

전기전자/IT부품장비

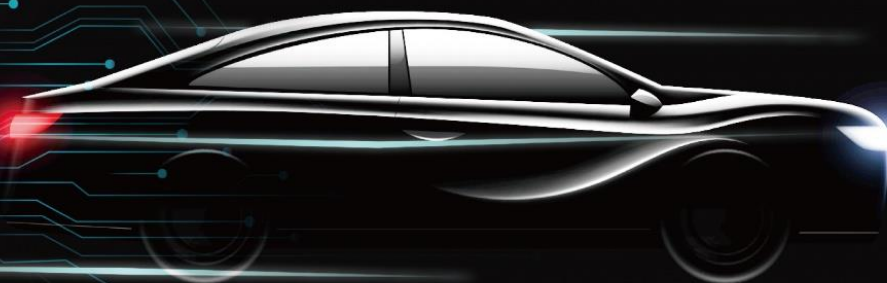
Overweight

# 전기차 전장부품의 시대를 준비하자

Part 1. 스마트폰 시장, Last man Standing

Part 2. 이제 전방은 전장

Part 3. IT부품 업체 관점에서 접근하는 전장부품 시장



# Contents

---

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| Summary                           | 3  |
| Key Chart                         | 4  |
| <br>                              |    |
| 1. 스마트폰 시장, Last man Standing     | 10 |
| 1) 스마트폰 수요 전망: 올해는 역성장            | 10 |
| 2) 프리미엄 모델로 쏠리는 수요                | 11 |
| 3) 살아남은 자는 강하다                    | 13 |
| 4) 중장기적으로는 폴디드폰에 집중               | 14 |
| <br>                              |    |
| 2. 이제 전방은 전장                      | 16 |
| 1) 전장부품에 대한 시장의 관심이 소외되었던 이유      | 17 |
| 2) 반전의 서막 ① 전기차의 시대               | 19 |
| 3) 반전의 서막 ② 차량용 반도체 수급 완화         | 23 |
| 4) 반전의 서막 ③ 높은 진입장벽과 시장지배력에 주목    | 26 |
| <br>                              |    |
| 3. IT부품 업체 관점에서 접근하는 전장부품 시장      | 27 |
| 1) 자율주행으로 늘어나는 인지의 영역, 카메라가 책임진다  | 28 |
| 2) ECU의 변화, 시계열에 따른 다른 시각이 필요     | 33 |
| 3) 제어의 영역에서는 FPCB의 역할 증대에 주목      | 41 |
| <br>                              |    |
| 기업분석                              |    |
| LG이노텍(011070) 전장, 스마트폰 모두 두려울게 없다 | 52 |
| 비에이치(090460) 남들과 다른 따뜻한 겨울        | 63 |
| 뉴프렉스(085670) Last man Standing    | 72 |
| 해성디에스(195870) 과도한 저평가             | 79 |
| 대덕전자(353200) 전장용 FC-BGA의 잠재력      | 88 |
| PI첨단소재(178920) 숨고르기는 끝났다          | 96 |

## Summary

### 전기전자/IT부품 Overweight 투자 의견 제시

전기전자/IT부품 업종에 대한 투자 의견 '비중 확대(Overweight)'를 제시한다. Top Pick으로는 본업인 스마트폰 시장과 신성장동력인 전장부품 시장에서 동반 성장이 가능한 LG이노텍과 비에이치를 추천한다. 중소형 관심주로는 올해 역대 최대 매출 갱신이 예상되는 뉴프렉스를 제시한다.

### 스마트폰 시장 전망 1) 프리미엄 수요 확산 2) 살아남은 업체들에 주목 3) 중장기적으로는 폴디드줌

국내 전기전자/IT 부품 업체들은 지난 10년 동안 대표적인 전방시장인 스마트폰 시장의 성장기와 궤를 같이하며 성장해왔다. 올해 하반기에도 스마트폰 시장은 1) 스마트폰 수요가 중저가→프리미엄으로 전환되는 과정에서의 애플 및 폴더블 관련 업체들의 실적 모멘텀과 2) 지속적인 수익성 악화에 따른 업계 재편으로 살아남은 업체들의 반사수혜가 예상된다. 중장기적으로는 폴디드줌 공급 업체들의 수혜를 전망한다. 다만 스마트폰 시장이 이미 신규 수요보다는 교체 수요에 의존하는 성숙기시장으로 진입함에 따라 구조적 저성장 국면을 탈피하기는 어려운 전망이다

