으로 홍채 보안사업에 진출이 임원진에서는 가결되었다. 신성장 동력인 홍채 보안사업 매출 증대와 주가 Re-rating을 기대한다..

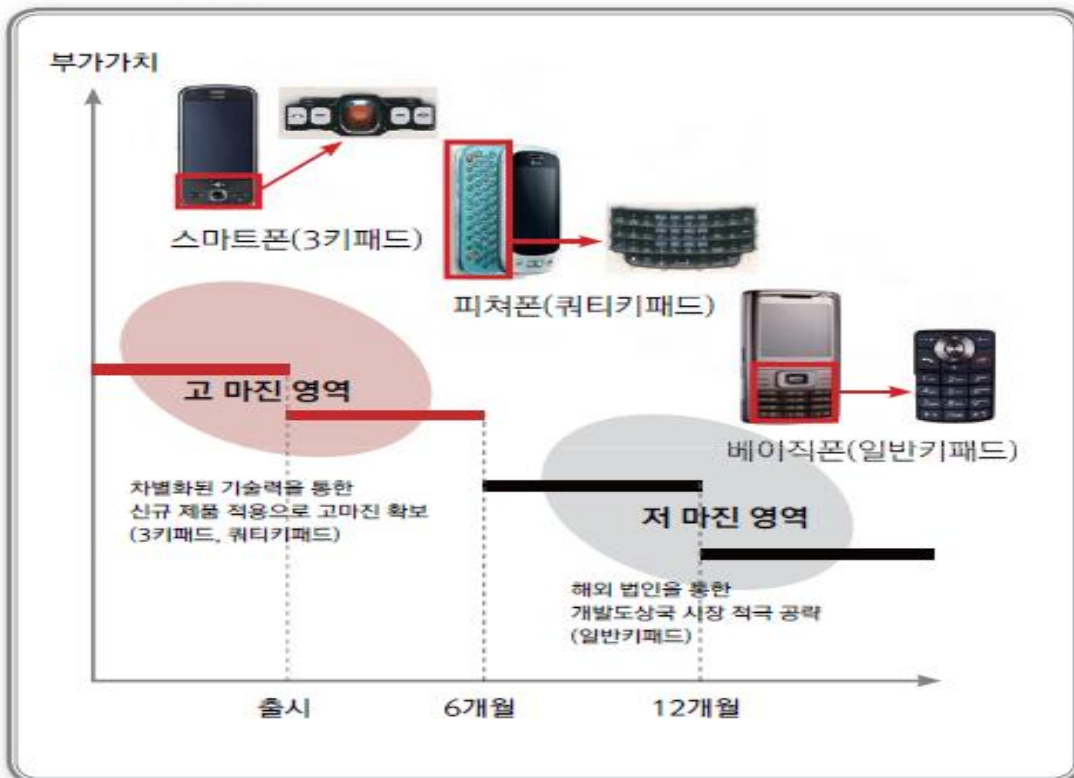
#### 4. 현금 500억 보유 + 연 현금 150억 창출

IPO를 통해 유입된 현금 및 기존 보유 현금성자산이 500억 기존 사업을 통해 유입되는 현금이 150억이다. 이는 시가총액 700을 약간 하회하는 수준으로 기업의 하락경직성을 강화해주는 안전판의 역할을 해준다고 판단된다.

## 1. 키패드사업은 사양산업이 아니다.

국내의 휴대폰 환경을 살펴보면 터치스크린의 등장으로 인해 키패드를 사용하는 신출시 휴대폰을 보기 힘들다. 터치스크린의 편의성으로 인해 기존 피쳐폰 및 현재 출시되는 스마트폰을 포함하여 풀터치스크린폰으로 대다수 출시되는 현상향을 보며 키패드사업이 3~4년내로 사라질 시장으로 판단할 수 있다. 하지만 인식의 전환이 필요하다. 아무리 터치스크린폰이라 해도 키패드는 탑재되며 쿼티키패드 또한 향후 3~4년안에 사라질 시장이 아니다.

### ● 사업 전략



<그림1 - 키패드 사업부문 출처 : 삼본정밀전자 IR자료>

### (1) 고마진영역의 스마트폰 3키, 4키, 쿼티키패드

위의 그림1을 살펴보게되면 스마트폰에도 3키패드, 4키패드가 탑재되고 있다.

