



이규하(휴대폰/IT부품)
02)768-7248
kyuha.lee@nhqv.com



도현우(반도체)
02)768-7417
hwdoh@nhqv.com



이화정(미디어/엔터)
02)768-7535
hzi.lee@nhqv.com



김채윤(글로벌기업/일본)
02)768-7725
cynkim@nhqv.com

IT 하드웨어/미디어

XR이 창조할 New Reality

당사는 스마트폰 시장이 쇠퇴기에 접어들었다고 판단하며 글로벌 스마트폰 출하량이 회복할 것이라는 시장의 기대와는 다르게 2023년에도 전년비 4.4% 감소한 12억대 수준을 전망한다.

스마트폰이 2010년대 IT기기 성장을 견인했다면 이제 XR(확장현실)이 새로운 시대를 열어갈 것으로 예상된다. Apple을 포함한 글로벌 IT 업체들과 중국 등 주요 국가가 XR산업을 핵심 산업으로 지정해 육성할 계획을 가지고 있기 때문이다.

투자 측면에서 IT하드웨어에서 Apple과 XR 기기 수혜가 큰 업체들을 선호하며 엔터테인먼트에서는 XR전용 콘텐츠를 제작할 수 있는 역량을 가진 사업자들에 주목해볼 만 하다.



CONTENTS

1. Summary	3
2. 스마트폰, 쇠퇴기 진입. 새로운 IT기기 니즈 확대	5
3. 글로벌 IT업체들의 시선은 PC -> 스마트폰 -> XR	9
4. XR에서 촉발될 하드웨어의 혁신	17
5. XR 기기 수요를 이끌 활용 방안	30
[기업분석]	
삼성전기 [Buy, TP 170,000원]	35
LG이노텍 [Buy, TP 600,000원]	41
Pi첨단소재 [Buy, TP 43,000원]	47
엠씨넥스 [Hold, TP 30,000원]	52
이녹스첨단소재 [Buy, TP 46,000원]	58
비에이치 [Buy, TP 40,000원]	64
KH바텍 [Buy, TP 22,000원]	69
파트론 [Hold, TP 9,500원]	75
세경하이테크 [Buy, TP 23,000원]	81
파워로직스 [Hold, TP 5,500원]	87
에스엠 [Buy, TP 105,000원]	93
자이언트스텝 [Not Rated]	99
Sony [Not Rated]	103

1. Summary

스마트폰 시장 구조적 둔화, 이제는 XR 이 성장을 견인할 것

**스마트폰 시장,
2023년 -4.4% y-y**

스마트폰 시장은 혁신 부족에 따른 제품 경쟁력 약화, 보급률 포화로 쇠퇴기에 접어들었다고 판단하며 불안정한 글로벌 매크로 상황도 수요에 부정적인 영향을 끼칠 것으로 예상된다. 이에 따라 2023년 글로벌 스마트폰 출하량이 회복할 것이라는 일부 시장의 기대와는 다르게 당사는 2023년 출하량을 전년비 4.4% 감소한 12억 대 수준을 전망한다.

**Apple 견조,
삼성과 중화권 판매
부진 지속될 전망**

업체별로는 삼성전자와 중화권 업체들의 판매 부진이 지속될 것으로 예상되며 Apple iPhone의 경우 지속적인 하드웨어/소프트웨어 업그레이드 및 제품 혁신으로 점유율 확대 추세를 이어가며 견조한 판매를 이어갈 것으로 전망한다.

**2020년대에는 XROI
전체 IT시장을
견인하게 될 것**

PC 시장이 쇠퇴기에 접어들었던 2010년대에 스마트폰이 전체 IT기기 시장의 성장을 견인했다면 2020년대에는 XR(확장현실)이 새로운 시대를 열어갈 것으로 예상된다. 주된 이유는 Apple을 포함한 글로벌 IT 업체들이 XR 시장에 본격적인 진출할 뿐만 아니라 중국 정부에서도 VR산업을 핵심 산업으로 지정해 육성할 계획을 가지고 있기 때문이다.

투자 측면에서 IT하드웨어에서는 Apple 판매 비중이 높고 XR 기기 수혜가 클 수 있는 업체들의 실적 및 주가가 양호할 것으로 예상된다. 엔터테인먼트에서는 현장감이 주는 효용이 큰 콘텐츠(스포츠, 콘서트)를 XR 전용으로 제작할 수 있는 역량을 가진 사업자들에 주목해볼 만 하다.

추천종목

- **Apple 부품 업체:** LG이노텍, 비에이치
- **XR/폴더블 스마트폰 부품 및 장비 업체:** LG이노텍, 삼성전기, 비에이치, KH바텍, 이녹스첨단소재
- **미디어:** 에스엠, 자이언트스텝

표1. 휴대폰/IT부품산업 투자의견/투자지표

(단위: 원, 엔, 배, %, 십억원, 십억엔)

	코드	투자의견	목표주가 (12M)	현재가	PER		PBR		ROE		순차입금	
					2022E	2023F	2022E	2023F	2022E	2023F	2022E	2023F
삼성전기	009150.KS	Buy(유지)	170,000원(상향)	141,500원	10.5	13.0	1.4	1.3	14.1	10.1	-985	-1,716
LG이노텍	011070.KS	Buy(유지)	600,000원(유지)	319,500원	6.4	6.2	1.7	1.4	30.4	24.4	739	404
PI첨단소재	178920.KS	Buy(유지)	43,000원(유지)	33,350원	19.1	18.2	2.8	2.7	15.3	15.1	-7.1	0.1
엠씨넥스	097520.KS	Hold(유지)	30,000원(하향)	28,000원	13.3	11.5	1.5	1.4	12.0	12.7	-19.3	-65.6
이녹스첨단소재	272290.KQ	Buy(유지)	46,000원(하향)	29,100원	5.8	7.1	1.5	1.2	28.4	18.6	-118.9	-188.3
비에이치	090460.KQ	Buy(유지)	40,000원(유지)	25,650원	6.3	6.0	1.6	1.3	29.3	24.3	-9.0	-84.2
KH바텍	060720.KQ	Buy(유지)	22,000원(하향)	13,550원	8.5	7.9	1.3	1.1	16.2	15.3	-82.6	-119.7
파트론	091700.KQ	Hold(유지)	9,500원(하향)	8,930원	12.2	11.3	1.1	1.1	9.2	9.5	-49.4	-72.3
세경하이테크	148150.KQ	Buy(유지)	23,000원(하향)	12,650원	10.5	6.6	0.9	0.8	8.7	12.5	-11.1	-38.5
파워로직스	047310.KQ	Hold(유지)	5,500원(하향)	5,640원	N/A	1459.5	1.0	0.9	-5.4	0.1	29.4	25.3
에스엠	041510.KQ	Buy(유지)	105,000원(유지)	65,500원	21.1	24.8	2.3	2.1	11.3	8.8	-561.3	-656.8
자이언트스텝	289220.KQ	Not Rated	Not Rated	19,750원	N/A	N/A	3.4	N/A	-0.6	N/A	-40.1	N/A
Sony Group	6758.JP	Not Rated	Not Rated	11,630엔	16.8	15.4	1.9	1.7	11.1	10.9	1,211	451

주: 2022년 11월 11일 종가 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

2. 스마트폰, 쇠퇴기 진입. 새로운 IT 기기 니즈 확대

스마트폰 시장, 2010년대 PC와 유사한 지속적 감소세 전망

**글로벌 스마트폰,
2023년 전년대비 4.4%
감소할 전망**

스마트폰 시장은 혁신 부족에 따른 제품 경쟁력 약화, 보급률 포화로 쇠퇴기에 접어들었다고 판단하며 불안정한 글로벌 매크로 상황도 수요에 부정적인 영향을 끼칠 것으로 예상된다. 이에 따라 2023년 글로벌 스마트폰 출하량이 회복할 것이라는 시장의 기대와는 다르게 당사는 2023년 출하량을 전년대비 4.4% 감소한 12억대 수준을 전망한다.

향후 스마트폰 시장은 2010년대 PC와 유사한 중장기 출하량 침체 트렌드를 따라갈 가능성이 높다고 판단한다. 참고로 글로벌 PC 출하량은 2011년 약 3억6,500만대 수준에서 2018년 약 2억6,000만대를 기록하며 8년 연속 감소세를 기록한 바 있는데 PC 시장 둔화 원인으로는 1)PC 보급률 포화, 2)스마트폰 및 태블릿 등 신규 IT기기 시장 확대 영향이었다.

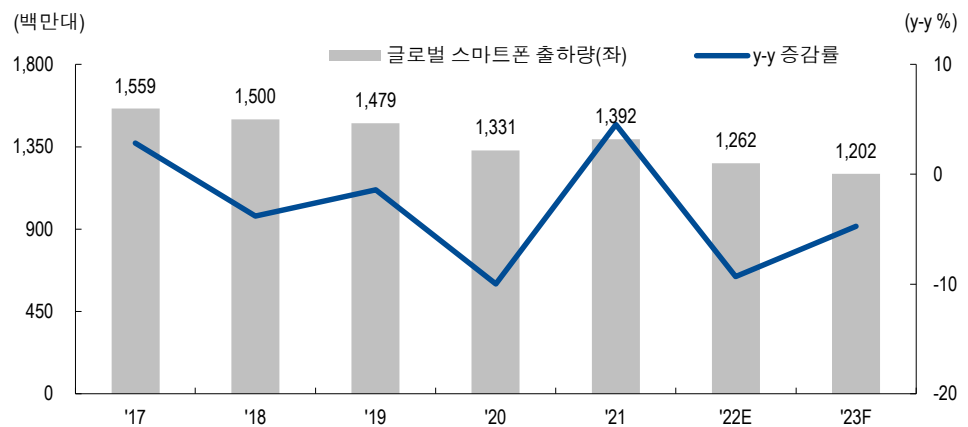
**스마트폰 혁신 부족,
신규 IT기기의 등장**

당사가 스마트폰 시장의 중장기 침체를 전망하는 이유도 PC처럼 침투율이 이미 포화 상태에 이른 가운데 과거처럼 교체 수요를 이끌어낼 하드웨어/소프트웨어 업그레이드는 제한적이고 XR(확장현실)기기와 같은 매력적인 신규 IT기기 시장 확대가 2023년 이후 본격화되기 때문이다.

**불안정한 매크로
환경도 부정적**

추가적으로 최근 불안정한 글로벌 매크로 환경도 스마트폰 수요에 부정적이라고 판단한다. 특히 중국과 인도, 남미 등 이머징 마켓의 출하량 감소세가 더욱 클 것으로 예상하며 세그먼트 별로는 중저가 스마트폰의 수요 둔화가 더욱 가파를 것으로 전망한다.

그림1. 연간 글로벌 스마트폰 출하량 추이 및 전망



자료: Counterpoint, NH투자증권 리서치본부 전망

Apple의 점유율 확대 및 Android 업체들의 판매 둔화 이어질 것

**삼성전자, 중국 부진
Apple 견조한 판매
지속될 전망**

업체별로는 삼성전자와 중화권 업체들의 판매 부진이 지속될 것으로 예상되며 Apple iPhone의 경우 지속적인 하드웨어/소프트웨어 업그레이드 및 제품 혁신으로 점유율 확대 추세를 이어가며 견조한 판매를 이어갈 것으로 전망한다.

**안드로이드,
하드웨어/소프트웨어
업그레이드 제한적**

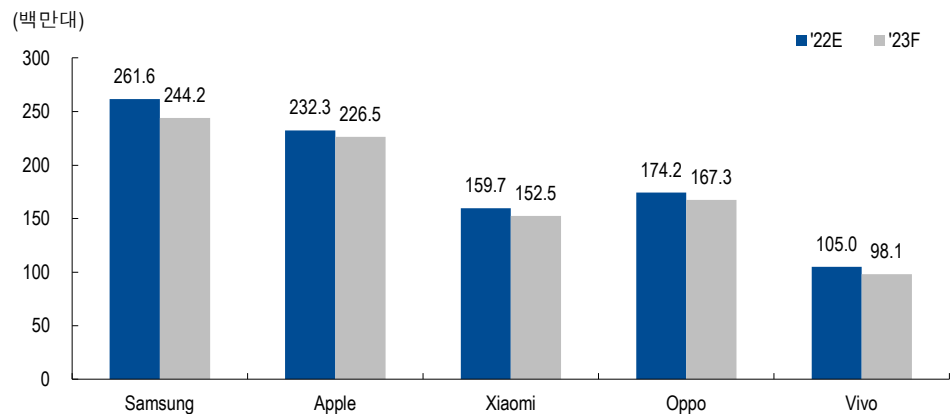
먼저 삼성전자와 중화권 업체 등 안드로이드 진영의 스마트폰 판매 둔화가 지속될 것으로 예상하는 이유는 1)하드웨어 업그레이드가 iPhone 대비 제한적이며, 2)OS 등 소프트웨어도 Google에 의존할 수 밖에 없는데 Google의 대응이 최근 적극적이지 않으며, 3)iPhone과의 전반적인 성능 격차 심화로 소비자 로열티가 약화되고 있고, 4)중저가 및 이머징 마켓 판매 비중이 높아 불안정한 매크로 환경에 더욱 취약하기 때문이다.

**Apple은 지속적인
업그레이드로 교체 및
점유율 확대 지속**

반면 Apple은 1)지속적인 하드웨어/소프트웨어 업그레이드와 2)젊은 층에서의 선호도 확대, 3)고가 라인업 및 선진국 판매 비중이 높다는 특징 때문에 향후 상대적으로 견조한 스마트폰 판매 및 점유율 확대가 이어질 것으로 기대된다.

이에 따라 삼성전자와 중화권 스마트폰 판매 비중이 높은 부품사들보다 Apple 판매 비중이 높은 업체들의 중장기 성장성이 상대적으로 양호할 것으로 예상된다. 특히 Apple의 경우 카메라 모듈과 디스플레이 측면에서 꾸준한 업그레이드가 기대되어 관련 업체들의 평균판매단가 상승도 기대된다는 점이 긍정적이다.

그림2. 업체별 스마트폰 출하량 전망



자료: Counterpoint, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 업체별 스마트폰 출하량 및 점유율 전망

(단위: 백만대, %)

Shipments	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022E	2023F
Samsung	74.4	62.5	64.0	60.7	65.0	61.0	59.0	59.2	261.6	244.2
y-y%	-2.8	8.5	-7.6	-12.0	-12.7	-2.4	-7.8	-2.5	-4.0	-6.7
Apple	59.0	46.5	49.7	77.2	57.0	45.0	48.5	76.0	232.3	226.5
y-y%	-0.8	-4.9	3.5	-5.3	-3.4	-3.2	-2.4	-1.5	-2.3	-2.5
Xiaomi	39.0	39.5	40.2	41.0	37.0	36.8	39.2	39.5	159.7	152.5
y-y%	-19.6	-24.8	-9.5	-8.9	-5.1	-6.8	-2.5	-3.7	-16.1	-4.5
OPPO	45.4	41.6	43.2	44.0	41.7	40.5	42.1	43.0	174.2	167.3
y-y%	-15.1	-21.2	-20.4	-19.4	-8.1	-2.5	-2.5	-2.3	-19.0	-3.9
Vivo	25.4	25.5	26.7	27.5	23.7	23.1	25.1	26.2	105.0	98.1
y-y%	-28.5	-21.6	-20.8	-6.3	-6.6	-9.3	-6.0	-4.7	-19.9	-6.6
Global Total	326.4	294.5	302.4	338.3	301.1	282.0	289.1	329.6	1,261.6	1,201.8
y-y%	-8.1	-8.9	-11.6	-8.9	-7.7	-4.2	-4.4	-2.6	-9.3	-4.7

자료: Counterpoint, NH 투자증권 리서치본부 전망

예상보다는 부진하나 폴더블 스마트폰의 성장은 지속

아쉬운 폴더블 스마트폰, 하지만 성장은 지속될 것

당사의 기존 전망과는 달리 폴더블 스마트폰도 Galaxy Note 시리즈처럼 틈새시장 으로서 제한적인 성장만이 가능할 것으로 예상된다. 주된 이유는 소비자의 교체 수요를 의미있게 이끌어내기에는 아직 제품 완성도가 부족한 가운데 가격을 의미있게 낮추기에도 쉽지 않은 상황이기 때문이다. 하지만 하이엔드 세그먼트에서는 유일한 성장이 나올 수 있는 스마트폰으로서 관련 업체의 중장기 성장은 지속될 것이다.

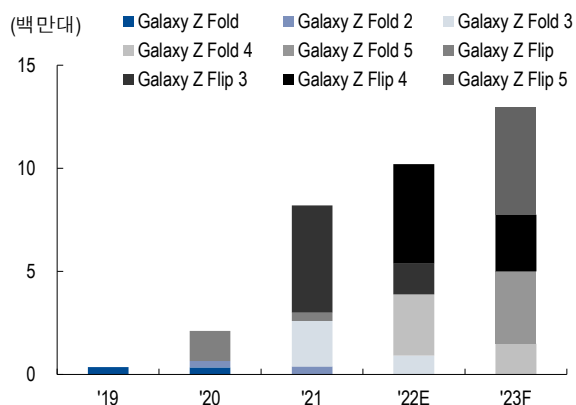
22년 폴더블 스마트폰 900~1,000만대, 23년 1,300만대 전망

대표적으로 2022년 8월 출시한 삼성전자의 갤럭시 Zfold4와 Zflip4 모델의 경우 하드웨어 업그레이드는 전작과 대비했을 때 큰 차이가 없는 반면 가격은 유지되거나 상승해 예상보다 판매가 부진한 것으로 파악된다. 참고로 당사는 2022년 삼성전자의 폴더블 스마트폰 출하량이 1,600만대 수준을 달성할 것으로 예상했으나 최근 판매 동향에 기반했을 때 900~1,000만대 수준을 기록할 것으로 전망한다. 2023년의 경우 기존 모델과 신모델 출시로 1,300만대 출하를 예상한다.

중화권 업체들도 분위기는 비슷한 상황이다. 당초 폴더블 스마트폰 출시 확대에 매우 적극적이었던 중화권 업체들도 일부 모델만 소량으로 생산할 뿐 예상보다 소극적인 판매 의지를 보이고 있다. 이는 예상보다 부진한 폴더블 스마트폰 판매와 글로벌 매크로 악화를 반영한 것으로 보인다. 하지만 2023년 이후에는 폴더블 스마트폰 출하량이 몇백만대 수준으로 증가할 것으로 전망한다.

향후 폴더블 스마트폰 시장은 시장을 상회하는 성장세를 기록할 것으로 보이나 당초 예상보다 성장폭이 낮을 것으로 예상된다. 하지만 중화권 업체들과 Apple 등 주요 세트 업체들의 침투가 본격화되는 경우 시장 확대가 빠르게 성장할 것으로 전망한다.

그림3. 폴더블 스마트폰 판매, 판매 확대 기조는 유효



자료: Counterpoint, NH투자증권 리서치본부 전망

그림4. Apple 폴더블 스마트폰



자료: NH투자증권 리서치본부

3. 글로벌 IT 업체들의 시선은 PC → 스마트폰 → XR

XR기기 시장은 새로운 하드웨어 시대를 열어갈 것

PC 시장이 쇠퇴기에 접어들었던 2010년대에 스마트폰이 전체 IT기기 시장의 성장을 견인했다면 2020년대에는 XR(확장현실)이 새로운 시대를 열어갈 것으로 예상된다. 기존 IT 기기들의 혁신이 제한적인 가운데 스마트폰 판매가 본격적인 하락세를 기록하고 있고 소비자와 글로벌 IT 업체 모두 변화를 필요로 하기 때문이다.

글로벌 IT 업체들의 신형 XR기기 출시 본격화

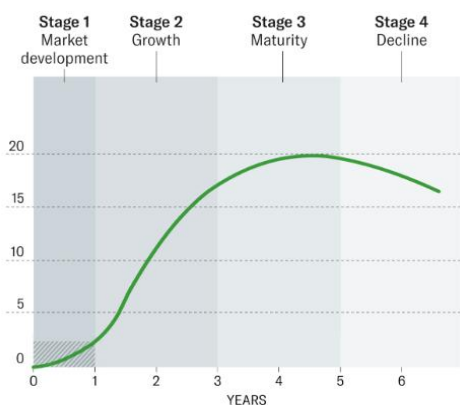
XR기기가 스마트폰을 이어 향후 IT 하드웨어 수요 확대를 이끌어 나갈 것으로 예상하는 이유는 Apple과 Google, Microsoft, Meta Platforms, Sony, 그리고 삼성전자 등 글로벌 IT 업체들이 최근 XR 시장에 본격적인 진출을 앞두고 있기 때문이다. 특히 IT 디바이스의 경우 Apple 등 주요 글로벌 업체들이 새로운 트렌드를 만들어 나가는 경향이 강해 XR 시장이 빠르게 확대될 가능성이 매우 높다고 판단한다.

XR시장, 성장기 진입했다고 판단

그럼 XR기기는 제품 생애주기 측면에서 봤을 때 현재 어느 수준에 와있을까? XR 시장은 본격적인 성장기에 진입했다고 판단한다. 참고로 제품 생애주기 이론에서 성장기의 특징은 1)판매량이 도입기와 비교했을 때 의미있게 확대되고, 2)성장 기회를 포착한 경쟁사들의 진입이 본격화되며, 3)제품 및 브랜드 차별화가 시작되는 점이다.

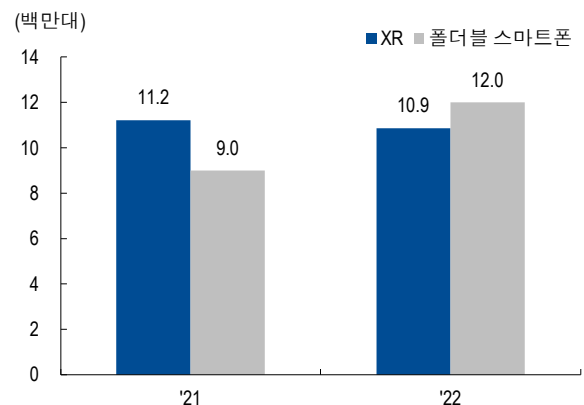
과거 연간 2~ 300만대 수준을 벗어나지 못했던 XR 시장은 이미 폴더블 스마트폰과 유사한 연간 1,000만대 판매량을 기록하고 있고 2023년 Apple을 포함한 글로벌 업체들의 본격적인 XR시장 진출, Meta와 Pico, Sony 등 주요 업체의 제품 및 브랜드 차별화가 시작되고 있다는 점에서 XR 시장은 이미 성장기에 진입했다고 판단한다.

그림5. XR시장은 이미 성장기에 진입



자료: Harvard Business Review, NH투자증권 리서치본부

그림6. 이미 폴더블 스마트폰과 유사한 XR 시장 규모



자료:Counterpoint, NH투자증권 리서치본부 전망

XR 시장 패권을 가져가기 위한 업체간 경쟁 본격화

글로벌 IT 업체간 XR 시장 경쟁 본격화

스마트폰을 포함한 IT기기 수요가 둔화되는 가운데 성장기에 진입한 글로벌 XR 시장에서의 주도권을 가져가기 위한 업체간 경쟁이 2023년부터 본격화될 것으로 예상된다. XR 시장을 성장기로 이끈 Meta가 성장통을 겪는 가운데 Apple이 시장에 진입하고 Sony와 ByteDance(Pico) 등 기존 업체들도 신제품 출시 및 적극적인 마케팅을 통해 시장 점유율 확대를 꾀하고 있기 때문이다.

Meta Platforms, 제품 경쟁력 약화로 점유율 하락 전망

먼저 Meta Platforms는 2020년 XR 시장의 첫 대중화를 이끈 Quest 2 VR기기를 통해 글로벌 XR 시장의 약 70%를 차지하고 있는 독보적인 1위 업체로 자리매김했으나 최근 출시한 Meta Quest Pro가 비싼 가격에도 불구하고 제품 경쟁력이 약해 향후 점유율 하락 추세를 벗어나기 쉽지 않을 것으로 판단한다.

Meta Quest Pro, 하드웨어 개선 미비, 높아진 가격 부담

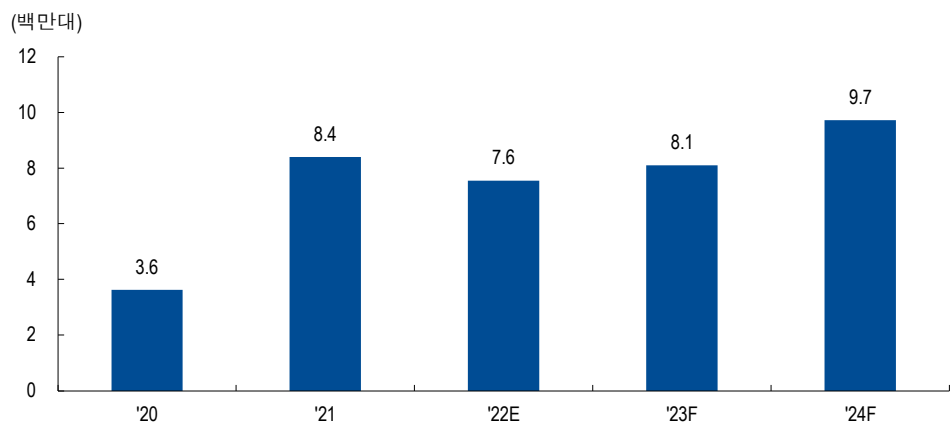
당사는 특히 최근 Meta Connect 2022 행사에서 Meta Platforms의 부족한 하드웨어 기술력 및 운영/마케팅 능력의 부재를 절감했는데 1)2년만에 출시한 Meta Quest Pro 제품의 가격이 전작 대비 약 4~5배가 비싸졌음에도 불구하고 의미있는 하드웨어 개선이 부재했고, 2)비싼 가격을 정당화 시키기위해 일반 소비자보다 B2B 활용성을 강조했지만 전용 어플리케이션의 특이점이 없었으며, 3)기대했던 GTA San Andreas VR 등 킬러 콘텐츠의 출시도 전무했기 때문이다.

과거 Blackberry의 전철을 밟을 가능성 존재한다고 판단

즉, Meta Platforms는 XR 시장을 개척하고 독보적인 1위 사업자로 발돋움했음에도 불구하고 그 지위를 충분히 활용하고 있지 못하고 있다고 판단된다. 이는 향후 Apple과 Sony, Pico 등 타 업체들에게 매우 유리하게 작용하게 될 것으로 전망한다. 향후 드라마틱한 제품 성능 개선과 킬러 콘텐츠 출시 등 플랫폼 강화가 수반되지 않으면 Apple과 Sony와 같은 업체에 주도권을 빼앗겨 과거 BlackBerry의 전철을 밟을 가능성이 높다고 판단한다.

동사의 XR 판매량은 2022년 760만대(-10.1% y-y)를 기록하며 역성장할 가능성이 높다고 판단되나 2023년 하반기 Meta Quest 3 출시에 힘입어 다시 810만대로 회복하고 2024년 970만대 수준으로 성장할 것으로 전망한다.

그림7. Meta XR, 제품 경쟁력 약화 및 경쟁 심화로 예상보다 부진한 출하량 전망



자료: Counterpoint, NH투자증권 리서치본부 전망

Apple 이 새로운 현실(Reality)인 Digital Reality 제시할 것

결국 시장의 성장은 Apple XR이 이끌 것

Meta Platforms가 XR 시장을 성장기까지 이끌어냈다면 성장기부터 성숙기까지 이끌어갈 업체는 단연 Apple이 될 것으로 예상된다. 과거 BlackBerry가 스마트폰 시장을 개척했지만 iPhone이 출시된 이후 모든 스마트폰의 기준이 바뀌었던 것처럼 Apple은 XR기기의 새로운 트렌드를 만들어 기존의 현실이 아닌 Digital Reality를 구축하게 될 것으로 전망한다.

최근 Apple이 Reality One, Realty Pro, Reality OS 등의 상표권을 출시했다는 점을 고려했을 때 2023년에 출시될 XR기기의 명칭은 Apple Reality가 될 가능성이 높다고 판단한다.

출시 시점은 2023년 상반기 가능성 높음

당사는 빠르면 2023년 1분기, 늦어도 상반기 내 Apple Reality 제품이 공개되고 출시될 가능성이 높은 것으로 예상된다. 주요 국내외 부품사들의 관련 부품 납품이 2023년 1월 내외에 시작된다는 점을 고려했을 때 이제 제품 출시가 머지않았음을 짐작해볼 수 있는 상황이다.

그림8. 스마트폰의 기준을 제시했던 iPhone



자료: Apple, NH투자증권 리서치본부

그림9. Digital Reality를 구축할 Apple Reality



자료: NH투자증권 리서치본부

Apple Reality, 비현실적인 차세대 초고성능 IT 하드웨어

**Apple Reality,
1)8K 디스플레이,
2)고성능 반도체,
3)고정밀 센싱 기능**

지금까지 알려진 Apple Reality의 주요 하드웨어 스펙은 기존의 VR 제품과는 확연히 차별화되는 고사양이 될 가능성이 높으며 대표적인 변화로는 1)8K급 디스플레이 및 외부 디스플레이 탑재, 2)Reality One Chip이 포함된 초고성능 반도체 장착, 3)홍채 인식을 통한 신분 확인 및 13개의 카메라를 이용한 고정밀 센싱 등이다.

**Apple XR 디스플레이,
8K OLEDs 2개와
외부 OLED 탑재**

부문별로 좀 더 자세히 살펴보면 디스플레이는 외부에 사용자의 표정과 상태를 나타낼 수 있는 1440x640, 263 PPI의 화질의 6인치 OLED 디스플레이가 탑재되고 내부에는 3840x2160, 3,000 PPI 화질의 1.4인치 OLEDs 디스플레이가 두 개 탑재될 것으로 예상된다. 지금까지 외부 디스플레이가 VR기기에 별도로 장착된 경우가 없고 OLEDs 패널을 양산 제품에 탑재한 첫 기기라는 점이 특징이다.

**반도체는 Reality One,
M1 이상의 CPU,
16GB DRAM 탑재**

반도체 측면에서는 Reality 전용 반도체 칩으로 예상되는 Reality One과 M1 이상급의 CPU 등 고성능 연산용 반도체 칩이 2개 탑재될 것으로 알려져있으며 DRAM은 16GB 수준으로 파악된다. 특히 Reality 전용 반도체 칩은 13개의 센싱 모듈에서 실시간으로 파악되는 주변/사용자 위치 정보 데이터를 전용으로 처리하는 특수 칩으로 향후 Apple Reality 기기의 핵심 역할을 담당할 것으로 예상된다.

**13개 카메라 모듈 및
홍채 인식 탑재**

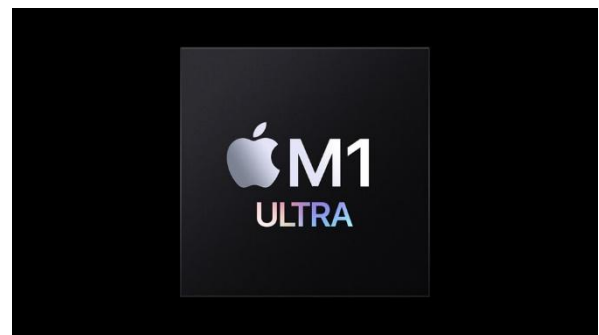
센싱 측면에서는 주변환경과 사용자의 움직임, 표정 및 시선 움직임 등을 감지하는 총 13개의 카메라 모듈(3D 센싱 3개, 카메라모듈 4개, 시선감지 6개)이 탑재될 것으로 예상되며 기기의 무게는 200g 수준, 가격은 약 2,000~ 3,000달러선에서 책정될 가능성이 높은 상황이다.

그림10. Varjo VR-3에 탑재된 4K OLEDs 디스플레이



자료: Varjo, NH투자증권 리서치본부

그림11. Apple M1 이상의 고성능 반도체 칩 2개 탑재



자료: Apple, NH투자증권 리서치본부

Apple Reality, 어떻게 활용할까?

Apple의 XR 콘텐츠 및 OS도 주목해야할 부분

Apple의 새로운 IT기기인 Reality에서 우리가 기대해야할 것은 차세대 컴퓨팅 하드웨어뿐만 아니라 지금까지 존재하지 않았던 새로운 기기를 활용할 수 있는 전용 콘텐츠 및 어플리케이션과 그에 걸맞은 효과적인 운영체제다.

먼저 Apple이 최근 Reality 상표를 출원하면서 같이 기재한 내용을 살펴보면 Apple Reality는 게임과 FaceTime, 그리고 헬스케어 및 교육 관련 기능 등을 포함하고 있다고 언급되어있다. 향후 XR이 다양한 산업에서 활용 가능하게 될 것이라는 점을 추론할 수 있는 부분이다.

Apple은 최근 AR 게임 업체의 대표들을 영입

실제로 최근 Apple이 Avo라는 AR 게임을 제작한 Playdeo의 대표들을 영입했다는 내용도 동사가 XR 관련 콘텐츠 및 게임 개발에 많은 관심을 가지고 있다는 것을 여실히 보여주고 있다고 판단된다.

Apple TV+ 서비스를 보유했다는 점도 향후 콘텐츠 수급에 긍정적

추가적으로 Apple은 Meta Platforms와는 다르게 Apple TV+ 서비스를 가지고 있어 향후 180도 미디어나 스포츠 영상 등을 공급하는데 더욱 유리한 위치를 확보할 수 있는 상황이라는 점도 Apple이 경쟁사 대비 유리한 위치를 점할 수 있는 부분이다.

iOS와 유사한 XR 전용 Reality OS로 사용자 편의성 개선될 것

또한 운영체제 측면에서도 XR 기기에 최적화된 새로운 OS를 경험하게 될 수 있을 것 예상된다. 참고로 현재 Meta Platforms에서 활용하고 있는 운영체제는 안드로이드에 기반을 둔 시스템으로 성능 및 사용자 인터페이스 개선의 한계가 존재하는데 Apple의 경우 과거 iPhone이 출시될 때 iOS가 탑재되었던 것처럼 Reality 전용 OS인 Reality OS가 탑재되어 사용자 편의성이 크게 개선될 것으로 기대된다.

그림12. Playdeo의 AR게임 Avo



자료: Playdeo, NH투자증권 리서치본부

그림13. Apple XR 전용 운영체제인 Reality OS에도 주목



자료: Google, NH투자증권 리서치본부

강력한 게임 플랫폼을 앞세운 Sony의 PSVR2

Sony, 강력한 게임 플랫폼 앞세워 초기 XR 성장 수혜 가능

Meta Platforms가 XR 시장을 도입기에서 성장기로 이끌었다면 Sony는 강력한 게임 플랫폼과 탄탄한 유저 기반을 앞세워 초기 성장기에서 가장 큰 수혜를 누릴 수 있는 업체라고 판단된다.

PSVR2 2023년 2월 출시 확정

Sony는 2016년에 PSVR 1세대를 출시해서 지금까지 판매되고 있으나 전용 게임이 부족하고 편의성이 부족해 연간 백만대 이하의 판매량을 기록하고 있는 상황이다. 하지만 2023년 2월 출시가 확정된 PSVR2는 4K OLED 디스플레이에 시선 트래킹 기능을 추가하고 무게와 부피를 축소하는 등 하드웨어 측면에서 사용자 편의성이 크게 개선되어 판매량이 빠르게 증가할 것으로 예상된다.

게임 플랫폼 파워를 앞세운 콘텐츠 경쟁력 게이머향 수요 기대

특히 XR 플랫폼에서 사용자에게 가장 중요한 것은 즐길만한 콘텐츠의 유무 여부인데 Horizon Call of the Mountain 등 기존 유명 게임인 Horizon 타이틀을 살려 VR 게임을 출시하는 등 게임 타이틀 경쟁력을 이미 확보하고 있어 게이머향 수요 기반이 탄탄할 것으로 전망한다.

긍정적인 초기 반응 2023년 3월까지 약 2백만대 물량 확보

이미 PSVR2 기기 양산을 시작한 Sony 측에서도 2023년 3월까지 약 2백만대의 기기를 생산할 것으로 알려져 있어 소비자의 초기 반응이 예상보다 뜨겁다는 것을 반영하고 있는 상황이다. 또한 Sony는 향후 콘솔게임을 VR과 TV 모두 구현 가능한 하이브리드 형태로 출시할 계획을 가지고 있어 VR 시장에서 Sony의 경쟁력은 더욱 강화될 것으로 기대된다.

그림14. Sony PSVR2



자료: Sony, NH투자증권 리서치본부

그림15. Horizon Call of the Mountain VR



자료: Sony, NH투자증권 리서치본부

추격하는 중화권 업체들과 삼성전자의 XR 개발도 주목

중국업체 Pico는 가성비를 앞세워 Meta를 위협 중

Meta Platforms가 최근 출시한 Meta Quest Pro 출시 전략 실패로 인해 가장 큰 이득을 보고 있는 업체는 Bytedance가 인수한 중국의 Pico라고 판단된다. 특히 최근 Pico 4 시리즈를 중국과 유럽, 아시아 지역 등에서 신규 출시했는데 가격이 약 \$400~ \$500 수준으로 Meta Quest 2시리즈와 비슷하나 성능은 4K LCD 디스플레이로 더 우수해 사용자 사이에서 입소문을 타고 물량 부족을 겪고 있는 상황이다.

중국 업체들은 향후 정부와 자국 시장을 앞세워 시장 확대

물론 아직 자국인 중국에서 예상보다 판매가 부진하고 운영체제가 불안정하다는 점, 전용 콘텐츠가 부족하다는 점은 아쉬운 부분이지만 중화권 스마트폰 업체들이 그랬던 것처럼 향후 중저가 시장에서 Meta와 경쟁할 수 있는 업체라고 판단된다. 또한 TikTok을 운영하고 있는 Bytedance의 지원을 등에 업고 있어 경쟁력은 더욱 강화될 것으로 예상된다.

삼성전자도 XR기기 개발하고 있는 상황

이외에 삼성전자가 XR기기를 개발 중이라는 점도 주목해야한다. 당사가 파악하기로는 과거 VR 기어에서 실패했던 삼성전자는 당초 AR 기기를 먼저 출시하려고 계획하고 있었으나 기술상의 난제와 소비자가 활용할 수 있는 어플리케이션의 부족으로 Apple Reality와 유사한 XR기기를 개발하고 있는 상황이다. 최근 삼성전자가 의료용 VR기기 릴루미노 글래스2의 전파인증을 받았다는 점도 이를 뒷받침한다.

삼성 XR기기는 2023년 말~2024년 출시 예상

실제 출시하는 Apple Reality가 공개된 이후 Apple 기기의 하드웨어 스펙, 소프트웨어, 활용도 등을 감안해 성능을 개량하고 빠르면 2023년 말, 늦어도 2024년에는 출시할 것으로 예상된다.

그림16. 가성비를 앞세운 Pico 4 VR



자료: Pico, NH투자증권 리서치본부

그림17. 삼성전자 릴루미노 글래스



자료: 삼성전자, NH투자증권 리서치본부

중국 정부의 적극적인 XR 육성 정책도 긍정적

글로벌 IT 업체들과는 별개로 최근 집권 3기를 출범한 시진핑 정부가 디지털 경제 산업에서 VR 시장을 핵심 산업으로 지정했다는 점도 관련 산업에 긍정적인 내용이라고 판단한다.

중국 정부, VR 시장을 디지털 경제 핵심 산업으로 지정

최근 중국정부는 14차 5개년 계획의 디지털 경제 산업에서 VR 시장을 핵심 산업으로 지정하고 2026년까지 XR 기기를 약 2,500만대 보급하고 하드웨어와 소프트웨어를 포함한 산업 전반적 가치를 약 490억달러 수준까지 확대하겠다는 계획을 발표했다.

중국 패널업체인 BOE도 XR 디스플레이 시설 투자 본격화

앞서 언급한 내용처럼 최근 Bytedance에서 인수한 Pico가 VR기기를 적극 보급하는 역할을 담당한다면 BOE와 같은 중국 패널 업체들도 XR용 디스플레이를 공급하기 위한 양산 시설에 본격적인 투자를 진행할 것으로 예상된다.

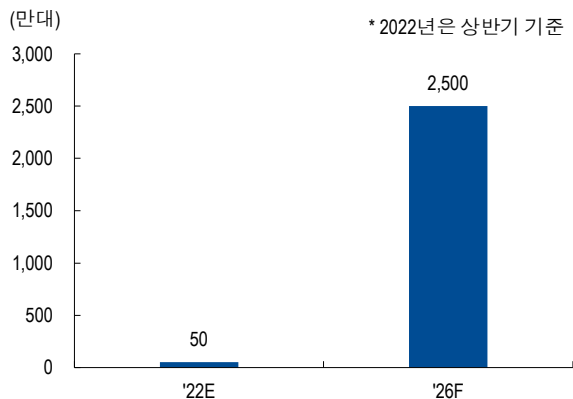
BOE, 40억달러 규모로 월 5만장 디스플레이 생산라인 구축 예정

실제로 BOE는 최근 정부의 정책과 궤를 같이하는 VR 디스플레이용 양산라인 투자 계획을 발표했다. 세부 내용을 살펴보면 약 40억달러를 투자해 월 생산규모 약 5만장 수준의 첫 VR 디스플레이 전용 양산 라인을 구축하고 그 중에는 미니 LED 라인도 포함되어 있는 것으로 알려졌다. 생산시설 공사 착수는 2023년부터 진행될 예정이며 2025년 양산이 시작되어 2026년부터 전면 가동될 것으로 예상된다. VR기기에서 디스플레이가 핵심 부품인 만큼 중국 정부가 나서서 해당 산업을 키우고 있는 것으로 파악되며 아직 본격적인 투자 결정을 내리지 못한 삼성디스플레이와 LG디스플레이 등 후발 업체에게도 위기이자 기회요인이 될 수 있을 것으로 판단된다.

선익시스템 등 관련 장비 업체 수혜 기대

BOE 뿐 아니라 중화권 디스플레이 업체들은 과거 OLED의 사례처럼 중국 정부의 보조금 등을 등에 업고 공격적인 XR 디스플레이 투자를 진행할 가능성이 높아 선익시스템 등 관련 장비 업체의 수혜가 기대된다.

그림18. 중국 정부, VR기기 2026년까지 2,500만대 보급 목표



자료: NH투자증권 리서치본부

그림19. BOE의 5,000PPI Micro OLED 디스플레이



자료: BOE, NH투자증권 리서치본부

4. XR에서 촉발될 하드웨어의 혁신

XR기기의 주요 부품

- 1)반도체,
- 2)디스플레이, 3)센싱

XR기기는 TV나 PC, 스마트폰과는 완전히 다른 형태의 경험을 사용자에게 제공할 수 있는 동시에 몰입감을 극대화하기 위해 기존과는 차별화된 하드웨어를 필요로 하게 될 것으로 예상된다. XR에서 기대해 볼 수 있는 하드웨어의 혁신은 크게 1)반도체, 2)디스플레이, 3)센싱 부품이라고 판단된다.

3D 반도체 패키지 확산

먼저 반도체 부문에서는 기존 스마트폰 AP의 성능을 뛰어 넘어서 고화질의 360도 콘텐츠를 구현할 수 있는 고성능 반도체 칩이 탑재될 것으로 예상된다. 이를 위해 반도체 업계는 여러 개의 다이를 고성능 기판을 통해 하나로 붙여서 1개의 반도체 처럼 동작하게 하는 기술을 개발하고 있고 3D 반도체 패키지가 확산될 것으로 예상된다.

디스플레이 LCD에서 OLED로

디스플레이 측면에서는 현재 주로 사용되고 있는 LCD와 OLED를 넘어 OLEDoS(Micro OLED)의 활용이 본격화될 것으로 예상된다. 몰입감을 높이고 멀미를 최소화하기 위해 디스플레이 화질이 최소 8K 이상으로 개선되어야 하는데 기존의 LCD와 OLED 기술로는 초소형 초고화질 디스플레이를 양산하기 힘들기 때문이다. Apple의 XR기기에 이 기술이 탑재되어 출시될 것으로 기대되며 향후 다른 업체들도 해당 기술을 본격적으로 적용할 것으로 예상된다.

카메라 모듈 및 3D 센싱 수요 확대

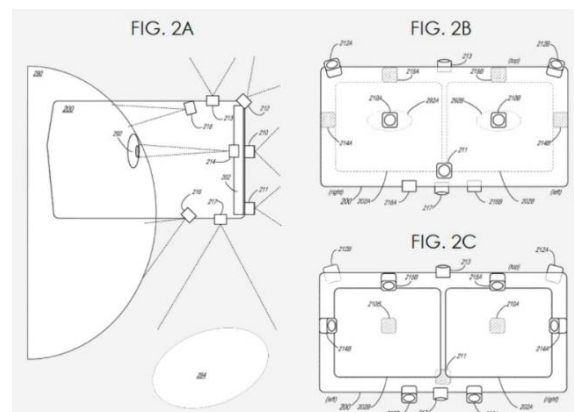
센싱 측면에서도 기존 주변 환경 인식뿐 아니라 사용자의 전신 움직임, 표정 및 시선 움직임 등을 파악하기 위해 카메라 모듈 및 3D 센싱 모듈의 수요가 급격히 증가할 것으로 기대된다. 특히 Apple의 경우 약 13개 모듈을 탑재할 것으로 알려져 있어 다른 업체들도 향후 이와 유사한 방향성을 가져가게 될 것으로 전망한다.

그림20. 현재 주요 VR기기에서 사용되고 있는 XR2 칩



자료: Qualcomm, NH투자증권 리서치본부

그림21. Apple XR 카메라 모듈 관련 특허 이미지



자료: Apple, NH투자증권 리서치본부

XR 프로세서를 위한 3D 반도체 패키지 확산

여러 개의 다이를 하나로 붙여서 1개의 반도체처럼 동작하게 하는 기술이 트렌드

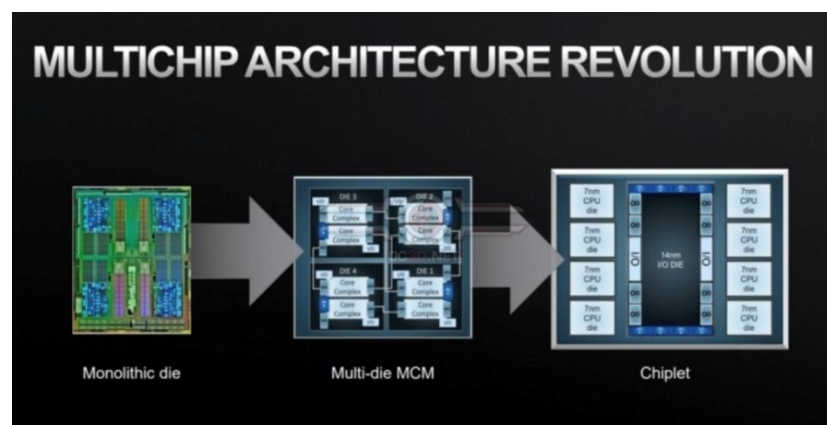
제한된 해상도의 모니터나 스마트폰 화면과 달리 인간 시야각을 모두 커버해야 하는 VR, AR 기기는 최소 8K 이상의 높은 해상도를 구동하기 위한 강력한 프로세서가 필요하다. 어지럼증을 방지하고 자연스러운 움직임을 위해서 120Hz 이상의 높은 화면 주사율도 표시할 수 있어야 한다. 이를 위해서 반도체 업계는 여러 개의 다이를 고성능 기판을 통해 하나로 붙여서 1개의 반도체처럼 동작하게 하는 기술을 개발하고 있다.