### 전장부품 시장이 전기전자/IT부품 업체들의 신성장 동력으로 작용할 전망

이로 인해 국내 전기전자/IT 부품 업체들은 새로운 성장 동력으로 스마트폰에 대한 의존도를 낮추기 위해 다양한 신사업을 추진하고 있다. **당사는 다양한 신사업 중 전장부품 시장이 중장기적으로 전기전자/IT부품 업체들의 핵심적인 신성장 동력으로 작용할 것으로 판단한다.**

### 높은 성장성에도 까다로운 요구조건과 높은 진입장벽, 낮은 수익성으로 주목 받지 못한 전장부품 시장

CASE(Connectivity: 연결성, Autonomous: 자율주행, Sharing: 공유, Electricity: 전동화)로 대변되는 미래 모빌리티는 완전자율주행이라는 궁극적인 목표 달성을 통해 매우 높은 부가가치 창출이 예상된다. 하지만 이를 위해선 자동차 내 기계식으로 작동하던 부품의 전기·전자화가 선행적으로 이뤄져야 하며 전통적으로 스마트폰에 채택되던 부품들의 자동차로의 수요 확장은 필연적이다. 다만 까다로운 요구조건과 높은 진입장벽, 이에 맞지 않는 낮은 수익성으로 전장부품 시장은 높은 성장성에도 불구하고 많은 주목을 받지 못했다.

### 전장부품 시장에 주목해야 되는 이유 1) 전기차의 확산 2) 차량용 반도체 공급 완화 3) 구조적인 성장 국면에서의 높은 진입장벽

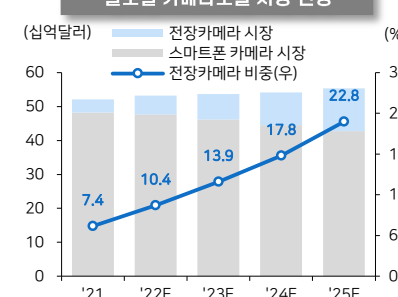
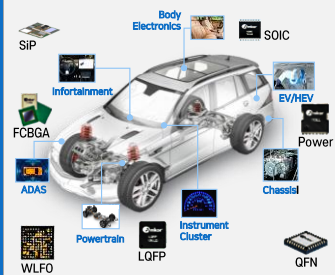
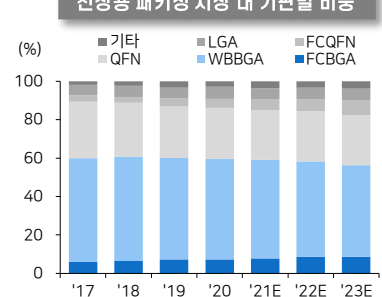
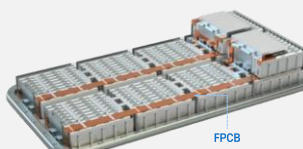
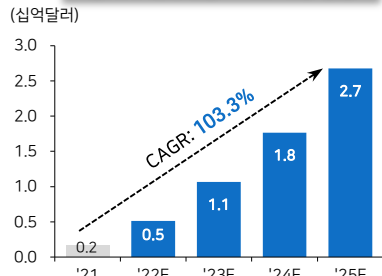
당사는 하반기부터 전장부품 시장의 성장성이 크게 부각될 것이라 판단한다. 이유는 크게 3가지이다. 1) 전기차의 확장이 전장화 흐름을 가속화하고 있다. 전기차에서는 내연기관차에 사용되던 기계식 자동차 부품이 사라지고 전장부품 위주로 생태계가 변하기 때문이다. 2) 차량용 반도체 공급이 하반기부터 점진적으로 완화될 전망이다. 이로 인한 완성차 출하량 상승과 옵션 채택률 증가로 실적 상승폭이 가팔라진다. 3) 자동차 부품 시장의 높은 진입장벽으로 구조적인 성장 국면에서는 선진출한 업체들의 수혜의 폭이 크다.