아이폰에는 1개의 아날로그형 키패드가 있으며, 갤럭시 또한 터치스크린이 아닌 아날로그형 키패드가 탑재되어있는 것을 알 수 있다.

통화버튼, 그리고 전원버튼의 경우 사용상의 편의상 풀터치스크린이 필요없다는 판단하에 출시되는 휴대폰을 살펴보면 어느정도 3~4키패드가 탑재되어있는 것을 알 수 있다. 피쳐폰의 수요감소에도 스마트폰에서의 키패드인 3키패드, 4키패드, 쿼티키패드는 고마진 영역이기에 수익성이 악화되거나 사양산업이라 판단하기에는 무리라 생각한다.

**(1) 터치폰에도 3키, 4키 키패드는 탑재되고 있다.**



<그림2 - 옵티머스마하 출처 : LG전자홈페이지>

얼마 전 출시한 옵티머스마하 또한 풀터치스크린폰이라 하지만 스마트폰용 4키패드가 탑재된 것을 알 수 있다. (빨간색 네모상자 표시부분: 4키패드) 동사는 2010년 초부터 스마트폰에 사용되는 쿼티키패드를 개발하여 납품하고 있으며 3키, 4키등 스마트폰에 사용되는 키패드도 개발완료 양산되고 있기에 피쳐폰과 비교하면 높은 기술력을 요구하는 분야이기에 수익률이 월등히 높다. 올한해에도 3키, 4키에 대한 제품 개발에 중점을 두어 지속적인 고수익 창출에 노력을 할 계획이다.

**(2) LG전자는 지속적으로 쿼티키패드 제품 출시에정**



<그림3 - Fathom, 옵티머스7q 출처 : LG전자홈페이지>

현재 LG전자는 쿼티키패드 출시에정인 모델이 대기중이다..

옵티머스채트, 옵티머스7q, fathom 등 글로벌 시장을 타겟으로 한 제품을 출시에정이며 이는 LG사업본부장의 생각을 인용하자면 '알파벳권에서는 쿼티가 무조건 된다. 국내시장에서도 대세는 아니지만 가능성을 본다' 라는 말을 참고할 경우 쿼티키패드를 LG전자에 납품하는 동사는 키패드 사업부분에서 비관적으로 바라보기에는 무리라 판단된다.

**(3) LG전자의 휴대폰 본격 회복세 기대**

1분기 LG전자 스마트폰 판매량이 전분기 대비 45% 늘어난 520만대에 달하며 모토로라 소니에릭슨 등을 추월할 것이라는 전망을 내놓고 있다. 옵티머스2x, 옵티머스마하 등에서도 성과를 내어 놓는 가운데 옵티머스 시리즈에 적영되고 있으며 LG전자 키패드 점유율을 점차 늘려가고 있는 동사의 실적 증대에 낙관론을 펼 수 있는 환경이 될 것이다.

## 2. 기존 음향사업부분의 Cash Cow는 지속적으로 이어질 전망

음향사업의 주요 고객으로는 JVC, 이오테크니카이며 음향 사업부의 매출 95%가 JVC향 매출이다. 음향시장의 경우 최근 스마트폰, 태블릿PC 시장의 확대에 따라 음악 청취욕구에 따른 고음질 선호 소비자층에 따라 고마진 단독제품 시장이 확대되고 있으며 번들형 제품 대비 중고가용 단독제품의 수익성이 3배 이상 높기에 동사의 매출액 수익성 증가가 이어질 수 있다.