최근 반도체 전공정 개선 속도가 느려져 개선의 여지가 높은 후공정 기술을 통해서 반도체 성능 향상을 도모하고 있다. 낮아지는 수율을 개선하기 위해서도 후공정 기술 개선이 필수다. 다이 1개에 원하는 기능을 모두 넣으면 다이 사이즈가 커지고 이에 비례해서 생산 수율이 저하된다. 원하는 기능을 다이 여러 개로 분산시킬 경우는 불량 발생 빈도만 교체하면 되기 때문에 수율이 상승하고 원가가 개선된다. 과거에는 다이 간 인터커넥트 기술이 부족해서 멀티칩이 원칩보다 대역폭이 감소하는 문제가 있었다. 최근에는 고성능 기판이 등장했고 고속 인터커넥트 기술이 발전해서 대역폭 문제가 크게 줄어들었다. AMD가 최근 인텔을 기술적으로 능가하게 된 이유 중 하나가 칩렛 기술의 적극적 채용이었다.

Apple이 M1 Ultra에 적용한 것과 유사한 후공정 기술을 XR 프로세서에 이용할 전망

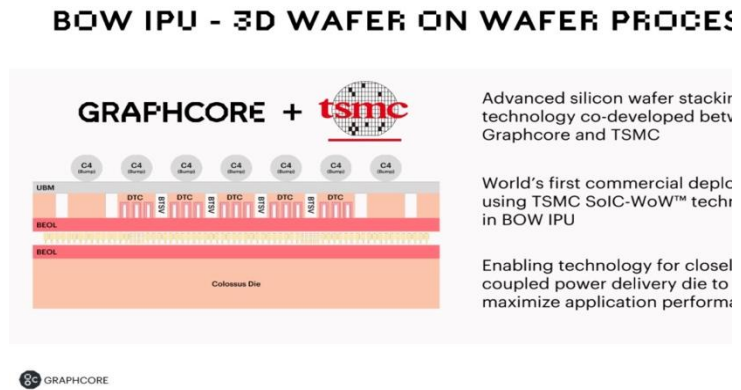
Apple이 올해 공개한 M1 Ultra 프로세서는 M1 Max 다이 2개를 실리콘 인터포저를 사용해서 연결해 제조했다. 공정은 TSMC에서 담당했다. 실리콘 인터포저는 반도체 다이의 미세한 회로 선 폭과 패키지 기판의 넓은 선 폭 차이를 축소시키기 위해 개발된 고성능 중간 기판이다. 높은 가격으로 인해 Nvidia, AMD 등의 데이터센터용 고성능 프로세서에 주로 사용되었다. Apple은 이를 하이엔드 PC에도 적용했다. 2개의 다이가 대역폭 감소를 최소화하며 1개의 프로세서처럼 동작해 메모리 대역폭 800GB/s 등을 구현했다. 경쟁사 제품 대비 가격 대 성능비가 매우 높다. 애플이 최근 개발하고 있는 XR 기기에도 M1 Ultra와 유사한 방식의 반도체가 탑재될 가능성이 높다. M2 프로세서를 기반으로 실리콘 인터포저 등 사용한 고성능 후공정 기술이 적용될 것으로 기대된다.

그림22. 멀티칩 기술 진화 방향



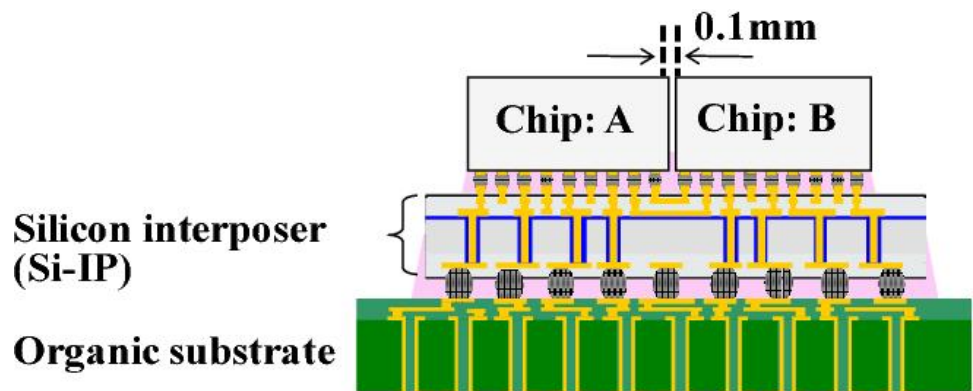
자료: AMD, NH투자증권 리서치본부

그림23. Graphcore와 TSMC의 SoIC-WoW 프로세서



자료: Graphcore, NH투자증권 리서치본부

그림24. 반도체 중간 기판으로 사용되는 실리콘 인터포저



자료: Semantic Scholar, NH투자증권 리서치본부

하이브리드 본딩 적용 확산

TSV와 하이브리드 본딩은 3D 패키지를 구현하기 위한 기술

TSV와 하이브리드 본딩은 XR 기기를 위한 프로세서에 적용되는 3D 패키지를 구현하기 위한 기술이다. TSV는 와이어 대신 칩에 미세한 홀을 뚫어 상단 칩과 하단 칩을 전극으로 연결한다. HBM2 기준으로 8개에서 12개의 메모리 칩 다이를 쌓는다. 전극을 연결하기 위해 뚫는 홀의 수는 6만개에 달한다. 다이 당 두께는 50 μ m, 홀 크기는 4 μ m에 불과하다. 하이브리드 본딩의 범프 사이즈는 10 μ m 이하이다. 기존 패키지 대비 1/10 수준이다. 1mm² 당 10,000개의 범프가 가능하다. 구리 하이브리드 본딩은 2016년 소니가 CIS에 사용하면서 등장했다. 소니는 해당 기술을 Xperi가 개발한 DBI(Direct Bond Interconnect)를 라이선스하여 개발했다.

하이브리드 본딩은 전공정 수준의 펌핑이 필요

하이브리드 본딩은 프로세스가 기존 패키징과 근본적으로 다르다. 웨이퍼를 제조하는 전공정 펌 내에서 패키지가 이루어진다. 기존에는 대부분의 패키징이 IDM의 후공정 펌 혹은 후공정 하우스에서 이루어졌다. 후공정 하우스가 하이브리드 본딩 공정을 수행하기 위해서는 전공정 펌에 준하는 전용 공장을 만들어야 한다. 막대한 투자가 필요하기 때문에 당분간 현실적으로 불가능하다.

하이브리드 본딩은 다음과 같은 프로세스로 이루어진다. 웨이퍼에 칩 간 연결을 위한 비아 패턴을 에칭한다. 에칭이 끝난 패턴에 구리를 CVD로 증착해서 패드를 만든다. 이후 CMP로 웨이퍼 표면을 연마한다. 연마가 끝난 웨이퍼에 구리 패드가 깎여나가 10 μ m 수준의 홈이 만들어진다.

AFM, 레이저 다이싱, 플립칩 본더 등의 장비가 필요

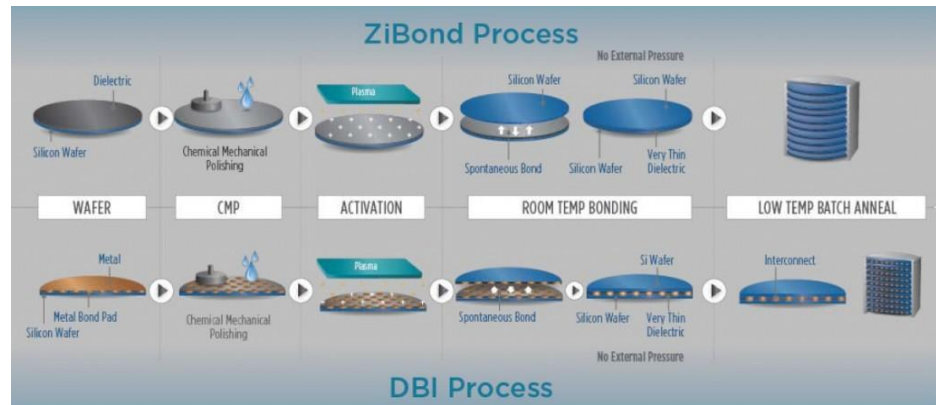
홈이 잘 형성되었는지 AFM으로 표면 거칠기, 구리 패드 형성 모양 등을 측정 한 이후 세척 및 어닐링 공정에 들어간다. 완성된 다이는 블레이드 혹은 레이저 다이싱 장비로 자른다. 패드의 크기가 매우 작기 때문에 파티클에 민감해 레이저 다이싱 장비의 필요성이 증가한다. 향후 플라즈마 다이싱도 도입될 전망이다. 잘라낸 다이는 호스트 웨이퍼 혹은 다른 다이와 부착한다. 다이 부착은 플립칩 본더 장비를 통해 수행한다. 이 과정에서 기존보다 더 정밀한 CMP, AFM, 다이싱, 플립칩 본더 등 장비가 필요하다. AFM은 파크시스템즈, Bruker(Nasdaq:BRKR), 플립칩본더는 BESI(AMS:BESI), 한미반도체 등이 제조한다.

AMD가 하이브리드 본딩에 가장 적극적

AMD는 하이브리드 본딩을 적용한 프로세서 양산을 시작했다. AMD는 V-Cache라는 이름으로 명명하고 라이젠7 5800X3D 모델에 처음 적용했다. 하이브리드 본딩 기술을 이용해서 로직 다이 위에 캐시 메모리를 적층했다. 64MB의 7nm SRAM 캐시를 프로세서 위에 수직으로 적층해 칩 당 L3 캐시 용량을 3배로 늘렸다. 2개의 칩이 연결되기 위해 마이크로 범프가 사용되지 않아 연결 밀도가 200배 더 조밀해졌다. AMD는 3세대 EPYC 서버 프로세서에도 768MB의 V-Cache를 적용했다.

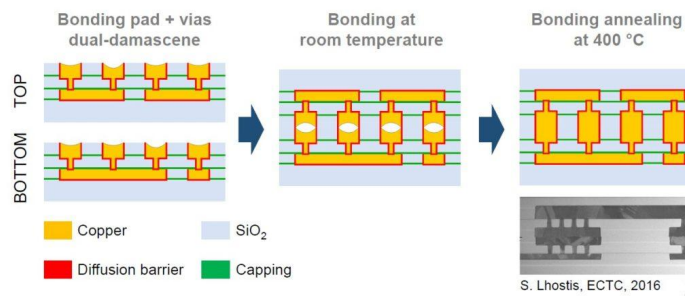
AMD는 3D V-Cache가 마이크로 범프 3D 연결 대비 비트 당 에너지가 1/3이하, 상호 연결 효율성이 3배 증대된다고 설명한다. 두 다이 간 대역폭은 2TB/s이다. 인터커넥트 피치는 9 μ m이다. AMD는 최신 패키지 기술에 가장 적극적으로 대응하고 있는 회사다. 2017년 MCM(Multi Chip Module), 2019년 칩렛에 이어 2022년에 하이브리드 본딩을 양산에 적용했다.

그림25. 하이브리드 본딩 공정



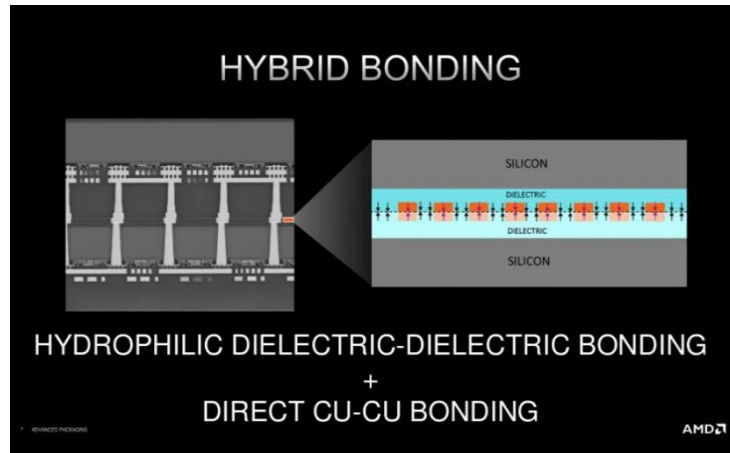
자료: IEEE, NH 투자증권 리서치본부

그림26. 하이브리드 본딩 공정



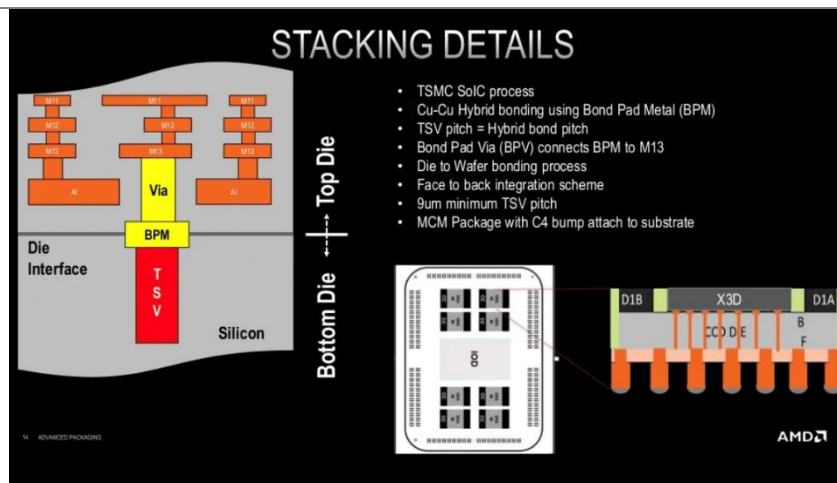
자료: 3DinCites, NH 투자증권 리서치본부

그림27. AMD의 하이브리드 본딩 공정



자료: AMD, NH투자증권 리서치본부

그림28. AMD의 하이브리드 본딩 공정(TSMC SoIC 프로세스 협업)



자료: AMD, NH투자증권 리서치본부

XR 디스플레이 – OLEDoS 패널 시장 빠르게 확대될 것으로 예상

**XR기기의 핵심은
고해상도 디스플레이,
LCD→OLEDoS로 진화**

사용자의 몰입도를 높이는 것이 가장 중요한 XR에서 소비자의 효용을 가장 극대화할 수 있는 하드웨어는 고해상도 디스플레이라고 판단되며 향후 반도체와 더불어 기술 혁신이 가장 많이 이루어질 것으로 기대된다. 주요 기술 트렌드는 기존 LCD 디스플레이에서 OLED 및 OLEDoS로 변화될 것으로 전망한다.

**LCD의 단점,
2K급 낮은 해상도,
명암비 및 주사율**

먼저 현재 XR 기기들은 대부분 LCD 디스플레이를 탑재하고 있으나 여러 단점으로 인해 향후 OLEDoS가 메인 디스플레이로 자리매김할 것으로 예상된다. LCD 디스플레이의 주된 단점으로는 1)2K 수준의 비교적 낮은 해상도, 2)낮은 명암비와 주사율 등인데 최근 사용자의 고화질에 대한 요구가 커지고 있어 점점 탑재율이 낮아질 것으로 예상된다.

**OLEDoS가 LCD를
대체할 것, 관련 시장
빠르게 확대될 전망**

반면 OLEDoS의 경우 향후 XR 시장에서 침투율이 빠르게 높아질 것으로 예상되는데 1)8K 이상의 고해상도 디스플레이를 구현할 수 있고, 2)명암비와 주사율도 LCD 대비 뛰어나기 때문이다. 아직까지 주요 디스플레이 업체들이 양산한 경험이 없고 절대적인 수요가 부족해 가격이 비싸다는 점은 단점이지만 향후 주요 세트업체들이 탑재를 시작하는 경우 물량이 증가하면서 가격도 안정화될 것으로 예상된다.

**Apple의 8K OLEDoS가
업계 표준으로 제시될
것으로 예상**

특히 Apple이 8K 초고해상도 OLEDoS 디스플레이를 장착한 XR 기기를 2023년 상반기에 실제 출시하는 경우 관련 시장이 빠르게 확대될 것으로 전망한다. 삼성전자와 Meta Platforms를 포함한 글로벌 IT 업체들이 Apple의 XR 하드웨어와 경쟁하기 위해 해당기기를 참고해서 향후 XR기기를 출시할 가능성이 높기 때문이다.

**글로벌 디스플레이
업체들의 OLEDoS
투자도 본격화**

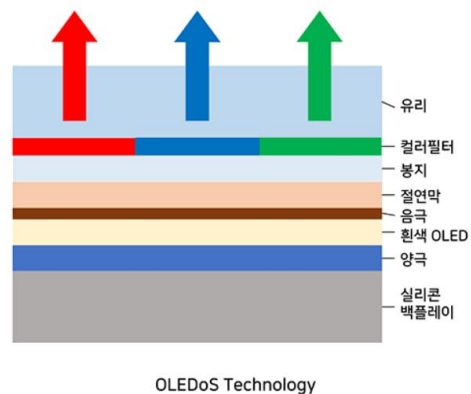
실제 국내 디스플레이 업체뿐 아니라 중화권 디스플레이 업체들도 Apple의 XR OLEDoS 디스플레이가 어떻게 구현되는지에 대해 지대한 관심을 가지고 있고 이후 적극적인 투자를 진행할 의사가 있는 것으로 파악되어 관련 시장의 빠른 성장이 기대된다.

그림31. OLEDoS가 XR에서 LCD를 대체하게 될 것



자료: NH투자증권 리서치본부

그림32. OLEDoS 패널 구조(WOLED 방식)



자료: LGD, NH투자증권 리서치본부

OLEDoS 디스플레이 초기 W-OLED 중장기 RGB 방식

OLEDoS 기술과 관련해서는 White OLED와 컬러필터를 이용한 W-OLED 패널이 초기에 주된 양산 방식으로 활용될 것으로 예상되며 중장기적으로 FMM 등 RGB 방식의 OLEDoS를 양산할 수 있는 부품 기술 개발이 이루어지는 경우 RGB OLEDoS의 침투율이 빠르게 높아질 것으로 전망한다.

참고로 현재 OLEDoS 디스플레이에서 White OLED 방식은 3,000~ 5,000 PPI까지 개발이 완료된 상황이며 Apple의 XR은 3,000 PPI의 OLEDoS 디스플레이를 탑재할 것으로 알려져있다. 반면 RGB 형태의 경우 유기물질을 증착하는데 필수적인 FMM 부품 개발이 약 1,000 PPI 수준에 머물러있고 양산경험이 없어 아직 탑재되기 어려운 상황이나 향후 점진적인 기술 개발이 이루어질 것으로 전망한다.

Micro LED 기술은 전사공정(Transfrer)의 어려움으로 시간 필요

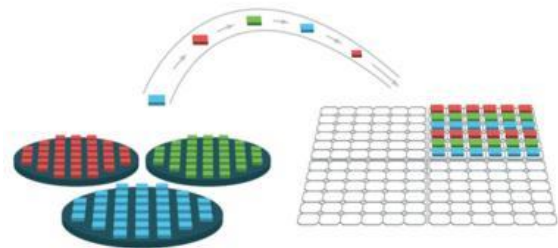
한편 OLEDoS 이외에 Micro LED는 기존 LCD와는 다르게 자체발광하는 LED로 RGB를 각각 만드는 방식으로 밝기도 매우 밝아 OLED 디스플레이를 대체할 수 있는 디스플레이이다. 하지만 현재까지는 LED pixel pitch 크기를 줄이지 못하고 수율도 낮아 극히 소수의 초대형 고가 TV 위주로 사용되고 있는 상황이고 LED를 기판 위에 일일히 옮겨 붙이는 전사기술이 부족해 양산성이 떨어져 XR 기술에 적용되는데 시간이 필요할 것으로 예상된다.

그림33. 현재 TV에 적용된 Micro LED 기술



자료: 삼성전자, NH투자증권 리서치본부

그림34. Micro LED의 경우 전사(Transfrer)기술이 난제



자료: NH투자증권 리서치본부

주변환경과 사용자 움직임 파악을 위한 센싱 기능 중요성 확대

XR기기는 센싱 모듈 기술 개발 필수적

XR 기기의 경우 가상현실에서 사용하는 VR과 현실을 활용하는 AR이 모두 가능한 하드웨어로 발전하고 있어 사용자의 신체 움직임을 파악해야할 뿐 아니라 주변 환경의 위치 정보도 3차원으로 인식해야한다. 이에 따라 카메라와 3D 센싱 등 센싱 모듈의 기술개발도 필수적이라고 판단된다.

Apple Reality, 13개 카메라 모듈과 홍채인식 탑재 가능성

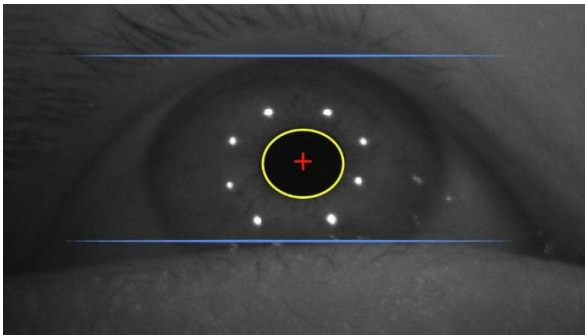
특히 Apple Reality의 경우 주변 환경을 3차원으로 분석할 수 있는 3D 센싱 모듈 3개, 사용자의 시선을 파악할 수 있는 Eye Tracking 모듈 6개, 일반 카메라 4개가 탑재되어 총 총 13개의 카메라 모듈이 탑재될 것이라고 알려져있다. 추가적으로 해당 기기에 사용자 신원 확인을 위한 홍채인식 센서도 추가될 가능성도 존재한다.

이미 Meta Quest Pro에 약 11개의 카메라를 탑재한 Meta Platforms 뿐만 아니라 Apple의 기기를 참고하고 있는 삼성전자의 XR기기에 약 10개의 카메라 모듈이 들어갈 것으로 파악된다. 사용자의 움직임과 시선, 주변 환경을 정확하게 센싱하는 기술의 중요성이 향후 부각될 것으로 예상되어 관련 시장의 성장이 기대된다.

Eye Tracking을 통한 새로운 UI 발전

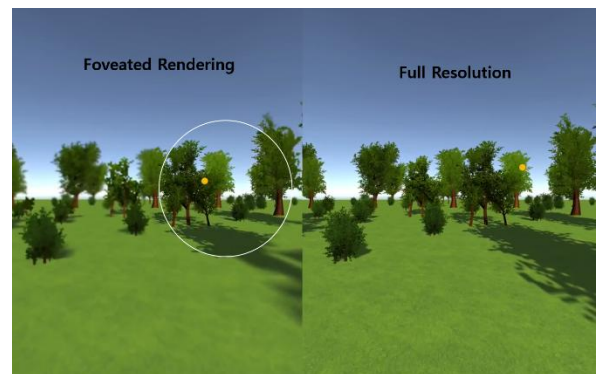
Sony는 2023년 2월 출시 예정인 PSVR2에서 Eye Tracking 모듈을 활용할 수 있는 새로운 게임 유저 인터페이스(UI)와 Foveated Rendering 기술을 처음으로 선보였다. 특히 시선만으로 무기를 선택할 수 있는 등 VR게임에서의 UI 발전은 기존 PC나 모바일과는 차별화되는 점이어서 향후 관련 시장의 확대에 큰 기여를 할 수 있을 것으로 예상된다.

그림35. 사용자 시선 트래킹이 가능한 PSVR2



자료: Sony, NH투자증권 리서치본부

그림36. Foveated Rendering을 통한 프로세싱 파워 절감



자료: NH투자증권 리서치본부

XR 기기 시장은 2023년부터 다시 빠르게 확대될 것으로 예상

XR기기 시장
2021년 1,080만대
2023년 3,790만대

XR기기 시장은 Meta 신제품의 제품 매력도가 떨어지고 Apple과 Sony 등 주요 업체들의 출시가 지연된 영향으로 2021년 1,120만대 수준에서 2022년 1,090만대로 감소세를 기록할 것으로 예상된다.

하지만 2023년에는 기대작인 Apple Reality, Sony PSVR2를 포함해 글로벌 IT업체들의 신규 XR 기기 출시가 기대되며 Meta도 성능을 개선한 중저가 모델인 Quest 3를 하반기 출시할 것으로 전망되어 1,730만대(+59.5% y-y)수준을 기록하며 다시 성장세에 진입할 것으로 예상된다.

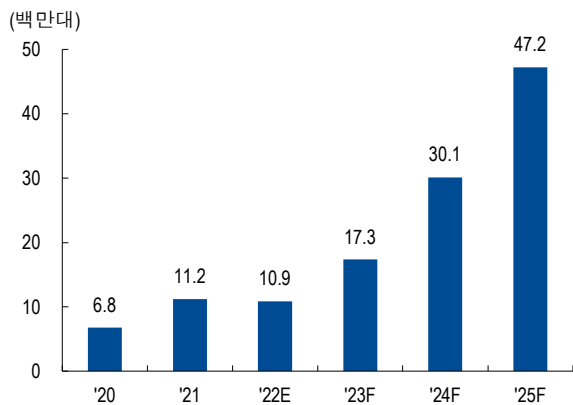
본격적인 성장은
2024년부터 시작

본격적인 성장은 Apple Reality의 보급형 모델이 출시되고 Meta Quest 3 판매 확대, 삼성전자 XR 등 주요 업체들의 신규 XR기기 출시가 몰려있는 2024년에 시작될 것으로 전망한다.

업체별로는 Meta Platforms의 제품/플랫폼 경쟁력 감소 및 Apple과 Sony 등 글로벌 업체들과의 경쟁 심화로 독점적 업체인 Meta Platforms의 점유율이 빠르게 감소할 것으로 예상된다. 반면 Sony는 강력한 유저 베이스, 경쟁력 있는 게임 타이틀을 바탕으로 점유율을 늘려나갈 것으로 예상되고 Apple도 하드웨어 및 소프트웨어 경쟁력, 충성도가 높은 Apple 유저를 기반으로 중장기 점유율을 빠르게 흡수해나갈 것으로 전망한다.

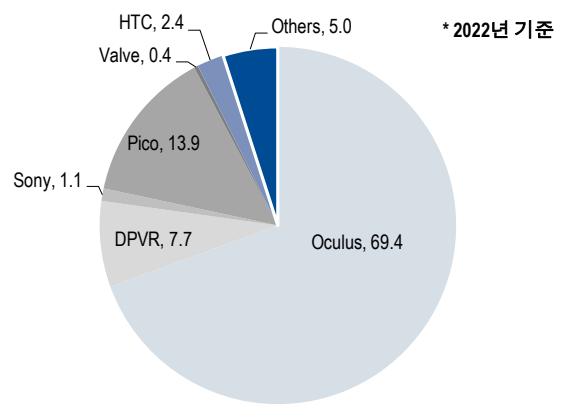
삼성전자와 중화권 업체들, Microsoft, Google도 2024년 이후 신규 XR HMD, AR 기기 출시에 힘입어 시장 점유율을 확대하고 관련 시장의 성장을 견인할 것으로 기대된다.

그림37. XR시장 성장세 지속될 전망



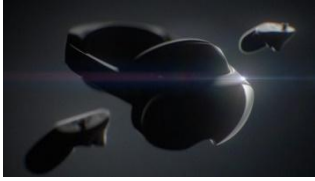


자료: Counterpoint, NH투자증권 리서치본부 전망

그림38. 현재는 Meta, 향후 Apple과의 양강체제 전망



자료: Counterpoint, NH투자증권 리서치본부

표 3. 주요 VR 기기 하드웨어 스펙(1)

				
Brand		Meta Quest Pro	Oculus Quest 2	Apple Reality
Type		Standalone XR	Standalone VR	Standalone XR
Display	Resolution	1800 x 1920 per eye	1832 x 1920 per eye	3840 x 2160 per eye
	PPI (Expectation)	1,200	834	3,000
	Refresh Rate	90 Hz	120 Hz	120 Hz
	Field of View	108° Horizontal, 110° Vertical	89°	
	Technology	LCD	LCD	OLED, OLED
Body	Weight	722g	503g	150g~200g
	Materials	Plastic	Plastic	
Tracking	DoF	6DoF, Inside-Out	6DoF, Inside-Out	
	Camera	5 cameras	4 cameras	13 cameras
Hardware	System chip	Snapdragon XR2+	Qualcomm Snapdragon XR2	M1 chip
	GPU	Adreno 650	Adreno 650	
	System memory	12GB	6GB	16GB
	Storage	256GB	64/256GB	
Battery	Capacity	4,500mAh	3,640mAh	
Price		\$1499	\$399	\$2,500~\$3000

자료: 각사, NH투자증권 리서치본부

표 4. 주요 VR 기기 하드웨어 스펙(2)

				
Brand		HTC Vive Pro 2	HTC Vive Focus 3	PSVR2
Type		Tethered VR	Standalone VR	Console-powered VR
Display	Resolution	2448 x 2448 per eye	2448 x 2448 per eye	2000 x 2040 per eye
	PPI (Expectation)	1,040	1,040	700
	Refresh Rate	120 Hz	90 Hz	90Hz, 120Hz
	Field of View	120°	120°	110°
	Technology	LCD	LCD	OLED HDR
Body	Weight			< 600g
	Materials	Plastic	Plastic	Plastic
Tracking	DoF	6DoF inside-out, External Base	6DoF inside-out	6 DoF Inside-out
	Camera			4 cameras
Hardware	System chip	2 cameras	4 cameras	
	GPU		Qualcomm Snapdragon XR2	
	System memory		Adreno 650	
	Storage			
Battery	Capacity			
Price				\$ 549

자료: 각사, NH투자증권 리서치본부

XR 기기 관련 업체들의 중장기 수혜 기대

**XR기기 고성장세로
관련 부품업체들
중장기 수혜 전망**

스마트폰, PC 등 기존 IT기기 시장이 약세를 지속할 것으로 예상되는 가운데 IT세 트에서 유일한 성장이 예상되는 XR기기는 하드웨어적으로도 고성능 반도체와 OLEDoS 등 고화질 초소형 디스플레이, 다양한 센싱 부품 등 기술 혁신이 초기 스마트폰과 유사한 형태로 증장기에 걸쳐 일어날 것으로 기대되어 관련 부품 및 장비 업체들의 수혜가 기대된다.

부품 측면에서는 반도체/디스플레이 등에서 새로운 트렌드의 수혜가 가능하거나 기존 부품의 매출 다변화 수혜를 누릴 수 있는 업체들의 성장이 유망할 것으로 예상된다.

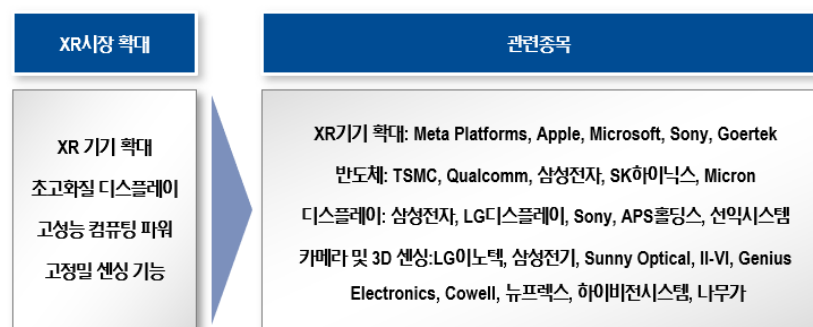
반도체에서는 높은 해상도를 구현하고, 120Hz 이상의 높은 화면 주사율을 표시하기 위해 강력한 프로세서가 필요할 것으로 예상되며, 여러 개의 다이를 하나로 붙여서 1개의 반도체처럼 동작하게 하는 3D 반도체 패키지가 확산될 것으로 보인다.

디스플레이에서는 OLEDoS 관련 핵심 부품을 공급할 수 있거나 관련 장비를 납품한 이력이 있는 업체들이 수혜를 입을 것으로 예상되며 관련 업체로는 RGB 형태의 OLEDoS용 FMM을 개발 중인 APS홀딩스, 봉지관련 공정소재 납품 가능성이 있는 이녹스첨단소재, OLEDoS용 증착기를 납품한 이력이 있는 선익시스템 등이 있다.

센싱부품에서는 다양한 XR관련 업체들에게 3D 센싱 및 카메라 모듈을 납품하고 있는 LG이노텍, 삼성전기, 카메라모듈용 FPCB를 납품하고 있는 뉴프렉스, 3D 센싱 및 카메라용 검사 장비를 납품하는 하이비전시스템, 삼성전자 및 중화권 업체향 3D센싱 모듈 납품이 가능한 나무가 등의 수혜가 기대된다.

- 반도체:** TSMC, Qualcomm, 삼성전자, SK하이닉스, Micron
- 디스플레이:** 삼성전자, LG디스플레이, Sony, APS홀딩스, 선익시스템
- 카메라/3D센싱:** LG이노텍, 삼성전기 Sunny Optical, II-VI, Genius Electronics, Cowell, 뉴프렉스, 하이비전시스템, 나무가

그림39. 글로벌 XR 시장 확대 및 하드웨어 진화에 따른 수혜 업체



자료: NH투자증권 리서치본부

5. XR 기기 수요를 이끌 활용 방안

**메타가 제안하는
일상 속 XR 서비스**

최근 메타는 VR헤드셋 신제품 메타퀘스트 프로를 공개하면서, 일상 속 활용 예시로 3D 소셜 경험(현실감 있는 아바타) 및 업무 활용(문서, 그림 작업)을 제시했다. 마치 SF영화의 한 장면처럼 멋지긴 하나, SNS나 단순 문서 작업을 위해 XR 기기를 장만하려는 수요가 얼마나 될 지에 대해서는 의문이다. 기존 스마트 기기로도 충분히 구현해낼 수 있고, 현실감 있는 3D 환경이 크게 필요하지 않은 서비스들이기 때문이다.

**XR 시장 개화를 위해
특화된 서비스가 필요**

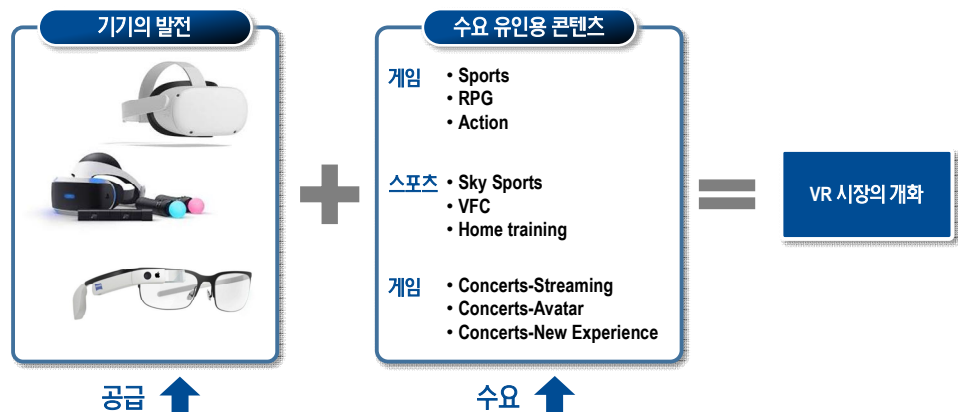
XR 기기가 일반 대중에게 보급될 수 있을 정도로 기술이 발전한다 해도, 기기에 대한 충분한 수요가 있을 때 비로소 XR 시장이 개화될 것이다. XR 기기에 대한 수요가 늘어나기 위해서는 기존 스마트 기기로 대체 불가능한 XR 기기 전용 서비스가 필요하다. XR 기기가 제공할 수 있는 대체 불가능 효용은 현장감이다. 현장감 측면에서 특화된 서비스가 제공될 때, 비로소 XR에 대한 수요도 유의미하게 확대될 것이다.

**일상 속 XR,
게임에서 콘서트까지**

현재 XR 활용 서비스가 가장 풍부한 일상 분야는 게임 및 홈 피트니스다. 차별화된 현장감을 제공하는 만큼, 기존 기기 보유자들이 XR 기기로 교체할 유인이 충분하기 때문이다. 다만 XR이 단순 게임기 이상의 기능을 갖고, 수요가 더욱 늘어나기 위해서는 다른 일상 분야에서도 XR이 활용될 수 있어야 한다.

게임 이외에 XR에 대한 유의미한 수요가 기대되는 분야는 스포츠 및 콘서트 관람이다. 온라인 실황 중계로 같은 장면을 관람할 수 있음에도 관람객들은 굳이 오프라인 경기장이나 공연장에 찾아간다. 평면 스크린으로는 느낄 수 없는 현장감을 느끼기 위해서이다. XR 기기를 활용하는 경우, 기존 기기 보유자들이 온라인에서 느낄 수 없던 현장감이 제공된다. 즉, 스포츠 및 콘서트 관람객들에게 XR 기기는 현장감이라는 확실한 효용을 제공할 수 있고, 이와 관련하여 유의미한 XR 수요 증대도 기대해볼 만하다.

그림40. VR 시장의 개화 조건 - 기기 발전과 유호 콘텐츠의 확인



자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부

(1) 스포츠 경기 관람

**스포츠 관람객,
현장감에 대한
높은 프리미엄 보유**

미국 프로 스포츠 시장 1위인 NFL 결승전인 슈퍼볼의 시청률은 40%를 상회한다. 슈퍼볼의 평균 티켓 가격은 600만원을 호가하며, 특히 현장감 넘치게 경기를 즐길 수 있는 좌석의 가격은 4,000만원에 육박한다. 스포츠 경기 관람객들이 얼마나 현장감에 높은 프리미엄을 두고 있는 지 보이는 사례이다. 짝수 해마다 높아지는 TV 교체수요 또한 스포츠 현장감에 대한 수요가 기저에 있다. 올림픽, 월드컵 등 대형 스포츠 중계를 보다 현장감 있게 즐기기 위해 더 큰 화면과 높은 화질의 TV로 교체하는 것이다.

이와 같은 현장감에 대한 수요를 만족시키고자 중계 환경 자체를 개선하려는 노력도 진행 중이다. 더욱 박진감있는 중계 앵글을 만들기 위해 카메라 위치를 조정하고, 고성능 마이크를 통해 선수들의 발소리나 공이 튀는 소리를 생동감있게 담고자 한다.

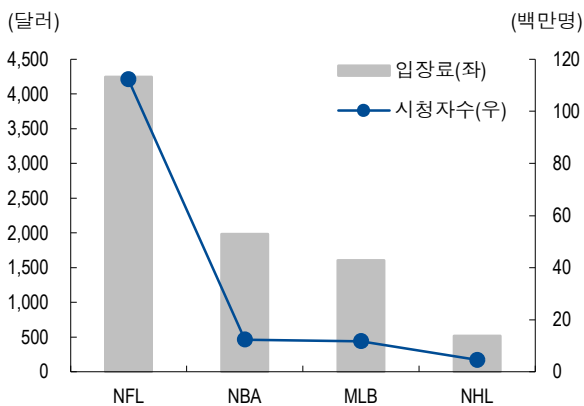
**Sky Worlds
: VR 축구 리그 중계**

글로벌 스포츠 중계 업체 Sky Sports의 경우, VR 중계 서비스인 Sky Worlds를 제공 중이다. 마치 경기장에 있는 것처럼 생동감있게 해외 축구 중계를 즐길 수 있도록, VR 서비스를 제공하는 것이다. 아직까지는 VR 관련 기술의 한계로 상용화되지 않았지만, 향후 기술 발전이 받쳐준다면 서비스 수요는 충분할 것으로 예상된다. 국내 스포츠 전문 OTT의 MAU 추이에서도 해외 축구 리그들의 인기가 실감된다. 해당 리그들의 경기를 멀리 가지 않고 집에 누워서 현장감 있게 즐길 수 있음이 확실하다면, 적어도 팬들에게는 현장감을 누리기 위해 VR 기기를 장만할 유인이 확실하기 때문이다.

**메타
: VR UFC 중계**

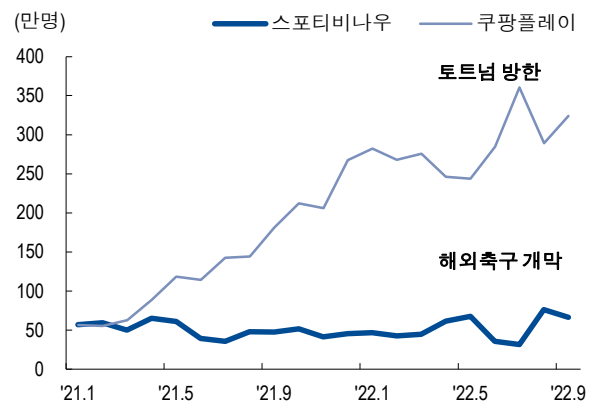
메타 역시 기기 수요 유인으로 스포츠를 활용할 예정이다. 최근 UFC와 메타는 파트너십을 체결하고, 격투기 이벤트를 VR 콘텐츠로 만들기로 협의했다. UFC 파이트 패스 구독자들은 메타의 가상현실 플랫폼 ‘호라이즌 월드’에서 격투기 실황을 관람 가능하다.

그림41. 미국 4대 스포츠 결승전 평균 입장료 및 TV 시청자수



자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부 재구성

그림42. 국내 스포츠 기반 OTT MAU 추이



자료: Wiseapp(안드로이드 기준), NH투자증권 리서치본부 재구성

그림43. Sky Worlds Beta: 프리미어리그 VR 중계



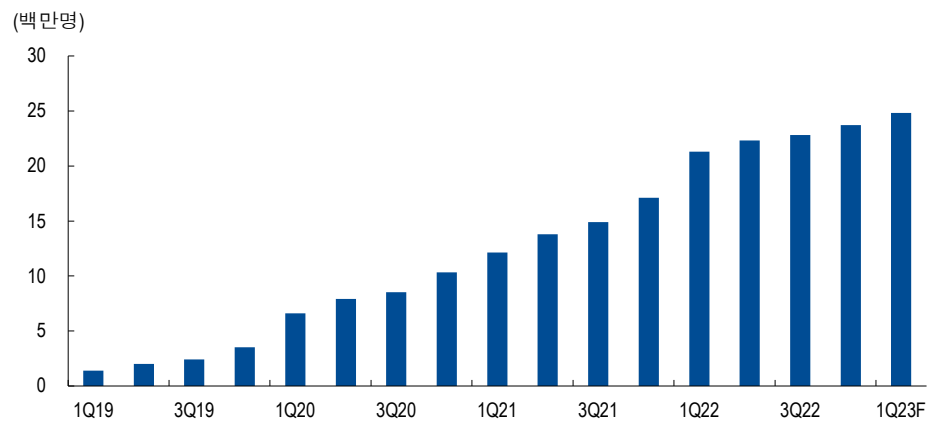
자료: VRGAMER, NH투자증권 리서치본부

그림44. 메타버스에서 즐기는 UFC 경기



자료: 메타, NH투자증권 리서치본부

그림45. ESPN+ 유료 가입자수 추이 및 전망



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

(2) 콘서트 관람

**코로나19로 활성화된
온라인 콘서트 관람**

코로나19로 오프라인 다중이용시설을 이용이 불가해지자, 수많은 콘서트가 취소 및 지연되며 타격을 입었다. 하지만 이러한 상황은 오히려 기대치 못했던 분야에서의 발전을 가져왔다. 바로 온라인 콘서트다. 콘서트의 최대 매력인 현장감이 부재한 온라인 콘서트가 오프라인 콘서트의 대체제가 될 수 있을지 의심의 시선이 많았다. 하지만 물리적 장벽이 없고 비교적 저렴한 티켓 가격(30~ 50% 수준)까지, 특유의 매력을 바탕으로 온라인 콘서트도 하나의 문화로 자리잡기 시작했다. 실제 아티스트의 퍼포먼스를 증계하는 형태의 콘서트에서, 메타버스 속 아바타를 통한 콘서트까지 그 형태도 다양해졌다.

**팬덤 수요 특성상
온라인 콘서트 수요는
지속될 것**

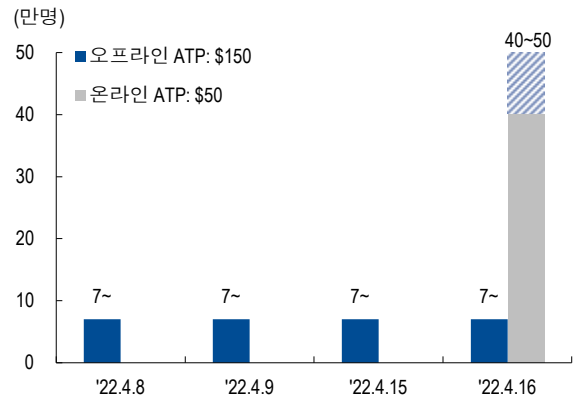
올해 초 코로나19 완화로 오프라인 콘서트가 재개되자, 온라인 콘서트 수요 감소를 점치는 이들이 많았다. 그러나 오프라인 콘서트 재개는 오히려 온라인 콘서트 수요를 확대시켰다. 현장감이 주는 프리미엄 때문에 여전히 오프라인 콘서트 관람이 선호되지만, 표는 한정되어 있다. 특히 K-POP 콘서트의 경우 올콘(모든 공연 회차 관람)을 원하는 이들이 많아 표를 구하기 위한 전쟁도 만만치 않다. 온라인 콘서트는 이러한 초과 수요에 대한 대안으로 떠올랐다. 이에 오프라인 콘서트 재개 후, 온라인 콘서트의 개최 건수 및 회당 수요 모두 줄지 않는 모습을 확인할 수 있다.

그림46. 온라인 단독 콘서트 사례: 블랙핑크, 트레비스 스캇



자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부

그림47. 온·오프라인 동시 콘서트 사례: BTS 공연 모객 비교



자료: 하이브, NH투자증권 리서치본부

VR 활용 시 현장감까지 확보된 온라인 콘서트 가능

오프라인의 전유물로 여겨졌던 콘서트가 온라인에서도 유효함이 확인되자, 일각에서는 VR을 활용해 새로운 효용을 만들어내려는 시도를 하고 있다. 온라인 콘서트의 장점을 유지하면서, 오프라인 콘서트가 줄 수 없는 경험까지 부여하고자 하는 것이다. 오프라인 콘서트의 일부 좌석은 무대 위 아티스트가 것처럼 보이는 탓에 전광판만 보게 되는 경우가 많다. 하지만 VR을 활용한다면, 그 누구보다 아티스트의 퍼포먼스를 가까이에서 관람할 수 있다는 장점이 있다.