### 인지 - 전장 카메라 판단 - 차량용 반도체 패키징 부품 제어 - FPCB 수혜 전망

현재 전장부품 시장은 전기차 핵심 제품인 배터리 중심으로 관심이 집중되고 있으나 전장부품 미래 가치의 핵심은 자율주행이다. 중장기적으로는 자율주행 기술 발전에 따라 배터리보다는 차량의 인지, 판단, 제어 관련 부품들이 부각될 전망이다. 국내 IT부품 업체 입장에서 인지는 전장 카메라, 판단은 차량용 반도체 패키징 부품, 제어에서는 높아지는 FPCB의 활용도에 주목할 필요가 있다.

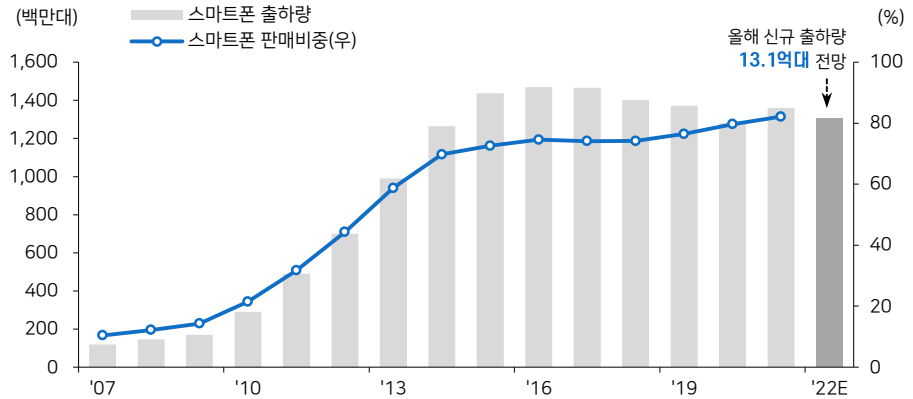
## Key Chart

표1 한 눈에 보는 보고서 핵심 요약 정리

| 구분 | 수혜부품                                                                                | Key Chart                                                                                                                                                                                 | 핵심내용                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 관련기업                                                                                                                          |
|----|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 인지 |  | <p><b>글로벌 카메라모듈 시장 전망</b></p> <p>(십억달러)</p>  <p>(%)</p> <p>전장카메라 시장<br/>스마트폰 카메라 시장<br/>전장카메라 비중(우)</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>전장 카메라 시장, 출하량 기준 '21년도 1.4억개에서 '30년도 5.1억개로 연평균 15.1% 성장 전망</li> <li>P의 상승을 동반한 전장 카메라 시장 규모는 '21년 38.5억 달러에서 '25년도 126.0억 달러로 연평균 34.5% 성장 예상</li> <li>단기적으로는 전장 카메라 매출 비중이 높은 중견 카메라모듈 업체를, 중장기적으로는 Tesla 카메라 벤더들의 수혜 예상</li> </ul>                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>LG이노텍</li> <li>세코닉스</li> <li>삼성전기</li> <li>엠씨넥스</li> <li>파트론</li> <li>파워로직스</li> </ul> |
| 판단 |  | <p><b>전장용 패키징 시장 내 기판별 비중</b></p> <p>(%)</p>  <p>기타 QFN LGA FCQFN WBGGA FCBGA</p>                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>차량용 반도체 탑재량 증가로 차량용 반도체 패키징 관련 업체 수혜 예상, 대표적인 업체는 해성디에스, 엠케이전자, 대덕전자</li> <li>전장용 패키징 시장 내 분당 와이어의 비중은 80%, 리드프레임 비중은 약 31%이며 향후에도 높은 비중이 지속 유지될 전망</li> <li>Tesla 중심의 중앙 집중형 E/E 아키텍처로의 전환은 장기적인 실적 성장에는 리스크이나 단기적으로는 실적 상승과 동행한 주가 상승 가능, 매수 관점 접근 유효</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>해성디에스</li> <li>엠케이전자</li> <li>대덕전자</li> </ul>                                          |
| 제어 |  | <p><b>전기차 배터리용 FPCB 시장 전망</b></p> <p>(십억달러)</p>  <p>CAGR: 103.3%</p>                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>전기차 배터리 BMS용 FPCB를 시작으로 와이어링 하네스를 FPCB로 대체하려는 움직임 확산</li> <li>배터리 BMS 내 침투율 상승과 전체적인 전기차 출하량을 고려했을 때 전기차 배터리용 FPCB는 '25년 기준 26.8억 달러 시장으로 급성장할 전망</li> <li>FPCB의 와이어링 하네스 대체율 20% 가정, 전장시장 부품으로의 FPCB 연평균 성장률은 '30년까지 37.8% 달성 가능</li> </ul>                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>비에이치</li> <li>뉴프렉스</li> <li>인터플렉스</li> <li>EV첨단소재</li> <li>PI첨단소재</li> </ul>           |