### ● 주요 생산 제품 (음향 제품)



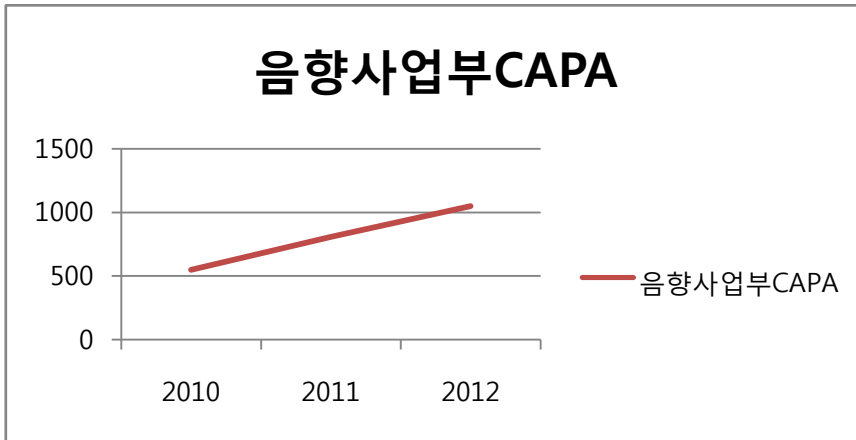
<그림 4 - 주요 생산제품 출처: 삼본정밀전자 IR자료>



<그림 5 - JVC 주가차트 출처 : YAHOO Finance >

JVC의 경우 독자적인 설계 및 생산능력이 없지만 동사의 경우 설계부터 제작까지 전과정 수행 가능하기에 일정 수준이상의 수익성을 보장 받을 수 있다. JVC내 60% 이상의 점유율을 차지하며 올해 오디오테크니카의 납품물량이 3배 확대될 예정이며 올 하반기에는 LG전자향 번들 이어폰 진입이 기대되기에 음향사업부문에서 꾸준히 성장하며 현금창출을 이어나갈 것이라 판단된다.

### (1) 음향사업부 생산능력 2배 확대 진행중



<그림 6 - 음향사업부 CAPA 2010년 550억에서 2012년 1050억까지 확대>

중국 당하 지역의 기존 공장에 이어 제2공장을 추가 설립할 예정이며 생산능력을 2배로 확대할 계획에 있다. 코스닥 상장을 통해 유입된 현금 176억 가운데 약90억을 생산능력 확대를 위해 사용된다 이에 연간 550억 수준의 음향사업부 생산능력이 올해에는 연간 810억 내년에는 1050억 까지 확대 되어 2배의 생산능력 확충을 기대한다.

### (2) LG전자향 번들용 이어폰 납품 예정중

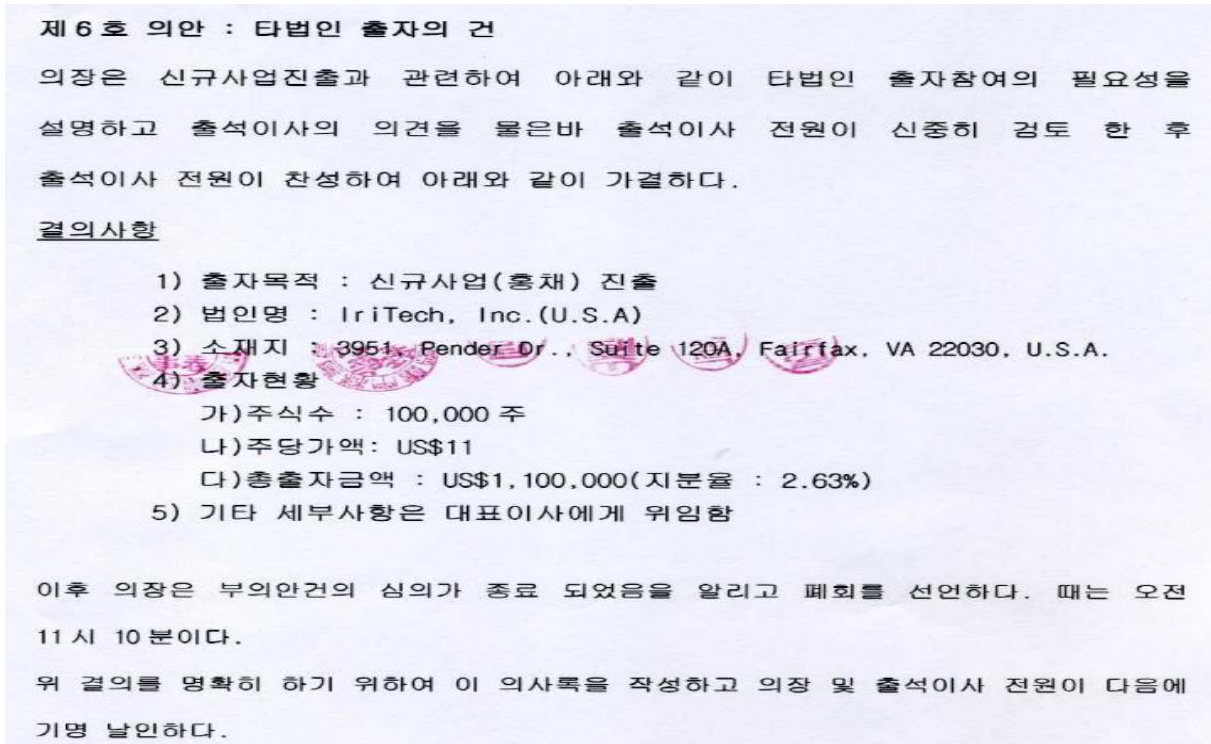
올하반기에는 LG전자로 번들이어폰 납품이 예정되어있다. 스마트폰의 보급 증가에 따라 번들형 제품의 고급화가 필요하다. 이에 동사도 번들형 시장 참여 계획이 있으며 단순한 액세서리 서비스제품이 아닌 저가의 고급형 번들 제품을 생산할 계획이다. 이에 올해 하반기 LG전자로의 번들시장의 진입이 기대되며 음향사업의 성장성이 더욱 가속화 될 것을 기대한다.