어메이즈VR : 다양한 아티스트의 VR 콘서트를 진행 중

지난 6~8월 미국 아티스트 ‘메건 디 스텔리온’은 VR 콘서트를 개최했다. VR 기기가 세팅된 영화관 좌석에서, 다른 관람객들과 함께 콘서트 영상을 즐기는 것이다. 15개 주요도시에서 진행된 콘서트 좌석 점유율은 75%로, 일반 영화 상영관 점유율(15~20%)의 5배 수준이었다. 티켓 가격은 20~25달러로 일반 영화 티켓(9.2달러)보다 비쌌지만, 오프라인 콘서트 대비로는 60~80% 가량 저렴했다. 아직까지는 기술적 한계에 부딪혀 상영 시간이 20분 남짓으로 짧았는데, 향후 기술 발전 시 더 길어질 수 있을 것이다. 콘서트 관련 가장 호평을 받은 지점은 아티스트와 눈맞춤을 할 정도로 가까이에서 퍼포먼스를 즐길 수 있다는 점이었다. 해당 공연을 주최한 곳은 한국 기업 ‘어메이즈VR’인데, 최근에는 에스엠과 함께 JV를 세우고 K-POP VR 콘서트를 준비하고 있다.

그림48. 메건 디 스텔리온의 VR 콘서트 현장



자료: 유튜브(AmazeVR), NH투자증권 리서치본부

그림49. 메건 디 스텔리온의 VR 콘서트 화면 예시



자료: 유튜브(AmazeVR), NH투자증권 리서치본부

삼성전기 (009150.KS)

우려는 이미 반영, 미래 IT산업 수혜 기대

Company Report | 2022. 11. 14

※ ESG Index/Event는 37페이지 참조

IT기기 수요 둔화로 동사 단기 실적은 부진할 것. 하지만 이미 우려를 반영해 주가가 역사적 저점 밸류에이션 수준에서 거래되고 있고 증장기 XR, 전장 등 핵심 산업의 수혜 클 것으로 기대되어 현재 주가 매력적

Buy (유지)

목표주가 170,000원 (상향)

현재가 ('22/11/11) 141,500원

업종	전기전자
KOSPI / KOSDAQ	2483.16 / 731.22
시가총액(보통주)	10,569.2십억원
발행주식수(보통주)	74.7백만주
52주 최고가 ('21/12/30)	197,500원
최저가 ('22/09/29)	112,000원
평균거래대금(60일)	63,751백만원
배당수익률(2022E)	0.53%
외국인지분율	27.9%

주요주주

삼성전자 외 5 인	23.8%
국민연금공단	8.8%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	4.4	-11.6	-11.0
상대수익률 (%)	6.1	-7.7	4.8

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	9,675	9,682	9,306	9,546
증감률	24.8	0.1	-3.9	2.6
영업이익	1,487	1,284	1,078	1,193
증감률	62.9	-13.6	-16.1	10.7
영업이익률	15.4	13.3	11.6	12.5
(지배지분)순이익	892	1,011	813	892
EPS	11,866	13,511	10,848	11,905
증감률	47.8	13.9	-19.7	9.7
PER	16.6	10.5	13.0	11.9
PBR	2.3	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	6.4	4.6	4.6	3.9
ROE	14.3	14.1	10.1	10.1
부채비율	44.7	46.2	42.9	40.5
순차입금	-230	-985	-1,716	-2,436

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

업황 개선 기대감, 경쟁업체 밸류에이션 회복 반영해 목표주가 상향

최근 재고조정을 통한 2023년 하반기 업황 회복 가능성과 글로벌 경쟁업체들의 밸류에이션 회복, 국내 고객사의 XR기기 출시 수혜 가능성 등을 고려해 컴포넌트 부문 밸류에이션 타겟을 기존 12배에서 14배로 상향하고 목표주가를 16만원에서 17만원으로 상향. 투자의견 Buy 유지

스마트폰 출하량이 둔화되면서 전반적인 세트 및 유통채널의 MLCC 재고가 여전히 높은 상황이며 2023년 상반기까지의 업황의 유의미한 개선이 쉽지 않을 것으로 전망

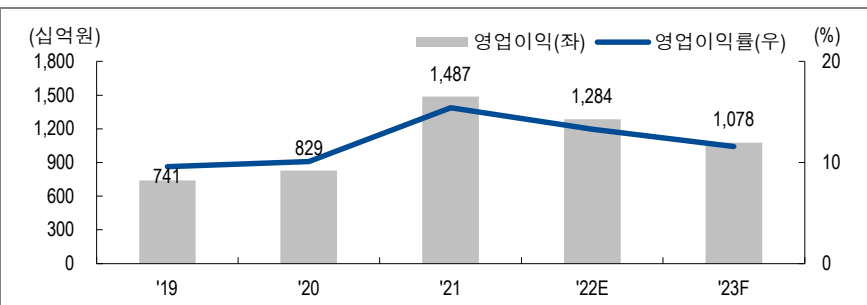
하지만 이를 반영해 동사 주가는 역사적 저점 수준의 밸류에이션에 거래되고 있고 2023년 하반기 중화권 업체들 스마트폰 출하량이 개선되는 경우 주가 상승은 실적 개선보다 빠르게 나타날 수 있을 것으로 기대

전략 고객사와 중화권 업체들의 XR 기기 출시는 미래 성장동력

증장기적으로는 XR기기 시장이 확대되는 경우 동사는 카메라 모듈 및 고부가가치 기관, MLCC 등 수혜를 크게 누릴 수 있다는 점이 강점. 또한 AR 안경에서 필수적인 웨이브 가이드 모듈 기술력을 확보하고 있다는 점도 매력적

특히 전략 고객사는 현재 XR기기를 개발 중에 있으며 Apple이 출시한 이후 상품성을 개선해 빠르면 2023년 말, 늦어도 2024년 출시가 유력한 상황. 참고로 해당 기기는 카메라 모듈을 약 9개 탑재할 것으로 알려져 있는데 동사가 전량 납품할 가능성 존재. 실적 기여도는 크지 않지만 미래 성장 동력을 갖췄다는 점은 주가에 긍정적이라고 판단

삼성전기 영업이익 추이



자료: 삼성전기, NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이규하

02)768-7248, kyuha.lee@nhq.com

Summary

삼성전기는 삼성그룹의 전자 계열사로서, MLCC 등 전자부품을 제조. 2021년 매출액은 9조 6750억원(+ 24.8% y-y)이며 사업부문별 매출은 모듈부문 약 33%, 컴포넌트부문 약 49%, 기관부문 약 17%로 구성. 중화권 스마트폰 출하량 둔화, 고객사의 MLCC 재고 조정 및 가격 인하 우려가 존재하나, 스마트폰 수요 개선, 기관 사업 호조세 지속, 웨이브 가이드 모듈 경쟁력을 통해 중장기 성장 이어질 전망

Share price drivers/Earnings Momentum

- 글로벌 스마트폰 수요 회복 및 중화권 세트 업체의 스마트폰 출하량 확대
- 전략거래선 중저가 스마트폰 및 5G 스마트폰 출시
- 5G, 전장 등 고부가 MLCC 제품 믹스로 마진 개선

Downside Risk

- 중화권 스마트폰 업체의 출하량 둔화
- 전략 고객사의 기대치 대비 낮은 수요

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2022E	2023F	2022E	2023F	2022E	2023F
Murata	16.5	16.2	2.3	2.0	15.0	12.6
TDK	12.9	12.6	1.3	1.4	11.6	11.0
Taiyo Yuden	12.8	12.9	2.3	1.7	20.0	13.2
Yageo	8.3	7.9	2.0	1.6	23.7	20.5
Walsin	16.9	20.0	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: Factset, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2020	2021	2022E	2023F	2024F
PER	22.2	16.6	10.5	13.0	11.9
PBR	2.4	2.3	1.4	1.3	1.2
PSR	1.7	1.5	1.1	1.1	1.1
ROE	10.9	14.3	14.1	10.1	10.1
ROIC	14.2	19.8	14.9	12.3	13.3

자료: NH투자증권 리서치본부

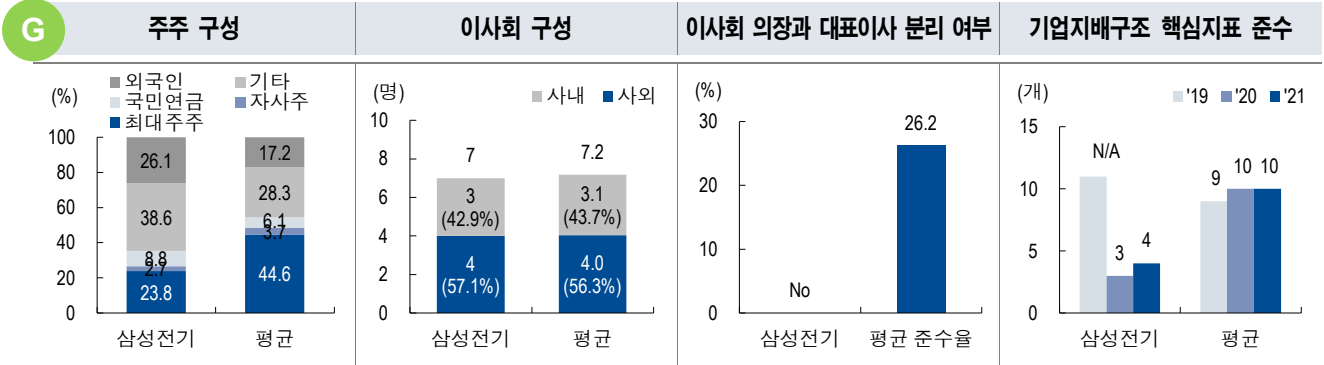
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

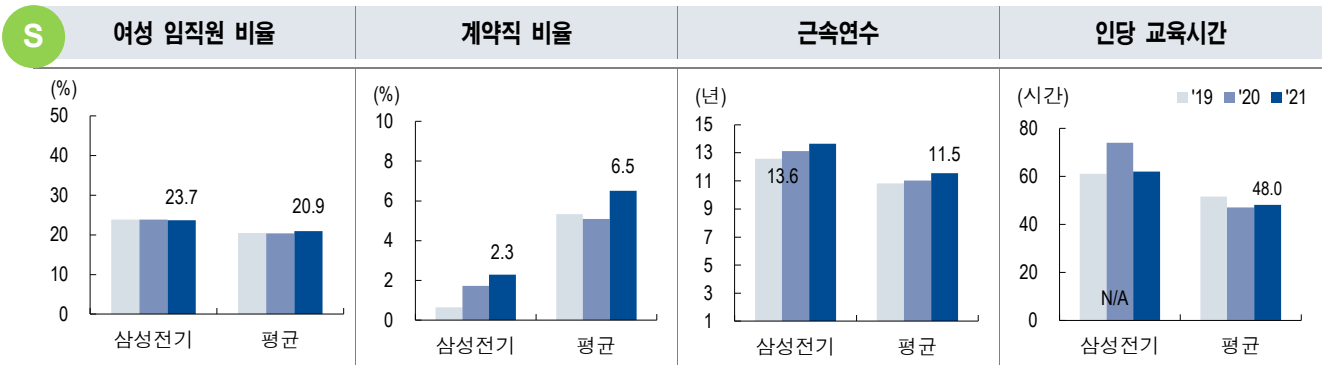
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	8,257	6,100	6,176	6,033	6,838	8,002	7,718	8,209	9,675
영업이익	464	65	301	24	306	1,150	741	829	1,487
영업이익률(%)	5.6	1.1	4.9	0.4	4.5	14.4	9.6	10.1	15.4
세전이익	436	816	367	32	254	1,085	696	783	1,491
순이익	346	509	21	23	177	685	528	624	915
지배지분순이익	330	503	11	15	162	656	514	604	892
EBITDA	1,083	725	795	633	937	1,886	1,611	1,670	2,353
CAPEX	961	860	1196	1052	1476	1195	1548	757	844
Free Cash Flow	-57	-487	-659	-372	-759	363	-527	831	887
EPS(원)	4,391	6,700	129	176	2,135	8,746	6,841	8,030	11,866
BPS(원)	53,789	58,677	54,408	54,640	54,531	62,126	68,106	74,385	86,584
DPS(원)	750	750	500	500	750	1,000	1,100	1,400	2,100
순차입금	834	234	915	1,338	2,001	1,208	1,120	325	-230
ROE(%)	8.2	11.5	0.3	0.3	3.8	14.5	10.2	10.9	14.3
ROIC(%)	9.7	0.5	2.5	-0.3	4.3	16.4	11.1	13.0	19.8
배당성장(%)	17.0	11.1	324.9	247.1	33.7	11.1	15.5	16.9	17.1
배당수익률(%)	1.0	1.4	0.8	1.0	0.8	1.0	0.9	0.8	1.1
순차입금 비율(%)	19.6	5.0	21.2	30.8	46.2	24.4	20.6	5.5	N/A

자료: 삼성전기, NH투자증권 리서치본부

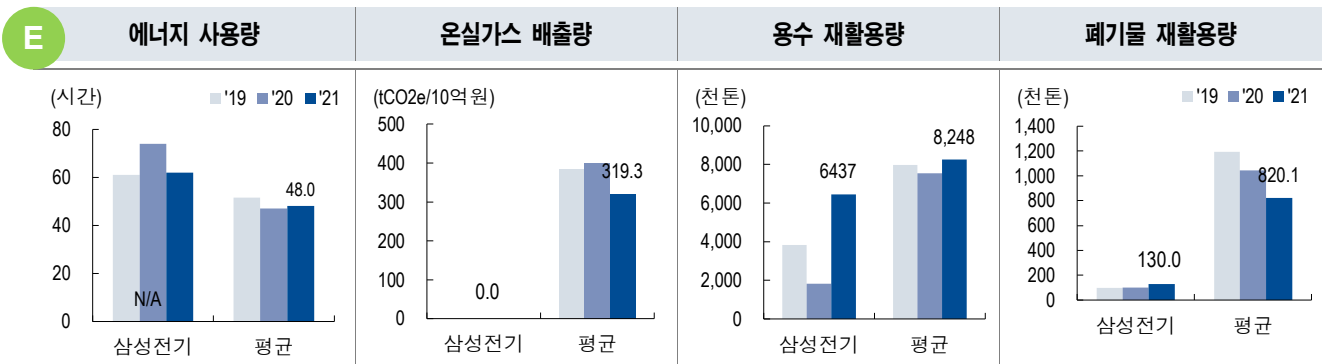
ESG Index & Event



주1: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 191개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 삼성전기, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 삼성전기, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 삼성전기, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2019.9	- DJSI(Dow Jones Sustainability Indices) 11년 연속 편입
	2012.11	- 사업연속성관리 'ISO22301' 인증
S	2018.8	- 사회책임투자지표 FTSE4Good Index 8년 연속편입
	2018.6	- 동반성장 최우수 명예기업 선정
G	2018.9	- 삼성전기, 삼성화재 등 삼성그룹 계열사 보유 삼성물산 지분 전량 매각. 순환출자 완전 해소

자료: 언론보도, 삼성전기, NH투자증권 리서치본부

표1. 삼성전기 NAV(순자산가치) 산정

(단위: 십억원, 원)

구분	금액	지분율	비고
영업가치	11,843		
모듈부문	1,212		PER: 글로벌 Peer 평균 12배 적용 비교대상 글로벌 Peer: Sunny Optical, O-Film
컴포넌트부문	7,050		PER: 글로벌 Peer 평균 14배 적용 비교대상 글로벌 Peer: Murata, TDK, Taiyo Yuden
기판부문	3,580		PER: 글로벌 Peer 12배에 20% 할인한 10배 비교대상 글로벌 Peer: Ibiden
투자자산가치	75		2022년 11월 11일 기준
삼성중공업	68	2.16%	
아이마켓코리아	6	1.71%	
EV	11,917		영업가치 + 투자자산가치
순차입금	-985		
NAV	12,902		EV - 순차입금
주식수(천주)	74,694		
주당 NAV	172,732		NAV/주식수
목표주가	170,000		
현재가	142,000		
% upside	19.7		

주: 각 사업부 영업가치는 2022E 영업이익에서 목표 PER과 세율 25%를 적용해서 산출
 자료: 삼성전기, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 삼성전기 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	9,675	9,682	9,306	9,546
영업이익	1,487	1,284	1,078	1,193
영업이익률	15.4	13.3	11.6	12.5
EBITDA	2,353	2,192	2,029	2,191
(지배지분)순이익	892	1,011	813	892
EPS	11,866	13,511	10,848	11,905
PER	16.6	10.5	13.0	11.9
PBR	2.3	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	6.4	4.6	4.6	3.9
ROE	14.3	14.1	10.1	10.1

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 삼성전기 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023F
매출액	6,033	6,838	8,002	7,718	7,753	9,675	9,682	9,306
모듈사업부	2,791	3,012	3,114	3,028	2,802	3,224	3,406	3,341
컴포넌트사업부	1,913	2,357	3,550	3,220	3,645	4,772	4,176	3,917
MLCC	1,666	2,125	3,310	2,939	3,314	4,414	3,804	3,566
EMC 등	246	232	240	265	331	358	371	351
기판사업부	1,329	1,469	1,338	1,470	1,761	1,679	2,100	2,048
전사 영업이익	24	306	1,150	741	913	1,487	1,284	1,078
모듈사업부	34	86	89	222	171	161	135	130
컴포넌트사업부	125	290	1,117	505	558	1,064	671	540
기판사업부	-135	-70	-56	15	100	262	477	408
전사 영업이익률	0.4	4.5	14.4	9.6	11.8	15.4	13.3	11.6
모듈사업부	1.2	2.8	2.9	7.3	6.1	5.0	4.0	3.9
컴포넌트사업부	6.5	12.3	31.5	15.7	15.3	22.3	16.1	13.8
기판사업부	-10.1	-4.7	-4.2	1.0	5.7	15.6	22.7	19.9
세전이익	32	254	1,085	696	869	1,491	1,416	1,180
지배지분순이익	15	162	656	514	604	892	1,011	813

자료: 삼성전기, NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 삼성전기 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E
매출액	2,291	2,476	2,689	2,139	2,617	2,456	2,412	2,198
모듈사업부	841	814	787	782	868	779	930	829
컴포넌트사업부	1,088	1,195	1,321	1,167	1,229	1,140	930	877
MLCC	1,012	1,100	1,228	1,074	1,131	1,037	846	790
EMC 등	76	96	92	93	98	103	84	87
기판사업부	358	392	435	494	520	536	553	492
전사 영업이익	357	339	458	358	411	360	311	202
모듈사업부	71	39	36	15	41	24	50	20
컴포넌트사업부	234	268	340	222	269	210	115	78
기판사업부	26	32	82	121	101	126	147	104
전사 영업이익률	15.6	13.7	17.0	16.7	15.7	14.7	12.9	9.2
모듈사업부	8.4	4.8	4.5	1.9	4.7	3.1	5.3	2.4
컴포넌트사업부	21.5	22.4	25.7	19.0	21.9	18.4	12.3	8.9
기판사업부	7.3	8.2	18.9	24.6	19.4	23.4	26.5	21.2
세전이익	358	317	476	364	427	385	380	224
지배지분순이익	233	224	350	85	315	281	272	143

자료: 삼성전기, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
매출액	9,675	9,682	9,306	9,546
증감률 (%)	24.8	0.1	-3.9	2.6
매출원가	7,127	7,220	7,104	7,227
매출총이익	2,548	2,462	2,202	2,319
Gross 마진 (%)	26.3	25.4	23.7	24.3
판매비와 일반관리비	1,061	1,178	1,124	1,126
영업이익	1,487	1,284	1,078	1,193
증감률 (%)	62.9	-13.6	-16.1	10.7
OP 마진 (%)	15.4	13.3	11.6	12.5
EBITDA	2,353	2,192	2,029	2,191
영업외손익	4	132	102	102
금융수익(비용)	-31	-30	-31	-26
기타영업외손익	25	152	123	118
중속, 관계기업관련손익	10	10	10	10
세전계속사업이익	1,491	1,416	1,180	1,295
법인세비용	414	389	324	356
계속사업이익	1,078	1,027	856	939
당기순이익	915	1,027	856	939
증감률 (%)	46.7	12.2	-16.7	9.8
Net 마진 (%)	9.5	10.6	9.2	9.8
지배주주지분 순이익	892	1,011	813	892
비지배주주지분 순이익	23	51	43	47
기타포괄이익	166	0	0	0
총포괄이익	1,081	1,027	856	939

Valuations/profitability/stability				
	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
PER(X)	16.6	10.5	13.0	11.9
PBR(X)	2.3	1.4	1.3	1.2
PCR(X)	5.9	4.5	4.9	4.6
PSR(X)	1.5	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA(X)	6.4	4.6	4.6	3.9
EV/EBIT(X)	10.1	7.8	8.6	7.2
EPS(W)	11,866	13,511	10,848	11,905
BPS(W)	86,584	98,424	108,057	118,547
SPS(W)	129,529	129,624	124,584	127,807
자기자본이익률(ROE, %)	14.3	14.1	10.1	10.1
총자산이익률(ROA, %)	9.6	9.6	7.2	7.3
투하자본이익률 (ROIC, %)	19.8	14.9	12.3	13.3
배당수익률(%)	1.1	0.5	0.6	0.7
배당성장(%)	17.1	5.4	7.7	8.4
총현금배당금(십억원)	159	57	65	78
보통주 주당배당금(W)	2,100	750	863	1,035
순부채(현금)자기자본(%)	-3.3	-12.6	-19.9	-25.7
총부채/ 자기자본(%)	44.7	46.2	42.9	40.5
이자발생부채	1,083	1,518	1,513	1,508
유동비율(%)	205.8	240.4	264.1	287.6
총발행주식수(mn)	78	78	78	78
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	197,500	141,500	141,500	141,500
시가총액(십억원)	15,057	10,774	10,774	10,774

Statement of financial position				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
현금및현금성자산	1,185	2,370	3,089	3,798
매출채권	1,219	1,210	1,163	1,193
유동자산	4,598	5,918	6,601	7,418
유형자산	4,639	4,844	5,038	5,219
투자자산	368	401	437	476
비유동자산	5,343	5,542	5,733	5,915
자산총계	9,941	11,460	12,334	13,333
단기성부채	395	546	541	536
매입채무	592	605	582	597
유동부채	2,235	2,461	2,499	2,579
장기성부채	687	972	972	972
장기충당부채	24	30	38	47
비유동부채	836	1,158	1,204	1,261
부채총계	3,070	3,619	3,703	3,840
자본금	388	388	388	388
자본잉여금	1,054	1,054	1,054	1,054
이익잉여금	4,807	5,726	6,474	7,288
비지배주주지분	152	204	246	293
자본총계	6,871	7,841	8,632	9,493

Cash flow statement				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
영업활동 현금흐름	1,731	2,060	1,977	2,011
당기순이익	915	1,027	856	939
+ 유/무형자산상각비	866	908	952	998
+ 중속, 관계기업관련손익	-10	-10	-10	-10
+ 외화환산손실(이익)	-4	0	0	0
Gross Cash Flow	2,491	2,350	2,158	2,315
- 운전자본의증가(감소)	-624	86	123	28
투자활동 현금흐름	-845	-1,097	-1,133	-1,171
+ 유형자산 감소	19	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-844	-1,075	-1,107	-1,140
+ 투자자산의매각(취득)	-62	-22	-26	-29
Free Cash Flow	887	985	870	871
Net Cash Flow	886	962	844	841
재무활동현금흐름	-1,181	234	-113	-120
자기자본 증가	8	0	0	0
부채증감	-1,189	234	-113	-120
현금의증가	-253	1,137	719	709
기말현금 및 현금성자산	1,233	2,370	3,089	3,798
기말 순부채(순현금)	-230	-985	-1,716	-2,436

LG이노텍 (011070.KS)

견조한 펀더멘털과 XR 신규 모멘텀

Company Report | 2022. 11. 14

※ESG Index/Event는 43페이지 참조

최근 북미 스마트폰 고객사 판매 둔화 우려로 주가 부진. 하지만 Pro 시리즈의 경우 판매가 견조하고 실적도 양호. 미래 핵심 IT기기로 발돋움할 XR기기와 자율주행차 모멘텀 고려시 현재 주가 과도한 저평가 구간

북미 고객사의 XR기기는 미래 핵심 IT기기

최근 고객사 스마트폰 생산 차질, 수요 둔화 우려로 동사 주가는 견조한 실적대비 부진. 하지만 2023년에도 북미 업체가 경쟁업체들 대비 양호한 판매량을 기록할 것으로 예상되며 평가 상승에 힘입어 실적 성장세 가능할 것. XR과 자율주행차에서도 핵심적인 역할을 담당할 것으로 기대되어 최근 낮아진 주가는 매력적인 매수 구간이라고 판단

당사는 북미 고객사의 스마트폰은 경쟁사 대비 양호한 판매량을 지속할 것으로 기대되는 가운데 XR기기와 자율주행 전장 부품이 미래 성장 동력으로 작용할 것으로 전망

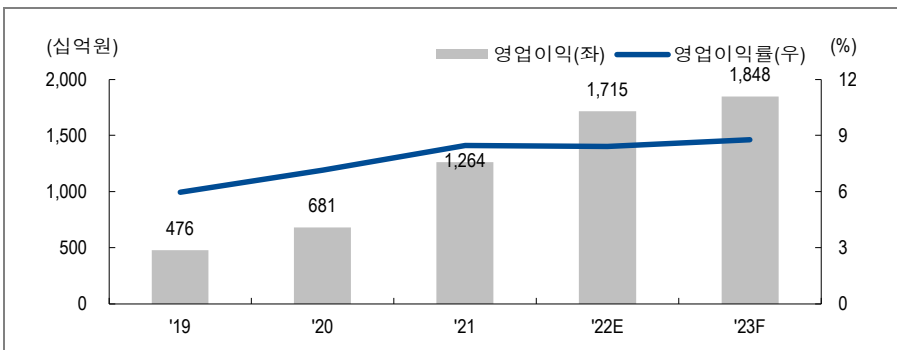
특히 XR기기의 경우 북미 고객사가 2023년 상반기 출시할 것으로 예상되는데 스마트폰 이후 가장 큰 변화를 불러올 핵심 IT기기라고 판단. 당사는 주변 환경과 사용자의 시선, 움직임 등을 파악하기 위한 3D 센싱 및 카메라 모듈을 공급할 것으로 예상되어 중장기 수혜 기대

이미 반영된 우려보다는 견조한 실적과 신규 모멘텀 고려

XR, 자율주행차 등 미래 핵심 산업에서 센싱 관련 중추적인 부품을 납품할 것으로 기대됨에도 불구하고 동사의 밸류에이션은 역사적 저점 수준. 향후 고객사 신규 XR기기 출시가 확정되고 견조한 실적이 유지된다는 점이 확인되면 주가 회복세 빠르게 진행될 것으로 전망

따라서 이미 주가에 반영된 우려에 집중하기 보다는 견조한 실적 추세 및 XR, 자율주행차 등 신규 모멘텀을 고려해 저가 매수 전략을 추구할 것을 권고

LG이노텍 영업이익 추이



자료: LG이노텍, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가 600,000원 (유지)

현재가 ('22/11/11) 319,500원

업종	전기전자
KOSPI / KOSDAQ	2483.16 / 731.22
시가총액(보통주)	7,561.6십억원
발행주식수(보통주)	23.7백만주
52주 최고가 ('22/03/22)	411,500원
최저가 ('21/11/11)	230,500원
평균거래대금(60일)	99,388백만원
배당수익률(2022E)	0.94%
외국인지분율	24.1%

주요주주	
LG전자	40.8%
국민연금공단	10.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-6.2	-6.3	38.6
상대수익률 (%p)	-4.6	-2.2	63.3

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	14,946	20,372	21,051	21,480
증감률	56.6	36.3	3.3	2.0
영업이익	1,264	1,715	1,848	1,976
증감률	85.6	35.7	7.7	7.0
영업이익률	8.5	8.4	8.8	9.2
(지배지분)순이익	888	1,175	1,220	1,311
EPS	37,532	49,634	51,558	55,394
증감률	276.2	32.2	3.9	7.4
PER	9.7	6.4	6.2	5.8
PBR	2.6	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA	4.7	3.2	2.9	2.6
ROE	30.9	30.4	24.4	21.2
부채비율	133.6	120.3	100.9	87.1
순차입금	923	739	404	-75

단위: 십억원, %, 원, 배
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이규하
 02)768-7248, kyuha.lee@nhqv.com

Summary

LG이노텍은 LG그룹의 대표적 전자부품업체로서 스마트폰용 카메라모듈, 차량 전장부품, 반도체 기판 등을 생산. 2021년 매출액은 14조 9456억원(+56.6% y-y)이며 사업부문별 매출은 광학솔루션부문 약 77.1%, 기관소재부문 약 10.5%, 전장부품부문 약 9.3%로, 기타부문 약 3.1%로 구성. 북미 고객사의 신제품 폼팩터 변화로 인해 출하량 증가할 것으로 예상하며 트리플 카메라, ToF 등 고부가 가치 제품 확대에 의해 해당 판가가 상승할 것으로 예상함에 따라 동사의 수혜가 클 것으로 전망.

Share price drivers/Earnings Momentum

- 북미 고객사의 양호한 수요
- 트리플 카메라, 3D Sensing 등 해당 판가 인상 지속
- Tape Substrate 등 타이트한 제품수급 지속

Downside Risk

- 매크로 이슈로 인한 북미 고객사 스마트폰 판매량 둔화
- 카메라 모듈 점유율 감소

Company	PER		PBR		ROE	
	2022E	2023F	2022E	2023F	2022E	2023F
Sunny Optical	29.9	21.4	4.0	3.4	13.2	16.1
O-Film	N/A	N/A	2.6	2.7	-24.1	-4.1
Largan	11.9	15.1	1.8	1.7	14.8	11.1
Luxshare Precision	23.0	17.4	4.8	3.8	20.8	21.9
Goertek	13.0	10.6	1.8	1.5	13.5	14.3

자료: Factset, NH투자증권 리서치본부

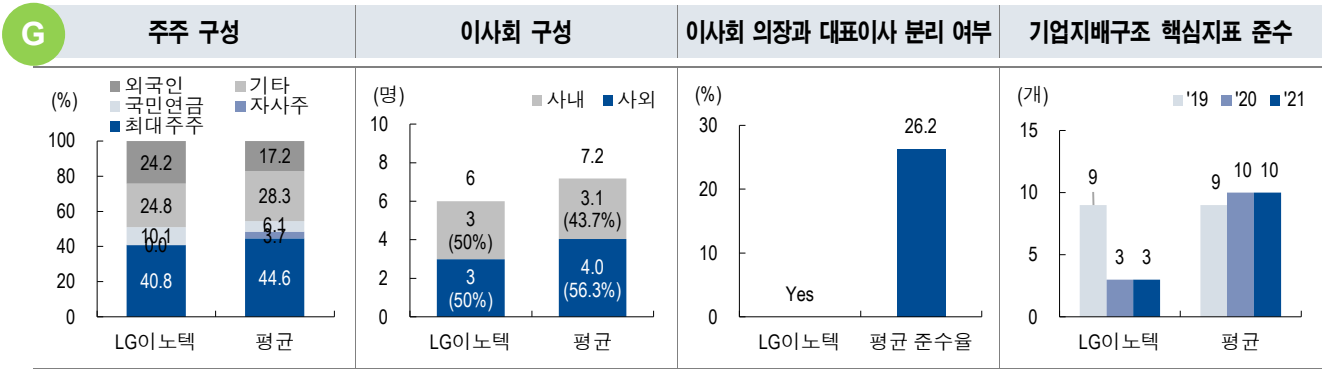
Valuations	2020	2021	2022E	2023F	2024F
PER	18.3	9.7	6.4	6.2	5.8
PBR	1.8	2.6	1.7	1.4	1.1
PSR	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
ROE	10.2	30.9	30.4	24.4	21.2
ROIC	14.5	26.9	30.7	24.1	22.4

자료: NH투자증권 리서치본부

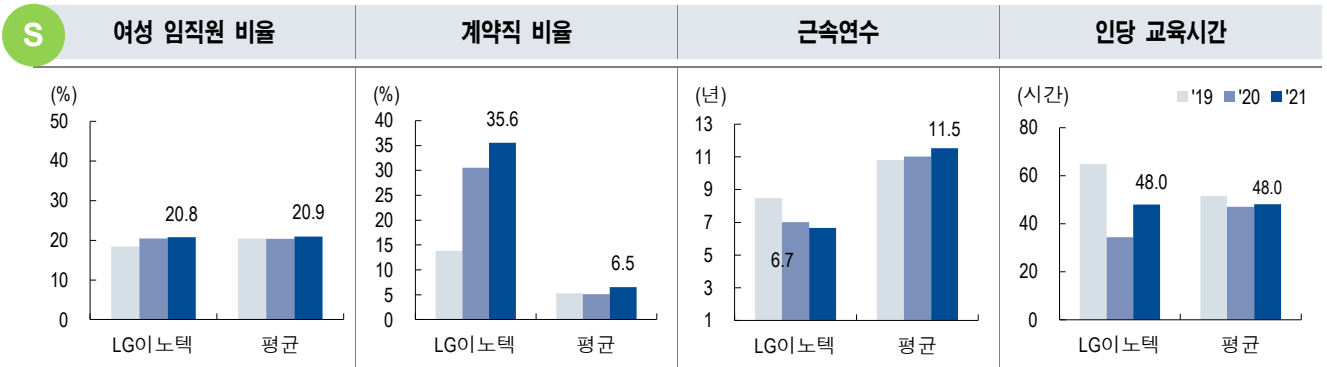
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	6,212	6,466	6,138	5,755	7,641	7,982	7,975	9,542	14,946
영업이익	136	314	224	105	296	264	476	681	1,264
영업이익률(%)	2.2	4.9	3.6	1.8	3.9	3.3	6.0	7.1	8.5
세전이익	22	192	122	11	239	184	233	443	1,193
순이익	16	113	95	5	175	163	102	236	888
지배지분순이익	16	113	95	5	175	163	102	236	888
EBITDA	665	849	706	456	652	782	1,058	1,350	2,034
CAPEX	383	261	262	319	776	1414	470	767	1,010
Free Cash Flow	52	482	417	13	-330	-351	299	184	167
EPS(원)	770	5,020	4,018	209	7,385	6,891	4,323	9,977	37,532
BPS(원)	65,287	71,681	74,578	75,145	82,426	89,501	93,151	102,576	140,034
DPS(원)	0	250	350	250	250	300	300	700	3,000
순차입금	1,758	1,063	701	740	1,133	1,505	1,118	1,029	923
ROE(%)	1.2	7.5	5.5	0.3	9.4	8.0	4.7	10.2	30.9
ROIC(%)	2.9	8.2	6.7	1.9	8.8	6.9	9.2	14.5	26.9
배당성향(%)	0.0	5.3	8.7	119.4	3.4	4.4	6.9	7.0	8.0
배당수익률(%)	0.0	0.2	0.4	0.3	0.2	0.3	0.2	0.4	0.8
순차입금 비율(%)	133.5	62.7	39.7	41.6	58.1	71.1	50.7	42.4	27.9

자료: LG이노텍, NH투자증권 리서치본부

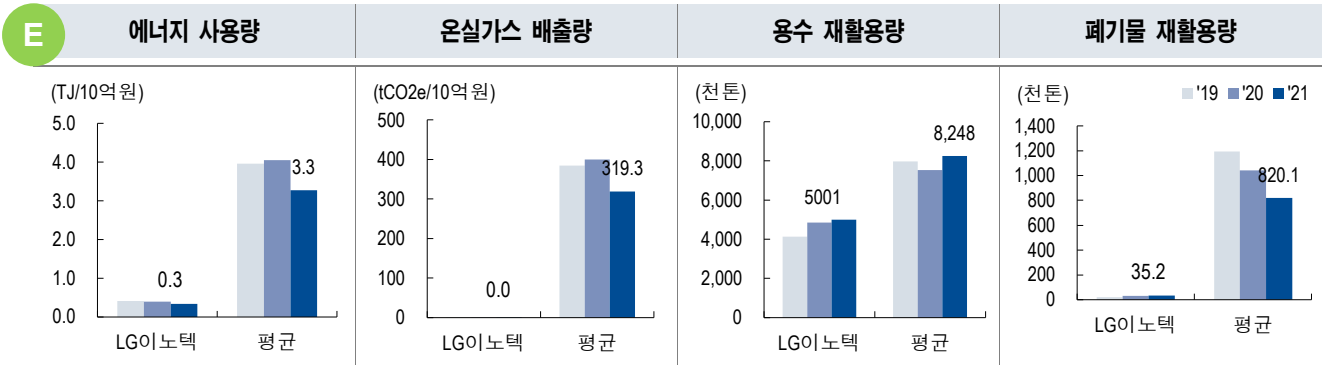
ESG Index & Event



주1: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 191개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: LG이노텍, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: LG이노텍, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: LG이노텍, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2018.5	- 구미사업장 CEN Inside Award(에너지경영시스템) 수상
	2017.3	- 구미사업장의 유해화학물질 관리대상 보관의무 불이행 및 오산사업장의 전자정보처리프로그램 내 입력 미준수 건으로 각각 과태료 180만원/500만원의 처분을 받은 바 있음
S	2019.6	- 동반성장위원회 동반성장지수 "최우수"등급 획득
	2017.12	- 가족친화기업인증기업 선정
G	2018.7	- LG그룹 구광모 회장이 4대 회장으로 취임
		- 구광모 회장의 취임 후 계열분리 이슈가 대두되었으나, 현재까지 구분준 고문이 LG의 2대 주주 지위를 유지하고 있음

자료: LG이노텍, NH투자증권 리서치본부

표1. LG이노텍 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	14,946	20,372	21,051	21,480
영업이익	1,264	1,715	1,848	1,976
<i>영업이익률</i>	8.5	8.4	8.8	9.2
EBITDA	2,034	2,557	2,753	2,933
(지배지분)순이익	888	1,175	1,220	1,311
EPS	37,532	49,634	51,558	55,394
PER	9.7	6.4	6.2	5.8
PBR	2.6	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA	4.7	3.2	2.9	2.6
ROE	30.9	30.4	24.4	21.2

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. LG이노텍 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023F
매출액	5,755	7,641	7,982	7,975	9,542	14,946	20,372	21,051
광학솔루션	2,850	4,678	5,097	5,426	6,779	11,518	16,721	17,379
기판소재	1,152	1,142	1,159	1,126	1,244	1,571	1,723	1,692
전장부품	829	853	963	1,132	1,187	1,390	1,425	1,467
기타사업 및 내부거래	980	994	763	291	331	467	502	513
전사 영업이익	105	296	264	476	681	1,264	1,715	1,848
광학솔루션	113	241	218	371	447	951	1,247	1,418
기판소재	49	94	92	158	254	363	434	366
전장부품	15	-4	-15	-52	-39	-84	-3	26
기타사업 및 내부거래	-71	-35	-31	-1	19	34	37	38
전사 영업이익률	1.8	3.9	3.3	6.0	7.1	8.5	8.4	8.8
광학솔루션	4.0	5.2	4.3	6.8	6.6	8.3	7.5	8.2
기판소재	4.2	8.2	7.9	14.0	20.4	23.1	25.2	21.6
전장부품	1.8	-0.4	-1.6	-4.6	-3.3	-6.0	-0.2	1.8
기타사업 및 내부거래	-7.3	-3.6	-4.0	-0.2	5.7	7.3	7.3	7.5
세전이익	11	239	184	233	443	1,193	1,580	1,743
지배지분순이익	5	175	163	102	236	888	1,178	1,220

자료: LG이노텍, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. LG이노텍 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E
매출액	3,070	2,355	3,798	5,723	3,952	3,703	5,387	7,331
광학솔루션	2,259	1,554	2,910	4,795	3,089	2,804	4,440	6,390
기판소재	359	361	424	428	415	452	436	421
전장부품	334	326	342	387	314	331	381	400
기타사업 및 내부거래	118	113	122	114	134	117	132	120
전사 영업이익	347	152	336	430	367	290	445	614
광학솔루션	243	69	226	412	250	167	315	515
기판소재	82	85	119	77	105	124	117	86
전장부품	11	-11	-22	-61	-2	-9	1	6
기타사업 및 내부거래	11.0	9.1	12.1	1.8	-4.4	-2.7	9.6	6
전사 영업이익률	11.3	6.5	8.8	7.5	9.3	7.8	8.3	8.4
광학솔루션	10.8	4.4	7.8	8.6	8.1	6.0	7.1	8.1
기판소재	22.8	23.5	28.1	18.1	25.4	27.4	26.9	20.4
전장부품	3.2	-3.4	-6.5	-15.8	-0.6	-2.6	0.2	1.5
기타사업 및 내부거래	9.4	8.0	9.9	1.6	-3.3	-2.3	7.3	5.1
세전이익	333	181	318	361	355	278	410	537
지배지분순이익	251	147	227	262	268	206	302	402

자료: LG이노텍, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income					Valuations/profitability/stability				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F		2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
매출액	14,946	20,372	21,051	21,480	PER(배)	9.7	6.4	6.2	5.8
증감률 (%)	56.6	36.3	3.3	2.0	PBR(배)	2.6	1.7	1.4	1.1
매출원가	12,815	17,536	18,055	18,322	PCR(배)	4.5	3.1	2.8	2.6
매출총이익	2,131	2,836	2,995	3,158	PSR(배)	0.6	0.4	0.4	0.4
Gross 마진 (%)	14.3	13.9	14.2	14.7	EV/EBITDA(배)	4.7	3.2	2.9	2.6
판매비와 일반관리비	866	1,121	1,148	1,182	EV/EBIT(배)	7.5	4.8	4.3	3.8
영업이익	1,264	1,715	1,848	1,976	EPS(원)	37,532	49,634	51,558	55,394
증감률 (%)	85.6	35.7	7.7	7.0	BPS(원)	140,034	186,669	235,227	287,622
OP 마진 (%)	8.5	8.4	8.8	9.2	SPS(원)	631,493	860,784	889,451	907,599
EBITDA	2,034	2,557	2,753	2,933	자기자본이익률(ROE, %)	30.9	30.4	24.4	21.2
영업외손익	-71	-135	-104	-103	총자산이익률(ROA, %)	12.9	13.4	11.7	11.0
금융수익(비용)	-41	-52	-55	-53	투자자본이익률 (ROIC, %)	26.9	30.7	24.1	22.4
기타영업외손익	-30	-83	-49	-50	배당수익률(%)	0.8	0.9	0.9	0.9
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	배당성장(%)	8.0	6.0	5.8	5.4
세전계속사업이익	1,193	1,580	1,743	1,873	총현금배당금(십억원)	71	71	71	71
법인세비용	314	405	523	562	보통주 주당배당금(원)	3,000	3,000	3,000	3,000
계속사업이익	879	1,175	1,220	1,311	순부채(현금)/자기자본(%)	27.8	16.7	7.2	-1.1
당기순이익	888	1,175	1,220	1,311	총부채/자기자본(%)	133.6	120.3	100.9	87.1
증감률 (%)	276.2	32.2	3.9	7.4	이자발생부채	1,505	1,811	1,811	1,812
Net 마진 (%)	5.9	5.8	5.8	6.1	유동비율(%)	124.3	130.9	133.1	136.7
지배주주지분 손이익	888	1,175	1,220	1,311	총발행주식수(백만)	24	24	24	24
비지배주주지분 손이익	0	0	0	0	액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
기타포괄이익	15	0	0	0	주가(원)	364,000	319,500	319,500	319,500
총포괄이익	903	1,175	1,220	1,311	시가총액(십억원)	8,615	7,562	7,562	7,562

Statement of financial position					Cash flow statement				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F	(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
현금및현금성자산	566	1,056	1,392	1,870	영업활동 현금흐름	1,178	1,996	2,272	2,475
매출채권	1,895	2,264	2,339	2,387	당기순이익	888	1,175	1,220	1,311
유동자산	4,113	5,200	5,687	6,269	+ 유/무형자산상각비	770	842	905	957
유형자산	3,146	4,099	5,045	5,995	+ 중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
투자자산	57	63	69	76	+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
비유동자산	3,628	4,530	5,494	6,468	Gross Cash Flow	1,918	2,464	2,694	2,873
자산총계	7,741	9,731	11,182	12,737	- 운전자본의증가(감소)	-845	-17	150	211
단기성부채	426	512	513	513	투자활동 현금흐름	-1,008	-1,744	-1,817	-1,324
매입채무	1,566	1,940	2,005	2,046	+ 유형자산 감소	10	0	0	0
유동부채	3,310	3,974	4,273	4,585	- 유형자산 증가(CAPEX)	-1,010	-1,750	-1,750	-1,250
장기성부채	1,078	1,298	1,298	1,298	+ 투자자산의매각(취득)	-3	-6	-6	-7
장기충당부채	4	4	5	5	Free Cash Flow	167	246	522	1,225
비유동부채	1,117	1,339	1,341	1,344	Net Cash Flow	169	252	455	1,151
부채총계	4,427	5,313	5,615	5,929	재무활동현금흐름	-310	235	-70	-70
자본금	118	118	118	118	자기자본 증가	0	0	0	0
자본잉여금	1,134	1,134	1,134	1,134	부채증감	-310	235	-70	-70
이익잉여금	2,048	3,152	4,301	5,541	현금의증가	-129	491	335	478
비지배주주지분	0	0	0	0	기말현금 및 현금성자산	566	1,056	1,392	1,870
자본총계	3,314	4,418	5,567	6,807	기말 순부채(순현금)	923	739	404	-75

PI첨단소재 (178920.KS)

이익률 개선 및 중장기 성장성 유효

Company Report | 2022. 11. 14

※ ESG Index/Event는 49페이지 참조

중화권 스마트폰 업체들의 출하량 부진에 따른 재고조정 영향으로 단기 실적 둔화. 하지만 원/부재료 가격 하락에 따른 마진 개선 긍정적. 중장기 2차전지 및 XR 등 성장성이 큰 산업에서의 수혜 기대

스마트폰 출하량 둔화로 매출 부진하나 마진 개선은 긍정적

북미 고객사 판매 호조세 영향에도 최근 중국 세트업체들의 출하량 부진 및 재고 조정 영향으로 동사 실적도 둔화. 하지만 최근 매출액 감소에도 원/부재료 가격 하락, 재활용률 상승으로 마진이 전분기대비 개선되었다는 점은 긍정적. 중장기적으로 XR 등 신규 IT기기 수요 확대 수혜 가능할 것