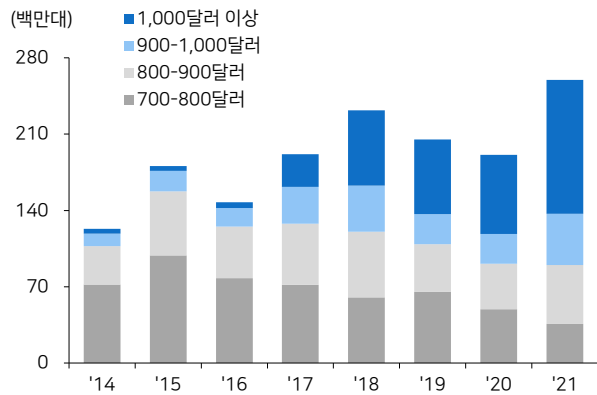
자료: 현대트랜시스, LG이노텍, Amkor, Yole, 메리츠증권 리서치센터

그림1 스마트폰 출하량 전망



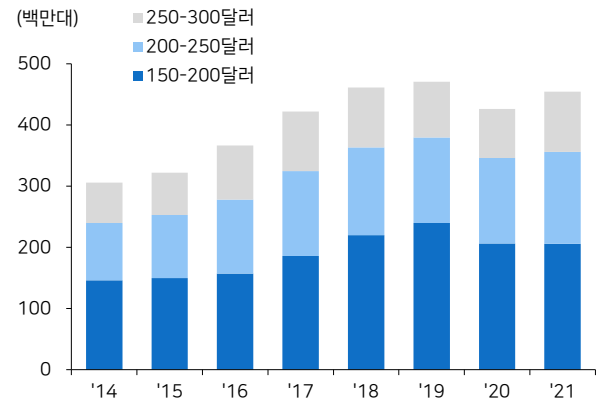
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 프리미엄 스마트폰 수요는 성장하나



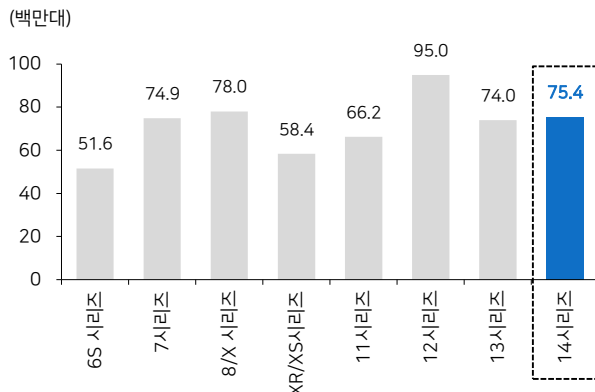
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 중저가 스마트폰 시장은 정체된 상황



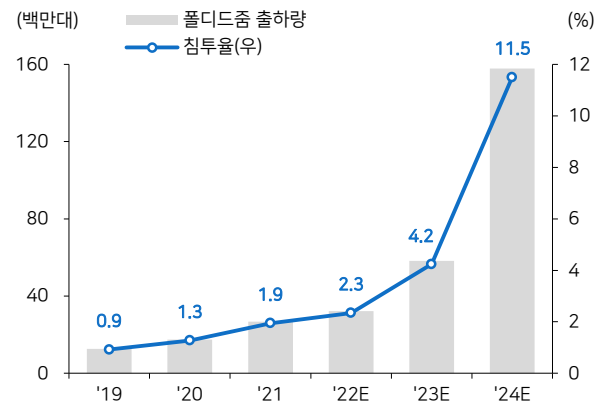
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 역대 애플 신모델 첫 출시 후 2개 분기 누적 출하량