### (3) 오디오테크니카 납품 공장 3~4월 증설 완료 예정

오디오테크니카의 납품을 100억원 가량 확대를 목표로 하고 있으며 중국공장에서 오디오테크니카의 전용 라인은 올해 3~4월이면 완료될 예정이며 2분기중 가동에 들어가 실적 증가에 기여를 할 수 있을 것으로 기대되고 있다. 이에 기존 30억 가량 납품하던 오디오테크니카의 매출이 3배이상 증대되며 매출처의 다변화로 인한 동사의 JVC향 매출처 편향 리스크를 축소해나갈 것이라 판단된다.

### 3. 신성장 사업으로 날아보자 - 홍채보안 사업

2011년 2월 25일 동사는 주주총회소집결의를 공시하며 사업목적 추가를 주주총회 의결제안에 상정하였다. 제6호의안인 타법인 출자의 건을 살펴보자면 아이리텍의 지분출자를 통한 신규사업 (홍채 보안) 진출을 결의하였다.



<그림 7 - 아이리텍 타법인 출자 예정 출처 : 2011년2월25일 주주총회소집결의 전자공시>

2011년 2월 25일 주주총회소집결의 전자공시의 첨부문서 이사회의록을 보게되면 아이리텍 지분출자를 통한 신규사업인 홍채 보안 인식의 진출을 주주총회에 상정 의결할 예정이다. 이는 동사의 성장성의 의구심을 날려보낼 수 있는 중요한 하나의 사업이라 판단된다. 기존 이어폰, 키패드의 성장성의 한계에 따른 시장의평가는 동사를 저평가의 영역에 놓았지만 홍채보안사업의 성공적인 진입이 가능하다면 동사의 주가 Rerating을 기대해볼 만한 항목이다.

#### (1) 아이리텍 - 동사의 지분출자 예정인 기업은 어떤기업 인가?

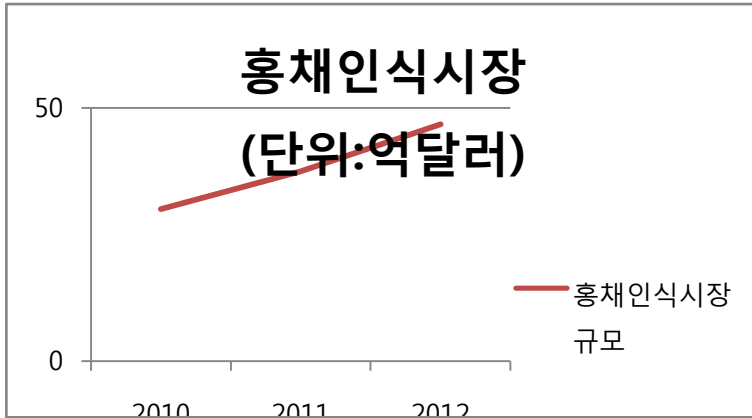
아이리텍은 미국 이리디안과 쌍벽을 이루는 세계 홍채인식 시장의 강자이다. 미국 정부에서 실시하는 테스트에서 최고의 기술력을 인정받았으며 미국 정부의 표준연구원에서 시행한 기술테스트에서 1위를 차지한 한 경력으로 세계최고의 홍채기술을 인정받았다.