단기적으로는 중화권 고객사들의 스마트폰 판매 둔화에 따라 재고 조정이 지속될 것으로 전망. 물량 회복은 중화권 업체들과 북미 고객사의 부품 주문이 다시 확대될 것으로 예상되는 2분기 중하순 이후 가능할 것으로 기대

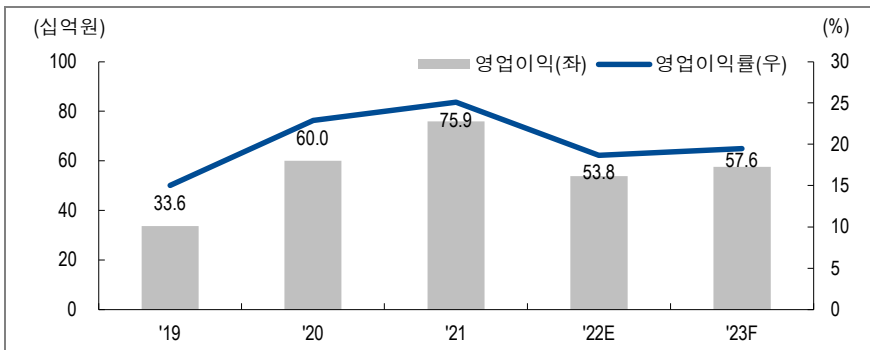
다만, 재료비 가격 하락이 진행되고 있어 실적 저점은 2022년 4분기와 2023년 1분기에 통과하게 될 가능성 높다고 판단. 이미 역사적으로 낮아진 밸류에이션을 고려했을 때 추가적인 하락보다는 업황 개선을 기대한 매수가 합리적이라고 판단

중장기 2차전지 및 XR 등 성장산업에서의 수혜 기대

중장기적으로는 2차전지와 XR 등 성장성이 높은 산업에서의 수혜 기대. XR기기의 경우 현재는 주로 PI소재가 필요하지 않은 LCD 디스플레이가 탑재되고 있으나 향후 화질 개선 등을 고려했을 때 OLED 침투율 확대 예상되어 동사 수혜 가능할 것

2차전지용 절연필름 매출도 IT와는 다르게 꾸준히 확대되고 있는 상황. IT기기 수요 회복시 마진의 가파른 상승과 밸류에이션 회복도 기대되어 중장기 관점에서 현재 주가 매력적인 구간이라고 판단

PI첨단소재 영업이익 추이



자료: PI첨단소재, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가 43,000원 (유지)

현재가 ('22/11/11) 33,350원

업종	화학
KOSPI / KOSDAQ	2483.16 / 731.22
시가총액(보통주)	979.4십억원
발행주식수(보통주)	29.4백만주
52주 최고가 ('21/12/30)	55,100원
최저가 ('22/10/31)	29,650원
평균거래대금(60일)	4,198백만원
배당수익률(2022E)	3.27%
외국인지분율	9.9%

주요주주	
코리아피이홀딩스 외 1 인	54.2%
국민연금공단	8.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-12.6	-24.9	-23.3
상대수익률 (%p)	-11.2	-21.6	-9.7

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	301.9	288.0	295.5	294.1
증감률	15.3	-4.6	2.6	-0.5
영업이익	75.9	53.8	57.6	57.8
증감률	26.4	-29.1	7.2	0.3
영업이익률	25.1	18.7	19.5	19.6
(지배지분)순이익	64.0	51.3	53.7	54.1
EPS	2,179	1,745	1,828	1,842
증감률	53.4	-19.9	4.7	0.7
PER	25.3	19.1	18.2	18.1
PBR	5.0	2.8	2.7	2.5
EV/EBITDA	15.8	12.7	11.4	10.7
ROE	21.0	15.3	15.1	14.3
부채비율	45.1	45.5	47.2	46.3
순차입금	-47.5	-7.1	0.1	-18.1

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이규하
02)768-7248, kyuha.lee@nhq.com

Summary

PI첨단소재는 PI필름 글로벌 1위 생산 업체로 FPCB 소재, 스마트폰 방열시트, EV 배터리용 절연 테이프, MLCC 공정소재 등을 생산. 2021년 매출액은 3,019억원(+ 15.3% y-y)이며 사업부문별 매출은 FPCB부문 약 40%, 방열시트부문 약 35%, 첨단산업부문 약 25%로 구성. 주요 전방산업인 스마트폰 수요 회복으로 매출액 회복세가 전망되며, 중장기적으로는 폴더블 스마트폰, 5G 안테나 소재(MPI), 2차전지 등 성장성이 높은 산업에서 기술력을 바탕으로 지속적인 수혜를 입을 것으로 예상

Share price drivers/Earnings Momentum

- 전방산업 수요 증가에 따른 출하량 증가
- 부재료 가격 상승 및 타이트한 수급으로 인한 혼합 평균 가격 상승
- 2차전지 및 5G 안테나용 MPI 등 첨단산업 수요 확대

Downside Risk

- 스마트폰 산업 수요의 전반적인 부진
- 전장 산업 수요 부진

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2022E	2023F	2022E	2023F	2022E	2023F
Kaneka	8.7	7.3	0.6	0.5	7.1	7.5
Ube Industries	8.0	12.6	0.5	0.5	6.7	4.0
Dupont	21.1	18.2	1.3	1.3	6.3	7.0
Toray Industries	12.1	11.0	0.7	0.8	6.4	7.6

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2020	2021	2022E	2023F	2024F
PER	26.0	25.3	19.1	18.2	18.1
PBR	3.8	5.0	2.8	2.7	2.5
PSR	4.2	5.4	3.4	3.3	3.3
ROE	15.6	21.0	15.3	15.1	14.3
ROIC	16.4	21.3	14.9	13.7	12.6

자료: NH투자증권 리서치본부

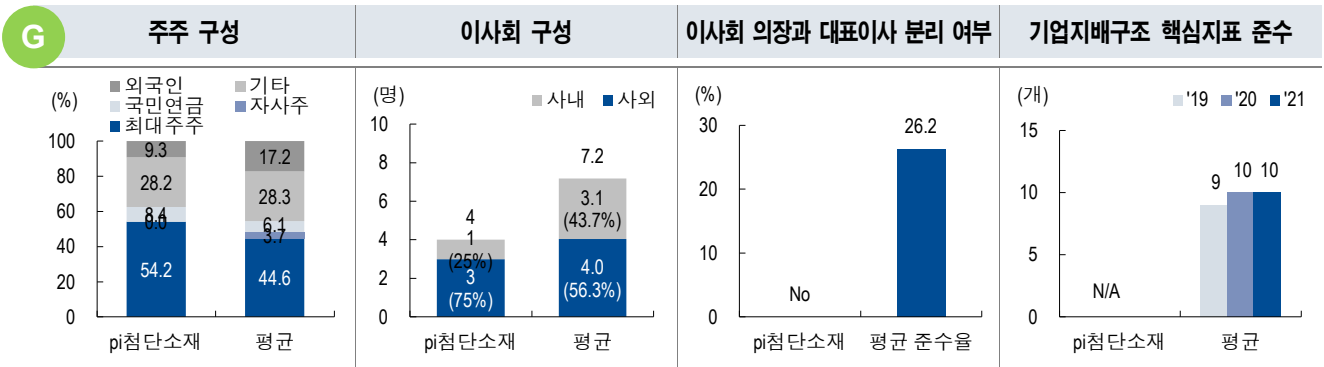
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

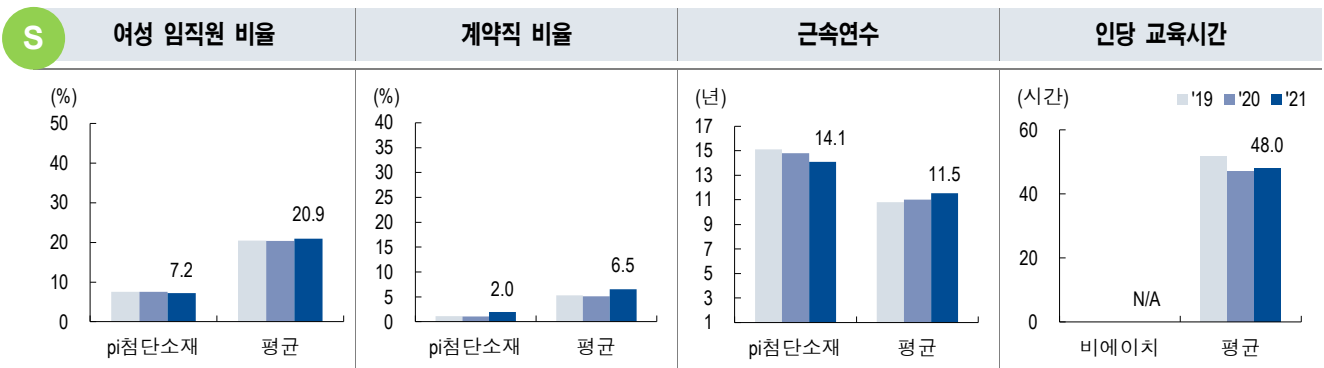
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	134	137	136	153	216	245	224	262	302
영업이익	39	37	29	32	53	61	34	60	76
영업이익률(%)	29.5	27.3	21.2	21.1	24.5	24.7	15.0	22.9	25.1
세전이익	33	28	21	28	42	44	21	53	83
순이익	26	22	17	21	33	35	18	42	64
EBITDA	52	49	41	45	68	76	53	42	64
CAPEX	2	3	29	27	12	67	24	81	100
Free Cash Flow	43	21	-7	6	58	-49	14	15	33
EPS(원)	699	660	578	714	1,116	1,191	603	34	56
BPS(원)	5,774	6,595	7,171	7,783	8,453	8,810	8,557	1,422	2,179
DPS(원)	660	0	110	450	800	830	315	9,664	11,097
순차입금	-21	-2	5	2	-42	42	43	315	1,090
ROE(%)	12.2	10.7	8.4	9.6	13.8	13.8	6.9	-54	-48
ROIC(%)	16.1	15.9	12.9	12.9	19.2	22.3	10.4	15.6	21.0
배당성향(%)	94.4	0.0	19.0	63.0	71.7	69.7	52.2	14.6	21.3
배당수익률(%)	N/A	0.0	1.1	3.2	1.7	2.5	0.9	22.2	50.0
순차입금 비율(%)	-9.9	-1.1	2.4	0.8	-17.1	16.3	17.1	0.9	2.0

자료: PI첨단소재, NH투자증권 리서치본부

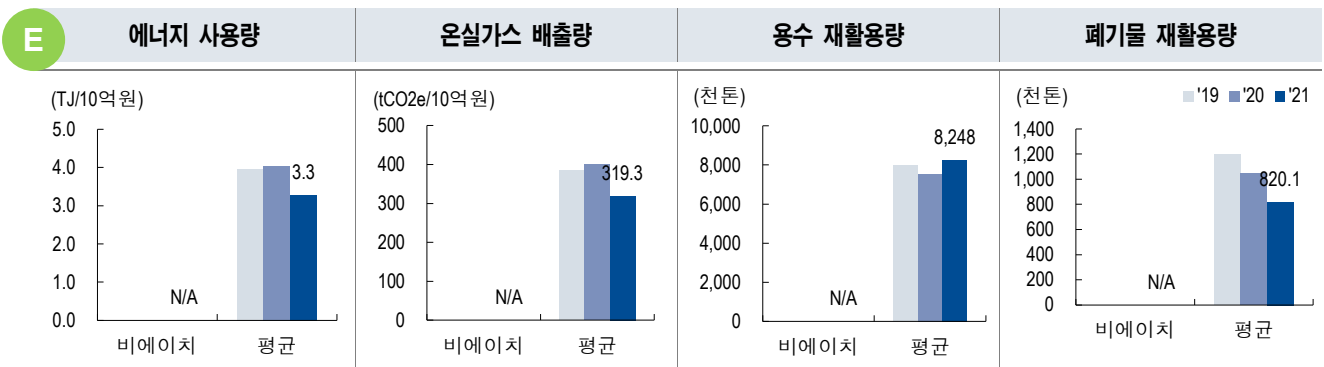
ESG Index & Event



주1: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 191개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: pi첨단소재, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: pi첨단소재, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: pi첨단소재, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2018.3	- 대기 배출시설 변경신고 미준수로 과태료 처분
	2017.11	- 대기오염 배출 자가측정 미준수로 과태료 처분
S	2019.8	- 일본의 카네카 대상으로 특허를 침해하지 않았다는 '비침해확인' 소송에서 승소
G	2019.12	- SK와 코오롱인더스트리가 pi첨단소재 지분 전량(54.07%)을 글랜우드 프라이빗에쿼티가 세운 투자목적회사 코리아미홀딩스에 매도

자료: 언론보도, pi첨단소재, NH투자증권 리서치본부

표1. PI첨단소재 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	301.9	288.0	295.5	294.1
영업이익	75.9	53.8	57.6	57.8
영업이익률	25.1	18.7	19.5	19.6
EBITDA	99.6	76.3	85.9	90.2
(지배지분)순이익	64.0	51.3	53.7	54.1
EPS	2,179	1,745	1,828	1,842
PER	25.3	19.1	18.2	18.1
PBR	5.0	2.8	2.7	2.5
EV/EBITDA	15.8	12.7	11.4	10.7
ROE	21.0	15.3	15.1	14.3

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. PI첨단소재 제품별 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	301.9	288.0	295.5	294.1
Quantity (Ton)	4,436	4,059	4,052	4,071
FPCB	121.1	113.2	108.6	104.8
G/S (Graphite Sheet, 방열시트)	106.2	110.5	114.4	114.4
첨단산업	74.5	64.4	71.5	72.9
영업이익	75.9	53.8	57.6	57.8
영업이익률(%)	25.1	18.7	19.5	19.6
세전이익	83.3	63.5	67.9	68.5
지배지분순이익	64.0	51.3	53.7	54.1

자료: PI첨단소재, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. PI첨단소재 제품별 분기 실적 전망

(단위: 십억원, Ton, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E
매출액	77.6	74.1	80.3	69.9	78.3	75.1	70.3	64.3
Quantity (Ton)	1,148	1,082	1,155	1,051	1,070	986	907	904
FPCB	31.0	29.5	33.0	27.6	35.5	31.3	24.4	22.0
G/S (Graphite Sheet, 방열시트)	26.3	26.0	28.4	25.5	24.6	25.5	31.3	29.1
첨단산업	20.3	18.6	18.8	16.8	18.2	18.2	14.6	13.3
영업이익	20.7	21.6	19.2	14.4	13.2	12.9	14.1	13.4
영업이익률(%)	26.6	29.1	23.9	20.6	16.9	17.3	20.0	20.9
세전이익	20.5	20.5	20.2	22.1	14.0	15.6	17.2	16.7
지배지분순이익	16.2	16.0	15.6	16.1	11.9	12.8	13.6	13.0

자료: PI첨단소재, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
매출액	301.9	288.0	295.5	294.1
증감률 (%)	15.3	-4.6	2.6	-0.5
매출원가	197.8	204.6	207.5	205.0
매출총이익	104.1	83.5	88.0	89.1
Gross 마진 (%)	34.5	29.0	29.8	30.3
판매비와 일반관리비	28.2	29.7	30.4	31.4
영업이익	75.9	53.8	57.6	57.8
증감률 (%)	26.4	-29.1	7.2	0.3
OP 마진 (%)	25.1	18.7	19.5	19.6
EBITDA	99.6	76.3	85.9	90.2
영업외손익	7.5	9.7	10.3	10.7
금융수익(비용)	-0.4	-0.4	-0.6	-0.6
기타영업외손익	7.8	10.2	11.0	11.3
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	83.3	63.5	67.9	68.5
법인세비용	19.3	12.3	14.3	14.4
계속사업이익	64.0	51.3	53.7	54.1
당기순이익	64.0	51.3	53.7	54.1
증감률 (%)	53.4	-19.9	4.7	0.7
Net 마진 (%)	21.2	17.8	18.2	18.4
지배주주지분 순이익	64.0	51.3	53.7	54.1
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	-0.1	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	63.9	51.3	53.7	54.1

Valuations/profitability/stability				
	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
PER(배)	25.3	19.1	18.2	18.1
PBR(배)	5.0	2.8	2.7	2.5
PCR(배)	14.7	11.3	10.1	9.6
PSR(배)	5.4	3.4	3.3	3.3
EV/EBITDA(배)	15.8	12.7	11.4	10.7
EV/EBIT(배)	20.7	18.1	17.0	16.6
EPS(원)	2,179	1,745	1,828	1,842
BPS(원)	11,097	11,753	12,491	13,242
SPS(원)	10,279	9,808	10,062	10,015
자기자본이익률(ROE, %)	21.0	15.3	15.1	14.3
총자산이익률(ROA, %)	14.6	10.5	10.3	9.8
투하자본이익률 (ROIC, %)	21.3	14.9	13.7	12.6
배당수익률(%)	2.0	3.3	3.3	3.3
배당성향(%)	50.0	62.5	59.6	59.2
총현금배당금(십억원)	32	32	32	32
보통주 주당배당금(원)	1,090	1,090	1,090	1,090
순부채(현금)자기자본(%)	-14.6	-2.1	0.0	-4.7
총부채/자기자본(%)	45.1	45.5	47.2	46.3
이자발생부채	63	68	73	75
유동비율(%)	180.7	144.6	129.6	139.1
총발행주식수(백만)	29	29	29	29
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	55,100	33,350	33,350	33,350
시가총액(십억원)	1,618	979	979	979

Statement of financial position				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
현금및현금성자산	90.5	51.9	46.9	66.0
매출채권	44.4	48.0	49.2	49.0
유동자산	196.4	167.4	167.2	186.8
유형자산	255.1	315.0	355.4	367.1
투자자산	0.8	1.0	1.1	1.2
비유동자산	276.6	334.6	372.9	382.1
자산총계	473.0	502.0	540.1	568.9
단기성부채	42.6	47.1	52.2	54.4
매입채무	23.2	19.2	19.7	19.6
유동부채	108.6	115.7	129.0	134.3
장기성부채	20.7	20.7	20.7	20.7
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	38.4	41.2	44.3	45.7
부채총계	147.1	156.9	173.3	180.0
자본금	14.7	14.7	14.7	14.7
자본잉여금	187.5	187.5	187.5	187.5
이익잉여금	201.8	221.0	242.7	264.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	325.9	345.1	366.8	388.9

Cash flow statement				
(십억원)	2020/12A	2021/12E	2022/12F	2023/12F
영업활동 현금흐름	88.6	71.9	91.1	91.6
당기순이익	64.0	51.3	53.7	54.1
+ 유/무형자산상각비	23.7	22.6	28.3	32.4
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	-0.7	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	110.1	86.5	96.9	101.5
- 운전자본의증가(감소)	-8.8	-1.9	9.1	5.1
투자활동 현금흐름	-50.6	-94.0	-37.8	-36.2
+ 유형자산 감소	0.0	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-32.7	-91.4	-35.0	-35.0
+ 투자자산의매각(취득)	0.2	-0.1	-0.1	-0.1
Free Cash Flow	55.9	-19.4	56.1	56.6
Net Cash Flow	38.0	-22.1	53.2	55.3
재무활동현금흐름	-24.0	-27.5	-26.8	-29.8
자기자본 증가	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증감	-24.0	-27.5	-26.8	-29.8
현금의증가	14.6	-38.5	-5.0	19.0
기말현금 및 현금성자산	90.5	51.9	46.9	65.9
기말 순부채(순현금)	-47.5	-7.1	0.1	-18.1

엠씨넥스 (097520.KS)

전방산업 수요 회복 필요

예상보다 국내 고객사의 수요가 부진하고 경쟁이 심화되며 동사 이익 감소세. 2023년에도 수요 둔화 트렌드가 이어질 것으로 예상되어 실적 부진 이어질 것. 중장기 전장부문에서의 성장성은 기회 요인

전반산업 수요 둔화 및 경쟁심화 고려해 목표주가 하향

동사에 대한 목표주가를 기존 39,000원에서 30,000원으로 하향하고 투자 의견 Hold 유지. 국내 고객사의 스마트폰 물량이 기대와는 다르게 2023년에도 감소할 것으로 예상되고 카메라 모듈 업체간 경쟁심화가 당분간 지속될 것으로 전망되기 때문. 전방산업 수요 회복 및 경쟁 완화 필요

전장부문은 출하량 회복, 고객사 다변화로 전년비 실적 성장세가 가능할 것. 중장기적으로는 자율주행용 부품 납품 등이 성장동력으로 작용할 것으로 기대

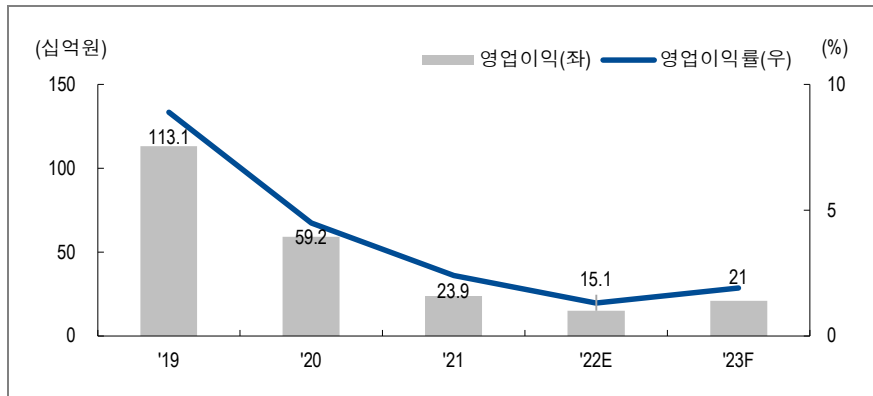
전장사업 경쟁력은 긍정적, 실적 회복 가시성 확보 필요

동사 3분기 영업이익은 9,200만원(-98.7% y-y)을 기록하며 시장 기대치 하회. 국내 고객사 스마트폰 출하량 부진 및 경쟁 심화에 따른 가격 하락이 주된 원인

연간 영업이익은 2023년 210억원(+39.5% y-y)을 기록하며 전년비 개선될 것으로 예상하나 시장 기대치는 하회할 것으로 전망. 공격적인 국내 스마트폰 업체의 목표와는 달리 글로벌 경제 둔화, 안드로이드 제품의 경쟁력 상실로 판매 감소세가 이어질 것으로 예상되기 때문

전방산업 수요가 살아나거나 전장 이익 기여도가 의미있게 확대되는 상황에서 주가 회복이 가능할 것으로 전망. 중장기적으로는 국내 고객사의 XR 출하량 증가에 따른 카메라 모듈 시장 확대가 주된 기회 요인

엠씨넥스 영업이익 추이



자료: 엠씨넥스, NH투자증권 리서치본부 전망

※ ESG Index/Event는 54페이지 참조

Hold (유지)

목표주가	30,000원 (하향)		
현재가 ('22/11/11)	28,000원		
업종	전기전자		
KOSPI / KOSDAQ	2483.16 / 731.22		
시가총액(보통주)	503.4십억원		
발행주식수(보통주)	18.0백만주		
52주 최고가 ('21/12/30)	57,500원		
최저가 ('22/10/13)	25,900원		
평균거래대금(60일)	1,804백만원		
배당수익률(2022E)	1.79%		
외국인지분율	7.9%		
주요주주			
민통육 외 6인	28.3%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-20.6	-30.6	-39.7
상대수익률	-19.3	-27.6	-29.0

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	1,009	1,119	1,092	1,106
증감률	-23.0	10.9	-2.4	1.3
영업이익	24	15	21	30
증감률	-59.6	-36.9	39.5	42.3
영업이익률	2.4	1.3	1.9	2.7
(지배지분)순이익	40	38	44	40
EPS	2,206	2,100	2,431	2,229
증감률	2.5	-4.8	15.8	-8.3
PER	26.1	13.3	11.5	12.6
PBR	3.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	13.7	7.0	5.7	4.4
ROE	14.3	12.0	12.7	10.6
부채비율	75.8	65.2	60.4	58.7
순차입금	45	-19	-66	-109

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이규하
02)768-7248, kyuha.lee@nhq.com

Summary

엠씨넥스는 스마트폰용 카메라모듈과 전장용 카메라모듈을 주요 제품으로 생산하는 업체. 2021년 매출액은 1조 9억원(-23.0% y-y)이며 사업부문별 매출은 카메라부문 약 65%, 전장부문 약 16%, 기타부문 약 19%로 구성. 고객사 출하량이 2022년 본격적인 회복세를 기록할 것으로 기대되는 가운데 핵심 카메라 모듈 업체인 동사도 수혜가 클 것으로 전망. 자율주행 관련 신제품 납품과 고객 다변화 가능성 고려했을 때 저평가 상태

Share price drivers/Earnings Momentum

- 퀴드러플 카메라 등 카메라 모듈 판가 상승
- 고객사 중저가 스마트폰 판매량 확대
- 지문인식 모듈 탑재 및 전장부품 수주 확대

Downside Risk

- 고객사 스마트폰 수요 감소
- 경쟁 심화에 따른 카메라 판가 하락
- ODM 출하량 확대로 국내 부품사 물량 감소

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2022E	2023F	2022E	2023F	2022E	2023F
Sunny Optical	29.9	21.4	4.0	3.4	13.2	16.1
O-Film	N/A	N/A	2.6	2.7	-24.1	-4.1
Largan	11.9	15.1	1.8	1.7	14.8	11.1
Luxshare Precision	22.9	17.4	4.8	3.8	20.8	21.9
Goertek	13.0	10.6	1.8	1.5	13.5	14.3

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2020	2021	2022E	2023F	2024F
PER	18.8	26.1	13.3	11.5	12.6
PBR	2.9	3.5	1.5	1.4	1.3
PSR	0.6	1.0	0.4	0.5	0.5
ROE	16.1	14.3	12.0	12.7	10.6
ROIC	15.9	5.8	4.4	6.3	9.3

자료: NH투자증권 리서치본부

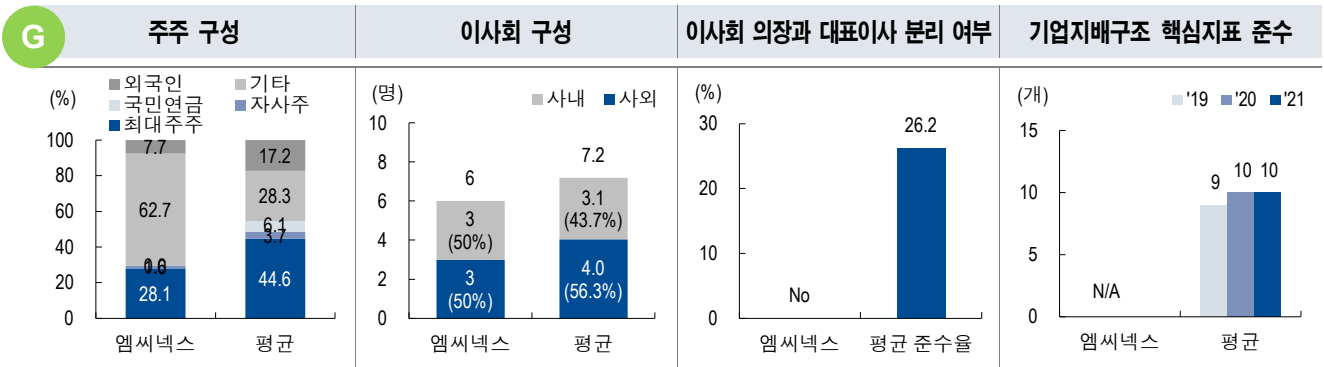
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

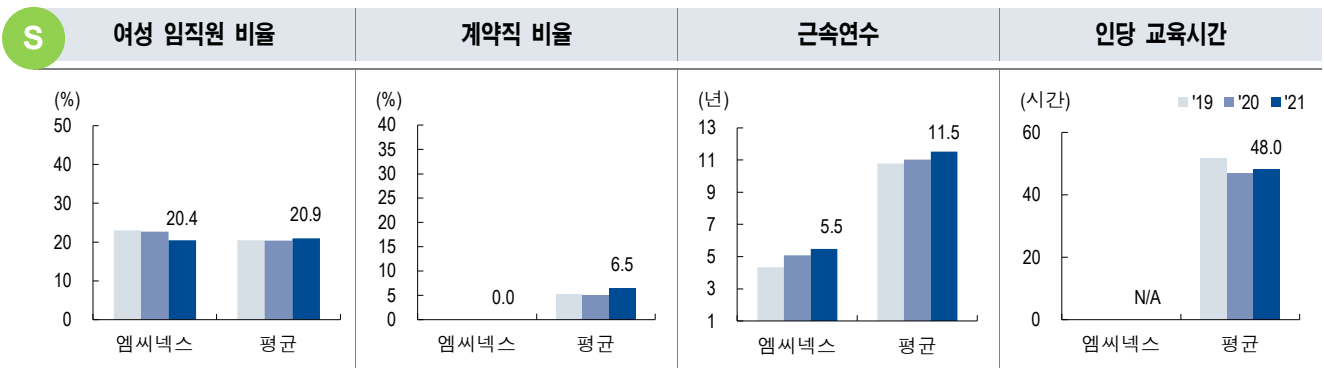
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	297	410	503	412	668	697	1,268	1,311	1,009
영업이익	12	23	26	-24	20	41	113	59	24
영업이익률(%)	4.1	5.5	5.2	-5.8	2.9	5.9	8.9	4.5	2.4
세전이익	9	19	23	-26	-1	43	121	53	50
순이익	8	14	16	-25	-1	30	85	38	40
지배지분순이익	8	14	16	-25	-1	30	85	38	40
EBITDA	18	36	43	-6	44	81	162	118	79
CAPEX	59	35	27	28	60	47	105	44	39
Free Cash Flow	-22	-34	55	-41	-32	78	11	-25	54
EPS(원)	599	1,011	1,198	-1,830	-105	2,092	5,079	2,152	2,206
BPS(원)	4,677	5,704	6,742	4,712	5,920	7,530	12,571	14,159	16,634
DPS(원)	45	134	220	0	173	300	500	500	500
순차입금	56	95	55	107	63	35	32	61	45
ROE(%)	13.6	19.5	19.2	-32.0	-1.1	26.2	47.7	16.1	14.3
ROIC(%)	8.6	10.5	10.9	-14.8	6.0	17.9	39.3	15.9	5.8
배당성장(%)	7.4	13.0	17.9	0.0	-262.1	14.0	10.4	22.9	22.6
배당수익률(%)	0.8	2.3	1.1	0.0	1.3	2.3	1.3	1.2	0.9
순차입금 비율(%)	88.2	123.2	60.8	167.8	63.8	26.7	14.3	24.3	15.2

자료: 엠씨넥스, NH투자증권 리서치본부

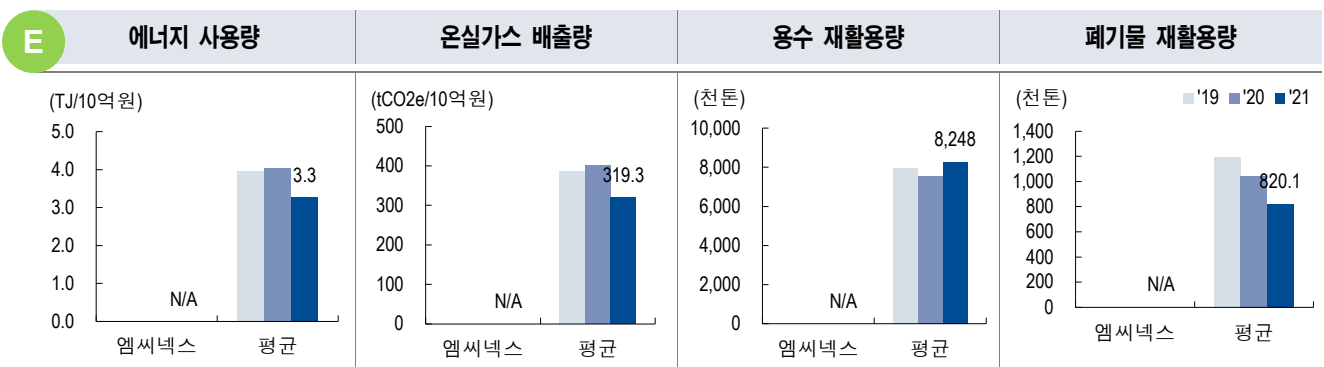
ESG Index & Event



주1: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 191개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수
 자료: 엠씨넥스, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 엠씨넥스, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 엠씨넥스, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2007.1	- ISO14001/TS 16949(환경경영/품질경영시스템) 인증 취득
S	2018.4	- 삼성전자로부터 혁신우수협력사 대상 수상
	2017.11	- 소재부품기술상 산업포장 수상
G	-	- N/A

자료: 언론보도, 엠씨넥스, NH투자증권 리서치본부

표1. 엠씨넥스 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2021	2022E	2023F	2024F
매출액	- 수정 후	1,009	1,119	1,092	1,106
	- 수정 전	-	1,257	1,310	1,381
	- 변동률	-	-11.0	-16.6	-19.9
영업이익	- 수정 후	24	15	21	30
	- 수정 전	-	52	55	58
	- 변동률	-	-71.0	-61.8	-48.5
영업이익률(수정 후)		2.4	1.3	1.9	2.7
EBITDA		79	69	77	89
(지배지분)순이익		40	38	44	40
EPS	- 수정 후	2,206	2,100	2,431	2,229
	- 수정 전	-	3,166	3,258	3,508
	- 변동률	-	-33.7	-25.4	-36.5
PER		26.1	13.3	11.5	12.6
PBR		3.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA		13.7	7.0	5.7	4.4
ROE		14.3	12.0	12.7	10.6

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 엠씨넥스 P/E 밸류에이션

(단위: 배, 원)

항 목	비 고	
Target PER	기존 Target 유지, 카메라 모듈 업종 평균	12.3
EPS	Expectation 2023	2,431
Fair Value Per Share	Target PER * EPS	30,000

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 엠씨넥스 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	1,009	1,119	1,092	1,106
휴대폰	837	914	867	853
전장	160	165	188	216
기타	12	40	38	37
영업이익	24	15	21	30
영업이익률(%)	2.4	1.3	1.9	2.7
세전이익	50	50	55	51
지배지분순이익	40	38	44	40

자료: 엠씨넥스, NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 엠씨넥스 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E
매출액	255.1	188.8	244.7	320.7	301.7	280.9	278.3	258.2
휴대폰	213.8	143.5	206.7	273.1	266.3	200.8	239.7	206.7
전장	39.8	42.0	34.8	43.6	32.7	46.6	36.6	49.4
기타	1.5	3.4	3.2	4.0	2.7	33.5	2.0	2.0
영업이익	4.5	-0.7	7.5	12.6	4.0	4.2	0.9	5.9
영업이익률(%)	1.8	-0.4	3.1	3.9	1.3	1.5	0.3	2.3
세전이익	15.1	0.8	19.1	15.4	8.6	19.4	14.3	8.1
지배지분순이익	11.3	-0.1	10.4	17.9	7.1	14.1	9.1	7.3

자료: 엠씨넥스, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
매출액	1,009	1,119	1,092	1,106
증감률 (%)	-23.0	10.9	-2.4	1.3
매출원가	921	1,037	1,006	1,009
매출총이익	89	83	86	97
Gross 마진 (%)	8.8	7.4	7.9	8.8
판매비와 일반관리비	65	68	65	67
영업이익	24	15	21	30
증감률 (%)	-59.6	-36.9	39.5	42.3
OP 마진 (%)	2.4	1.3	1.9	2.7
EBITDA	79	69	77	89
영업외손익	26	35	34	21
금융수익(비용)	-1	-3	-2	-1
기타영업외손익	28	38	36	22
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	50	50	55	51
법인세비용	11	13	12	11
계속사업이익	40	38	44	40
당기순이익	40	38	44	40
증감률 (%)	2.8	-4.5	15.8	-8.3
Net 마진 (%)	3.9	3.4	4.0	3.6
지배주주지분 순이익	40	38	44	40
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	9	0	0	0
총포괄이익	48	38	44	40

Valuations/profitability/stability				
	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
PER(배)	26.1	13.3	11.5	12.6
PBR(배)	3.5	1.5	1.4	1.3
PCR(배)	9.8	4.7	4.4	4.5
PSR(배)	1.0	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	13.7	7.0	5.7	4.4
EV/EBIT(배)	45.2	32.1	20.8	13.2
EPS(원)	2,206	2,100	2,431	2,229
BPS(원)	16,634	18,237	20,177	21,914
SPS(원)	56,362	62,253	60,769	61,540
자기자본이익률(ROE, %)	14.3	12.0	12.7	10.6
총자산이익률(ROA, %)	8.1	7.1	7.8	6.6
투자자본이익률 (ROIC, %)	5.8	4.4	6.3	9.3
배당수익률(%)	0.9	1.8	1.8	1.8
배당성장률(%)	22.6	23.4	20.2	22.1
총현금배당금(십억원)	9	9	9	9
보통주 주당배당금(원)	500	500	500	500
순부채(현금)/자기자본(%)	15.2	-5.9	-18.1	-27.7
총부채/자기자본(%)	75.8	65.2	60.4	58.7
이자발생부채	67	60	60	61
유동비율(%)	132.4	145.8	161.0	171.9
총발행주식수(백만)	18	18	18	18
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	57,500	28,000	28,000	28,000
시가총액(십억원)	1,033	503	503	503

Statement of financial position				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
현금및현금성자산	20.3	79.1	125.6	169.2
매출채권	152.0	124.3	121.4	122.9
유동자산	277.2	292.4	331.5	375.2
유형자산	198.9	202.2	204.3	205.0
투자자산	3.0	2.3	1.8	1.4
비유동자산	248.3	249.2	250.2	250.0
자산총계	525.5	541.6	581.7	625.2
단기성부채	50.2	47.4	47.5	47.7
매입채무	136.6	124.3	121.4	122.9
유동부채	209.5	200.5	205.9	218.2
장기성부채	16.6	12.8	12.8	12.8
장기충당부채	0.2	0.2	0.1	0.1
비유동부채	17.1	13.2	13.1	13.0
부채총계	226.6	213.7	219.0	231.3
자본금	9.0	9.0	9.0	9.0
자본잉여금	58.6	58.6	58.6	58.6
이익잉여금	228.0	256.9	291.7	323.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	299.0	327.9	362.7	394.0

Cash flow statement				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
영업활동 현금흐름	92.8	131.4	114.3	112.5
당기순이익	39.5	37.7	43.7	40.1
+ 유/무형자산상각비	54.8	53.6	56.3	59.1
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	0.2	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	105.0	106.5	113.4	111.1
- 운전자본의증가(감소)	1.9	37.5	12.5	12.1
투자활동 현금흐름	-67.5	-53.9	-47.1	-32.5
+ 유형자산 감소	2.4	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-38.9	-56.4	-48.8	-34.6
+ 투자자산의매각(취득)	0.3	0.7	0.5	0.4
Free Cash Flow	53.9	74.9	65.5	77.9
Net Cash Flow	25.3	77.5	67.2	80.0
재무활동 현금흐름	-23.8	-18.6	-11.7	-11.7
자기자본 증가	6.2	0.0	0.0	0.0
부채증감	-29.9	-18.6	-11.7	-11.7
현금의증가	2.5	58.8	46.5	43.6
기말현금 및 현금성자산	20.3	79.1	125.6	169.2
기말 순부채(순현금)	45.4	-19.3	-65.6	-109.0

이녹스첨단소재 (272290.KQ)

단기 실적 저점 통과 후 매출 다변화 기대

Company Report | 2022. 11. 14

※ESG Index/Event는 60페이지 참조

TV 판매 둔화에 따른 OLED 디스플레이 재고조정 영향을 반영해 목표주가 하향. 하지만 이미 상당부분 주가에 우려가 반영되었고 중장기 고객 및 OLEDoS 등 소재 다변화 고려시 현재 주가 과도한 저평가

Buy (유지)

목표주가	46,000원 (하향)
현재가 ('22/11/11)	29,100원
업종	IT부품
KOSPI / KOSDAQ	2483.16 / 731.22
시가총액(보통주)	585.7십억원
발행주식수(보통주)	20.1백만주
52주 최고가 ('22/01/20)	56,900원
최저가 ('22/11/04)	26,200원
평균거래대금(60일)	8,587백만원
배당수익률 (2022E)	1.20%
외국인지분율	17.0%
주요주주	
이녹스 외 3인	31.0%

OLED TV 재고조정 영향은 이미 반영

OLED TV 판매 둔화 영향을 반영해 실적 전망을 하향하고 동종업계 밸류에이션 하락 및 기준 시점 변경(22E->23F)을 고려해 목표주가를 기준 55,000원에서 46,000원으로 하향. 하지만 2023년 패널 출하량 회복과 고객사 다변화, OLEDoS 등 중장기 성장성 고려했을 때 매수관점 유효

고가의 OLED TV 세트 수요 부진으로 주요 고객사의 2022년 대형 OLED 디스플레이 출하량을 기준 대비 약 20% 하향하면서 동사 2022년 영업이익 추정치를 24.6% 하향

전반적인 TV 수요 부진이 2023년에도 이어질 것으로 예상되어 2023년 영업이익 전망도 기준 대비 22% 하향한 1,103억원(+8% y-y)수준으로 추정. 하지만 이미 수요 및 실적 둔화에 대한 우려가 상당부분 반영되어 밸류에이션이 역사적 저점에 머물러있어 추가적인 주가 하락 가능성은 제한적

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-12.2	-38.0	-21.8
상대수익률 (%)	-0.1	-26.6	6.2

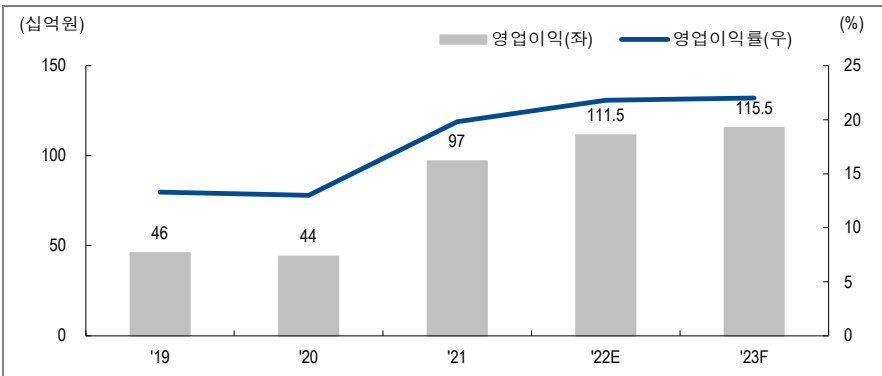
	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	487.3	511.1	525.1	534.4
증감률	44.9	4.9	2.7	1.8
영업이익	96.7	102.1	110.3	117.1
증감률	120.7	5.6	8.0	6.2
영업이익률	19.8	20.0	21.0	21.9
(지배지분)순이익	80.2	100.8	82.1	87.9
EPS	4,091	5,036	4,078	4,366
증감률	217.1	23.1	-19.0	7.1
PER	11.3	5.8	7.1	6.7
PBR	2.9	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	7.5	3.9	3.1	2.4
ROE	31.4	28.4	18.6	17.0
부채비율	46.0	37.0	33.0	29.3
순차입금	-48.5	-118.9	-188.3	-262.0

중화권 고객사 및 신규 소재로의 매출 다변화 긍정적

중장기적으로는 TV 및 IT세트 수요가 개선될 것으로 기대되는 가운데 XR 등 신규 IT기기에서의 수혜가 확대될 것으로 전망. 중화권 OLED 디스플레이 업체로의 매출 다변화가 진행되고 있다는 점도 긍정적

특히 중장기적으로는 최근 글로벌 업체들의 활발한 진출이 기대되는 XR용 OLEDoS 디스플레이의 성장성의 수혜가 가능할 것. 국내외 글로벌 디스플레이 업체들로 OLED 공정 소재 매출이 다변화 되어있고 OLEDoS에서 신규 공정 소재 납품 예상되어 현재 주가 과도한 저평가 국면이라고 판단

이녹스첨단소재 영업이익 추이



자료: 이녹스첨단소재, NH투자증권 리서치본부 전망

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이규하
02)768-7248, kyuha.lee@nhq.com

Summary

이녹스첨단소재는 FPCB 소재를 생산하는 INNOFLEX, 방열시트 및 방열디지타이저 시트 제품을 생산하는 SMARTFLEX, 반도체 패키징용 접착 및 절연소재를 생산하는 INNOSEM, 그리고 OLED 봉지재 등을 생산하는 INNOLED 4가지 사업부로 구성. 2021년 매출액은 4,873억원(+44.9% y-y)이며 사업부문별 매출은 INNOLED 약 58.2%, SMARTFLEX 약 20.0%, INNOFLEX 약 13.6%, INNOSEM 약 8.2%로 구성. 중장기적으로 OLED 디스플레이 시장 확대의 수혜를 입을 수 있을 것으로 예상.