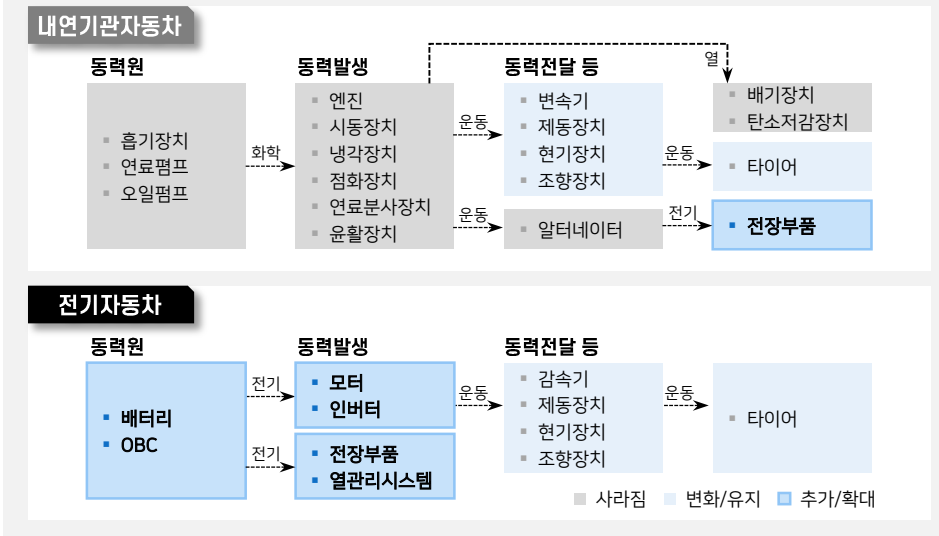
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 중장기적인 스마트폰 부품 성장 동력은 폴더드즘



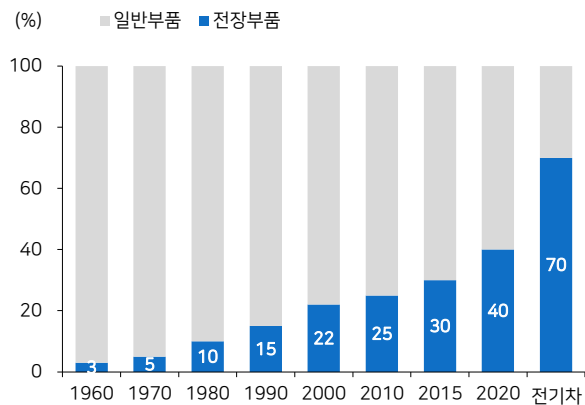
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 자동차 부품 별 전동화 영향



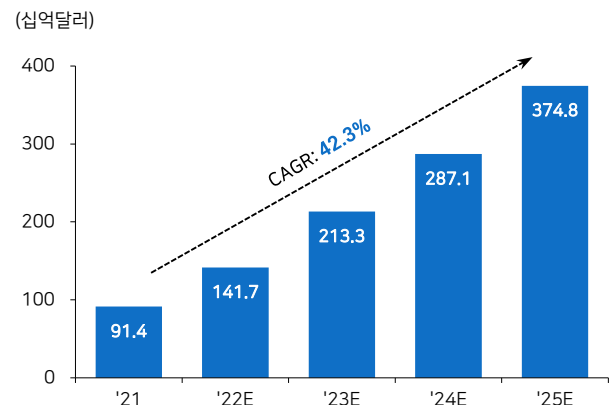
자료: 한국수출입은행, 메리츠증권 리서치센터

그림7 차량 내 전장부품 원가 비중



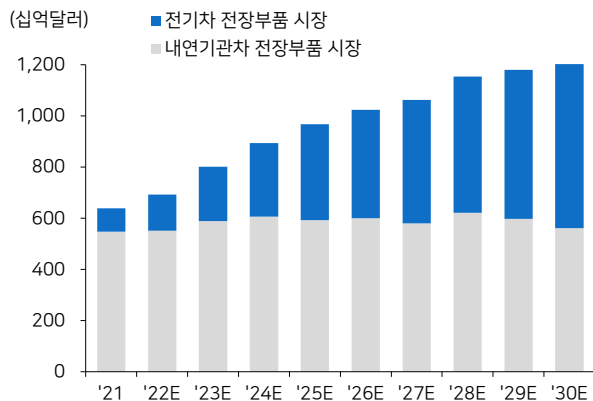
자료: SA, 한국자동차연구원, 메리츠증권 리서치센터

그림8 전기차 전장부품 시장 전망



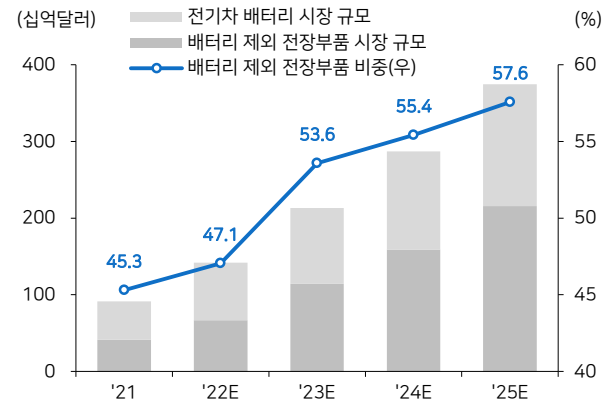
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 전장부품 시장 전망