아이리텍은 카이스트 출신 김대훈 박사가 2000년 미국 버지니아주에 설립한 홍채인식 기술 업체로 연구개발팀은 한국에 두고 있다. 핵심제품은 홍채인식소프트웨어 및 홍채인식 카메라 모듈이다. 특히 아이리텍은 저가의 소형 홍채인식 카메라 모듈을 출시하여 앞으로 홍채인식 시장이 널리 확산되는데 큰 역할을 할 것이라 기대가 된다. 또한 록히트마틴 미국 최대 방산업체와 기술협약을 체결했으며 긴밀한 협력관계를 이루고 있다.



## (2) 매년 20~30% 늘어나는 홍채인식 시장

2010년 기준 홍채인식을 활용한 시장은 30억달러 한국돈으로 3조가량이며 매년 20~30% 성장을 하며 2011년 3조 7천억, 2012년 4조5천억을 기록할 전망이다



<그림 8 -홍채인식시장 규모 연20~30% 성장 2011년 기준 약 4조규모>

이는 전세계적으로 테러와 해킹의 위험이 확산되며 생체인식 기술을 이용한 개인인식 시스템의 적용 요구가 크게 되는 가운데, 홍채인식시스템은 전자여권, 출입국 관리 시스템, 출입제어장치, 금융보안시스템, 신분인증시스템 등에 개인 식별 수단으로 응용 될 수 있다.

대체 또는 보완시장으로 대변되는 지문인식의 경우 상처가 생기거나 물이 묻으면 제대로 인식하지 않으며 지문이 흐릿하거나 지워져서 고생할 염려가 있다. 하지만 홍채인식의 경우 눈이 충혈되거나 눈병이 생겨도 영향을 받지 않고 지문보다 훨씬 많은 패턴을 갖고 있기에 위조도 할 수 없다.

이에 철저한 보안유지가 필요한 정부, 공공기관, 군, 연구소, 기업체에 적당한 기술이라 평가 받는다.

## (3) 동사의 향후 홍채인식 사업진출에 대한 방향

아이리텍 지분출자는 예정이다. 타법인 지분출자를 주주총회에서 결의가 될 확률이 높긴 하지만 구체적으로 어떠한 사업 계획을 가지고 있는지는 아직 밝혀진 바가 없다. 이는 3월14일 예정되어있는 기관투자자대상IR 또는 3월 28일 주주총회에서 윤곽을 드러나지 않을까 생각한다.

과거 동사의 기사를 살펴보게되면 신성장 사업을 위해 M&A도 적극적으로 추진한다고 의사를 표명해왔기에 M&A쪽으로 윤곽을 잡아 볼 수 있다. 과거 키패드 사업부분도 인수합병으로 진행되었기에 지분출자와 더불어 국내의 홍채인식 기업을 M&A하지 않을까 예상해본다.

동사의 막강한 현금보유와 창출능력을 통한 신사업인 홍채인식시장으로의 성공적인 진입만 가시화된다면 동사의 주가 Re-rating을 충분히 기대해볼 만하기에 향후 추이를 지켜봐야 할 것이다.

## 4. 현금성보유자산 500억 + 연 150억 현금 창출 기업

동사는 현금성보유자산이 약 500억 가량 있으며 2005년부터 무차입 경영을 이어오고 있다. 무차입 부채비율 28%의 안정적인 재무구조를 기반으로 시가총액 700억인 현재상황을 미루어본다면 하방경직성을 강화시키고 저가매력 부각을 일으키기에는 좋은 상황이라 판단된다. 영업현금흐름 또한 매년 150억 가량 안정적으로 들어오기에 매출채권의 악영향이 없다는 것은 동사의 기술력을 인정해주는 하나의 잣대가 아닐까 생각한다.

## 5. RISK 요인

### (1) 환율

동사의 경우 수출비중이 95%가 넘는 만큼 환율변동이 수익에 영향을 줄 수 밖에 없다. 원화절상에 따른 환율의 하락은 동사의 매출액 손익구조에 악영향을 가져다 준다. .

2009년	1276
2010년	1156
2011년	1050

<표1 : 2009년~2011년 환율 추이>

2010년은 2009년 환율대비 9.4%의 원화절상의 영향으로 실적이 전기대비 양적으로는 성장했으나 소폭 감소한 것을 볼 수 있다. 2011년 올해 또한 인플레이션에 따른 금리인상과 맞물려 환율 하락이 대세로 점쳐지는 가운데 하나금융연구소 등 각종 기관에서는 전년대비 8~9% 원화절상에 따라 최저 950원 최고 1100원까지 점쳐지는 가운데 양적인 실적 증대를 방해요소로 고려할 수 밖에 없다.