Share price drivers/Earnings Momentum

- 폴더블 스마트폰 출하량의 본격적 증가에 따른 중소형 OLED 패널 사이즈 및 출하량의 지속적인 확대
- 국산화 수혜로 중소형 OLED 공정소재 점유율 확대
- 폴더블 스마트폰에 복합 방열필름 탑재할 경우 추가 실적 상향 가능성 존재

Downside Risk

- 수요 둔화로 OLED 패널 출하량 증가세 둔화
- 고객사 재고조정 가능성
- 방열필름 구조 변화에 따른 단가 하락

Cross valuations

(Units: x, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2022E	2023F	2022E	2023F	2022E	2023F
Universal Display	26.8	25.4	4.1	3.6	15.2	14.2
Nitto Denko	13.4	10.4	1.6	1.4	12.6	13.5
O-Film	N/A	N/A	2.6	2.7	-24.1	-4.1
덕산네오룩스	22.8	20.5	3.2	2.7	13.9	13.4
PI첨단소재	19.2	16.5	2.8	2.6	14.8	15.9

자료: Factset, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(Units: x, %)

Valuations	2020	2021	2022E	2023F	2024F
PER	17.7	11.3	5.8	7.1	6.7
PBR	2.2	2.9	1.5	1.2	1.0
PSR	1.3	1.9	1.1	1.1	1.1
ROE	13.2	31.4	28.4	18.6	17.0
ROIC	16.5	33.2	33.2	32.1	33.2

자료: NH투자증권 리서치본부

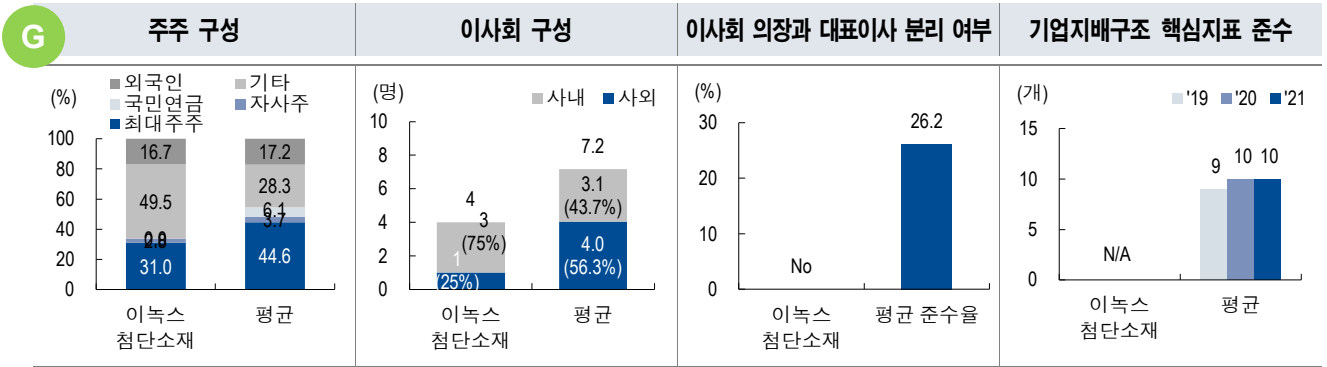
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

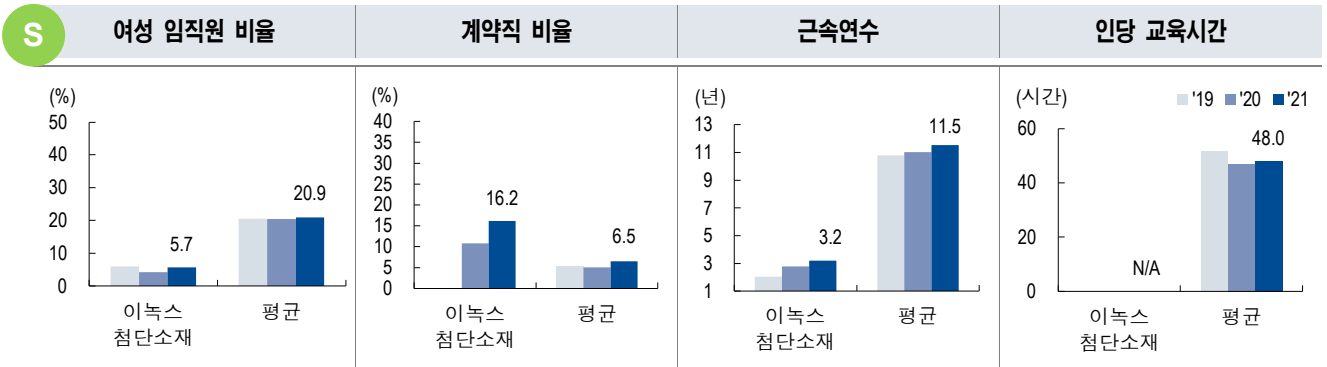
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	N/A	N/A	N/A	N/A	193	293	349	336	487
영업이익	N/A	N/A	N/A	N/A	22	38	46	44	97
영업이익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	11.5	13.1	13.3	13.0	19.8
세전이익	N/A	N/A	N/A	N/A	21	38	45	32	100
순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	17	30	35	25	80
지배지분순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	17	30	35	25	80
EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	28	49	62	61	115
CAPEX	N/A	N/A	N/A	N/A	11	42	19	17	19
Free Cash Flow	N/A	N/A	N/A	N/A	11	10	26	15	42
EPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	3,046	3,118	3,533	2,580	4,091
BPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	12,893	15,006	18,479	20,712	15,712
DPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	0	0	0	0	350
순차입금	N/A	N/A	N/A	N/A	29	31	22	11	-49
ROE(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	13.8	22.4	21.1	13.2	31.4
ROIC(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	19.8	18.8	16.5	33.2
배당성장률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	8.6
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8
순차입금 비율(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	23.5	20.9	12.0	5.4	N/A

자료: 이녹스첨단소재, NH투자증권 리서치본부

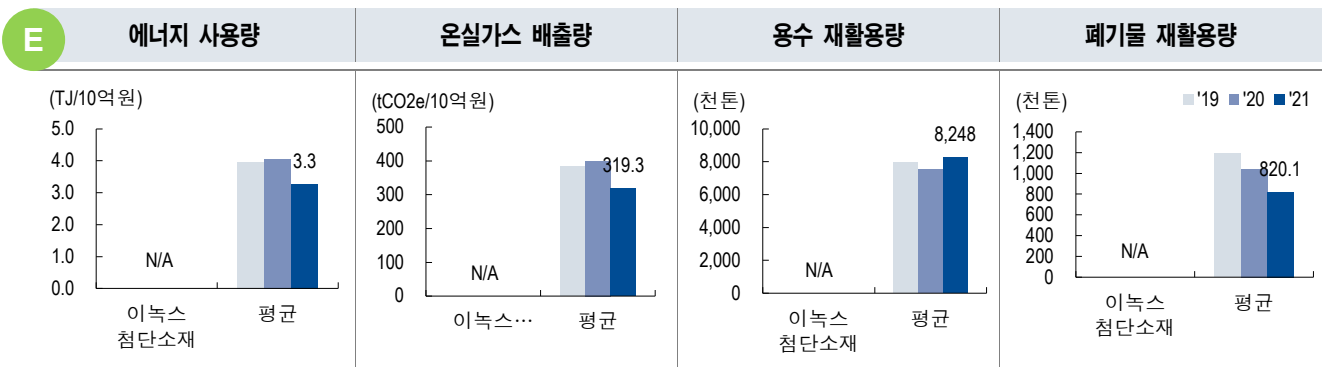
ESG Index & Event



주1: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 191개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 이녹스첨단소재, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 이녹스첨단소재, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 이녹스첨단소재, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2006.5	- ISO 14001(환경경영시스템) 인증 획득
S	2018.11	- 산업통상자원부 주관 2018 세계일류상품 선정 (OLED용 봉지재 필름)
	2018.9	- 교육부 주관 인적자원개발 우수기관(Best HRD) 인증 획득
G	2017.1	- 이녹스가 지주회사 이녹스와 사업회사 이녹스첨단소재로 인적분할

자료: 이녹스첨단소재, NH투자증권 리서치본부

표1. 이녹스첨단소재 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2021	2022E	2023F	2024F
매출액	- 수정 후	487.3	511.1	525.1	534.4
	- 수정 전	-	575.4	598.4	620.9
	- 변동률	-	-11.2	-12.3	-13.9
영업이익	- 수정 후	96.7	102.1	110.3	117.1
	- 수정 전	-	135.5	141.4	146.5
	- 변동률	-	-24.6	-22.0	-20.1
영업이익률(수정 후)		19.8	20.0	21.0	21.9
EBITDA		114.6	121.1	130.2	137.0
(지배지분)순이익		80.2	100.8	82.1	87.9
EPS	- 수정 후	4,091	5,036	4,078	4,366
	- 수정 전	-	4,963	4,959	5,163
	- 변동률	-	1.5	-17.8	-15.4
PER		11.3	5.8	7.1	6.7
PBR		2.9	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA		7.5	3.9	3.1	2.4
ROE		31.4	28.4	18.6	17.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 이녹스첨단소재 P/E 밸류에이션

(단위: 배, 원)

항 목	비 고	
Target PER	12배에서 11.2배로 하향, 글로벌 동종업체 평균 30% 할인	11.2
EPS	Expectation 2023	4,078
Fair Value Per Share	Target PER * EPS	46,000

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 이녹스첨단소재 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	487.3	511.1	525.1	534.4
INNOFLEX	66.3	52.0	46.8	42.1
SMARTFLEX	97.5	112.5	102.8	104.5
INNOSEM	40.0	38.6	40.5	42.5
INNOLED	298.1	308.0	335.0	345.3
영업이익	96.7	102.1	110.3	117.1
영업이익률(%)	19.8	20.0	21.0	21.9
세전이익	100.1	120.7	103.8	111.2
지배지분순이익	80.2	100.8	82.0	87.8

자료: 이녹스첨단소재, NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 이녹스첨단소재 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E
매출액	96.0	108.4	140.7	142.1	131.0	142.9	133.3	103.9
INNOFLEX	16.6	16.1	16.5	17.1	18.1	14.1	10.7	9.1
SMARTFLEX	16.0	22.3	29.9	29.3	27.4	31.3	30.9	22.9
INNOSEM	9.3	9.6	10.7	10.5	10.4	11.0	8.7	8.5
INNOLED	54.2	60.4	83.7	85.2	75.1	86.5	83.0	63.4
영업이익	13.6	19.9	30.8	32.4	31.0	32.2	27.6	11.3
영업이익률(%)	14.2	18.4	21.9	22.8	23.6	22.6	20.7	10.9
세전이익	14.2	20.3	32.3	33.3	33.5	36.4	36.7	14.1
지배지분순이익	11.1	19.2	25.6	24.3	26.0	34.6	29.2	11.0

자료: 이녹스첨단소재, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
매출액	487.3	511.1	525.1	534.4
증감률 (%)	44.9	4.9	2.7	1.8
매출원가	344.3	360.6	349.2	350.0
매출총이익	143.0	150.4	175.9	184.4
Gross 마진 (%)	29.3	29.4	33.5	34.5
판매비와 일반관리비	46.3	48.3	65.6	67.3
영업이익	96.7	102.1	110.3	117.1
증감률 (%)	120.7	5.6	8.0	6.2
OP 마진 (%)	19.8	20.0	21.0	21.9
EBITDA	114.6	121.1	130.2	137.0
영업외손익	3.4	18.6	-6.4	-5.9
금융수익(비용)	0.3	0.2	-1.4	0.1
기타영업외손익	3.1	18.4	-5.0	-6.0
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	100.1	120.7	103.9	111.2
법인세비용	20.0	19.9	21.8	23.4
계속사업이익	80.2	100.8	82.1	87.9
당기순이익	80.2	100.8	82.1	87.9
증감률 (%)	217.9	25.8	-18.6	7.1
Net 마진 (%)	16.5	19.7	15.6	16.4
지배주주지분 순이익	80.2	100.8	82.1	87.9
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	1.2	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	81.4	100.8	82.1	87.9

Valuations/profitability/stability				
	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
PER(X)	11.3	5.8	7.1	6.7
PBR(X)	2.9	1.5	1.2	1.0
PCR(X)	7.1	4.2	4.7	4.5
PSR(X)	1.9	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA(X)	7.5	3.9	3.1	2.4
EV/EBIT(X)	8.9	4.6	3.6	2.8
EPS(W)	4,091	5,036	4,078	4,366
BPS(W)	15,712	20,004	23,742	27,768
SPS(W)	24,863	25,524	26,090	26,554
자기자본이익률(ROE, %)	31.4	28.4	18.6	17.0
총자산이익률(ROA, %)	20.8	20.1	13.8	12.9
투자자본이익률 (ROIC, %)	33.2	33.2	32.1	33.2
배당수익률(%)	0.8	1.2	1.2	1.2
배당성장(%)	8.6	6.8	8.3	7.8
총현금배당금(십억원)	7	7	7	7
보통주 주당배당금(W)	350	350	350	350
순부채(현금)자기자본(%)	-15.7	-29.5	-39.4	-46.9
총부채/ 자기자본(%)	46.0	37.0	33.0	29.3
이자발생부채	65	64	64	63
유동비율(%)	238.0	288.8	330.3	373.5
총발행주식수(mn)	20	20	20	20
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	46,150	29,100	29,100	29,100
시가총액(십억원)	906	586	586	586

Statement of financial position				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
현금및현금성자산	108.6	177.5	245.5	318.0
매출채권	102.2	102.2	105.0	106.9
유동자산	283.4	356.6	427.2	503.5
유형자산	148.0	173.1	184.2	194.4
투자자산	5.2	7.5	10.9	11.5
비유동자산	167.2	194.9	208.4	219.1
자산총계	450.6	551.5	635.6	722.6
단기성부채	46.2	45.4	45.0	43.9
매입채무	20.5	20.4	21.0	21.4
유동부채	119.1	123.5	129.3	134.8
장기성부채	18.3	18.8	18.8	18.8
장기충당부채	3.3	4.8	7.0	7.4
비유동부채	22.9	25.4	28.4	28.9
부채총계	142.0	148.9	157.8	163.7
자본금	9.8	9.8	9.8	9.8
자본잉여금	106.4	106.4	106.4	106.4
이익잉여금	187.3	281.3	356.5	437.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	308.6	402.6	477.8	558.9

Cash flow statement				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
영업활동 현금흐름	60.8	122.9	108.6	111.0
당기순이익	80.2	100.8	82.1	87.9
+ 유/무형자산상각비	17.8	19.0	19.9	19.9
+ 종속, 관계기업관련손익	0.3	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	-1.0	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	126.5	140.0	123.3	129.9
- 운전자본의증가(감소)	-60.0	3.1	6.7	3.3
투자활동 현금흐름	-23.0	-33.6	-33.4	-30.5
+ 유형자산 감소	0.1	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-19.3	-30.0	-30.0	-30.0
+ 투자자산의매각(취득)	-4.9	-2.3	-3.4	-0.5
Free Cash Flow	41.5	92.9	78.6	81.0
Net Cash Flow	37.8	89.2	75.2	80.5
재무활동현금흐름	14.0	-7.2	-7.3	-8.0
자기자본 증가	7.2	0.0	0.0	0.0
부채증감	6.8	-7.2	-7.3	-8.0
현금의증가	52.1	69.0	68.0	72.5
기말현금 및 현금성자산	108.6	177.5	245.5	318.0
기말 순부채(순현금)	-48.5	-118.9	-188.3	-262.0

비에이치 (090460.KQ)

견조한 실적에 신규 성장 동력 본격화

Company Report | 2022.11. 14

※ESG Index/Event는 66페이지 참조

북미 고객사 스마트폰 출하량 둔화 우려에도 고가제품 판매 호조세로 동사 견조한 실적 흐름 유지될 것. 중장기 전장, 태블릿/노트북, XR 등 신규 성장 동력 존재함에도 현재 주가 과도한 저평가 구간

북미 고객사 우려에도 양호한 실적 흐름 유지될 것

최근 북미 고객사 스마트폰 출하량 둔화 우려에도 불구하고 판매 비중이 높은 고가 스마트폰 판매 호조세로 동사는 양호한 실적 흐름 유지할 것. 중장기적으로는 전장, 태블릿 및 노트북, XR 등으로 매출 다변화 기대되어 스마트폰 수요 부진에도 지속적인 성장세를 유지할 수 있을 것으로 전망

북미 업체의 경우 최근 중국 봉쇄에 따른 생산량 타격 영향에도 불구하고 실적 영향은 제한적일 것. 12월 이후 부족한 물량을 다시 생산할 것으로 예상되기 때문. 2023년에도 믹스 개선 및 점유율 확대 이어질 것으로 전망되어 양호한 실적 전망

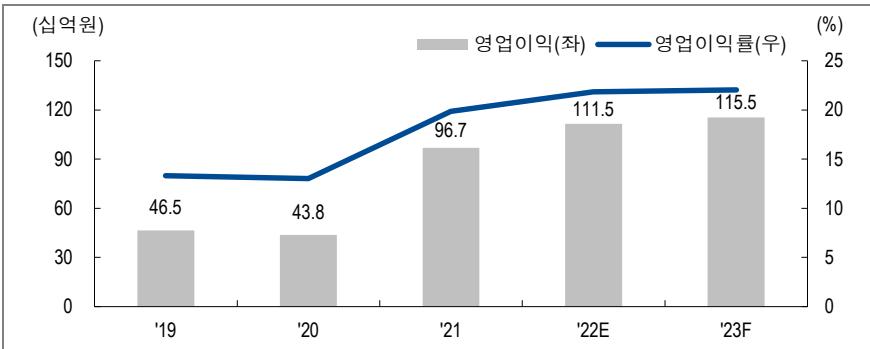
기존 스마트폰 디스플레이용 FPCB 뿐 아니라 전장 및 태블릿/노트북 향으로 매출이 다변화된다는 점도 긍정적. 특히 태블릿과 노트북의 경우 OLED 패널을 신규 탑재하면서 해당 판가가 크게 상승할 것으로 기대되어 실적 기여도가 클 것으로 기대

견조한 실적과 신규 사업에서의 성장성 고려시 현재 과도한 저평가

XR기기 향으로는 아직 동사가 직접적으로 납품하는 모델은 없으나 향후 국내 디스플레이 고객사가 OLED 패널을 공급하게 되는 경우 FPCB 기관 납품 가능성이 존재할 것으로 전망

기존 사업부의 안정적인 성장과 전장, 태블릿/노트북, XR 등 성장성이 높은 산업에서의 수혜가 기대됨에도 불구하고 현재 주가는 2023년 기준 PER 6배 수준으로 역사적 밸류에이션 저점에 위치해 매수 관점 유지

비에이치 영업이익 추이



자료: 비에이치, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가 40,000원 (유지)

현재가 ('22/11/11) 25,650원

업종	IT부품
KOSPI / KOSDAQ	2483.16 / 731.22
시가총액(보통주)	884.0십억원
발행주식수(보통주)	34.5백만주
52주 최고가 ('22/09/13)	32,850원
최저가 ('21/11/11)	18,150원
평균거래대금(60일)	17,885백만원
배당수익률 (2022E)	0.97%
외국인지분율	21.2%

주요주주 이경환 외 3인 21.2%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-9.4	-3.6	41.3
상대수익률 (%p)	3.1	14.2	91.8

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	1,037	1,628	1,818	1,913
증감률	43.8	57.0	11.7	5.2
영업이익	71.1	152.5	180.8	194.3
증감률	108.8	114.5	18.6	7.5
영업이익률	6.9	9.4	9.9	10.2
(지배지분)순이익	81.7	138.7	147.8	158.7
EPS	2,428	4,053	4,288	4,604
증감률	210.6	66.9	5.8	7.4
PER	9.6	6.3	6.0	5.6
PBR	1.9	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	7.9	4.6	3.6	3.0
ROE	22.5	29.3	24.3	21.0
부채비율	94.5	64.9	51.6	40.7
순차입금	49.1	-9.0	-84.2	-187.8

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이규하
02)768-7248, kyuha.lee@nhqv.com

Summary

비에이치는 전자제품의 필수부품인 FPCB(Flexible Printed Circuit Board)를 생산하는 업체. 2021년 매출액은 1,037억 원(43.8% y-y)이며 사업부문별 매출은 디스플레이용 FPCB부문 약 84%, 기타 FPCB부문 약 16%로 구성. 동사 본업은 북미 고객사의 출하량 성장, 폴더블 스마트폰 시장 확대로 양호한 성장세를 기록할 것으로 예상. 성장성이 기대되는 전장용 FPCB 등 신사업의 성장성 또한 기대되어 현재 주가 매력적이라고 판단

Share price drivers/Earnings Momentum

- 북미 고객사의 매출 성장 및 고객사 내 점유율 확대
- 폴더블 스마트폰 판매 호조로 인한 부품 매출 증가
- 신사업 부문 (전장용 FPCB, 5G 안테나 등) 성장성 확대

Downside Risk

- 북미 스마트폰 업체의 신모델 판매 부진
- 폴더블 스마트폰의 판매 부진으로 인한 폴더블 시장 성장 전망 둔화

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2022E	2023F	2022E	2023F	2022E	2023F
ZDT	8.1	7.8	1.1	1.0	13.3	12.7
Kinsus	7.0	7.1	1.6	1.4	23.2	19.8
Ibiden	20.5	15.2	2.3	1.9	12.1	12.8
Unimicron	7.7	7.5	2.7	2.2	35.6	29.5

자료: Factset, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2020	2021	2022E	2023F	2024F
PER	28.1	9.6	6.3	6.0	5.6
PBR	2.3	1.9	1.6	1.3	1.1
PSR	1.0	0.8	0.5	0.5	0.5
ROE	8.7	22.5	29.3	24.3	21.0
ROIC	8.1	15.5	26.2	27.5	27.8

자료: NH투자증권 리서치본부

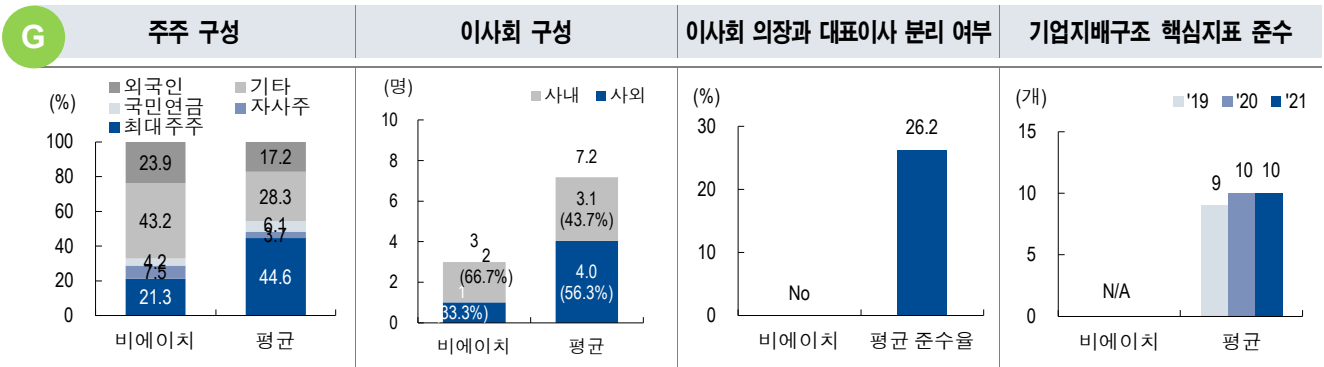
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

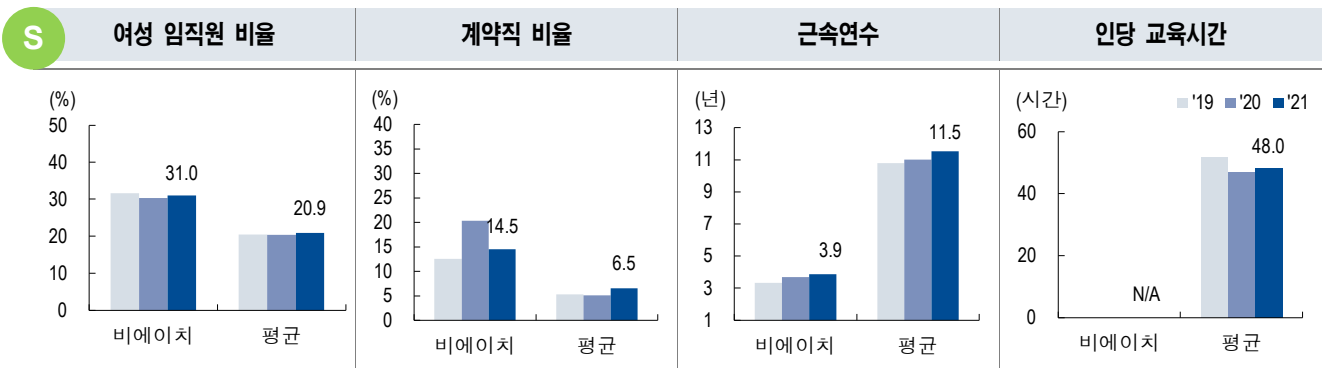
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	379	316	365	372	691	768	655	721	1,037
영업이익	31	19	9	-26	76	91	63	34	71
영업이익률(%)	8.3	6.0	2.6	-6.9	11.0	11.9	9.6	4.7	6.9
세전이익	27	17	10	-28	59	102	67	34	104
순이익	22	13	9	-24	46	84	57	26	82
지배지분순이익	22	13	9	-24	46	84	57	26	82
EBITDA	53	40	29	-7	98	120	94	66	106
CAPEX	62	43	23	22	69	67	56	57	41
Free Cash Flow	-8	-15	-42	-22	-9	94	14	-36	-8
EPS(원)	720	407	278	-783	1,483	2,682	1,770	782	2,428
BPS(원)	2,849	3,250	3,440	3,391	4,885	5,988	8,551	9,470	12,067
DPS(원)	0	0	0	0	0	0	0	250	250
순차입금	78	95	137	137	84	43	13	35	49
ROE(%)	49.7	13.3	8.3	-22.9	35.8	49.3	24.2	8.7	22.5
ROIC(%)	29.0	7.9	3.1	-10.0	23.2	27.5	20.0	8.1	15.5
배당성장률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	29.8	9.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1	1.1
순차입금 비율(%)	88.0	93.9	127.6	128.9	55.2	23.0	4.6	11.0	12.0

자료: 비에이치, NH투자증권 리서치본부

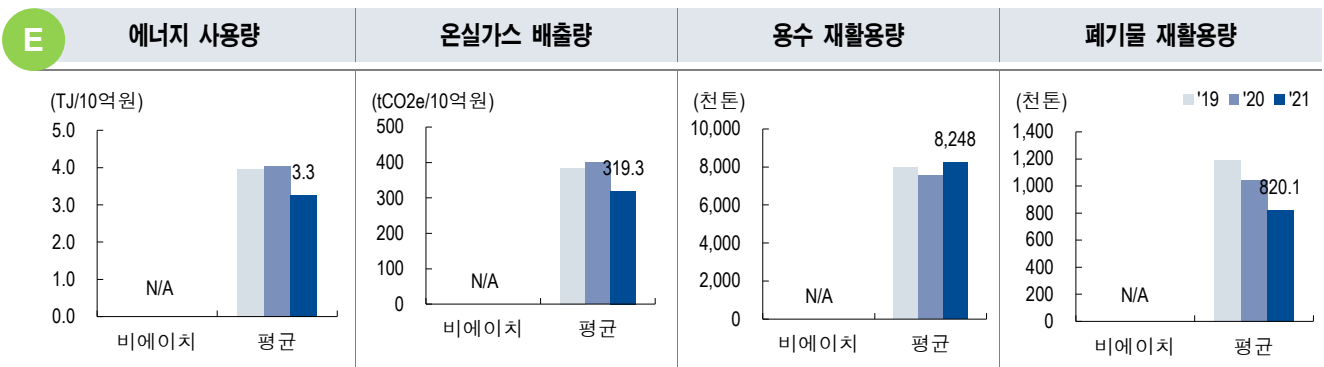
ESG Index & Event



주1: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 191개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 비에이치, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 비에이치, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 비에이치, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2006.5	- ISO 14001(환경경영시스템) 인증 획득
S	2018.11	- 산업통상자원부 주관 2018 세계일류상품 선정 (OLED용 봉지재 필름)
	2018.9	- 교육부 주관 인적자원개발 우수기관(Best HRD) 인증 획득
G	2017.1	- 이녹스가 지주회사 이녹스와 사업회사 이녹스첨단소재로 인적분할

자료: 비에이치, NH투자증권 리서치본부

표1. 비에이치 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	1,037	1,628	1,818	1,913
영업이익	71.1	152.5	180.8	194.3
영업이익률	6.9	9.4	9.9	10.2
EBITDA	106.0	189.4	219.5	235.0
(지배지분)순이익	81.7	138.7	147.8	158.7
EPS	2,428	4,053	4,288	4,604
PER	9.6	6.3	6.0	5.6
PBR	1.9	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	7.9	4.6	3.6	3.0
ROE	22.5	29.3	24.3	21.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 비에이치 제품별 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	1,037	1,628	1,818	1,913
Display FPCB (Non N.A. Customer)	229.1	241.6	236.2	232.0
Display FPCB (N.A. Customer)	644.5	1,216.3	1,252.8	1,290.4
Antenna Cable	57.9	56.0	52.5	50.9
EV FPCB	27.0	42.5	57.4	71.8
Battery FPCB	56.5	53.4	50.4	48.9
Others	0.0	0.0	150.0	200.0
영업이익	22.1	18.0	18.3	18.6
영업이익률(%)	71.1	152.5	180.8	194.3
세전이익	6.9	9.4	9.9	10.2
지배지분순이익	104.4	174.9	190.6	199.4

자료: 비에이치, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 비에이치 제품별 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E
매출액	138.8	162.4	333.7	402.1	366.2	339.1	473.2	449.3
Display FPCB (Non N.A. Customer)	48.8	45.1	63.2	72.0	62.1	61.1	67.4	51.0
Display FPCB (N.A. Customer)	48.9	73.8	229.7	292.1	260.5	238.2	363.5	354.1
Antenna Cable	18.5	15.2	13.8	10.4	13.5	14.4	14.1	14.0
EV FPCB	3.7	7.8	7.2	8.3	8.5	8.0	12.1	13.9
Battery FPCB	13.1	14.5	15.4	13.5	16.8	11.0	13.0	12.5
Others	5.8	6.0	4.6	5.8	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	-15.0	-1.0	43.7	43.5	4.8	6.3	3.1	3.8
영업이익률(%)	-10.8	-0.6	13.1	10.8	22.4	24.1	59.0	47.0
세전이익	-4.7	3.8	58.3	46.7	6.1	7.1	12.5	10.5
지배지분순이익	-9.3	4.6	46.5	41.3	33.6	43.3	56.1	41.9

자료: 비에이치, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
매출액	1,037	1,628	1,818	1,913
증감률 (%)	43.8	57.0	11.7	5.2
매출원가	936.5	1,438.3	1,592.4	1,671.2
매출총이익	100.5	189.5	225.3	241.3
Gross 마진 (%)	9.7	11.6	12.4	12.6
판매비와 일반관리비	29.4	37.0	44.5	47.0
영업이익	71.1	152.5	180.8	194.3
증감률 (%)	108.8	114.5	18.6	7.5
OP 마진 (%)	6.9	9.4	9.9	10.2
EBITDA	106.0	189.4	219.5	235.0
영업외손익	33.3	22.4	8.6	9.1
금융수익(비용)	0.2	-1.9	-1.2	0.5
기타영업외손익	30.8	18.8	6.4	5.4
종속, 관계기업관련손익	2.3	5.5	3.4	3.2
세전계속사업이익	104.4	174.9	189.4	203.4
법인세비용	22.7	36.2	41.7	44.8
계속사업이익	81.7	138.7	147.8	158.7
당기순이익	81.7	138.7	147.8	158.7
증감률 (%)	215.5	69.7	6.6	7.4
Net 마진 (%)	7.9	8.5	8.1	8.3
지배주주지분 순이익	81.7	138.7	147.8	158.7
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	13.1	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	94.8	138.7	147.8	158.7

Valuations/profitability/stability				
	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
PER(X)	9.6	6.3	6.0	5.6
PBR(X)	1.9	1.6	1.3	1.1
PCR(X)	5.6	4.2	3.9	3.6
PSR(X)	0.8	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(X)	7.9	4.6	3.6	3.0
EV/EBIT(X)	11.7	5.7	4.4	3.6
EPS(W)	2,428	4,053	4,288	4,604
BPS(W)	12,067	15,630	19,686	24,059
SPS(W)	30,806	47,570	52,739	55,492
자기자본이익률(ROE, %)	22.5	29.3	24.3	21.0
총자산이익률(ROA, %)	12.1	16.5	15.4	14.5
투자자본이익률 (ROIC, %)	15.5	26.2	27.5	27.8
배당수익률(%)	1.1	1.0	1.0	1.0
배당성장(%)	9.6	5.7	5.4	5.0
총현금배당금(십억원)	8	8	8	8
보통주 주당배당금(W)	250	250	250	250
순부채(현금)자기자본(%)	12.0	-1.7	-12.4	-22.7
총부채/ 자기자본(%)	94.5	64.9	51.6	40.7
이자발생부채	154	127	122	112
유동비율(%)	135.9	168.5	198.6	235.3
총발행주식수(mn)	34	34	34	34
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	23,200	25,650	25,650	25,650
시가총액(십억원)	784	884	884	884

Statement of financial position				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
현금및현금성자산	98.1	128.4	197.6	290.0
매출채권	217.3	232.5	242.4	225.0
유동자산	505.0	564.0	664.9	756.7
유형자산	240.6	261.1	279.7	296.4
투자자산	32.1	46.1	66.2	95.2
비유동자산	288.4	324.1	363.7	410.2
자산총계	793.4	888.1	1,028.6	1,166.9
단기성부채	153.6	126.6	121.9	112.2
매입채무	174.7	162.8	165.2	159.4
유동부채	371.5	334.8	334.8	321.6
장기성부채	0.1	0.1	0.1	0.1
장기충당부채	4.6	4.9	5.1	5.4
비유동부채	13.9	14.6	15.3	16.1
부채총계	385.4	349.4	350.1	337.7
자본금	16.9	16.9	16.9	16.9
자본잉여금	75.4	75.4	75.4	75.4
이익잉여금	350.3	481.0	620.8	771.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	408.0	538.7	678.5	829.2

Cash flow statement				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
영업활동 현금흐름	33.1	132.8	157.8	195.3
당기순이익	81.7	138.7	147.8	158.7
+ 유/무형자산상각비	34.9	36.9	38.7	40.7
+ 종속, 관계기업관련손익	-2.3	-5.5	-3.4	-3.2
+ 외화환산손실(이익)	-2.7	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	138.3	210.5	228.2	243.8
- 운전자본의증가(감소)	-99.2	-37.3	-25.3	-0.9
투자활동 현금흐름	-35.3	-67.8	-75.8	-85.3
+ 유형자산 감소	7.1	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-41.2	-57.1	-57.1	-57.1
+ 투자자산의매각(취득)	-4.3	-8.5	-16.7	-25.7
Free Cash Flow	-8.1	75.7	100.7	138.2
Net Cash Flow	-2.2	65.0	82.0	110.0
재무활동현금흐름	36.3	-34.8	-12.7	-17.7
자기자본 증가	4.6	0.0	0.0	0.0
부채증감	31.8	-34.8	-12.7	-17.7
현금의증가	34.1	30.2	69.3	92.3
기말현금 및 현금성자산	98.1	128.4	197.6	290.0
기말 순부채(순현금)	49.1	-9.0	-84.2	-187.8

KH바텍 (060720.KQ)

폴더블 스마트폰 시장 확대 방향성은 유효

Company Report | 2022. 11. 14

※ ESG Index/Event는 71페이지 참조

고객사 폴더블 스마트폰 판매 부진 영향 고려해 실적 전망과 목표주가 하향. 하지만 폴더블 스마트폰 출하량 확대 방향성은 유효하고 EV 부품으로 다변화 가능성 고려하면 현재 과도한 저평가 국면이라고 판단

Buy (유지)

목표주가	22,000원 (하향)
현재가 ('22/11/11)	13,550원
업종	IT부품
KOSPI / KOSDAQ	2483.16 / 731.22
시가총액(보통주)	320.8십억원
발행주식수(보통주)	23.7백만주
52주 최고가 ('22/01/03)	26,750원
최저가 ('22/10/13)	11,600원
평균거래대금(60일)	3,980백만원
배당수익률(2022E)	2.21%
외국인지분율	9.6%
주요주주	
남광희 외 3인	25.3%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	-30.0 -30.9 -36.8
상대수익률 (%p)	-20.3 -18.1 -14.2

폴더블 스마트폰 출하량 둔화 고려해 목표주가 하향

동사 목표주가를 기존 30,000원에서 22,000원으로 하향하나 투자 의견 Buy 유지. 목표주가 하향 배경은 1)폴더블 스마트폰 출하량 둔화 고려해 실적 추정치를 하향했고, 2)목표 PER도 글로벌 업체들의 밸류 하락과 프리미엄업(20%)을 제거했으며, 3)기준 시점을 2023년으로 변경했기 때문

먼저 국내 고객사의 폴더블 스마트폰 출하량 가정을 기존 2022년 1,500만대, 2023년 2,000만대 수준에서 각각 1,000만대, 1,300만대 수준으로 하향. 이에 따라 2022년과 2023년 순이익 전망치를 기존 대비 18.9%, 28.3% 하향

목표 밸류에이션도 폴더블 스마트폰 판매가 저조한 점을 반영해 기존 15배 (글로벌 동종업계 평균 20% 할증)에서 밸류에이션 프리미엄을 제거해 13배로 하향. 밸류에이션 기준 시점은 2022년에서 2023년으로 변경

하지만 투자 의견 Buy를 유지하는 이유는 1)폴더블 스마트폰 판매가 예상보다는 부진하나 유일한 출하량 확대가 기대되는 제품이고, 2)хин지 디자인 변경에 따른 평가 상승이나 고객사 다변화도 기대되며, 3)밸류에이션도 이미 충분히 낮아진 상황이기 때문

EV 부품으로 다변화 기대감 유효

хин지 이외에 전기자동차 배터리 셀을 충격으로부터 보호하는 핵심 부품인 End Plate 등의 제품 다변화 기대도 유효. 국내 셀 업체들의 경우 최근 미국에 생산라인이 확대되면서 관련 부품에 대한 현지 수요가 증가하고 있는 상황. 알루미늄 기술을 확보하고 있는 동사의 수혜 기대

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	339.8	384.1	420.6	445.5
증감률	83.7	13.0	9.5	5.9
영업이익	26.9	33.5	37.3	40.2
증감률	663.1	24.3	11.4	7.9
영업이익률	7.9	8.7	8.9	9.0
(지배)순이익	33.4	37.9	40.6	39.7
EPS	1,411	1,602	1,714	1,677
증감률	흑전	13.5	7.0	-2.2
PER	18.9	8.5	7.9	8.1
PBR	2.9	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	13.8	4.1	3.2	2.4
ROE	16.9	16.2	15.3	13.3
부채비율	76.3	66.9	63.0	59.4
순차입금	-52.3	-82.6	-119.7	-158.0

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

KH바텍 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E				4Q22F
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
매출액	143.8	115.9	66.1	53.8	178.0	23.8	230.8	177.6	86.2
영업이익	14.1	11.0	4.9	3.7	17.8	25.6	374.5	18.3	7.0
영업이익률	9.8	9.5	7.5	7.0	10.0				8.2
세전이익	18.8	14.3	5.4	8.0	21.1	12.4	164.6	19.6	10.3
(지배)순이익	18.7	13.9	5.6	4.6	19.3	3.4	321.2	18.1	8.6

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부



Analyst 이규하
02)768-7248, kyuha.lee@nhq.com

Summary

KH바텍은 메탈 케이스와 폴더블 스마트폰의 필수 부품인 힌지(Hinge)를 제조 및 판매하는 업체. 2021년 매출액은 3,398억원(+ 83.7% y-y)이며 사업부문별 매출은 알루미늄 부문 약 23%, 조립모듈 부문 약 61%, FPCB 부문 약 10%, 기타 IT제품/상품 부문 약 6%로 구성. 대표적인 플래그십 모델인 노트 시리즈가 단종되고 그 빈자리를 폴더블 스마트폰이 채울 가능성이 높아 중장기 성장성을 고려한 매수를 권고

Share price drivers/Earnings Momentum

- 폴더블 스마트폰 출하량 확대
- 폴더블 스마트폰이 멀티 폴딩 등으로 폼 팩터가 변화되는 경우 대당 힌지 부품 탑재량 증가
- FPCB부문 턴어라운드

Downside Risk

- 예상보다 부진한 폴더블 스마트폰 출하량
- 힌지 평가 하락 및 이원화 업체 참여 본격화

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2022E	2023F	2022E	2023F	2022E	2023F
Catcher	11.0	16.6	0.8	0.8	7.6	5.1
Shin Zu Shing	10.0	12.0	1.0	1.0	9.9	8.1
Pegatron	10.2	9.0	0.9	0.8	8.7	9.3
Wistron	8.0	7.9	0.8	0.8	10.7	10.0

자료: Factset, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2020	2021	2022E	2023F	2024F
PER	N/A	18.9	8.5	7.9	8.1
PBR	2.7	2.9	1.3	1.1	1.0
PSR	2.6	1.9	0.8	0.8	0.7
ROE	-7.6	16.9	16.2	15.3	13.3
ROIC	0.4	14.9	17.6	18.8	20.6

자료: NH투자증권 리서치본부

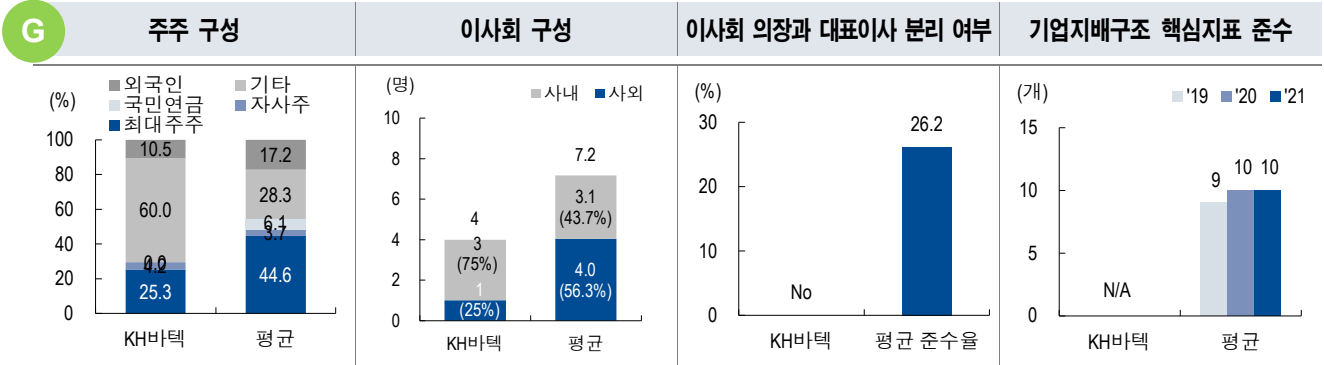
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

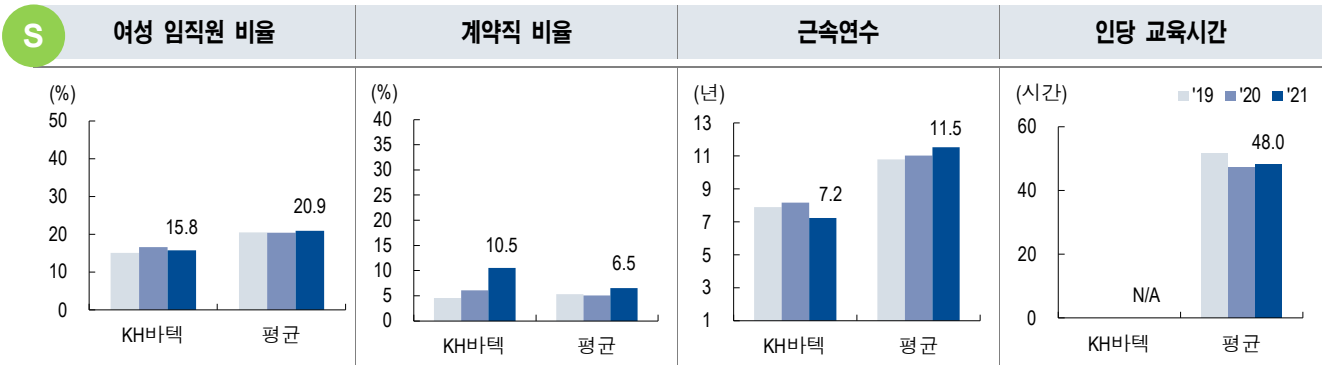
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	824	590	738	378	351	166	204	185	340
영업이익	67	35	31	-15	-31	-7	7	4	27
영업이익률(%)	8.1	5.9	4.2	-4.1	-9.0	-4.1	3.4	1.9	7.9
세전이익	68	36	32	-18	-37	-26	0	-15	37
순이익	57	25	20	-19	-38	-39	-12	-14	33
지배지분순이익	58	26	21	-18	-38	-39	-11	-14	33
EBITDA	87	57	57	14	-6	11	21	19	42
CAPEX	33	30	72	7	9	35	43	32	16
Free Cash Flow	33	65	-47	26	-15	-48	-32	-22	59
EPS(원)	2,907	1,309	1,043	-899	-1,877	-1,935	-542	-582	1,411
BPS(원)	12,223	13,339	14,157	12,570	10,464	8,612	7,998	7,447	9,206
DPS(원)	296	400	300	50	0	0	0	0	300
순차입금	-1	-60	7	-15	-6	32	39	51	-52
ROE(%)	26.9	10.2	7.6	-6.7	-16.3	-20.3	-6.4	-7.6	16.9
ROIC(%)	25.4	9.5	9.1	-6.2	-14.4	-3.4	-5.1	0.4	14.9
배당성장률(%)	9.9	29.6	28.1	-5.4	0.0	0.0	0.0	0.0	20.4
배당수익률(%)	1.5	1.2	1.8	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1
순차입금 비율(%)	-0.5	-22.7	2.4	-5.9	-3.1	18.1	21.2	29.0	-24.1

자료: KH바텍, NH투자증권 리서치본부

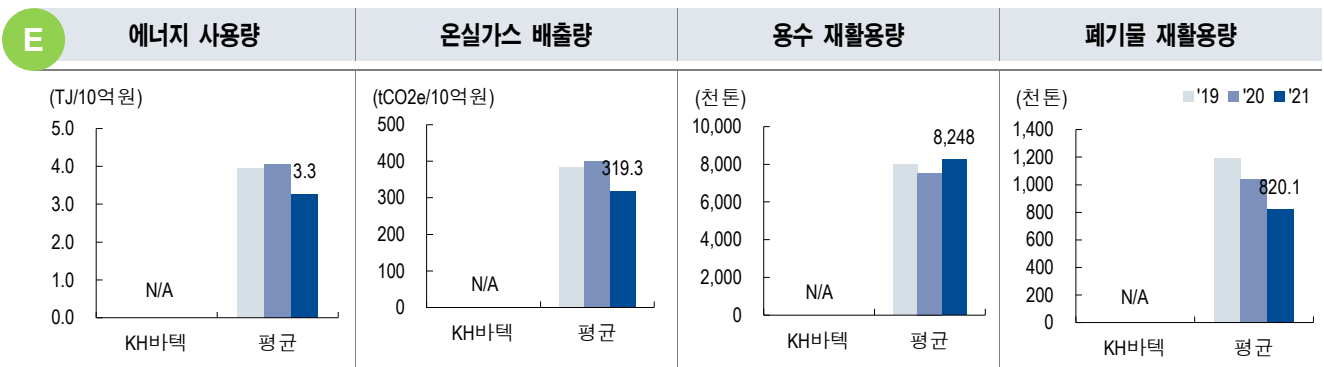
ESG Index & Event



주1: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 191개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: KH바텍, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: KH바텍, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: KH바텍, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2015.5	- KH바텍 제주공장 ISO9001(품질경영시스템) 인증서 취득
	2007.9	- KH바텍 천진공장 ISO14001(환경경영시스템) 인증서 취득
	2005.11	- KH바텍 구미 1, 2공장 ISO14001(환경경영시스템) 인증서 취득
S	2014.11	- 산업통상자원부 주관 "World Class 300 유공자 중소기업청장 표창"
	2013.9	- 산업통상자원부 주관 한국생산성 대회 "은탑산업훈장 수상"
G	N/A	- N/A