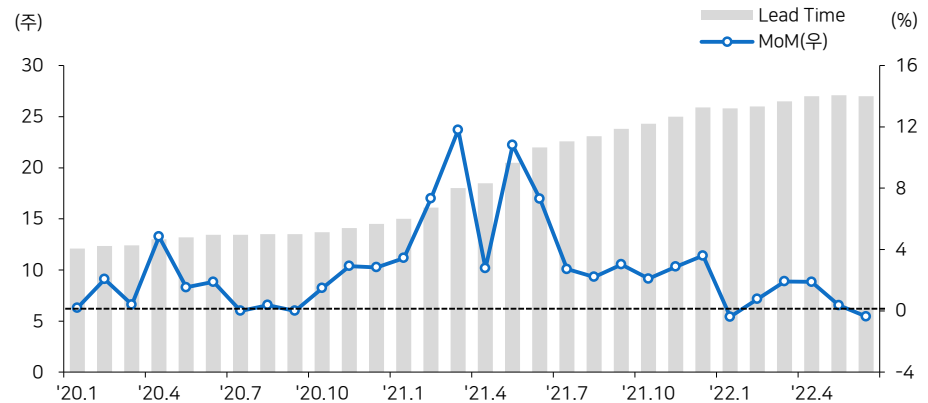
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 배터리 vs 전장부품 시장 성장 전망 비교



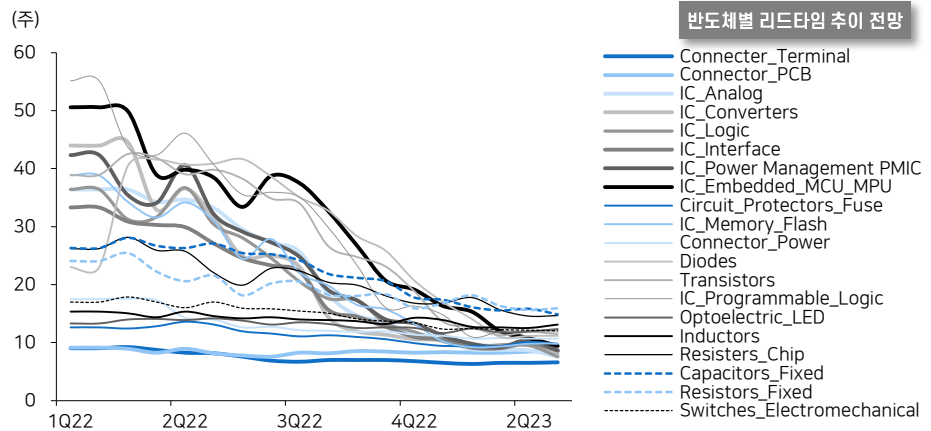
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 반도체 리드타임 추이, 2022년에 상승폭 축소, 6월 전월 대비 역성장



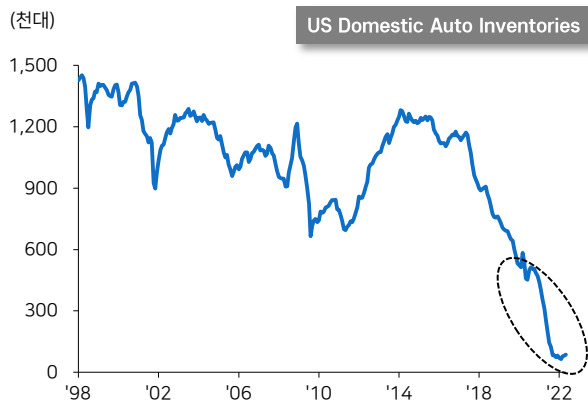
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 차량용 반도체 리드타임, 하반기 점진적 하향 안정화 전망