### (2) 유통물량 부족 낮은 거래량

최대주주 비중이 60%를 넘는 가운데 유통물량 및 낮은 거래량으로 인해 기관에서도 선뜻 나서기가 힘든 상황이다. 동사에서는 어떠한 대책을 내놓을지 의문인 상황이다. 이를 해소하지 않는 이상 디스카운트 요인을 크게 벗어나기는 힘들 것이라 판단된다.

### (3) JVC향 매출 편중

음향사업부의 매출비중이 550억가운데 JVC의 매출비중이 90%이상인 것을 고려한다면 전체 매출의 절반이상이 JVC로 인해 발생한다는 것을 알 수 있다. 이는 JVC의 영업환경에 따라 매출이 좌지우지 할 수 있다는 리스크로도 판단된다. 그렇기에 동사또한 오디오테크니카로의 매출증대, LG전자향 번들 시장으로도 진출 준비중이기에 차차 해소될 것으로 판단된다.

## 6. 향후 EVENT 정리

### 금주 탐방실적 (3월7일 ~ 3월11일)

일 자	탐방기업	회사 담당자	탐방자
03/08	한진해운	IR담당자	유덕상
03/09	OCI머티리얼즈	IR담당자	강정호
03/11	삼본정밀	IR담당자	김항기
03/11	고려반도체	IR담당자	김항기

### <그림 9 - 기관들의 탐방일정 출처 : 동부증권 리포트>

동부증권에서 3월11일 탐방에 따른 리포트를 기대할 수 있으며 우리투자증권에서도 신규주 낙폭과대 소개에 동사 리포트 작성 예정중이다. 또한 3월14일 기관투자자 대상 IR을 통해 동사에 대한관심을 불러일으키며 신성장사업 진출여부에 따라 동사의 저평가의 부각이 될것이라 조심스럽게 예상해본다.



## 7. 실적예상 및 Valuation.

음향사업부의 경우 회사 가이드에 따르면 30%의 양적성장을 예상하고 있으며  
 키패드 부분에서는 스마트폰 키패드에 따른 영업이익률 증가를 기대하고 있다.  
 하지만 환율의 하락이 9~10% 정도 예상되기에 이에 대한 조정을 해준다면  
 음향사업부의 경우 전년대비 15% 성장, 키패드의 경우 변화가 없을 것이라 예상한다면  
 매출액은 950으로 전년대비 15% 성장을 예상해본다.  
 또한 키패드의 경우 스마트폰 고마진 부분에서만 이뤄내기에 영업이익률을 20%로 향상하여 60억가량,  
 그리고 음향사업부에서도 20%의 영업이익률을 고수할 것으로 판단되기에 125억,  
 총 180억가량의 영업이익을 달성할 것으로 판단된다.  
 이에 신성장동력인 홍채인식 사업의 성공여부에 따라 + 알파를 해볼 수 있겠다.

구분	2010(e)	2011(e)
음향사업부	540억	620억
키패드사업부	290억	300억
매출액	823억	950억
영업이익	160억	180억 + $\alpha$
당기순이익	140억	160억 + $\alpha$

자기자본은 2010년 12월기준 678억으로 PBR 1.배를 살짝 상회하며 (PBR:1.01)  
 2011년 예상 EPS 1600 기준 PER는 4.4배이다. 만약 환율의 절상폭이 예상된것보다 크다면 그에 따른  
 EPS를 조정하면 될것이다. 적어도 EPS range를 1500~1700 사이에 움직일 것으로 판단된다.

ROE를 20~30%를 3개년간 꾸준히 올려왔지만 PBR은 1을 약간 상회하는 수준이다.  
 이는 저PER, 고ROE, 저PBR이지만 성장성이 있는 종목에서는 저평가라 판단되며  
 신성장사업인 홍채인식사업의 경우 연20~30% 고성장되는 사업이기에 향후 가시적인 사업계획, 그리고  
 성공적인 사업이 이루어질 경우 주가의 Rerating은 필수적이라 생각한다.  
 이에 홍채인식사업의 결정에 따라 주가 rerating이 될 수 있다 생각하기에 PER 7.5배를 적용 하여  
 1만2500원을 목표로 잡아본다.