자료: 언론보도, KH바텍, NH투자증권 리서치본부

표1. KH바텍 실적 전망 (IFRS 별도)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2021	2022E	2023F	2024F
매출액	- 수정 후	339.8	384.1	420.6	445.5
	- 수정 전	-	453.7	562.1	628.7
	- 변동률	-	-15.3	-25.2	-29.1
영업이익	- 수정 후	26.9	33.5	37.3	40.2
	- 수정 전	-	42.7	58.6	66.8
	- 변동률	-	-21.6	-36.4	-39.7
영업이익률(수정 후)		7.9	8.7	8.9	9.0
EBITDA		41.8	58.2	63.2	67.5
(지배지분)순이익		33.4	37.9	40.6	39.7
EPS	- 수정 후	1,411	1,602	1,714	1,677
	- 수정 전	-	1,974	2,392	2,661
	- 변동률	-	-18.9	-28.3	-37.0
PER		18.9	8.5	7.9	8.1
PBR		2.9	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA		13.8	4.1	3.2	2.4
ROE		16.9	16.2	15.3	13.3

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. KH바텍 P/E 밸류에이션

(단위: 배, 원)

항 목	비 고	
Target PER	기존 15배에서 13배로 하향, 글로벌 피어 평균	13
EPS	Expectation 2023	1,714
Fair Value Per Share	Target PER * EPS	22,000

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. KH바텍 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	339.8	384.1	530.9	445.5
조립모듈	208.2	226.4	395.3	299.3
알루미늄	77.6	117.9	78.7	110.1
FPCB	35.2	25.2	29.2	23.5
기타	18.8	14.6	27.7	12.6
영업이익	26.9	33.5	54.8	40.2
영업이익률	7.9	8.7	10.3	9.0
세전이익	37.0	44.8	52.0	47.9
지배지분순이익	33.4	37.9	49.0	40.7

자료: KH바텍, NH투자증권 리서치본부 전망

표4. KH바텍 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22F
매출액	39.0	41.2	143.8	115.9	66.1	53.8	178.0	86.2
조립모듈	8.4	13.7	107.0	79.1	17.0	19.5	138.8	51.1
알루미늄	18.0	17.7	20.8	21.1	36.9	25.3	30.7	25.0
FPCB	7.8	5.4	12.0	10.0	8.8	5.4	5.5	5.6
기타	4.8	4.4	4.0	5.7	3.4	3.6	3.0	4.7
영업이익	0.7	1.1	14.1	11.0	4.9	3.7	17.8	7.0
영업이익률	1.8	2.7	9.8	9.5	7.5	7.0	10.0	8.2
세전이익	5.1	-1.1	18.8	14.3	5.4	8.0	21.1	10.3
지배지분순이익	3.4	-2.6	18.7	13.9	5.4	4.6	19.0	8.9

자료: KH바텍, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
매출액	339.8	384.1	420.6	445.5
증감률 (%)	83.7	13.0	9.5	5.9
매출원가	277.4	309.9	339.8	359.5
매출총이익	62.4	74.2	80.8	86.1
Gross 마진 (%)	18.4	19.3	19.2	19.3
판매비와 일반관리비	35.5	40.8	43.5	45.8
영업이익	26.9	33.5	37.3	40.2
증감률 (%)	663.1	24.3	11.4	7.9
OP 마진 (%)	7.9	8.7	8.9	9.0
EBITDA	41.8	58.2	63.2	67.5
영업외손익	10.1	11.3	10.5	7.6
금융수익(비용)	-0.2	-4.3	0.3	0.2
기타영업외손익	10.4	15.6	10.2	7.4
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	37.0	44.8	47.8	47.9
법인세비용	4.3	5.3	7.2	8.1
계속사업이익	32.7	39.5	40.6	39.7
당기순이익	33.1	37.9	40.6	39.7
증감률 (%)	후전	14.6	7.0	-2.2
Net 마진 (%)	9.7	9.9	9.7	8.9
지배주주지분 순이익	33.4	37.9	40.6	39.7
비지배주주지분 순이익	-0.3	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	3.2	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	36.3	37.9	40.6	39.7

Valuations/profitability/stability				
	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
PER(배)	18.9	8.5	7.9	8.1
PBR(배)	2.9	1.3	1.1	1.0
PCR(배)	13.3	4.6	4.2	4.1
PSR(배)	1.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	13.8	4.1	3.2	2.4
EV/EBIT(배)	21.5	7.1	5.4	4.0
EPS(원)	1,411	1,602	1,714	1,677
BPS(원)	9,206	10,520	11,947	13,337
SPS(원)	14,354	16,222	17,763	18,817
자기자본이익률(ROE, %)	16.9	16.2	15.3	13.3
총자산이익률(ROA, %)	9.8	9.5	9.3	8.3
투자자본이익률 (ROIC, %)	14.9	17.6	18.8	20.6
배당수익률(%)	1.1	2.2	2.2	2.2
배당성장률(%)	20.4	17.9	16.8	17.1
총현금배당금(십억원)	7	7	7	7
보통주 주당배당금(원)	300	300	300	300
순부채(현금)/자기자본(%)	-24.1	-33.4	-42.5	-50.2
총부채/자기자본(%)	76.3	66.9	63.0	59.4
이자발생부채	86	94	100	105
유동비율(%)	177.7	215.2	238.1	259.8
총발행주식수(백만)	24	24	24	24
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	26,700	13,550	13,550	13,550
시가총액(십억원)	632	321	321	321

Statement of financial position				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
현금및현금성자산	83.4	113.0	151.3	182.0
매출채권	27.0	25.3	27.7	29.3
유동자산	211.4	249.7	303.1	353.4
유형자산	151.1	142.1	131.9	120.4
투자자산	7.9	9.0	9.8	11.9
비유동자산	170.4	163.7	155.8	148.0
자산총계	381.9	413.4	458.8	501.4
단기성부채	43.0	48.3	54.5	59.2
매입채무	48.3	38.6	42.3	44.8
유동부채	119.0	116.1	127.3	136.0
장기성부채	42.8	45.8	45.8	45.8
장기충당부채	1.2	1.3	1.4	1.8
비유동부채	46.2	49.6	50.0	50.9
부채총계	165.3	165.7	177.3	186.9
자본금	11.8	11.8	11.8	11.8
자본잉여금	63.4	63.4	63.4	63.4
이익잉여금	150.4	181.5	215.3	248.2
비지배주주지분	-1.4	-1.4	-1.3	-1.3
자본총계	216.6	247.7	281.5	314.5

Cash flow statement				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
영업활동 현금흐름	75.4	52.2	61.9	64.5
당기순이익	33.1	37.9	40.6	39.7
+ 유/무형자산상각비	14.9	24.7	26.0	27.2
+ 종속, 관계기업관련손익	0.4	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	-8.3	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	47.7	70.3	76.4	77.9
- 운전자본의증가(감소)	30.6	-10.4	-4.6	-2.4
투자활동 현금흐름	-33.0	-24.1	-23.0	-31.7
+ 유형자산 감소	33.4	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-16.4	-15.0	-15.0	-15.0
+ 투자자산의매각(취득)	-3.7	-1.0	-0.9	-2.1
Free Cash Flow	59.1	37.2	46.9	49.5
Net Cash Flow	42.4	28.2	38.9	32.9
재무활동현금흐름	4.9	1.5	-0.7	-2.1
자기자본 증가	5.1	0.0	0.0	0.0
부채증감	-0.2	1.5	-0.7	-2.1
현금의증가	49.9	29.6	38.2	30.8
기말현금 및 현금성자산	83.4	113.0	151.3	182.0
기말 순부채(순현금)	-52.3	-82.6	-119.7	-158.0

파트론 (091700.KQ)

고객사 판매 둔화 및 경쟁 심화 지속

Company Report | 2022. 11. 14

※ ESG Index/Event는 77페이지 참조

국내 고객사 판매가 2022년에 이어 2023년에도 부진할 것으로 예상되고 경쟁 상황이 더욱 치열해질 것으로 전망되어 실적 전망치와 목표주가를 하향. 본업에서의 회복과 신규 모멘텀이 주가 회복의 선결 조건

고객사 판매 둔화 및 경쟁 심화 고려해 목표주가 하향

고객사 스마트폰 판매 둔화 및 모듈 업체간 경쟁심화에 따른 마진 하락을 고려해 실적 추정치를 낮추고 목표주가를 기존 11,000원에서 9,500원으로 하향. 목표주가 기준 시점은 2022년에서 2023년으로 변경하고 투자의견 Hold 유지

국내 고객사 출하량은 2022년 전년비 4% 하락하며 예상보다 부진할 것으로 예상하나 2023년에도 의미 있는 출하량 회복은 쉽지 않을 것. 글로벌 매크로 환경이 여전히 부정적일 것으로 예상되고 안드로이드 스마트폰의 혁신 부재로 교체수요 감소 및 점유율 하락을 전망하기 때문

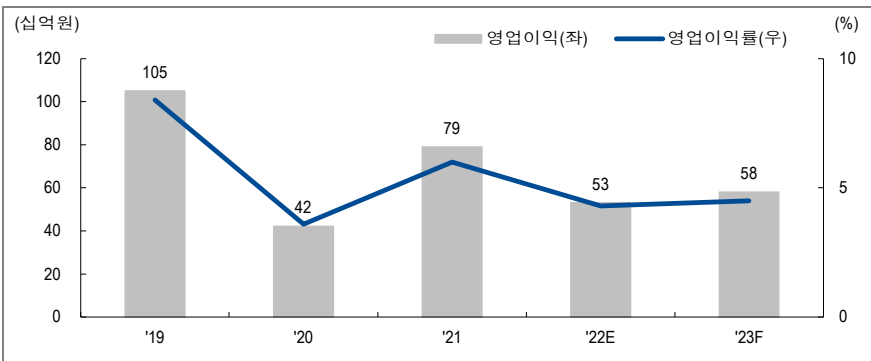
웨어러블 기기에 탑재되는 센서류와 전장용 카메라, 전자담배 등 스마트폰을 제외한 신사업의 매출 및 이익 비중이 확대되는 점은 긍정적이나 본업의 실적 둔화를 만회할 수 있는 수준은 아니라고 판단

경쟁사들 대비 양호한 실적, 하지만 본업에서의 성장과 신규 모멘텀 필요

동사는 2023년 고객사의 출하량 둔화에도 신사업 매출 비중 확대로 타 카메라 모듈 업체들 대비 양호한 실적을 달성할 것으로 전망. 하지만 이미 현재 주가가 2023년 기준 PER 11배 수준에서 거래되고 있어 추가적인 주가 상승여력은 제한적

하지만 국내 고객사의 스마트폰 출하량 및 판매량이 예상보다 양호하거나 XR기기 등 신규 IT 기기로의 모멘텀이 생기는 경우 주가 회복이 본격화될 수 있을 것으로 기대

파트론 영업이익 추이



자료: 파트론, NH투자증권 리서치본부 전망

Hold (유지)

목표주가	9,500원 (하향)
현재가 ('22/11/11)	8,930원
업종	IT부품
KOSPI / KOSDAQ	2483.16 / 731.22
시가총액(보통주)	526.1십억원
발행주식수(보통주)	58.9백만주
52주 최고가 ('21/12/28)	13,500원
최저가 ('22/09/30)	7,590원
평균거래대금(60일)	2,587백만원
배당수익률 (2022E)	3.92%
외국인지분율	12.6%

주요주주

김종구 외 13 인 26.9%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	2.6	-21.7	-12.5
상대수익률 (%p)	16.8	-7.2	18.9

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	1,312.7	1,226	1,271	1,324
증감률	11.3	-6.6	3.7	4.2
영업이익	79	53	58	62
증감률	87.7	-33.1	9.3	7.7
영업이익률	6.0	4.3	4.5	4.7
(지배지분)순이익	72	43	46	38
EPS	1,334	729	788	652
증감률	230.4	-45.3	8.1	-17.3
PER	10.0	12.2	11.3	13.7
PBR	1.7	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.6	5.0	4.5	3.9
ROE	17.9	9.2	9.5	7.6
부채비율	41.5	36.8	35.4	35.7
순차입금	-20	-49	-72	-81

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이규하

02)768-7248, kyuha.lee@nhq.com

Summary

파트론은 카메라 모듈과 안테나, 센서 모듈을 제조 및 판매하는 업체. 2021년 매출액은 1조3,127억원(+11.3% y-y)이며 사업부문별 매출은 카메라 모듈부문 약 68%, 신제품(센서)부문 약 15%, 안테나 부문 약 3%, 기타부문 약 14%로 구성. 소비자들의 신형 시장 수요 및 기기 교체 수요 증가로 스마트폰 판매는 확대될 전망. 중저가 스마트폰 카메라 스펙 향상 추세로 단가 상승의 수혜를 입을 것으로 기대

Share price drivers/Earnings Momentum

- 퀴드러플 카메라 등 카메라 모듈 판가 상승
- 지문인식 모듈 탑재 및 진장부품 수주 확대

Downside Risk

- 스마트폰 수요 둔화 지속
- 경쟁 심화에 따른 카메라 판가 하락
- ODM 출하량 확대에 국내 부품사 물량 감소

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2022E	2023F	2022E	2023F	2022E	2023F
Sunny Optical	29.8	21.3	3.9	3.4	13.2	16.1
O-Film	N/A	N/A	2.6	2.7	-24.1	-4.1
Largan	11.8	15.1	1.8	1.7	14.9	11.1
Luxshare Precision	23.0	17.5	4.8	3.8	20.8	21.9
Goertek	13.0	10.6	1.8	1.5	13.5	14.3

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2020	2021	2022E	2023F	2024F
PER	27.7	10.0	12.2	11.3	13.7
PBR	1.7	1.7	1.1	1.1	1.0
PSR	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
ROE	6.2	17.9	9.2	9.5	7.6
ROIC	6.9	19.3	8.3	10.5	11.0

자료: NH투자증권 리서치본부

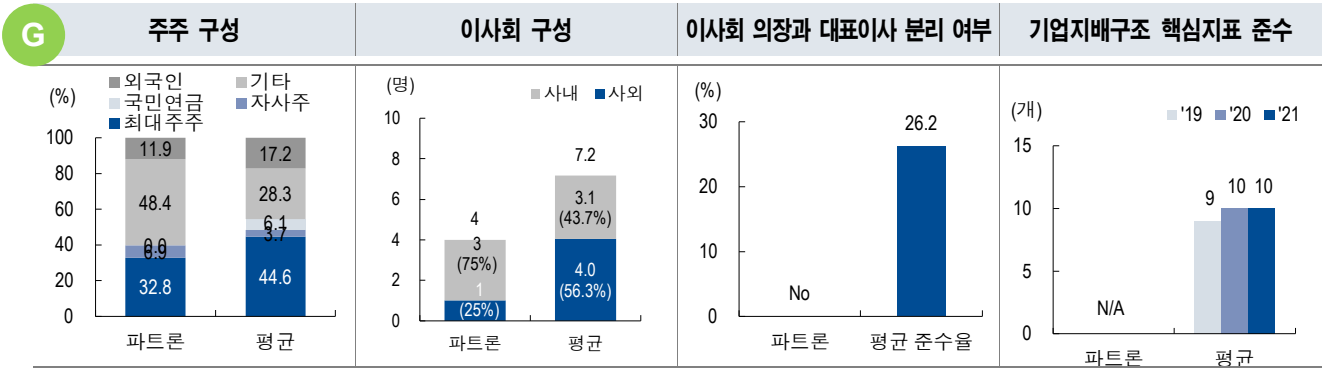
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

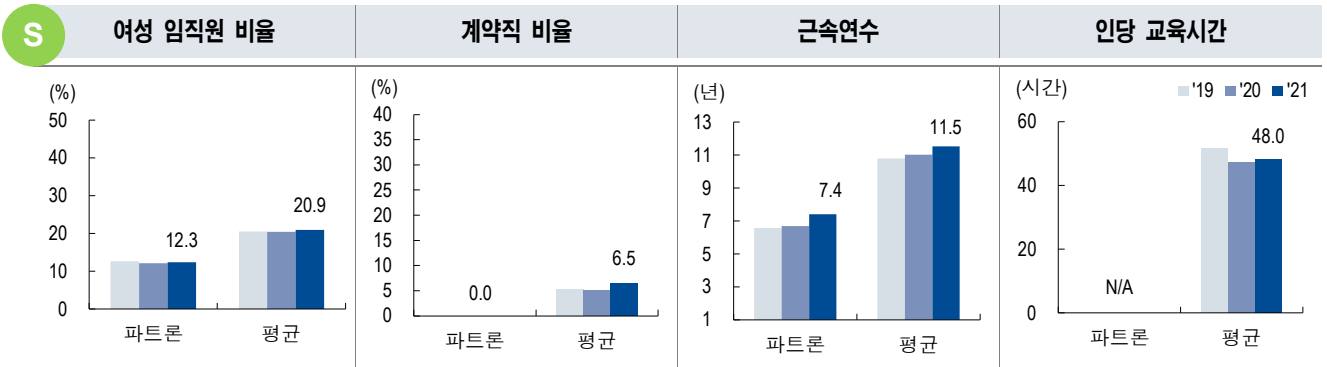
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	1,100	770	806	791	790	796	1,255	1,179	1,313
영업이익	135	66	59	38	10	30	105	42	79
영업이익률(%)	12.3	8.6	7.3	4.8	1.2	3.8	8.4	3.6	6.0
세전이익	142	67	63	38	8	25	101	30	75
순이익	110	49	46	28	3	11	64	21	78
지배지분순이익	106	48	40	22	1	9	61	22	72
EBITDA	177	103	105	91	62	82	158	94	130
CAPEX	105	47	69	44	53	40	73	52	55
Free Cash Flow	-17	50	47	33	-30	50	11	-29	109
EPS(원)	1,957	894	735	402	15	172	1,126	404	1,334
BPS(원)	5,261	5,724	6,017	6,249	5,616	5,505	6,531	6,486	7,751
DPS(원)	300	250	250	200	175	200	350	250	350
순차입금	101	57	32	1	43	8	11	76	-20
ROE(%)	44.2	16.3	12.5	6.6	0.3	3.1	18.7	6.2	17.9
ROIC(%)	34.8	12.0	10.3	6.6	-0.4	3.1	19.7	6.9	19.3
배당성장률(%)	15.3	27.6	32.9	48.1	1,104.8	110.7	29.5	58.5	26.7
배당수익률(%)	2.1	2.1	2.5	1.9	1.9	2.4	2.7	2.2	2.6
순차입금 비율(%)	33.4	17.1	8.7	0.2	12.2	2.3	2.8	19.0	-4.1

자료: 파트론, NH투자증권 리서치본부

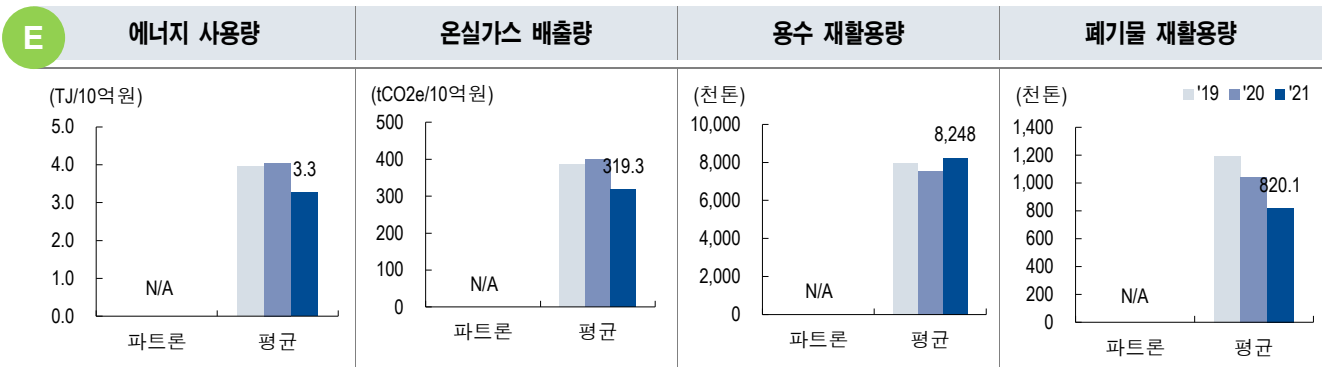
ESG Index & Event



주1: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 191개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 파트론, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 파트론, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 파트론, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2006.12	- ISO 14001(환경경영시스템) 인증 획득
S	2018.12	- 세계일류상품 생산기업 재인증 (산업통산자원부)
	2018.7	- 소재/부품 전문기업 재인증 (산업통산자원부)
G	2019.9	- 종속회사 천진엘컴텍광전자유한공사 청산
	2017.5	- 김중구 회장이 김종태 대표이사를 추가 선임하면서 각자대표체제로 변경

자료: 파트론, NH투자증권 리서치본부

표1. 파트론 실적 전망 (IFRS 별도)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2021	2022E	2023F	2024F
매출액	- 수정 후	1,313	1,226	1,271	1,324
	- 수정 전	-	1,449	1,558	1,698
	- 변동률	-	-15.4	-18.4	-22.0
영업이익	- 수정 후	79	53	58	62
	- 수정 전	-	85	93	102
	- 변동률	-	-38.0	-38.1	-39.2
영업이익률(수정 후)		6.0	4.3	4.5	4.7
EBITDA		130	101	107	122
(지배지분)순이익		72	43	46	38
EPS	- 수정 후	1,334	729	788	652
	- 수정 전	-	1,010	1,115	1,209
	- 변동률	-	-27.8	-29.3	-46.1
PER		10.0	12.2	11.3	13.7
PBR		1.7	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA		5.6	5.0	4.5	3.9
ROE		17.9	9.2	9.5	7.6

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 파트론 P/E 밸류에이션

(단위: 배, 원)

항 목	비 고	
Target PER	기존 Target 12배 유지	12
EPS	Expectation 2023	1,010
Fair Value Per Share	Target PER * EPS	9,500

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 파트론 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	1,313	1,226	1,271	1,324
카메라모듈	888	698	652	632
신제품(센서)	197	278	336	396
안테나	33	23	21	20
기타	194	228	262	275
영업이익	79	53	58	62
영업이익률(%)	6.0	4.3	4.5	4.7
세전이익	75	63	59	49
지배지분순이익	72	43	46	38

자료: 파트론, NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 파트론 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E
매출액	332.7	299.1	363.5	317.3	359.9	284.1	301.2	281.2
카메라모듈	236.8	212.5	242.8	196.0	242.3	176.7	142.5	136.5
신제품(센서)	30.6	32.6	65.9	67.9	58.2	41.8	87.7	90.3
안테나	11.3	5.7	8.9	7.1	5.2	3.9	6.2	7.2
기타	54.0	48.3	45.9	46.3	54.2	61.7	64.9	47.2
영업이익	15.8	14.6	26.4	21.9	15.1	9.4	16.3	11.9
영업이익률(%)	4.7	4.9	7.3	6.9	4.2	3.3	5.4	4.2
세전이익	17.7	9.5	25.2	22.8	21.9	10.2	24.9	10.6
지배지분순이익	17.6	6.8	34.9	13.3	14.9	4.1	16.4	7.6

자료: 파트론, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
매출액	1,313	1,226	1,271	1,324
증감률 (%)	11.3	-6.6	3.7	4.2
매출원가	1,149	1,086	1,128	1,173
매출총이익	163	140	143	151
Gross 마진 (%)	12.4	11.4	11.3	11.4
판매비와 일반관리비	84	87	86	89
영업이익	79	53	58	62
증감률 (%)	87.7	-33.1	9.3	7.7
OP 마진 (%)	6.0	4.3	4.5	4.7
EBITDA	130	101	107	122
영업외손익	-4	11	1	-13
금융수익(비용)	-1	-2	-2	-2
기타영업외손익	-3	13	4	-10
종속, 관계기업관련손익	0	-1	-1	-1
세전계속사업이익	75	63	59	49
법인세비용	-3	21	13	11
계속사업이익	78	42	46	38
당기순이익	78	42	46	38
증감률 (%)	281.0	-45.8	8.1	-17.3
Net 마진 (%)	6.0	3.5	3.6	2.9
지배주주지분 순이익	72	43	46	38
비지배주주지분 순이익	6	3	3	3
기타포괄이익	19	0	0	0
총포괄이익	97	42	46	38

Valuations/profitability/stability				
	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
PER(X)	10.0	12.2	11.3	13.7
PBR(X)	1.7	1.1	1.1	1.0
PCR(X)	5.1	4.7	4.8	4.8
PSR(X)	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(X)	5.6	5.0	4.5	3.9
EV/EBIT(X)	9.2	9.6	8.4	7.7
EPS(W)	1,334	729	788	652
BPS(W)	7,751	8,095	8,493	8,766
SPS(W)	24,174	20,816	21,577	22,476
자기자본이익률(ROE, %)	17.9	9.2	9.5	7.6
총자산이익률(ROA, %)	12.2	6.2	6.5	5.2
투자자본이익률 (ROIC, %)	19.3	8.3	10.5	11.0
배당수익률(%)	2.6	3.9	3.9	3.9
배당성장률(%)	26.7	44.3	41.0	49.5
총현금배당금(십억원)	19	19	19	19
보통주 주당배당금(W)	350	350	350	350
순부채(현금)/자기자본(%)	-4.1	-9.8	-13.6	-14.8
총부채/ 자기자본(%)	41.5	36.8	35.4	35.7
이자발생부채	88	89	89	93
유동비율(%)	181.1	199.7	212.1	214.9
총발행주식수(mn)	59	59	59	59
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	13,300	8,930	8,930	8,930
시가총액(십억원)	720	526	526	526

(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
현금및현금성자산	103.3	133.2	156.1	169.2
매출채권	97.8	97.8	97.8	102.7
유동자산	352.9	358.5	385.6	409.0
유형자산	270.3	273.4	273.0	273.6
투자자산	16.6	16.6	16.6	17.4
비유동자산	327.1	331.2	333.2	337.3
자산총계	680.0	689.7	718.8	746.3
단기성부채	84.4	84.4	84.4	88.6
매입채무	76.6	61.3	63.6	66.2
유동부채	194.8	179.6	181.8	190.3
장기성부채	3.2	4.7	4.7	4.7
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	4.7	6.1	6.1	6.2
부채총계	199.5	185.7	187.9	196.5
자본금	29.5	29.5	29.5	29.5
자본잉여금	34.0	34.0	34.0	34.0
이익잉여금	427.7	448.0	471.4	487.5
비지배주주지분	23.9	27.0	30.5	33.3
자본총계	480.5	504.0	530.9	549.8

(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
영업활동 현금흐름	164.1	100.5	93.3	91.7
당기순이익	78.3	42.5	45.9	38.0
+ 유/무형자산상각비	51.7	48.7	49.4	59.5
+ 종속, 관계기업관련손익	-0.4	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	1.5	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	141.1	112.9	109.0	109.6
- 운전자본의증가(감소)	13.0	9.4	-1.9	-5.8
투자활동 현금흐름	-50.6	-51.1	-53.8	-56.0
+ 유형자산 감소	0.8	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-54.9	-50.0	-51.0	-52.0
+ 투자자산의매각(취득)	6.6	0.0	0.0	-0.8
Free Cash Flow	109.1	50.5	42.3	39.7
Net Cash Flow	113.4	49.4	39.5	35.6
재무활동현금흐름	-42.4	-17.9	-19.0	-14.8
자기자본 증가	26.9	0.0	0.0	0.0
부채증감	-69.3	-17.9	-19.0	-14.8
현금의증가	72.5	29.9	22.9	13.1
기말현금 및 현금성자산	103.3	133.2	156.1	169.2
기말 순부채(순현금)	-19.5	-49.4	-72.3	-81.3

세경하이테크 (148150.KQ)

중화권 폴더블 시장 확대가 기회 요인

Company Report | 2022. 11. 14

※ ESG Index/Event는 83페이지 참조

국내 및 중화권 고객사 스마트폰 출하량 둔화, 폴더블 스마트폰 판매 기
대치 하회로 동사 실적 및 목표주가 하향. 하지만 중화권 업체들의 신규
폴더블 스마트폰 출시 등에 힘입어 성장성은 유효해 매수의견 유지

Buy (유지)

목표주가	23,000원 (하향)
현재가 ('22/11/11)	12,650원
업종	일반전기전자
KOSPI / KOSDAQ	2483.16 / 731.22
시가총액(보통주)	149.1십억원
발행주식수(보통주)	11.8백만주
52주 최고가 ('21/12/30)	28,350원
최저가 ('22/10/13)	10,850원
평균거래대금(60일)	1,323백만원
배당수익률 (2022E)	0.79%
외국인지분율	1.6%
주요주주	
이영민 외 11 인	34.9%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	-34.8 -41.4 -42.1
상대수익률 (%p)	-25.8 -30.6 -21.4

출하량 둔화 및 부진한 폴더블 시장 고려해 실적 및 목표주가 하향

고객사의 스마트폰 출하량 둔화 고려해 실적 추정치를 하향하고 동종 업체
들 밸류에이션 하락에 따른 목표 PER 하향(15배→12배)을 고려해 목표주
가를 기존 30,000원에서 23,000원으로 하향. 예상보다는 부진하나 폴더블
스마트폰 성장은 유효하다고 판단해 투자의견 Buy 유지

국내 및 중화권 스마트폰 업체들의 출하량이 예상보다 부진하고 2023년
도 의미 있는 수요 회복을 기대하기 어려운 상황. 또한 폴더블 스마트폰도
혁신 부족, 비싼 가격 등으로 예상보다 판매가 부진

하지만 하드웨어 혁신이 불가능에 가까운 안드로이드 업체들은 점유율 방
어를 위해서라도 폴더블 스마트폰 출하량을 늘릴 수밖에 없는 상황이라고
판단되어 동사의 수혜는 유지될 것. 특히 중화권 업체들의 관련 시장 확대
가 2023년 실적 성장에 기여할 것으로 예상

예상보다는 부진하나 폴더블 스마트폰 시장 성장세는 지속될 것

하반기는 폴더블 스마트폰 출하량 확대 영향으로 실적 턴어라운드를 시현
할 것으로 예상. 하지만 4분기의 경우 예상보다 폴더블 스마트폰 출하량이
감소하면서 기대치를 하회할 것

반면 2023년에는 국내 고객사 폴더블 스마트폰 출하량이 약 1,200~
1,300만대 수준으로 확대되는 가운데 중화권 업체들의 신규 폴더블 스마트
폰 출시 영향으로 전체 시장은 약 1,500만대까지는 확대될 것으로 전망.
중장기적으로는 북미 업체가 폴더블 시장에 진출하는 경우 큰 수혜가 기대
된다는 점이 투자 포인트

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	268.3	263.2	287.6	300.0
증감률	22.0	-1.9	9.3	4.3
영업이익	17.4	10.6	21.0	22.6
증감률	764.8	-39.1	98.7	7.8
영업이익률	6.5	4.0	7.3	7.5
(지배지분)순이익	22.6	14.2	22.5	23.4
EPS	1,928	1,207	1,907	1,988
증감률	흑전	-37.4	58.0	4.3
PER	14.7	10.5	6.6	6.4
PBR	2.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.3	3.9	2.4	1.9
ROE	15.7	8.7	12.5	11.6
부채비율	66.1	63.0	63.6	58.8
순차입금	-4.4	-14.0	-39.9	-58.3

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

세경하이테크 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E				4Q22F
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
매출액	89.0	76.5	55.0	54.4	80.2	-10.0	47.4	N/A	73.6
영업이익	10.4	9.6	-1.1	-3.2	10.1	-3.0	흑전	N/A	4.7
영업이익률	11.7	12.5	-2.1	-5.9	12.6			N/A	6.3
세전이익	18.2	6.1	3.9	2.2	9.4	-48.0	334.7	N/A	5.2
(지배)순이익	15.5	6.0	2.6	0.3	7.2	-53.7	2,180.0	N/A	4.0

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부



Analyst 이규하
02)768-7248, kyuha.lee@nhq.com

Summary

세경하이테크는 휴대폰용 테코필름과 같이 디스플레이 및 기구물에 탑재되는 기능성 필름을 제조하는 업체. 2021년 매출액은 2,683억원(+22.0% y-y)이며 사업부문별 매출은 테코필름 부문 약 16%, 광학필름 부문 약 37%, 모바일 필름 및 테이프 부문 약 34%, 기타 부문 3%로 구성. 폴더블 스마트폰에 탑재되는 보호필름의 본격적인 확대 및 테코필름 등 기존 사업부도 고객사 요청으로 출하량 증가세 예상되어 긍정적

Share price drivers/Earnings Momentum

- 폴더블 스마트폰 수요 증가로 출하량 증가
- 고객사 요청으로 테코필름 물량 증가
- 신사업인 글라스틱 케이스 성공적인 론칭

Downside Risk

- 폴더블 스마트폰 수요 둔화
- 글로벌 스마트폰 수요 둔화로 부품 출하량 감소
- 폴더블 스마트폰 보호필름 관련 경쟁사 진입

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2022E	2023F	2022E	2023F	2022E	2023F
Nitto Denko	13.4	10.4	1.6	1.4	12.6	13.5
3M	12.6	12.4	4.9	4.2	39.0	34.3
DuPont	21.1	18.2	1.3	1.3	6.3	7.0
이녹스첨단소재	5.8	6.0	1.4	1.2	24.7	19.6
PI 첨단소재	19.2	16.5	2.8	2.6	14.8	15.9

자료: Factset, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2020	2021	2022E	2023F	2024F
PER	N/A	14.7	10.5	6.6	6.4
PBR	2.0	2.1	0.9	0.8	0.7
PSR	1.2	1.2	0.6	0.5	0.5
ROE	-2.8	15.7	8.7	12.5	11.6
ROIC	1.1	10.0	4.3	10.4	11.1

자료: NH투자증권 리서치본부

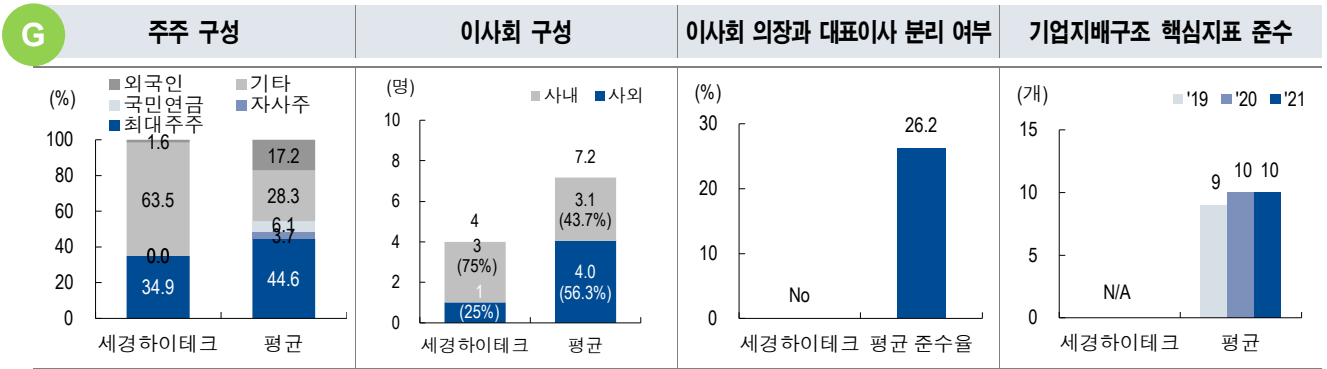
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

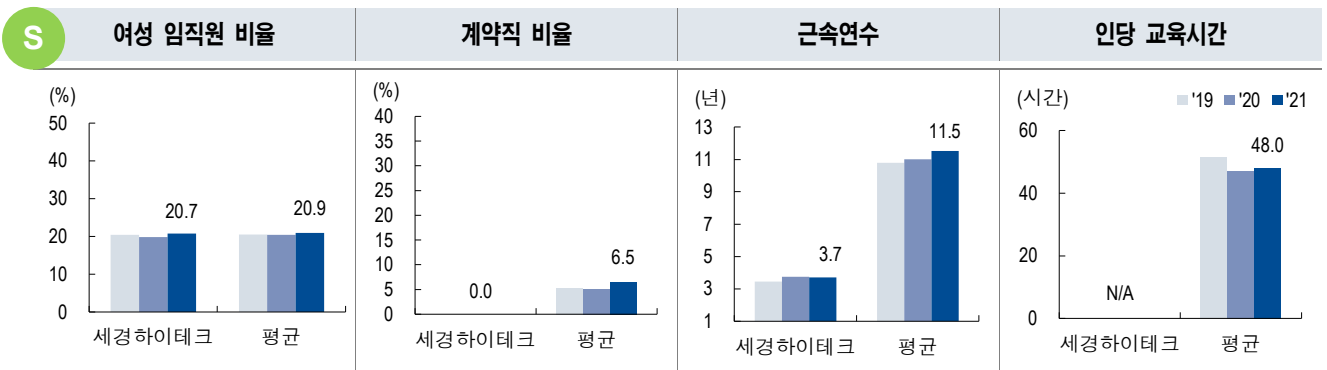
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	N/A	89	87	98	102	257	281	220	268
영업이익	N/A	-1	6	3	0	39	23	2	17
영업이익률(%)	N/A	-1.4	6.5	3.2	0.4	15.0	8.3	0.9	6.5
세전이익	N/A	0	7	5	-3	38	27	-3	26
순이익	N/A	1	6	3	-3	32	21	-3	23
지배지분순이익	N/A	1	6	3	-3	32	21	-4	23
EBITDA	N/A	2	9	7	5	45	35	21	40
CAPEX	N/A	10	6	10	8	31	58	39	29
Free Cash Flow	N/A	-8	7	-8	0	-1	-34	-18	19
EPS(원)	N/A	73	633	333	-303	3,510	2,011	-320	1,928
BPS(원)	N/A	4,651	5,326	5,580	5,354	9,164	11,869	11,224	13,303
DPS(원)	N/A	0	0	0	0	0	250	100	100
순차입금	N/A	-8	-15	-7	-9	-9	4	11	-4
ROE(%)	N/A	3.0	12.3	5.9	-5.3	46.2	18.6	-2.8	15.7
ROIC(%)	N/A	-13.8	13.4	2.7	-0.3	54.3	21.4	1.1	10.0
배당성장(%)	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	13.8	-31.2	5.2
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.7	0.4	0.4
순차입금 비율(%)	N/A	-17.8	-29.9	-12.8	-17.4	-9.9	3.1	8.7	-2.8

자료: 세경하이테크, NH투자증권 리서치본부

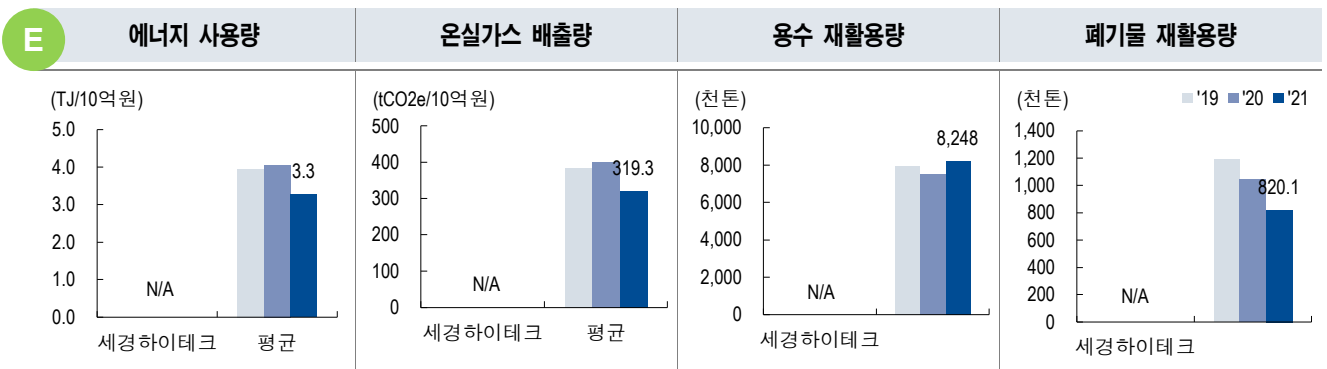
ESG Index & Event



주1: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 191개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 세경하이테크, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 세경하이테크, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 세경하이테크, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2008.3	- ISO 9001(품질경영시스템) ISO 14001(환경경영시스템) 인증
S	2017.4	- OHSAS 18001 (안전보건경영시스템) 인증
	2013.12	- 대한민국 산업포장 수상 (안전행정부장관)
G	2019.7	- 코스닥 상장을 통해 신주 80만주 발행. 공모 이후 주식수 562만주로 증가
	2010.12	- 유상증자 실행. 2012년 이후 세 차례의 유상증자와 액면분할 등을 통해 이영민 대표의 지분율 하락

자료: 세경하이테크, NH투자증권 리서치본부

표1. 세경하이테크 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2021	2022E	2023F	2024F
매출액	- 수정 후	268.3	263.2	287.6	300.0
	- 수정 전	-	293.0	335.7	366.8
	- 변동률	-	-10.2	-14.3	-18.2
영업이익	- 수정 후	17.4	10.6	21.0	22.6
	- 수정 전	-	22.6	26.2	29.7
	- 변동률	-	-53.3	-19.9	-23.8
영업이익률(수정 후)		6.5	4.0	7.3	7.5
EBITDA		39.7	36.0	47.7	50.7
(지배지분)순이익		22.6	14.2	22.5	23.4
EPS	- 수정 후	1,928	1,207	1,907	1,988
	- 수정 전	-	1,998	2,323	2,522
	- 변동률	-	-39.6	-17.9	-21.2
PER		14.7	10.5	6.6	6.4
PBR		2.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA		8.3	3.9	2.4	1.9
ROE		15.7	8.7	12.5	11.6

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 세경하이테크 P/E 밸류에이션

(단위: 배, 원)

항 목	비 고	
Target PER	기존 Target 15배에서 12배로 하향, 글로벌 피어 평균	12
EPS	Expectation 2023	1,907
Fair Value Per Share	Target PER * EPS	23,000

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 세경하이테크 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	268.3	263.2	287.6	300.0
데코필름	43.7	36.1	33.7	32.7
광학필름	99.2	135.3	160.8	181.3
모바일 필름/테이프	90.4	83.9	78.4	76.0
글라스틱 케이스	14.2	0.0	0.0	0.0
기타	20.8	7.9	14.7	10.0
영업이익	17.4	10.6	21.0	22.6
영업이익률(%)	6.5	4.0	7.3	7.5
세전이익	26.5	20.9	28.9	30.5
지배지분순이익	22.6	14.2	22.5	23.4

자료: 세경하이테크, NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 세경하이테크 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22F
매출액	46.3	56.6	89.0	76.5	55.0	54.4	80.2	73.6
데코필름	10.7	15.5	10.7	6.8	10.5	7.5	5.4	12.7
광학필름	10.7	14.8	37.0	36.6	26.4	26.8	48.8	33.4
모바일 필름/테이프	19.6	18.8	29.1	22.9	16.7	17.7	23.9	25.6
글라스틱 케이스	1.4	3.8	5.0	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.8	3.7	7.2	6.0	1.4	2.5	2.0	2.0
영업이익	-3.0	0.4	10.4	9.6	-1.1	-3.2	10.1	4.7
영업이익률(%)	-6.4	0.6	11.7	12.5	-2.1	-5.9	12.6	6.3
세전이익	1.1	1.1	18.2	6.1	3.9	2.2	9.4	5.2
지배지분순이익	0.3	0.9	15.5	6.0	2.7	0.3	7.2	4.0

자료: 세경하이테크, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
매출액	268.3	263.2	287.6	300.0
증감률 (%)	22.0	-1.9	9.3	4.3
매출원가	209.7	207.7	218.7	227.0
매출총이익	58.6	55.4	68.9	73.0
Gross 마진 (%)	21.8	21.1	24.0	24.3
판매비와 일반관리비	41.3	44.9	47.9	50.4
영업이익	17.4	10.6	21.0	22.6
증감률 (%)	764.8	-39.1	98.7	7.8
OP 마진 (%)	6.5	4.0	7.3	7.5
EBITDA	39.7	36.0	47.7	50.7
영업외손익	9.1	10.4	7.9	7.9
금융수익(비용)	-3.3	1.0	0.1	0.0
기타영업외손익	12.4	9.4	7.8	7.8
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	26.5	20.9	28.9	30.5
법인세비용	3.8	6.5	6.1	6.7
계속사업이익	22.7	14.4	22.8	23.8
당기순이익	22.7	14.4	22.8	23.8
증감률 (%)	흑전	-36.4	58.0	4.3
Net 마진 (%)	8.5	5.5	7.9	7.9
지배주주지분 순이익	22.6	14.2	22.5	23.4
비지배주주지분 순이익	0.1	0.2	0.4	0.4
기타포괄이익	1.4	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	24.1	14.4	22.8	23.8

Valuations/profitability/stability				
	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
PER(배)	14.7	10.5	6.6	6.4
PBR(배)	2.1	0.9	0.8	0.7
PCR(배)	6.3	3.1	2.6	2.4
PSR(배)	1.2	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	8.3	3.9	2.4	1.9
EV/EBIT(배)	19.1	13.2	5.3	4.2
EPS(원)	1,928	1,207	1,907	1,988
BPS(원)	13,303	14,410	16,216	18,104
SPS(원)	22,868	22,331	24,408	25,457
자기자본이익률(ROE, %)	15.7	8.7	12.5	11.6
총자산이익률(ROA, %)	9.7	5.3	7.7	7.2
투자자본이익률 (ROIC, %)	10.0	4.3	10.4	11.1
배당수익률(%)	0.4	0.8	0.8	0.8
배당성장률(%)	5.2	8.3	5.2	5.0
총현금배당금(십억원)	1	1	1	1
보통주 주당배당금(원)	100	100	100	100
순부채(현금)/자기자본(%)	-2.8	-6.5	-20.0	-25.7
총부채/자기자본(%)	66.1	63.0	63.6	58.8
이자발생부채	71	75	78	81
유동비율(%)	117.7	119.6	128.4	140.4
총발행주식수(백만)	12	12	12	12
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	28,350	12,650	12,650	12,650
시가총액(십억원)	334	149	149	149