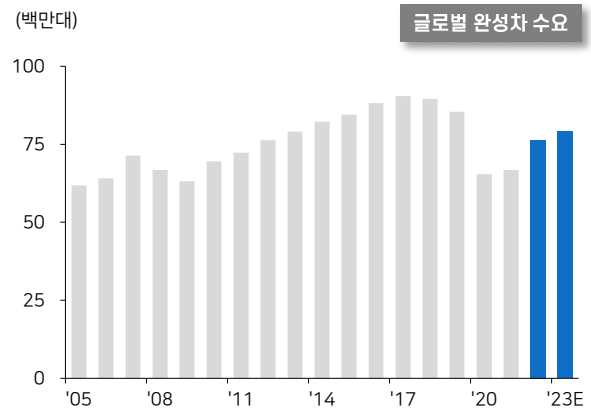
자료: LevaData, 메리츠증권 리서치센터

그림13 자동차 재고는 역사적 최저점



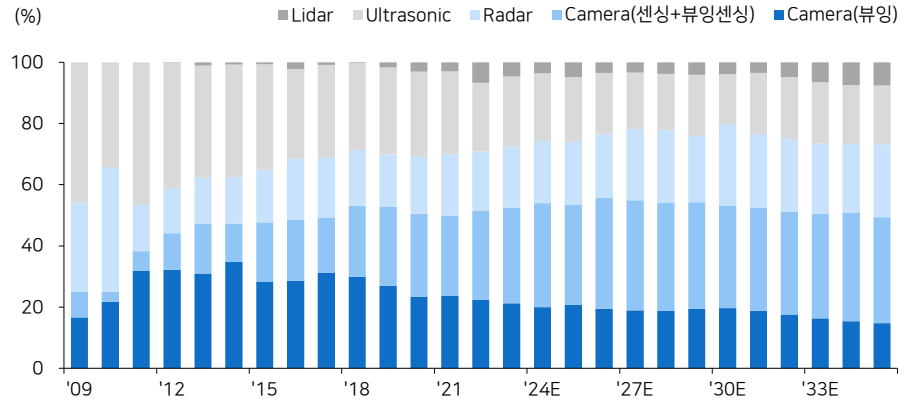
주: 월간 데이터, 계절조정  
 자료: US Bureau of Economic Analysis, 메리츠증권 리서치센터