(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
현금및현금성자산	39.9	49.9	77.7	93.4
매출채권	29.9	29.1	26.1	25.0
유동자산	118.1	124.2	151.9	170.9
유형자산	123.6	133.5	142.1	149.4
투자자산	4.2	4.1	4.5	5.1
비유동자산	143.9	154.6	163.3	171.0
자산총계	262.0	278.8	315.3	341.9
단기성부채	70.9	74.1	77.5	81.0
매입채무	14.1	13.6	24.0	23.1
유동부채	100.3	103.8	118.3	121.8
장기성부채	0.3	0.4	0.4	0.4
장기충당부채	3.6	3.5	3.9	4.5
비유동부채	3.9	4.0	4.3	4.9
부채총계	104.3	107.8	122.6	126.6
자본금	5.9	8.8	8.8	8.8
자본잉여금	52.3	49.4	49.4	49.4
이익잉여금	97.1	110.1	131.4	153.7
비지배주주지분	1.0	1.2	1.6	2.0
자본총계	157.8	171.1	192.7	215.3

(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
영업활동 현금흐름	48.1	43.4	63.4	53.3
당기순이익	22.7	14.4	22.8	23.8
+ 유/무형자산상각비	22.3	25.4	26.7	28.1
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	-2.2	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	53.1	48.8	58.1	61.1
- 운전자본의증가(감소)	-5.6	3.6	13.9	1.5
투자활동 현금흐름	-44.6	-35.6	-37.8	-39.9
+ 유형자산 감소	2.4	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-29.4	-35.1	-35.1	-35.1
+ 투자자산의매각(취득)	-1.3	0.1	-0.4	-0.7
Free Cash Flow	18.7	8.4	28.4	18.3
Net Cash Flow	3.6	7.8	25.6	13.4
재무활동현금흐름	14.8	2.1	2.2	2.3
자기자본 증가	3.5	0.0	0.0	0.0
부채증감	11.3	2.1	2.2	2.3
현금의증가	18.7	9.9	27.8	15.8
기말현금 및 현금성자산	39.9	49.9	77.7	93.4
기말 순부채(순현금)	-4.4	-11.1	-38.5	-55.4

파워로직스 (047310.KQ)

업황 둔화 및 경쟁 심화 타격 지속

Company Report | 2022. 11. 14

※ ESG Index/Event는 89페이지 참조

고객사 출하량 둔화 및 경쟁 심화를 반영해 실적 추정치와 목표주가 하향. 당분간 업황 개선이 쉽지 않을 것으로 판단해 유의미한 실적 회복은 어려울 것. 실적 가시성 회복 필요

수요 둔화 및 경쟁 강도 심화 고려해 목표주가 하향

고객사 출하량 둔화 및 카메라 모듈 업체간 경쟁 심화에 따른 마진 하락을 고려해 실적 추정치를 낮추고 목표주가를 기존 7,500원에서 5,500원으로 하향. 목표주가 산정 방식은 목표 PBR 1.25배(5년 평균)에서 실적 성장이 둔화되었던 2014~ 2017년 평균 수준인 0.9배로 변경

국내 고객사 판매 부진 및 공격적인 원가 절감 정책으로 카메라 모듈사의 업황이 지속적으로 악화되고 있는 상황. 동사는 상대적으로 높은 감가상각비 영향과 점유율 하락으로 타격이 더욱 큰 것으로 판단

향후 고객사 판매량 개선과 경쟁 완화가 실적 및 주가 회복의 선결 조건이라고 판단되며 신사업에서의 실적 가시성도 높아져야 할 것

하반기 흑자 전환 어려울 것

하반기에도 이익을 달성하기는 쉽지 않을 것으로 판단. 예상보다 고객사 스마트폰 출하량이 부진하고 동사 점유율이 상대적으로 더 낮아지고 있기 때문. 2023년에는 플래그십 모델에서 점유율이 개선될 것으로 전망하나 유의미한 실적 개선은 쉽지 않을 것

그동안 보수적으로 책정했던 감가상각비 부담이 2023년에 일부 완화되다는 점은 긍정적. 기계장치 상각 연수를 업계 평균보다 낮게 잡아 상당 부분의 상각이 2022년에 마무리될 것으로 예상되기 때문

Hold (유지)

목표주가	5,500원 (하향)
현재가 ('22/11/11)	5,640원
업종	IT부품
KOSPI / KOSDAQ	2483.16 / 731.22
시가총액(보통주)	194.1십억원
발행주식수(보통주)	34.4백만주
52주 최고가 ('21/11/17)	8,250원
최저가 ('22/10/13)	4,985원
평균거래대금(60일)	2,967백만원
배당수익률 (2022E)	0.00%
외국인지분율	2.4%

주요주주	
탐엔지니어링 외 3 인	34.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-13.8	-19.3	-26.7
상대수익률 (%p)	-1.9	-4.4	-0.4

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	908	811	784	780
증감률	-2.0	-10.8	-3.3	-0.5
영업이익	-14	-21	4	5
증감률	적지	적지	흑전	4.2
영업이익률	-1.6	-2.6	0.6	0.6
(지배)순이익	-8	-11	0	7
EPS	-238	-326	4	193
증감률	적지	적지	흑전	4900.5
PER	N/A	N/A	1459.5	30.3
PBR	1.3	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	11.7	7.8	4.1	4.2
ROE	-3.9	-5.4	0.1	3.2
부채비율	110.0	106.5	99.8	94.6
순차입금	34	25	10	-1

단위: 십억원, %, 원, 배
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

파워로직스 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E				4Q22F
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
매출액	252.6	239.1	241.8	202.5	166.0	-34.3	-18.0	N/A	240.2
영업이익	0.8	-4.1	-6.8	-4.3	-4.0	적전	적지	N/A	4.9
영업이익률	0.3	-1.7	-2.8	-2.1	-2.4			N/A	2.0
세전이익	4.8	-6.1	-3.6	3.2	-2.7	적전	적전	N/A	6.2
(지배)순이익	5.9	-5.8	-3.7	1.3	-3.2	적전	적전	N/A	7.2

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부



Analyst 이규하
 02)768-7248, kyuha.lee@nhq.com

Summary

파워로직스는 플래그십 전면 및 중저가 멀티카메라 모듈을 주요 제품으로 생산하는 업체. 2021년 매출액은 9,083억원(-2.0% y-y)이며 사업부문별 매출은 카메라부문 약 80%, BM(2차전지)부문 약 19%, 기타부문 약 1%로 구성. 2차전지 사업 불확실성이 확대된 가운데 향후 고객사 스마트폰 판매가 정상화되고, 동사 이익률이 동종 업계 업체들과 비슷한 수준을 달성하는 경우 투자 의견 상향이 가능할 것으로 예상

Share price drivers/Earnings Momentum

- 고객사 중저가 스마트폰 판매량 확대
- 쿼드러플 카메라 등 카메라 모듈 믹스 개선
- BMS 등 2차전지 성장성

Downside Risk

- 고객사 중저가 판매량 둔화
- ODM 물량 확대로 부품 출하량 감소
- 이익률 둔화세 지속

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2022E	2023F	2022E	2023F	2022E	2023F
Sunny Optical	29.8	21.3	3.9	3.4	13.2	16.1
O-Film	N/A	N/A	2.6	2.7	-24.1	-4.1
Largan	11.8	15.1	1.8	1.7	14.9	11.1
Luxshare Precision	23.0	17.4	4.8	3.8	20.8	21.9
Goertek	13.0	10.6	1.8	1.5	13.5	14.3

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2020	2021	2022E	2023F	2024F
PER	N/A	N/A	N/A	1,459.5	30.3
PBR	1.4	1.3	1.0	0.9	0.9
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
ROE	-11.0	-3.9	-5.4	0.1	3.0
ROIC	-12.0	-8.8	-13.0	2.2	2.2

자료: NH투자증권 리서치본부 전담

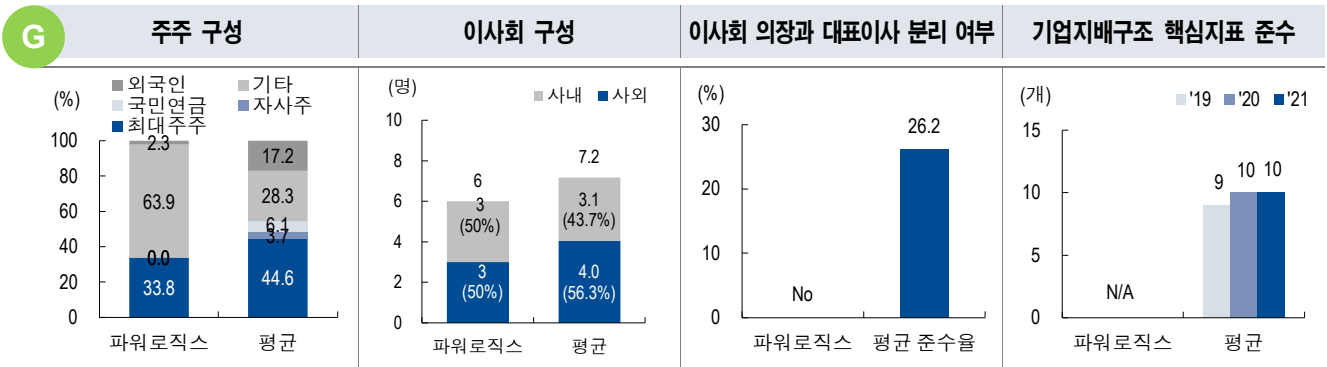
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

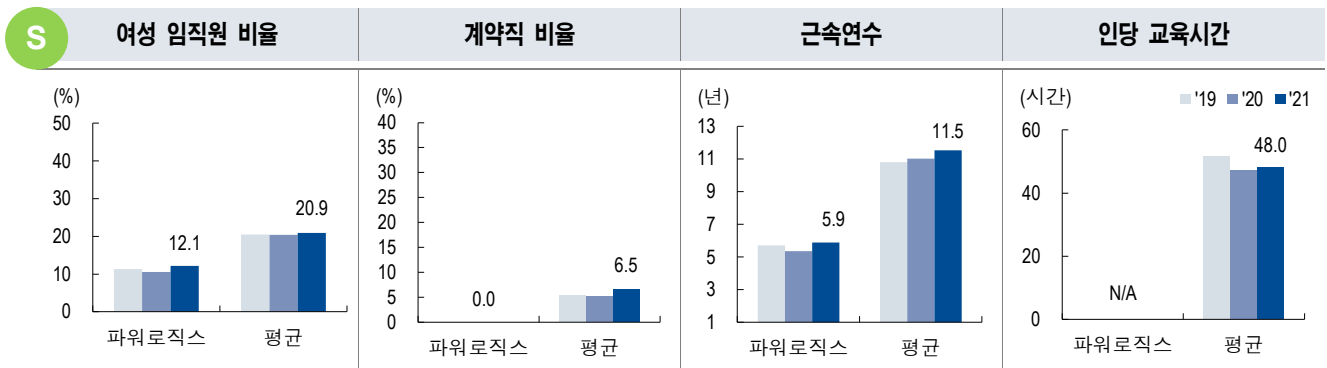
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	536	552	581	545	706	754	1,108	512	908
영업이익	2	12	9	13	19	26	51	10	-14
영업이익률(%)	0.3	2.1	1.6	2.3	2.8	3.5	4.6	1.9	-1.6
세전이익	4	6	3	6	9	25	53	20	-8
순이익	4	5	3	5	9	24	55	17	-11
지배지분순이익	4	5	5	7	11	24	55	17	-8
EBITDA	14	22	28	33	41	51	89	22	27
CAPEX	29	25	27	27	21	56	48	14	27
Free Cash Flow	2	16	0	11	-9	13	8	7	-10
EPS(원)	141	174	158	208	316	696	1,611	604	-238
BPS(원)	4,085	4,351	4,421	4,568	4,642	5,327	6,981	3,911	6,165
DPS(원)	0	0	0	0	0	0	50	0	0
순차입금	45	24	31	12	11	-2	10	54	34
ROE(%)	3.5	4.1	3.6	4.6	6.9	13.9	26.2	30.9	-3.9
ROIC(%)	1.4	6.4	6.8	7.0	11.9	15.1	26.7	14.0	-8.8
배당성장률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.1	0.0	0.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	38.8	19.6	20.9	7.7	7.1	-1.3	4.2	46.3	15.7

자료: 파워로직스, NH투자증권 리서치본부

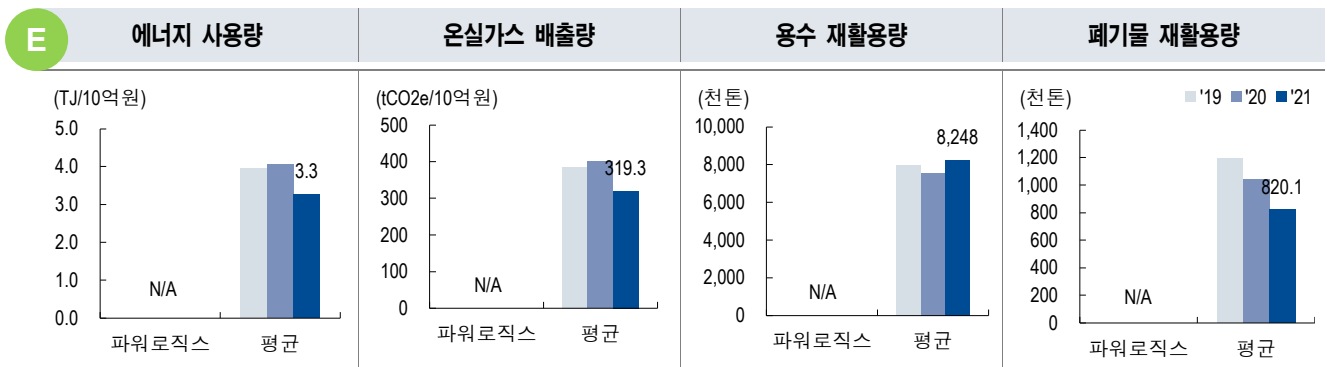
ESG Index & Event



주1: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 191개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 파워로직스, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 파워로직스, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 파워로직스, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2017.5	- 분쟁지역 광물 비사용 선언서 발표
	2003.8	- ISO 14001(환경경영시스템) 인증 획득
S	2019.2	- 고객사 우수협력사 은상 수상
	2017.9	- 고객사 Best Partner사 선정
G	2016.8	- 파워로직스가 탐엔지니어링 지분 60여만주를 탐머티리얼즈에 매각하며 탐엔지니어링-파워로직스 상호출자 관계 형성

자료: 파워로직스, NH투자증권 리서치본부

표1. 파워로직스 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2021	2022E	2023F	2024F
매출액	- 수정 후	908	811	784	780
	- 수정 전	-	920	947	982
	- 변동률	-	-11.9	-17.2	-20.6
영업이익	- 수정 후	-14	-21	4	5
	- 수정 전	-	-9	13	15
	- 변동률	-	-137.9	-66.8	-70.0
영업이익률(수정 후)		-1.6	-2.6	0.6	0.6
EBITDA		27	29	54	55
(지배지분)순이익		-8	-11	0	7
EPS	- 수정 후	-238	-326	4	193
	- 수정 전	-	-143	4	491
	- 변동률	-	-127.7	-3.4	-60.6
PER		N/A	N/A	1,459.5	30.3
PBR		1.3	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA		11.7	7.8	4.1	4.2
ROE		-3.9	-5.4	0.1	3.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 파워로직스 P/B 밸류에이션

(단위: 배, 원)

항 목	비 고	
Target PBR	기존 1.25배에서 0.9배로 하향, 2014~ 2017년 평균	0.9
BPS	Expectation 2023	6,042
Fair Value Per Share	Target PBR * EPS	5,500

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 파워로직스 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	908.3	810.5	783.8	779.8
카메라	720.7	627.5	595.4	585.8
BM(2차전자)	175.2	170.2	175.3	180.6
기타	12.4	12.8	13.1	13.4
영업이익	-14.1	-21.4	4.3	4.5
영업이익률(%)	-1.6	-2.6	0.6	0.6
세전이익	-8.1	-9.1	6.0	7.1
지배지분순이익	-8.2	-11.2	0.1	6.7

자료: 파워로직스, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 파워로직스 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q21	2Q22	3Q22E	4Q22F
매출액	222.4	194.2	252.6	239.1	241.8	202.5	166.0	200.2
카메라	177.0	140.6	210.1	193.0	196.2	151.7	124.4	155.1
BM(2차전자)	42.3	49.7	40.5	42.8	41.9	47.1	39.5	41.7
기타	3.2	3.9	2.1	3.3	3.7	3.6	2.1	3.4
영업이익	-6.2	-4.6	0.8	-4.1	-6.8	-4.3	-4.0	-6.3
영업이익률(%)	-2.8	-2.3	0.3	-1.7	-2.8	-2.1	-2.4	-3.1
세전이익	-1.5	-5.4	4.8	-6.1	-3.6	3.2	-2.7	-6.0
지배지분순이익	-1.4	-6.9	5.9	-5.8	-3.7	1.3	-3.2	-5.6

자료: 파워로직스, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
매출액	908	811	784	780
증감률 (%)	-2.0	-10.8	-3.3	-0.5
매출원가	875	789	712	714
매출총이익	34	22	72	66
Gross 마진 (%)	3.7	2.7	9.2	8.4
판매비와 일반관리비	48	43	68	61
영업이익	-14	-21	4	5
증감률 (%)	적지	적지	흑전	4.2
OP 마진 (%)	-1.6	-2.6	0.6	0.6
EBITDA	27	29	54	55
영업외손익	6	12	2	2
금융수익(비용)	12	15	6	6
기타영업외손익	-6	-2	-4	-4
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	-8	-9	6	7
법인세비용	3	2	0	0
계속사업이익	-11	-11	6	7
당기순이익	-11	-11	6	7
증감률 (%)	적지	적지	흑전	15.0
Net 마진 (%)	-1.2	-1.4	0.7	0.9
지배주주지분 순이익	-8	-11	0	6
비지배주주지분 순이익	-2	-3	1	2
기타포괄이익	9	0	0	0
총포괄이익	-2	-11	6	7

Valuations/profitability/stability				
	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
PER(X)	N/A	N/A	1,459.5	30.3
PBR(X)	1.3	1.0	0.9	0.9
PCR(X)	7.2	4.6	3.4	3.3
PSR(X)	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(X)	11.7	7.8	4.1	4.2
EV/EBIT(X)	N/A	N/A	51.0	50.6
EPS(W)	-238	-326	4	186
BPS(W)	6,165	5,910	6,039	6,188
SPS(W)	26,389	23,548	22,770	22,654
자기자본이익률(ROE, %)	-3.9	-5.4	0.1	3.0
총자산이익률(ROA, %)	-2.6	-2.6	1.4	1.6
투자자본이익률 (ROIC, %)	-8.8	-13.0	2.2	2.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	15.7	14.5	12.1	14.5
총부채/ 자기자본(%)	110.0	106.6	99.9	94.8
이자발생부채	71	68	66	64
유동비율(%)	116.2	110.4	110.6	109.2
총발행주식수(mn)	34	34	34	34
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	8,090	5,640	5,640	5,640
시가총액(십억원)	278	194	194	194

Statement of financial position				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
현금및현금성자산	32.9	34.7	36.5	28.3
매출채권	88.0	70.9	68.5	68.2
유동자산	245.6	212.1	203.9	196.5
유형자산	172.5	176.1	182.3	191.3
투자자산	16.7	16.3	16.0	16.3
비유동자산	204.8	207.1	213.4	223.1
자산총계	450.4	419.3	417.3	419.6
단기성부채	50.7	48.2	45.9	43.7
매입채무	123.1	108.1	104.5	104.0
유동부채	211.4	192.0	184.3	179.9
장기성부채	20.4	20.2	20.2	20.2
장기충당부채	1.4	1.4	1.4	1.4
비유동부채	24.5	24.2	24.2	24.2
부채총계	236.0	216.3	208.5	204.2
자본금	17.4	17.4	17.4	17.4
자본잉여금	146.5	146.5	146.5	146.5
이익잉여금	45.4	36.6	41.1	46.2
비지배주주지분	2.2	-0.4	0.9	2.4
자본총계	214.4	203.0	208.8	215.4

Cash flow statement				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
영업활동 현금흐름	17.4	56.9	60.4	53.7
당기순이익	-10.7	-11.5	5.8	6.7
+ 유/무형자산상각비	41.0	50.0	50.0	50.0
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	-0.3	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	38.7	42.4	57.3	58.2
- 운전자본의증가(감소)	-21.1	18.3	4.6	-3.0
투자활동 현금흐름	-27.7	-52.3	-56.2	-59.7
+ 유형자산 감소	0.2	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-27.4	-52.9	-55.6	-58.4
+ 투자자산의매각(취득)	4.0	0.3	0.3	-0.3
Free Cash Flow	-10.0	3.9	4.8	-4.7
Net Cash Flow	-10.3	4.5	4.2	-6.0
재무활동현금흐름	20.2	-2.7	-2.3	-2.2
자기자본 증가	1.7	0.0	0.0	0.0
부채증감	18.5	-2.7	-2.3	-2.2
현금의증가	11.6	1.8	1.8	-8.2
기말현금 및 현금성자산	32.9	34.7	36.5	28.3
기말 순부채(순현금)	33.7	29.4	25.3	31.2

에스엠 (041510.KQ)

팬덤 니즈를 먼저 읽는 사업자

특유의 팬덤 사업 노하우로 차별화된 신사업 역량 보유. 현재 메타버스 '광야' 세계관을 활용해 팬덤 몰입도를 높이고 있으며, 향후 VR 콘서트를 통한 신사업도 본격화될 전망. 라이크기획 관련 리스크 해소도 긍정적

연륜에서 오는 바이브로 경쟁사 대비 차별화

에스엠에 대한 투자 의견 Buy 및 목표주가 105,000원 유지. K-POP 전통 강자로서 1)팬덤 사업 노하우 기반 신사업 전개(성장성, 확장성) 및 2)아티스트IP 수명 장기화(안정성)에서 경쟁사 대비 차별화되는 사업자. 현재 '광야' 컨셉의 세계관 기반 콘텐츠(에스파, NCT) 및 플랫폼(광야클럽) 사업을 진행 중. 이를 통해 팬덤의 콘텐츠 몰입도 및 참여도를 높이고, 세계관을 공유하는 차기 데뷔조의 흥행으로 연결시키는 선순환을 꾀하고 있음

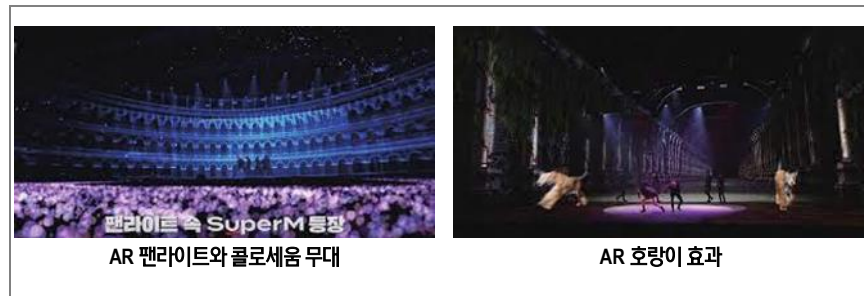
발목 잡던 라이크기획 리스크도 해소

지난 10월 공시를 통해 라이크기획과의 프로듀싱 계약 조기 종료를 확정. 이에 동사 저평가 요인이 해소되고, 구조적 EPS 상승이 기대됨. 별도 매출의 최대 6%로 높았던 인세 부담이 낮아질 것이며, 최대주주의 100% 개인 회사와의 계약이라는 점에서 야기된 불투명한 지배구조가 해결되었기 때문

스튜디오A, VR 콘서트 시대를 미리 준비 중

지난 7월, 자회사 스튜디오광야(지분 100%)는 어메이즈VR이 합작, 스튜디오A를 설립. 참고로 어메이즈VR은 '메건 디 스탠리온' VR 콘서트 제작사. 스튜디오A는 향후 에스엠 아티스트는 물론 외부 아티스트의 VR 콘서트를 제작할 예정. VR 콘서트의 최대 장점은 좌석에 관계없이 아티스트의 퍼포먼스를 근거리에서 관람할 수 있다는 것. 무대와 가까운 좌석이 비싸게 팔리고, 팬 사인회 당첨 확률이 갈수록 낮아지는 이유는 아티스트를 근거리에서 보고자하는 수요가 높기 때문. 이를 고려할 때, VR 콘서트는 팬덤에게 확실한 효용을 줄 수 있을 전망. VR 상용화 시 가장 큰 수혜 기대

XR 무대를 활용한 온라인 공연 사례



자료: SPRI, NH투자증권 리서치본부

Company Comment | 2022. 11. 14

※ESG Index/Event는 95페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	105,000원 (유지)			
현재가 (22/11/11)	65,500원			
업종	엔터테인먼트			
KOSPI / KOSDAQ	2,483.16 / 731.22			
시가총액(보통주)	1,558.7십억원			
발행주식수(보통주)	23.8백만주			
52주 최고가('22/04/01)	85,900원			
최저가('22/01/27)	56,000원			
평균거래대금(60일)	45.0십억원			
배당수익률(2022E)	0.31%			
외국인지분율	10.7%			
주요주주				
이수만 외 13 인	19.2%			
국민연금공단	9.0%			
주가상승률	3개월	6개월	12개월	
절대수익률 (%)	-12.7	6.5	-16.0	
상대수익률 (%)	-0.6	26.2	14.0	
	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	701.6	780.4	896.7	1,047
증감률	21.0	11.2	14.9	16.8
영업이익	67.5	86.8	118.0	158.2
증감률	938.5	28.6	35.9	34.1
영업이익률	9.6	11.1	13.2	15.1
(지배지분)순이익	133.5	73.7	62.8	82.1
EPS	5,667	3,100	2,641	3,451
증감률	-289.4	-45.3	-14.8	30.7
PER	13.1	21.1	24.8	19.0
PBR	2.9	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	10.9	10.3	7.6	5.5
ROE	25.5	11.3	8.8	10.5
부채비율	66.8	57.1	52.9	47.9
순차입금	-504.2	-561.3	-656.8	-768.2

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이화정
02)768-7535, hzl.lee@nhq.com

Summary

에스엠은 1995년 설립된 종합 엔터테인먼트 사업자. 본업은 음악 제작 및 매니지먼트이며 주요 아티스트는 NCT, 에스파, EXO, 슈퍼주니어 등 글로벌 인지도를 확보한 아이돌 위주. 전체 아티스트를 아우르는 세계관 ‘광야’를 보유하고 있으며, 관련 MD 및 콘텐츠 등을 판매하는 자체 팬 플랫폼 ‘광야클럽’이 운영되고 있음. 주요 자회사로는 SM C&C(광고), 키이스트(콘텐츠 제작), 드림메이커(공연) 등 보유. 2021년 기준 연결 매출 중 본업이 차지하는 비중은 60%이며, 본업 내 매출 비중은 음악 69.5%, 출연 12.9%, MD/라이선싱/화보 15.9% 등

Share price drivers/Earnings Momentum

- 최대주주 지분 매각 및 라이크기획 이슈 연착륙
- NCT, 에스파 서구권 팬덤의 지속적인 성장
- 한한령 완화를 통한 중국 활동(광고, 콘서트) 재개
- 신사업(플랫폼, 메타버스) 성공을 통한 매출원 확장

Downside Risk

- 최대주주 지분 비우호적 매각
- 라이크기획 인세 이슈 해결 지연
- 주요 아티스트 라인업 팬덤의 이탈
- 신사업(플랫폼, 메타버스) 실패에 따른 기회비용 낭비

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2022E	2023F	2022E	2023F	2022E	2023F
하이브	23.4	29.7	1.8	1.8	8.3	5.9
JYP Ent.	27.2	22.4	6.4	5.2	26.2	25.6
와이지엔터테인먼트	24.4	17.5	2.0	1.8	8.4	10.8
스튜디오드래곤	28.8	24.7	2.7	2.4	9.7	10.4
콘텐츠리중앙	N/A	35.0	3.2	2.9	-17.3	10.5

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2020	2021	2022E	2023F	2024F
PER	N/A	13.1	21.1	24.8	19.0
PBR	1.6	2.9	2.3	2.1	1.9
PSR	1.2	2.5	2.0	1.7	1.5
ROE	-16.0	25.5	11.3	8.8	10.5
ROIC	9.1	29.4	25.9	37.4	54.0

자료: NH투자증권 리서치본부

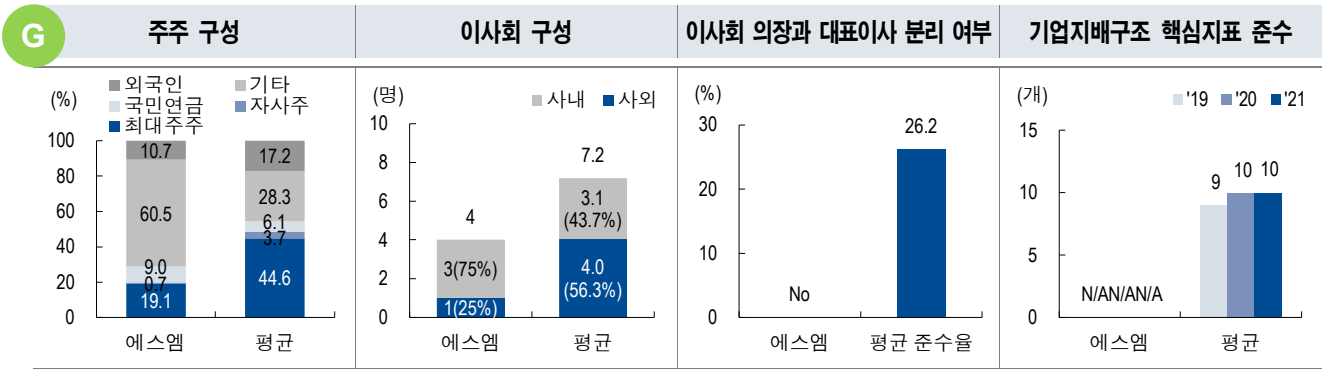
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

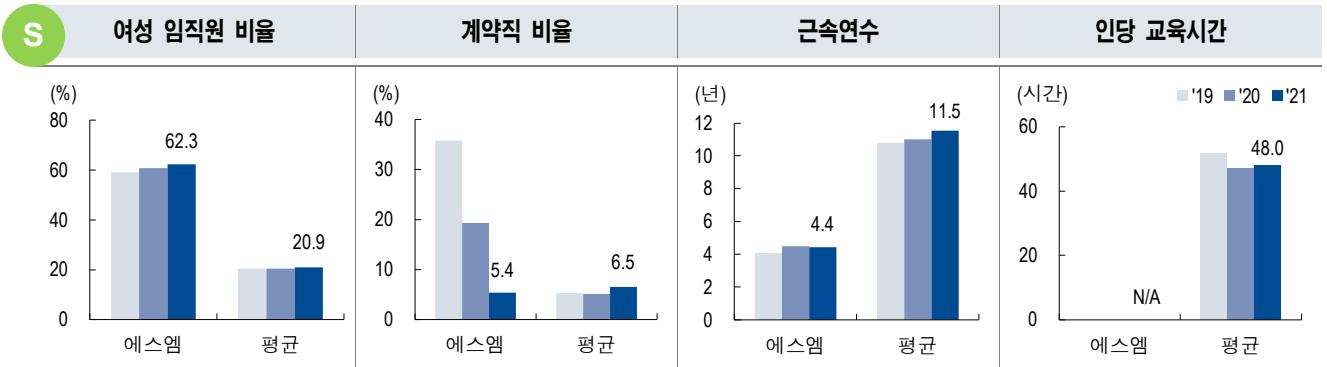
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	269	287	322	350	365	612	658	580	702
영업이익	41	34	38	21	11	48	40	6	68
영업이익률(%)	15.1	12.0	11.9	5.9	3.0	7.8	6.1	1.1	9.6
세전이익	42	29	31	23	24	46	11	-41	173
순이익	18	2	18	4	-5	23	-16	-80	133
지배지분순이익	19	6	22	4	4	31	-9	-70	134
EBITDA	50	47	60	44	33	88	104	78	132
CAPEX	19	26	43	14	11	10	13	8	22
Free Cash Flow	11	-35	23	7	67	110	78	37	100
EPS(원)	913	290	1,048	169	199	1,361	-390	-2,992	5,667
BPS(원)	11,134	11,689	13,669	15,144	15,824	18,424	18,944	18,412	25,951
DPS(원)	0	0	0	0	0	0	0	0	200
순차입금	-130	-81	-95	-125	-140	-228	-313	-343	-504
ROE(%)	16.3	2.5	8.3	1.2	1.3	8.0	-2.1	-16.0	25.5
ROIC(%)	30.7	1.7	15.3	4.0	-3.0	13.3	-27.9	9.1	29.4
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3
순차입금 비율(%)	-48.8	-28.9	-29.4	-33.3	-32.2	-39.6	-49.4	-55.7	-63.9

자료: 에스엠, NH투자증권 리서치본부

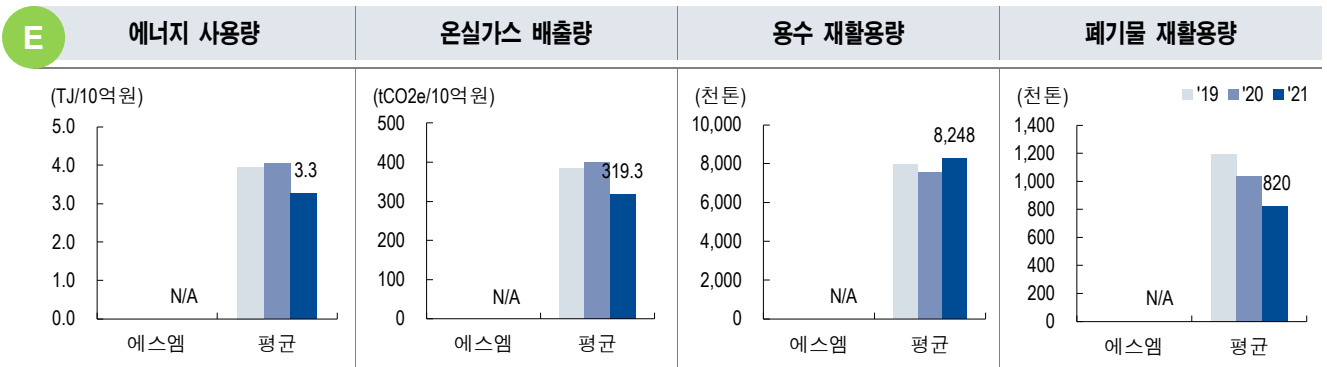
ESG Index & Event



주1: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 191개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 에스엠, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 에스엠, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 에스엠, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2022.3	- NCT드림의 두 번째 정규앨범 '글리치 모드'(Glitch Mode)를 통해 처음으로 친환경 소재 도입한 앨범 발매
S	2022.7	- 국내 엔터사 중 최초로 유엔글로벌콤팩트(UNGC)에 가입. 이를 계기로 기업의 사회적 책임을 다하고, 매년 이행 보고서 (COP)를 제출할 계획
G	2019.6 2022.2	- KB자산운용은 주주서한을 통해 라이크기획 계약문제 지적 - 상장 후 처음으로 배당금 지급 결정. 주당 200원, 총액 46억8,000여만원 규모

자료: 언론보도, 에스엠, NH투자증권 리서치본부

표2. 에스엠 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2021	2022E	2023F	2024F
매출액	701.6	780.4	896.7	1,047
영업이익	67.5	86.8	118.0	158.2
영업이익률	9.6	11.1	13.2	15.1
EBITDA	131.5	114.6	146.0	186.7
(지배지분)순이익	133.5	73.7	62.8	82.1
EPS	5,667	3,100	2,641	3,451
PER	13.1	21.1	24.8	19.0
PBR	2.9	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	10.9	10.3	7.6	5.5
ROE	25.5	11.3	8.8	10.5

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 에스엠 분기 실적 전망

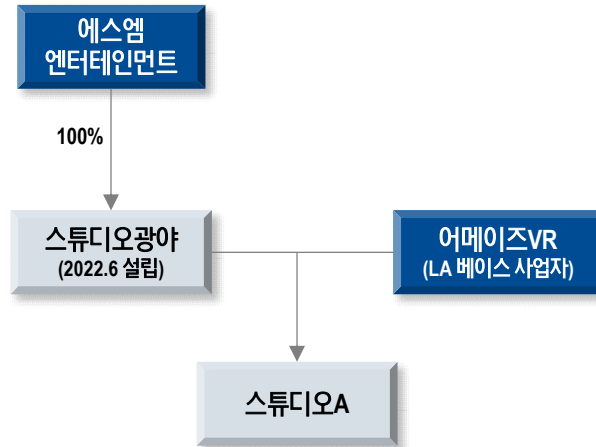
(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22F	2020	2021	2022E	2023F
매출	144.7	135.9	115.0	184.2	154.2	186.4	154.4	206.5	169.4	184.4	204.3	222.2	579.9	701.6	780.4	896.7
매출 y-y%	11	-15	-34	-5	7	37	34	12	10	-1	32	8	-12	21	11	15
SM Entertainment	68.4	74.6	58.6	101.0	87.6	117.2	92.2	120.1	114.9	111.1	133.3	129.5	302.6	417.1	488.8	519.8
음반/음원	37.9	53.0	38.8	61.6	58.5	93.1	62.9	75.3	63.5	66.8	84.1	62.4	191.3	289.8	276.8	275.2
출연(방송/광고/행사)	9.3	6.8	9.2	14.7	9.2	12.6	12.4	19.7	15.5	14.9	10.0	16.2	40.0	53.9	56.5	61.2
콘서트	7.8	2.1	1.0	5.6	0.7	0.3	0.8	0.3	0.7	4.2	13.9	17.0	16.5	2.1	35.8	66.2
MD/라이선싱/확보	9.3	9.8	8.9	15.8	18.0	10.0	15.0	23.2	17.5	23.7	24.0	32.6	43.8	66.2	97.8	111.7
기타	4.1	2.9	0.7	3.4	1.2	1.3	1.2	1.6	17.6	1.4	1.4	1.4	11.1	5.3	21.8	5.6
SM C&C	33.8	26.6	27.2	43.0	26.4	32.6	28.6	52.2	22.0	36.5	32.0	58.3	130.6	139.8	148.8	199.6
KEYEAST	31.5	19.6	5.9	-	11.0	8.1	4.9	22.5	13.7	16.1	10.0	5.0	57.0	46.5	44.8	23.0
DREAM MAKER	5.4	5.4	5.7	6.7	4.0	4.3	3.7	8.7	4.2	3.9	7.8	8.1	23.2	20.7	24.0	69.4
SMC	12.7	10.1	12.0	10.9	14.3	13.4	12.7	13.1	11.6	-	8.0	15.0	45.7	53.5	34.6	137.0
SMEJ PLUS	-	4.3	3.8	2.8	3.1	3.0	3.0	3.1	3.4	-	2.0	2.0	10.9	12.2	7.4	8.0
매출원가	101.6	80.0	75.2	124.3	97.2	104.9	89.7	145.3	100.7	121.3	132.9	144.2	381.1	437.2	499.1	583.0
COGS%	70.2	58.9	65.4	67.5	63.0	56.3	58.1	70.4	59.4	65.8	65.1	64.9	65.7	62.3	64.0	65.0
COGS y-y%	13	-29	-34	-1	-4	31	19	17	4	16	48	-1	-14	15	14	17
매출총이익	43.1	55.9	39.8	59.9	57.0	81.5	64.6	61.2	68.8	63.1	71.4	78.0	198.8	264.4	281.3	313.7
GPM%	29.8	41.1	34.6	32.5	37.0	43.7	41.9	29.6	40.6	34.2	34.9	35.1	34.3	37.7	36.0	35.0
GP y-y%	5	21	-33	-12	32	46	62	2	21	-23	10	27	-8	33	6	12
영업이익	1.7	13.2	-9.7	1.3	15.4	27.5	14.1	10.6	19.2	19.4	23.3	24.9	6.5	67.5	86.8	118.0
OPM%	1.2	9.7	-8.4	0.7	10.0	14.7	9.1	5.1	11.3	10.5	11.4	11.2	1.1	9.6	11.1	13.2
OP y-y%	-40	240	적전	-90	816	109	흑전	685	25	-30	65	136	-84	940	29	36
지배주주순이익	-0.4	2.3	-21.6	-50.5	10.2	76.4	15.5	93.8	27.6	18.7	16.7	10.7	-70.2	195.9	73.7	62.8
(Ctr.)NPM%	-0.3	1.7	-18.8	-27.4	6.6	41.0	10.0	45.4	16.3	10.1	8.2	4.8	-12.1	27.9	9.4	7.0
(Ctr.)NP y-y%	적지	400	적전	적지	흑전	3153	흑전	흑전	170	-76	8	-89	적지	흑전	-62	-15

주: 디어유는 2Q21 JYP의 지분 참여 후, 3Q21부터 관계기업으로 소급 재분류

자료: 에스엠, NH투자증권 리서치본부 전망

그림11. 에스엠-어메이즈VR 조인트 벤처 지분도



자료: 에스엠, 어메이즈VR, NH투자증권 리서치본부

그림12. 메타버스 콘텐츠 제작기술 전문회사 - 스튜디오 광야



자료: 에스엠, NH투자증권 리서치본부

그림13. 에스파 세계관에 등장하는 광야의 모습



자료: 에스엠, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
매출액	701.6	780.4	896.7	1,047
증감률 (%)	21.0	11.2	14.9	16.8
매출원가	437.2	499.1	583.0	684.4
매출총이익	264.4	281.3	313.7	362.5
Gross 마진 (%)	37.7	36.0	35.0	34.6
판매비와 일반관리비	196.9	194.5	195.7	204.4
영업이익	67.5	86.8	118.0	158.2
증감률 (%)	938.5	28.6	35.9	34.1
OP 마진 (%)	9.6	11.1	13.2	15.1
EBITDA	131.5	114.6	146.0	186.7
영업외손익	105.7	38.7	10.0	10.0
금융수익(비용)	1.2	3.1	-3.2	-3.2
기타영업외손익	8.1	4.8	-14.8	-14.8
종속, 관계기업관련손익	96.4	30.8	28.0	28.0
세전계속사업이익	173.1	125.4	127.9	168.1
법인세비용	39.9	37.8	39.8	52.3
계속사업이익	133.2	87.6	88.2	115.8
당기순이익	133.2	87.6	88.2	115.8
증감률 (%)	-265.9	-34.2	0.7	31.3
Net 마진 (%)	19.0	11.2	9.8	11.1
지배주주지분 순이익	133.5	73.7	62.8	82.1
비지배주주지분 순이익	-0.3	13.9	25.3	33.7
기타포괄이익	-0.3	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	132.9	87.6	88.2	115.8

Valuations/profitability/stability				
	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
PER(X)	13.1	21.1	24.8	19.0
PBR(X)	2.9	2.3	2.1	1.9
PCR(X)	11.9	10.4	10.2	8.1
PSR(X)	2.5	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA(X)	10.9	10.3	7.6	5.5
EV/EBIT(X)	21.2	13.6	9.4	6.5
EPS(W)	5,667	3,100	2,641	3,451
BPS(W)	25,951	28,796	31,239	34,491
SPS(W)	29,770	32,811	37,684	43,997
자기자본이익률(ROE, %)	25.5	11.3	8.8	10.5
총자산이익률(ROA, %)	11.2	6.5	6.2	7.6
투자자본이익률 (ROIC, %)	29.4	25.9	37.4	54.0
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.3	0.3
배당성장(%)	3.5	6.4	7.5	5.8
총현금배당금(십억원)	4.7	4.7	4.7	4.7
보통주 주당배당금(W)	200	200	200	200
순부채(현금)/자기자본(%)	-63.9	-64.4	-68.8	-72.1
총부채/ 자기자본(%)	66.8	57.1	52.9	47.9
이자발생부채	3.7	2.3	2.3	2.3
유동비율(%)	192.0	211.6	229.8	253.1
총발행주식수(mn)	24	24	24	24
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	74,200	65,500	65,500	65,500
시가총액(십억원)	1,762	1,559	1,559	1,559

Statement of financial position				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
현금및현금성자산	331.3	422.4	517.9	629.3
매출채권	97.3	116.8	116.8	116.8
유동자산	769.5	814.7	910.2	1,022
유형자산	66.6	57.4	55.9	55.5
투자자산	179.9	186.5	179.5	182.2
비유동자산	545.5	554.2	549.3	554.4
자산총계	1,315	1,369	1,459	1,576
단기성부채	23.2	19.9	18.2	16.6
매입채무	169.2	177.7	181.2	190.3
유동부채	400.7	385.0	396.2	403.7
장기성부채	91.9	86.6	86.6	86.6
장기충당부채	3.6	3.6	3.6	3.6
비유동부채	125.8	112.6	108.6	106.6
부채총계	526.5	497.6	504.7	510.2
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	361.6	361.6	361.6	361.6
이익잉여금	235.8	304.8	362.9	440.3
비지배주주지분	172.2	186.1	211.4	245.1
자본총계	788.4	871.3	954.8	1,066

Cash flow statement				
(십억원)	2021/12A	2022/12E	2023/12F	2024/12F
영업활동 현금흐름	122.6	105.5	125.0	151.4
당기순이익	133.2	87.6	88.2	115.8
+ 유/무형자산상각비	64.0	27.7	27.9	28.5
+ 종속, 관계기업관련손익	-96.4	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	-2.9	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	146.7	150.1	152.1	192.2
- 운전자본의증가(감소)	11.0	-9.9	8.9	7.1
투자활동 현금흐름	-82.6	-1.2	-23.0	-33.7
+ 유형자산 감소	0.7	10.0	2.0	2.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-22.2	-13.0	-12.0	-13.0
+ 투자자산의매각(취득)	17.1	-6.7	7.0	-2.7
Free Cash Flow	100.4	92.5	113.0	138.4
Net Cash Flow	39.9	104.3	102.0	117.7
재무활동현금흐름	-6.8	-13.3	-6.5	-6.3
자기자본 증가	51.4	0.0	0.0	0.0
부채증감	-58.2	-13.3	-6.5	-6.3
현금의증가	33.8	91.1	95.5	111.4
기말현금 및 현금성자산	331.3	422.4	517.9	629.3
기말 순부채(순현금)	-504.2	-561.3	-656.8	-768.2

자이언트스텝 (289220.KQ)

배경부터 주인공까지

리얼타임엔진 및 AI 기술을 기반으로 실시간 양방향성 콘텐츠 제작 측면에서 차별화된 사업자. 현재 자체 보유한 XR 스튜디오를 통해 콘서트용 가상 무대를 제작 중이며, 한유아, 이슬 등 버추얼 휴먼 제작 중. 향후 VR 기기 상용화로 XR 수요 확대 시 유의미한 수혜가 기대되는 사업자

극실사화 콘텐츠를 실시간으로 뽑아낼 수 있는 사업자

자이언트스텝은 2008년 광고 VFX 아티스트 스튜디오로 시작, 2016년부터 리얼타임엔진 및 AI 기술 투자로 실시간 콘텐츠 제작 역량을 갖춘 사업자. 주요 역량은 1)리얼타임 엔진을 통한 극실사화 콘텐츠 제작, 2)버추얼 스튜디오를 통한 가상 배경과의 실시간 합성. 즉, 양질의 콘텐츠의 실시간 제작

핵심 파트너사는 네이버(이슬, NOW), 에스엠(나비스, 세계관 드라마), 스마일게이트(한유아) 등 각 분야의 선도 사업자. 향후 VR 기기 상용화로 XR 콘텐츠 시장 확대될 때 동사 역시 유의미한 수혜 기대되는 상황

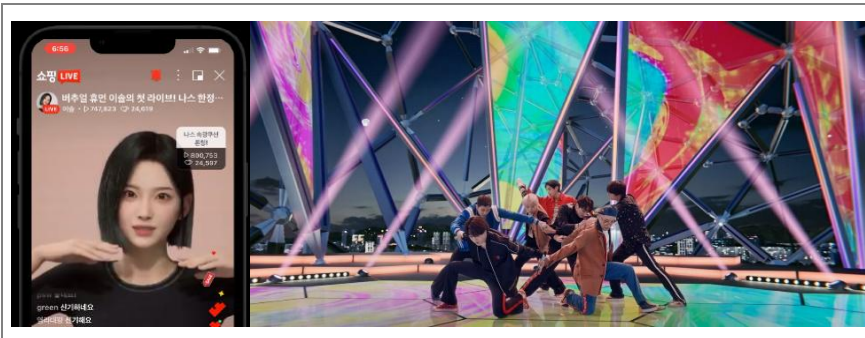
XR 스튜디오: 2D 스크린, 3D VR 모두 배경은 있다

지난 4~6월 진행된 K-POP 합동 콘서트 디페스타의 무대는 XR로 구현된 서울숲 내 대형 공연장. 무대는 동사의 1스튜디오(크로마키월) 및 2스튜디오(LED월)를 활용, 실시간으로 구현. 금번 무대는 2D를 통한 송출에 그쳤지만, 향후 VR 기기 상용화 시 3D를 통한 현장감까지 구현 가능할 전망

버추얼 휴먼: VR 기기 상용화 시 존재감이 커질 주인공

현재 버추얼휴먼은 짧은 영상에 출연하는 정도에 그치고 있는 만큼 리얼타임 기술의 장점이 크게 두드러지지 않음. 다만 VR 기기 상용화로 실시간 스트리밍 및 상호작용이 필요해지는 경우, 동사의 리얼타임엔진 및 AI 활용 역량이 빛을 볼 것. 현재 파트너사와 합작한 한유아, 이슬 및 자체IP 코리, 브리 등 버추얼 휴먼을 제작하여 광고모델 및 쇼호스트로 활용 중

자이언트스텝 핵심 비즈니스의 사례 (1)버추얼 휴먼, (2)XR 스튜디오



자료: 자이언트스텝, NH투자증권 리서치본부 전망

Company Comment | 2022. 11. 14

※ESG Index/Event는 101페이지 참조

Not Rated

현재가 (22/11/11)

19,750원

업종	미디어/엔터테인먼트		
KOSPI / KOSDAQ	2,483.16 / 731.22		
시가총액(보통주)	434.4십억원		
발행주식수(보통주)	22.0백만주		
52주 최고가(21/11/18)	79,950원		
최저가(22/10/13)	15,250원		
평균거래대금(60일)	4.1십억원		
배당수익률(2022E)	0.00%		
외국인지분율	2.5%		
주요주주			
하승봉 외 14인	44.4%		
네이버	6.5%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-27.8	-22.1	-66.9
상대수익률 (%p)	-17.8	-7.7	-55.1

	2019	2020	2021	2022E
매출액	20.5	20.2	33.2	49.7
증감률	0.2	-1.5	64.4	49.7
영업이익	-2.1	-1.5	-2.9	-1.1
증감률	적지	적지	적지	적지
영업이익률	-10.2	-7.4	-8.7	-2.2
(지배지분)순이익	-3.1	-1.4	-3.5	-0.8
EPS	-217.2	-94.3	-184.1	-37.2
증감률	적지	적지	적지	적지
PER	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	0.0	0.0	12.1	3.4
EV/EBITDA	N/A	N/A	1,466	158.0
ROE	-37.6	-13.1	-5.0	-0.6
부채비율	145.6	53.0	13.0	18.7
순차입금	-3.0	-8.3	-30.3	-40.1

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이화정

02)768-7535, hzl.lee@nhqv.com

Summary

자이언트스텝은 2008년 6월 설립된 광고/영상 VFX 및 리얼타임 콘텐츠 솔루션 전문 기업. 5,300여편의 광고 콘텐츠 제작 실적 보유. 2016년 Disney Compliant Vendor, 2018년 Netflix의 Certified vendor 등록에 이어 2020년 국내 최초 NBC Universal의 공식협력사로 지정. 다양한 리얼타임 콘텐츠 제작 장비 운영 노하우 및 최적화 기술 보유. 기술력을 인정받아 국내 빅테크, 엔터사와의 협업을 통해 리얼타임 콘텐츠 지속 확대 중

Share price drivers/Earnings Momentum

- 메타버스, AR, VR 시장 확대
- 빅테크, 엔터사, 게임사 등으로부터의 지분투자자 협업 프로젝트 확대

Downside Risk

- 리얼타임 콘텐츠 신규 경쟁자 진입
- 광고 부문 실적 회복 둔화

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2022E	2023F	2022E	2023F	2022E	2023F
위지웍스튜디오	N/A	37.0	3.9	3.5	-0.2	9.2
알체라	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
덱스터	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2020	2021	2022E	2023F	2024F
PER	N/A	N/A	N/A	91.8	44.6
PBR	0.0	12.1	3.4	3.3	3.1
PSR	0.0	40.3	8.7	5.1	3.0
ROE	-13.1	-5.0	-0.6	3.7	7.2
ROIC	-17.6	-5.8	-1.4	5.7	13.3

자료: NH투자증권 리서치본부

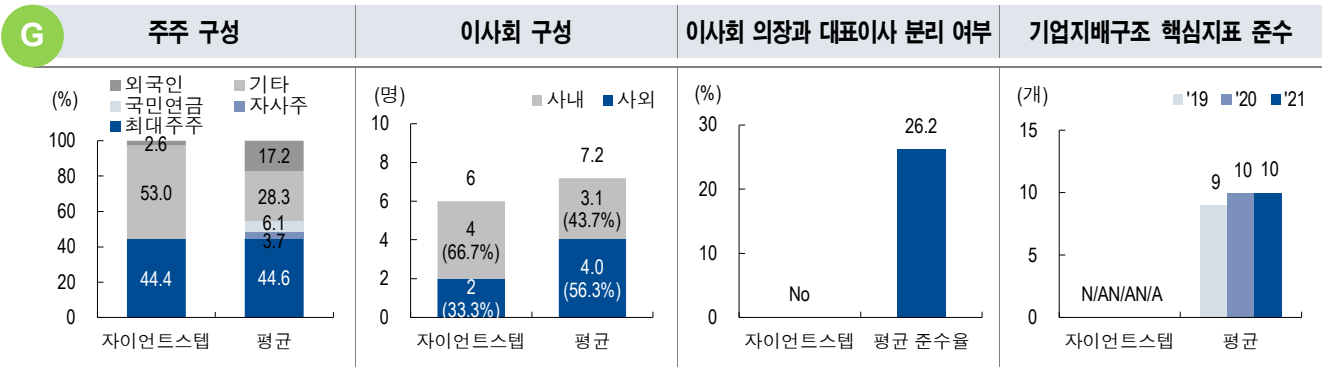
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

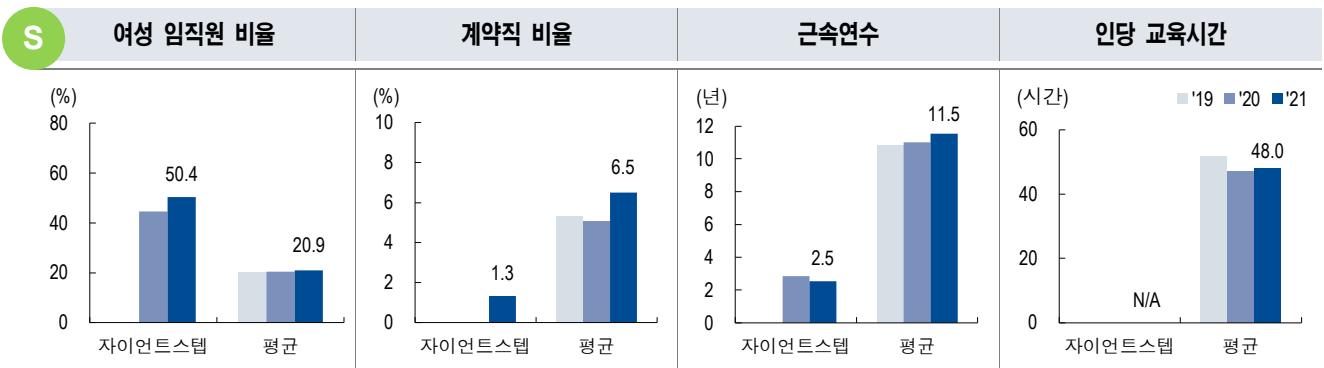
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	-	-	-	13	20	20	21	20	33
영업이익	-	-	-	2	0	-2	-2	-2	-3
영업이익률(%)	-	-	-	15.0	1.0	-12.2	-10.1	-7.4	-8.8
세전이익	-	-	-	2	0	-2	-2	-1	-3
순이익	-	-	-	2	1	-2	-3	-1	-3
지배지분순이익	-	-	-	2	1	-2	-3	-1	-4
EBITDA	-	-	-	3	1	-1	0	1	1
CAPEX	-	-	-	2	2	1	1	2	5
Free Cash Flow	-	-	-	-1	0	-3	-1	-1	-5
EPS(원)	-	-	-	125	37	-155	-217	-94	-184
BPS(원)	-	-	-	750	781	683	469	903	5,807
DPS(원)	-	-	-	0	0	0	0	0	0
순차입금	-	-	-	-5	-5	-2	-3	-8	-30
ROE(%)	-	-	-	15.2	4.9	-21.3	-37.6	-13.1	-5.0
ROIC(%)	-	-	-	N/A	-0.1	-39.0	-29.2	-17.6	-5.8
배당성장률(%)	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	-	-	-	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0
순차입금 비율(%)	-	-	-	-48.1	-49.1	-24.8	-43.7	-56.0	-23.8

자료: 자이언트스텝, NH투자증권 리서치본부

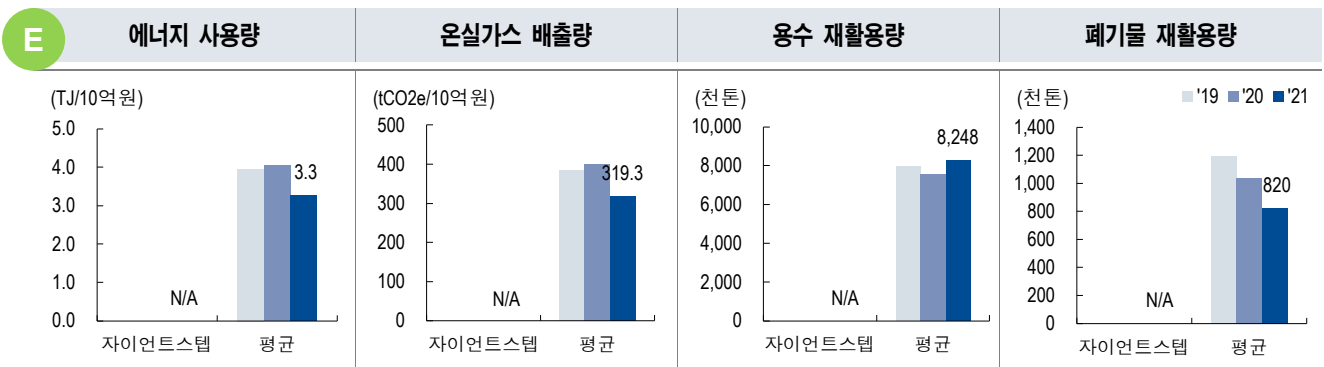
ESG Index & Event



주1: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 191개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 자이언트스텝, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 자이언트스텝, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 자이언트스텝, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	-	- N/A
S	-	- N/A
G	2017.11 2021.3	- 최대주주 변경(강연주 → 하승봉) - 코스닥 시장 상장

자료: 언론보도, 자이언트스텝, NH투자증권 리서치본부

그림14. 자이언트스텝 주요사업 현황

		3D 기반 자체 온라인 서비스 (플랫폼)	
	이머시브 미디어 아트 (티켓팅 모델 등)		
	버추얼 프로덕션 (XR Live Solution)		
	버추얼 휴먼 솔루션		
Tech Side 리얼타임엔진 기반 기술역량			
Creative Side 광고 기반 크리에이티브 역량	광고/영상 VFX	<ol style="list-style-type: none"> 1) 국내 최고의 광고 VFX Studio 2) 최고 역량을 보유한 supervisor 그룹으로 구성된 Excellent One System 3) 안정적 수익성 확보 Cash Cow 	

자료: 자이언트스텝, NH투자증권 리서치본부

Sony Group (6758.JP)

다양한 사업 포트폴리오가 강점

Company Comment | 2022. 11. 14

음악 및 영화 사업 부문 호조로 실적 가이드스 하향 우려 완화 PS5용 소프트웨어 판매 확대가 동사의 연간 실적을 좌우할 것

6년 만에 차세대 플레이스테이션 고글 'PSVR2' 발매 예정

'플레이스테이션(PS)5'의 매출 추이는 2Q(7~9월) 판매 대수가 330만대(1H, 570만대)로 1Q 대비 90만대 증가하는 등 순조로웠음. 현재 연간 판매 목표(1,800만대) 대비 진척률은 약 30%이나 올해 6월 이후 글로벌 공급망 개선에 힘입어 생산 대수가 가이드스(650만대)를 상회하고 있는 바 연말까지 판매 대수는 지속 증가할 것으로 전망

동사는 2023년 2월 22일 차세대 플레이스테이션 고글 'PSVR2' 출시 예정. PS4보다 빠른 보급을 목표로 생산에 주력 중. 'PSVR2'는 PS5와 접속해 사용하며 헤드셋 진동, 시선 트래킹, 3D 오디오, 햅틱 피드백 등 다양한 기능을 탑재해 플레이어에게 압도적인 몰입감을 제공할 것으로 기대. 최근 리오프닝으로 인해 외출 기회가 늘면서 플레이어의 게임 플레이 시간이 감소(-10% y-y). 불투명한 매크로 환경, 게임 시장의 경쟁 격화 속 동사의 실적 견인 포인트는 'VR2'와 PS5의 시너지 창출에 따른 PS5용 게임 소프트웨어 판매 확대일 것

실적은 음악 및 영화 사업이 뒷받침

FY2023 1H(4~9월) 실적으로 매출액 5조633억엔(+9.4% y-y), 영업이익 6,510억엔(+9% y-y), 순이익 4,821억엔(+13% y-y) 발표. 연간 가이드스는 매출액 11조6,000억엔(+17% y-y), 영업이익 1조1,600억엔(-4% y-y), 순이익 8,400억엔(-5% y-y)으로 각각 1,000억엔, 500억엔, 400억엔 상향 수정

글로벌 경기 침체에 따른 소비 위축 리스크가 상존하나 음악, 영화, 반도체 사업 부문 매출이 호조를 보이며 실적 견인. 동사는 반도체 사업 부문매출이 중국 시장을 중심으로 한 스마트폰 수요 둔화로 인해 향후 감소할 것으로 전망. 단 엔화 약세에 따른 환차익(+70억엔)을 고려해 연간 영업이익 가이드스는 2,200억엔(+200억엔)으로 상향 수정. 한편, 주력 사업인 게임 부문은 소프트웨어 판매 부진과 엔화 약세가 게임기 제조 등의 비용 증가로 이어져 부정적 영향을 미침. 1Q(4~6월)에 이어 2Q(7~9월)에도 영업이익 가이드스 2,250억엔(-300억엔)으로 하향 조정. 단, 하반기에 대규모 신작 소프트웨어 출시를 예정하고 있는 바 실적 상회 가능성 높을 것으로 판단

목표주가(컨센서스): 15,101엔

현재('22/11/11)				11,630엔
업종				경기소비재
시장				도쿄PRIME
시가총액(보통주)				14.7조엔 (142.7조원)
발행주식수(보통주)				1,261백만주
52주 최고가('22/1/5)				15,520엔
최저가('22/9/30)				9,286엔
배당수익률(22/3E)				0.7%
주요주주				
Nomura Asset Management Co., Ltd.				5.0
Sumitomo Mitsui Trust Asset Management Co., Ltd.				4.2
주가상승률	3개월	6개월	12개월	
절대수익률 (%)	3.7	8.5	-19.7	
상대수익률 (%)p	5.1	3.6	-14.0	
	22/3	23/3E	24/3F	25/3F
매출액	9,922	11,326	12,071	12,628
증감률	10.2	14.2	6.6	4.6
영업이익	1,202	1,171	1,264	1,399
증감률	23.7	-2.6	8.0	10.7
영업이익률	12.1	10.3	10.5	11.1
(지배지분)순이익	882	857	928	1,036
EPS	711.8	693.3	754.9	848.4
증감률	-25.2	-2.6	8.9	12.4
PER	17.9	16.8	15.4	13.7
PBR	2.2	1.9	1.7	1.5
ROE	12.8	11.1	10.9	11.1
순차입금	2,816	1,771	1,211	451

단위: 십억엔, %, 엔, 배
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 김채운
 02)768-7725, cynkim@nhq.com

Summary

오디오 기기를 중심으로 사업을 전개하는 가전 대기업. 그룹 내 영화, 음악 등의 콘텐츠 비즈니스 외에 금융 비즈니스도 다루는 점이 특징. 사업 부문은 1)게임&네트워크 서비스(G&NS), 2)음악, 영화, TV, 디지털 카메라, 스마트폰 등의 일렉트로닉스 프로덕츠&솔루션(EP&S), 3)이미지 센서를 중심으로 하는 이미징&센싱 솔루션(I&SS), 4)금융, 5)기타. 2023년부터 '일렉트로닉스·프로덕츠&솔루션(EP&S)'은 '엔터테인먼트·테크놀로지&서비스(ET&S)'로 개칭 예정. 매출 비중은 G&NS 27%, EP&S 23%, 금융 15%, 영화 12%, 음악 11%, I&SS 11%, 기타 1%. 지역별 매출 비중은 일본 28%, 미국 28%, 유럽 19%, 중국 8%, 아시아·태평양 11%, 기타 6%

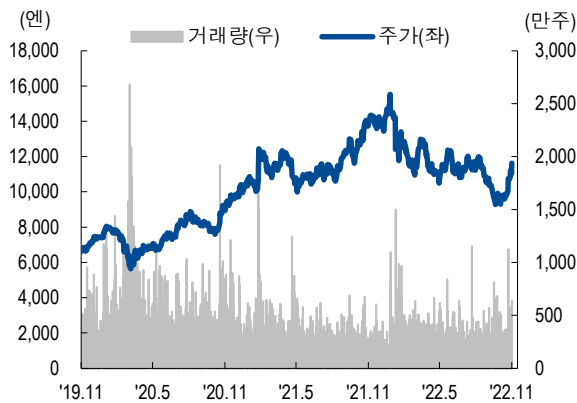
Share price drivers/Earnings Momentum

- PS5 판매 호조
- 스마트폰용 화상센서 매출 호조
- 게임 소프트웨어 경쟁력 상승

Downside Risk

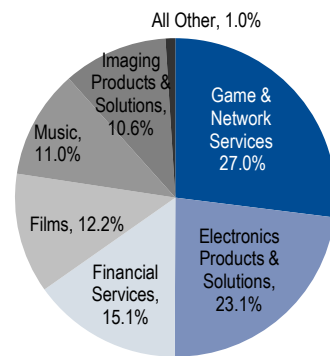
- PS5 판매 둔화
- 글로벌 경기 침체로 인한 스마트폰 매출 부진
- 급격한 엔화 약세 지속

주가 및 거래량 추이



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

사업 부문 및 매출 비중(2022/3)



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
Sony Group	16.8	15.4	1.9	1.7	11.1	10.9
파나소닉	12.1	10.2	0.8	0.8	6.8	7.7
샤프	22.5	18.4	1.3	1.2	5.7	6.8
캐논	12.5	11.5	1.1	1.0	8.5	8.8

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

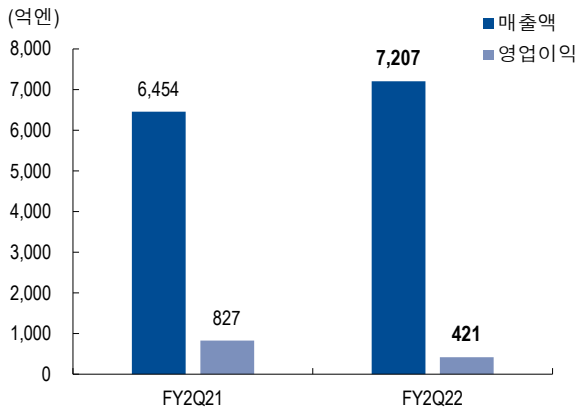
Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	21/3	22/3	23/3E	24/3F	25/3F
PER	13.9	17.9	16.8	15.4	13.7
PBR	2.2	2.2	1.9	1.7	1.5
ROE	19.1	12.8	11.1	10.9	11.1
ROA	4.1	3.0	2.7	2.9	3.1

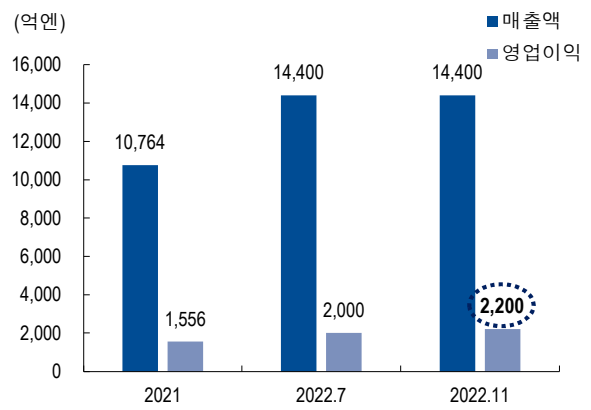
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림1. G&NS 사업 부문 2Q 실적
(게임 소프트웨어 개발 비용, 엔저 영향으로 이익 감소)



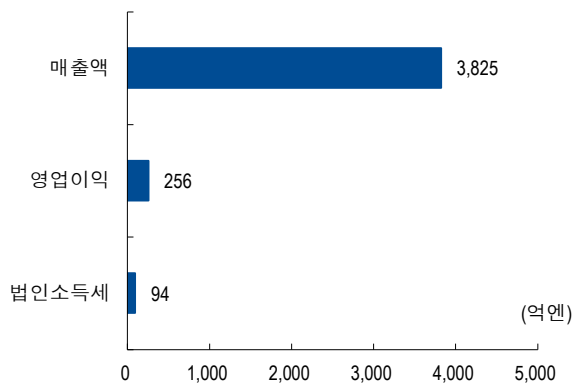
주: 3월 결산 기업
자료: Sony Group, NH투자증권 리서치본부

그림2. I&SS 사업 부문 연간 영업이익 가이드스
10% 상향 조정(환차익, +200억엔)



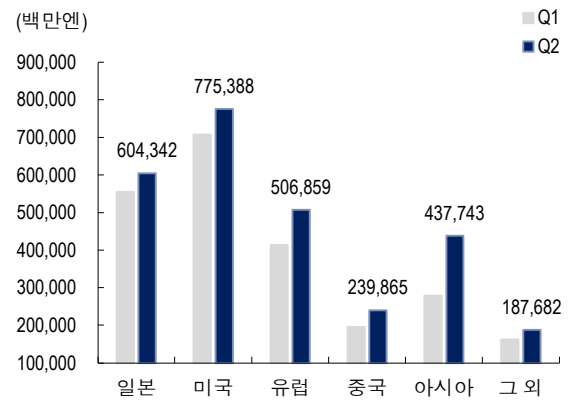
주: 3월 결산 기업
자료: Sony Group, NH투자증권 리서치본부

그림3. 2분기 실적 변동 요인
(+)음악, I&SS, 금융분야의 대폭증익 / (-)G&NS 대폭 감익



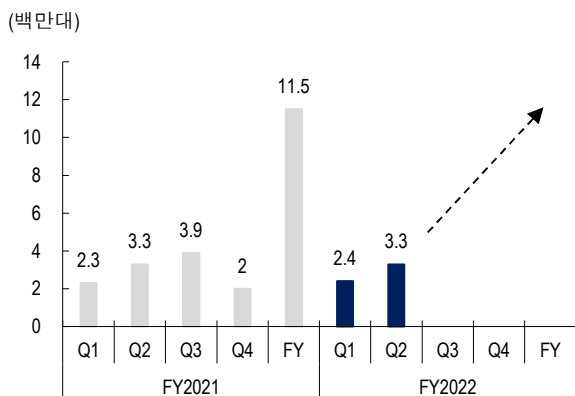
주: 3월 결산 기업
자료: Sony Group, NH투자증권 리서치본부

그림4. 지역별 매출 추이



주: 3월 결산 기업
자료: Sony Group, NH투자증권 리서치본부

그림5. PS5, 공급망 개선에 힘입어 공장 풀가동 생산 중 연말까지 판매 대수는 지속 증가할 것으로 전망



주: 3월 결산 기업
자료: Sony Group, NH투자증권 리서치본부

그림6. 2023년 2월 22일 출시 예정, 차세대 고글 'PSVR2' 희망 소매 가격 약 74,980엔



자료: Sony Group, NH투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억엔, 엔)	22/3	23/3E	24/3F	25/3F
매출액	9,922	11,326	12,071	12,628
매출총이익	3,621	4,056	4,273	4,502
영업이익	1,202	1,171	1,264	1,399
EBITDA	1,889	1,925	2,011	2,167
이자비용	78	55	46	42
세전이익	1,118	1,143	1,242	1,381
(지배지분)순이익	882	857	928	1,036
희석 주당순이익	711.8	693.3	754.9	848.4

PROFITABILITY & STABILITY

(%)	22/3	23/3E	24/3F	25/3F
EBITDA/매출	19.0	17.0	16.7	17.2
영업이익률	12.1	10.3	10.5	11.1
순이익률	8.9	7.6	7.7	8.2
총자산이익률	2.9	2.7	2.9	3.1
자기자본이익률	12.5	11.1	10.9	11.1
투자자본이익률	9.2	6.9	7.0	7.1
부채비율	46.9	-	-	-
유동비율	0.6	-	-	-

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

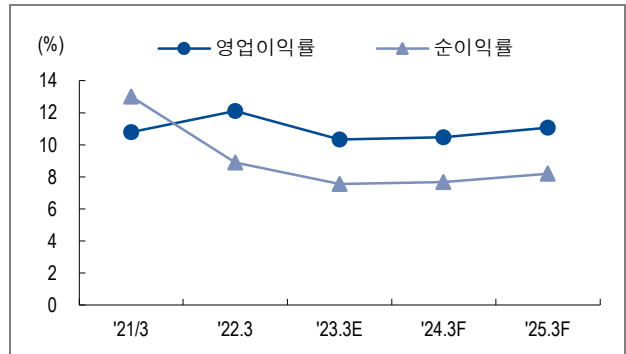
(십억엔)	19/3	20/3	21/3	22/3
현금 및 현금성자산	2,795	3,360	4,689	2,410
매출채권	1,066	1,003	1,070	1,629
유동자산	5,247	5,735	7,219	5,535
유형자산	2,373	2,903	2,950	3,424
비유동자산	1,687	1,690	1,823	2,745
자산총계	20,982	23,039	26,355	30,481
단기성차입금	791	909	1,393	2,148
유동부채	6,080	6,240	7,815	8,760
장기성차입금	558	939	1,053	1,204
비유동부채	8,983	10,188	11,236	12,369
부채총계	16,536	18,242	20,725	23,284
자본총계	4,445	4,797	5,630	7,197

CASH FLOW STATEMENT

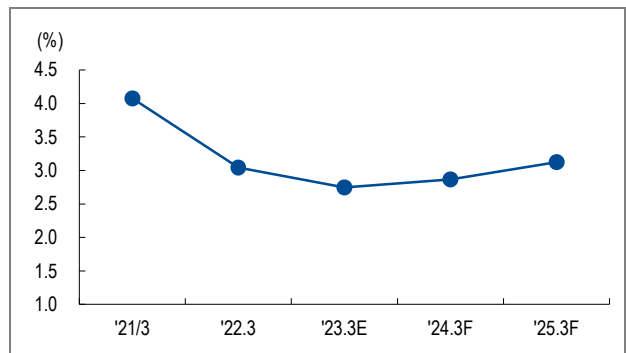
(십억엔)	19/3	20/3	21/3	22/3
영업활동으로 인한 현금흐름	1,323	1,474	1,506	329
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,339	-1,392	-2,178	-729
- 자본적 지출(CAPEX)	-313	-440	-512	-441
재무활동으로 인한 현금흐름	-91	106	1,064	-337
- 배당금 지급	-38	-50	-61	-74
현금자산 순증	-55	166	428	-642
FCF	1,010	1,034	994	-113

자료: Sony Group, FactSet, NH투자증권 리서치본부

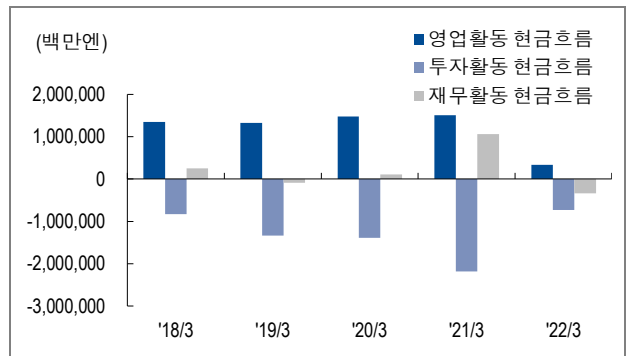
영업이익률 및 순이익률 추이



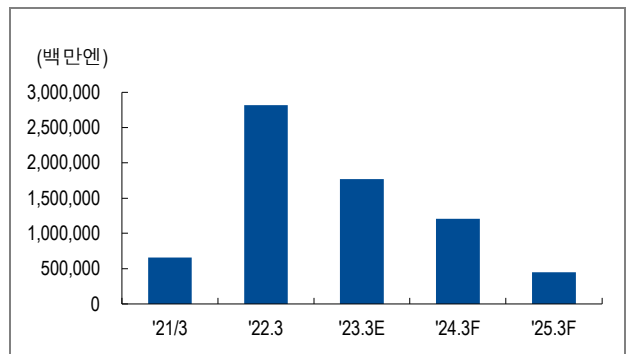
ROA 추이



영업활동, 투자활동, 재무활동으로 인한 현금흐름



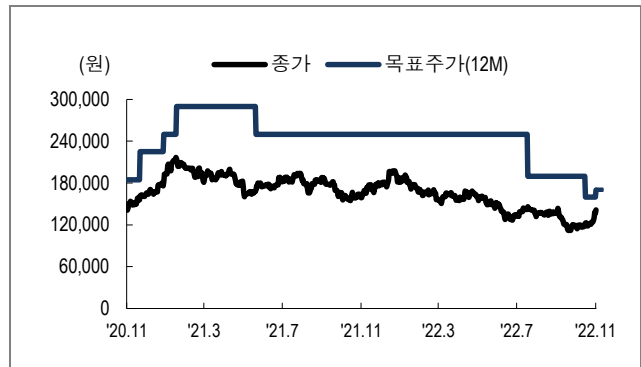
순차입금 추이



투자이건 및 목표주가 변경내역

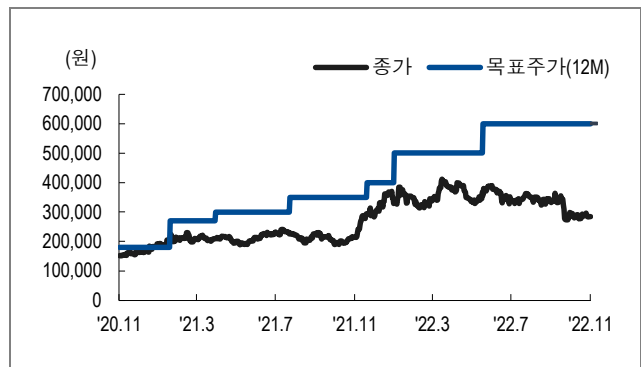
제시일자	투자이건	목표가	과달율 (%)	
			평균	최저/최고
2022.11.14	Buy	170,000원(12개월)	-	-
2022.10.26	Buy	160,000원(12개월)	-21.7%	-13.4%
2022.07.28	Buy	190,000원(12개월)	-31.9%	-24.2%
2022.05.30		1년경과	-44.2%	-38.2%
2021.05.31	Buy	250,000원(12개월)	-31.0%	-21.0%
2021.01.27	Buy	290,000원(12개월)	-34.8%	-27.8%
2021.01.07	Buy	250,000원(12개월)	-18.2%	-13.2%
2020.12.01	Buy	225,000원(12개월)	-25.3%	-20.0%

삼성전기 (009150.KS)



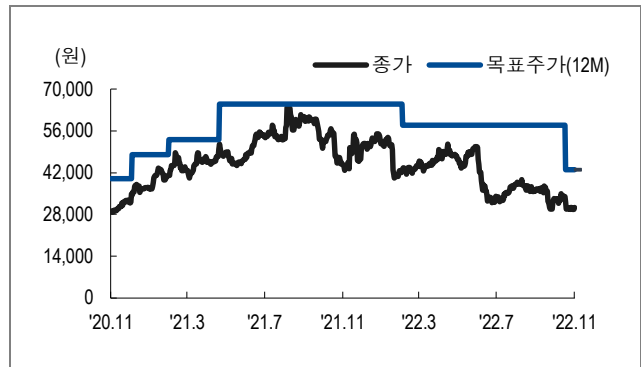
제시일자	투자이건	목표가	과달율 (%)	
			평균	최저/최고
2022.05.24	Buy	600,000원(12개월)	-	-
2022.01.07	Buy	500,000원(12개월)	-28.8%	-17.7%
2021.11.26	Buy	400,000원(12개월)	-18.5%	-7.4%
2021.07.29	Buy	350,000원(12개월)	-37.4%	-16.0%
2021.04.05	Buy	300,000원(12개월)	-28.4%	-19.7%
2021.01.25	Buy	270,000원(12개월)	-22.0%	-14.8%
2020.04.28	Buy	180,000원(12개월)	-10.0%	14.2%

LG이노텍 (011070.KS)



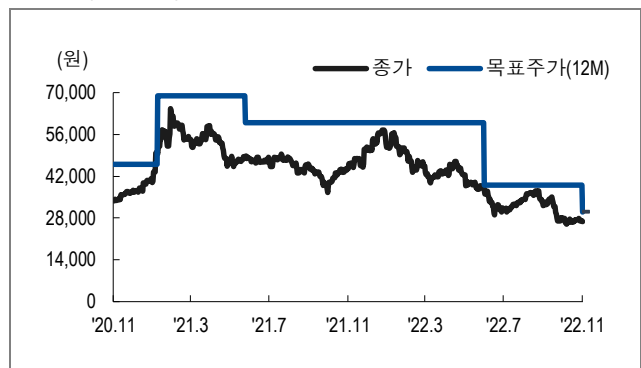
제시일자	투자이건	목표가	과달율 (%)	
			평균	최저/최고
2022.10.24	Buy	43,000원(12개월)	-	-
2022.02.09	Buy	58,000원(12개월)	-30.4%	-11.2%
2021.04.27	Buy	65,000원(12개월)	-20.1%	-1.4%
2021.02.06	Buy	53,000원(12개월)	-14.9%	-5.8%
2020.12.10	Buy	48,000원(12개월)	-18.5%	-9.3%

PI첨단소재 (178920.KS)



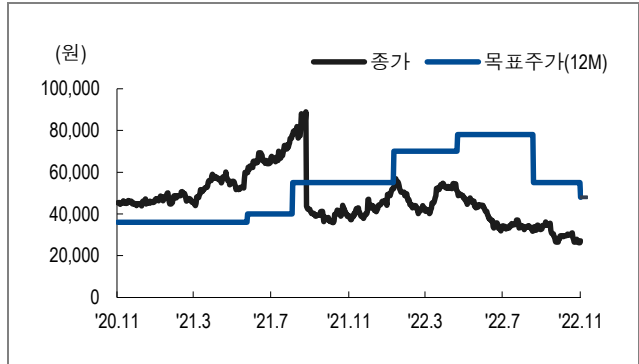
제시일자	투자이건	목표가	과달율 (%)	
			평균	최저/최고
2022.11.14	Hold	30,000원(12개월)	-	-
2022.06.07	Hold	39,000원(12개월)	-18.4%	-
2022.05.30		1년경과	-35.7%	-35.3%
2021.05.31	Buy	60,000원(12개월)	-23.3%	-4.2%
2021.01.14	Buy	69,000원(12개월)	-22.2%	-6.2%
2020.09.27	Buy	46,000원(12개월)	-19.7%	9.3%

엠씨넥스 (097520.KS)



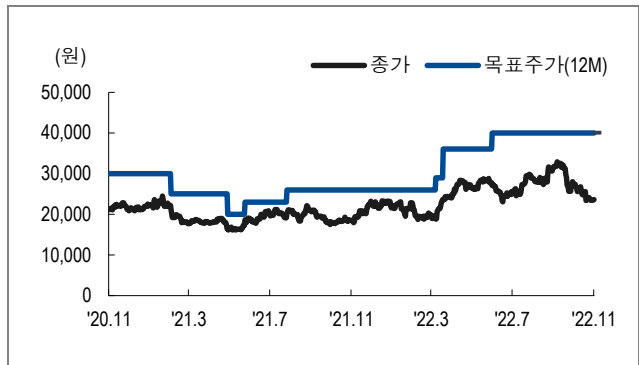
제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2022.11.14	Buy	46,000원(12개월)	-	-
2022.08.25	Buy	55,000원(12개월)	-44.6%	-34.2%
2022.04.27	Buy	78,000원(12개월)	-50.7%	-36.5%
2022.01.17	Buy	70,000원(12개월)	-30.7%	-18.7%
2021.11.05	Buy	55,000원(12개월)	-21.8%	-5.6%
2021.08.10	Buy	110,000원(12개월)	-26.9%	-19.1%
2021.05.31	Buy	80,000원(12개월)	-16.0%	-3.0%
2020.09.08	Buy	74,000원(12개월)	-32.1%	-16.7%

이녹스첨단소재 (272290.KQ)



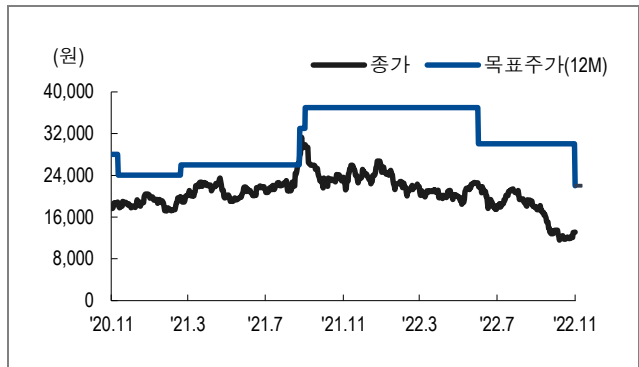
제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2022.06.07	Buy	40,000원(12개월)	-	-
2022.03.25	Buy	36,000원(12개월)	-25.7%	-20.0%
2022.03.14	Buy	29,000원(12개월)	-25.1%	-18.6%
2021.08.02	Buy	26,000원(12개월)	-21.7%	-10.4%
2021.05.31	Buy	23,000원(12개월)	-15.1%	-8.0%
2021.05.05	Buy	20,000원(12개월)	-17.8%	-13.8%
2021.02.08	Buy	25,000원(12개월)	-26.4%	-19.8%
2020.09.08	Buy	30,000원(12개월)	-27.1%	-18.5%

비에이지 (090460.KQ)



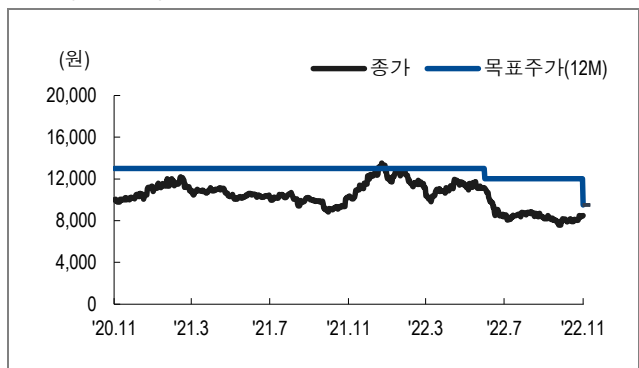
제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2022.11.14	Buy	22,000원(12개월)	-	-
2022.06.07	Buy	30,000원(12개월)	-42.2%	-27.2%
2021.09.08	Buy	37,000원(12개월)	-38.9%	-20.5%
2021.08.30	Buy	33,000원(12개월)	-9.8%	-5.3%
2021.02.24	Buy	26,000원(12개월)	-17.8%	1.0%
2020.11.17	Buy	24,000원(12개월)	-22.3%	-15.0%
2020.06.24	Buy	28,000원(12개월)	-23.3%	-9.1%

KH바텍 (060720.KQ)



제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2022.11.14	Hold	9,500원(12개월)	-	-
2022.06.07	Hold	12,000원(12개월)	-28.9%	-
2021.09.27		1년경과	-14.1%	3.8%
2020.09.28	Buy	13,000원(12개월)	-19.0%	-6.2%

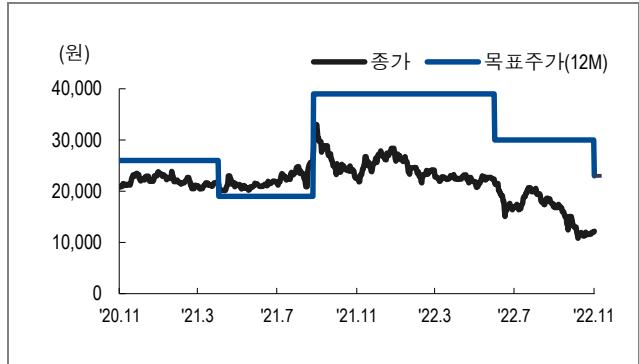
파트론 (091700.KQ)



투자이견 및 목표주가 변경내역

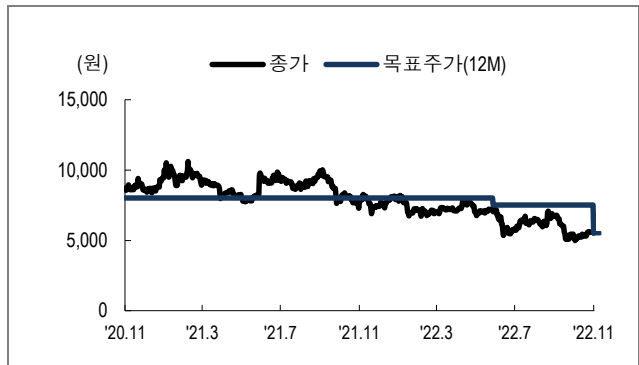
제시일자	투자이견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2022.11.14	Buy	23,000원(12개월)	-	-
2022.06.07	Buy	30,000원(12개월)	-44.8%	-28.3%
2021.09.01	Buy	39,000원(12개월)	-37.3%	-14.6%
2021.04.08	Hold	19,000원(12개월)	15.7%	-
2020.09.08	Hold	26,000원(12개월)	-14.3%	-

세경하이테크 (148150.KQ)



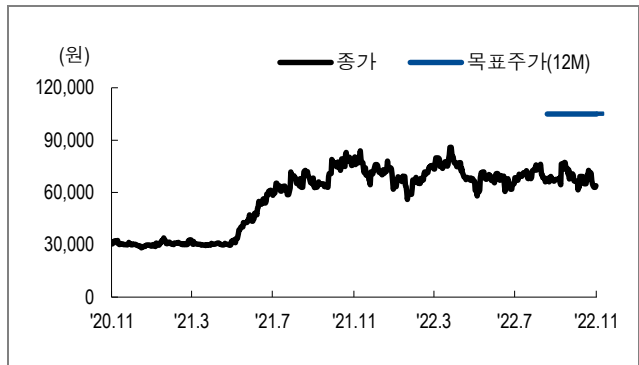
제시일자	투자이견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2022.11.14	Hold	5,500원(12개월)	-	-
2022.06.07	Hold	7,500원(12개월)	-20.0%	-
2021.09.07		1년경과	-4.5%	-
2020.09.08	Hold	8,000원(12개월)	9.5%	-
2022.11.11	Hold	5,500원(12개월)	-	-
2022.06.07	Hold	7,500원(12개월)	-20.0%	-

파워로직스 (047310.KQ)



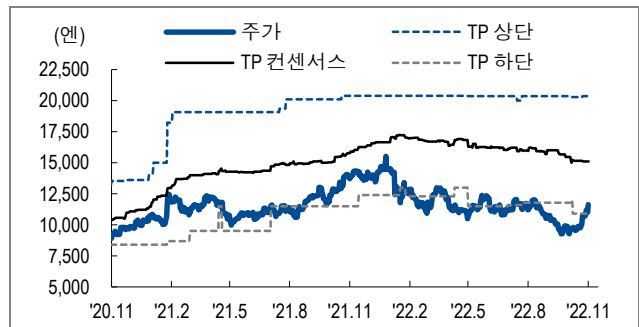
제시일자	투자이견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2022.08.26	Buy	105,000원(12개월)	-	-

에스엠 (041510.KQ)



투자이견	현재가	목표주가	과리율	
Buy	19	11,630엔	-	
Hold	3	20,340엔	+74.9%	
Sell	0	Average	15,101엔	+29.8%
		Low	10,900엔	-6.3%

Sony Group (6758.JP)



주: 컨센서스는 최근 75일 이내에 발표된 데이터 기준
 자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2022년 11월 11일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
84.1%	15.9%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 "LG이노텍, 삼성전기"를 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.