그림14 글로벌 자동차 판매 점진적 회복 전망



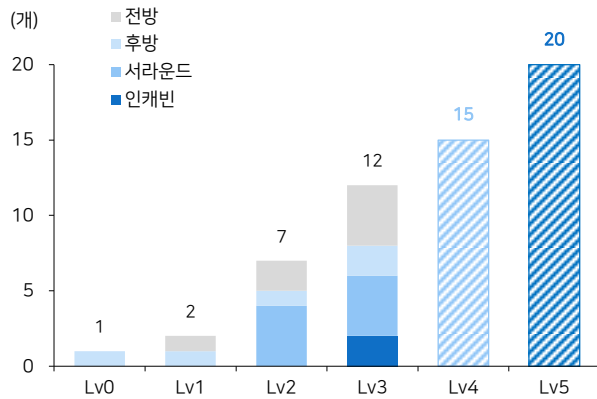
자료: IDTechEX, 메리츠증권 리서치센터

그림15 차량용 센서 시장 탑재량 전망



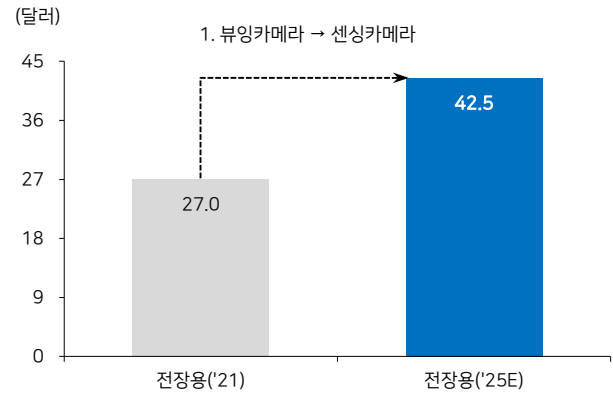
자료: TSR, 메리츠증권 리서치센터

그림16 자율주행 레벨 별 전장 카메라 탑재 개수 증가



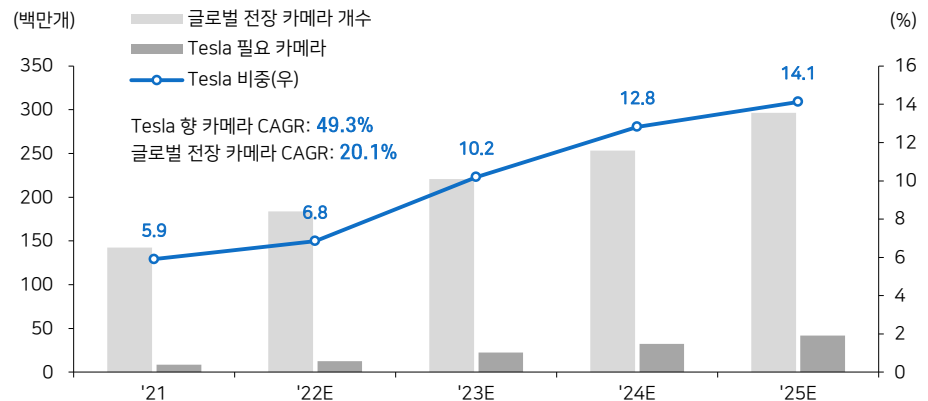
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림17 전장용 카메라 ASP 변화 전망



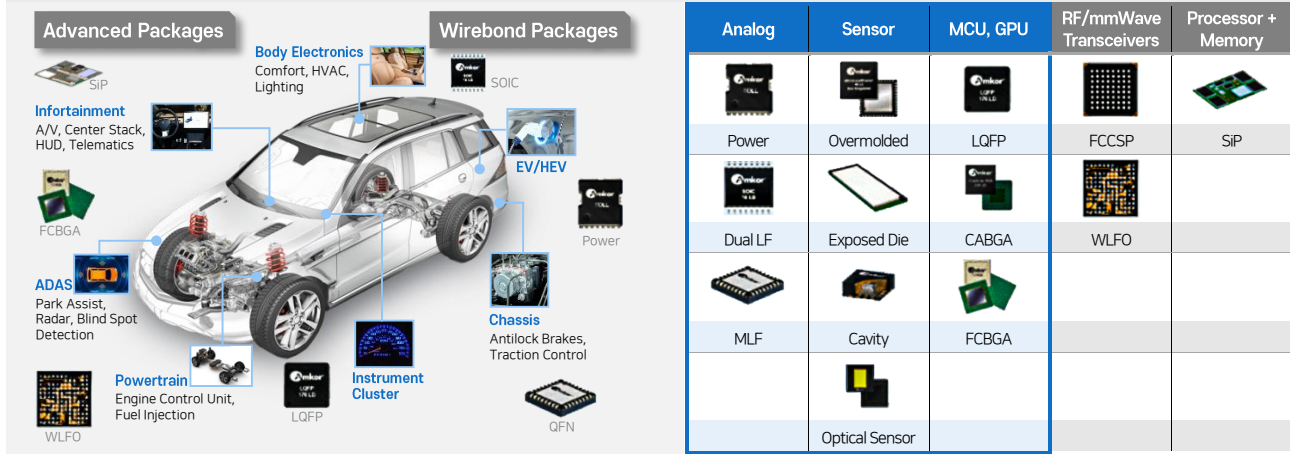
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 Tesla 카메라 탑재량, 글로벌 전장 카메라 탑재량 대비 압도적인 성장 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림19 차량용 패키징 구성



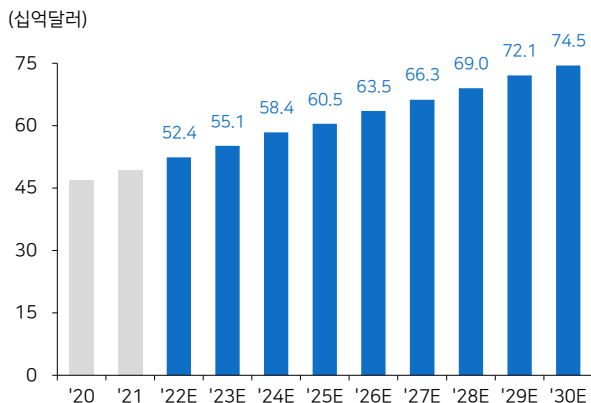
자료: Amkor, 메리츠증권 리서치센터

표2 자동차 E/E 아키텍처의 변화

| 구분       | 현재                                                                                                                                                                                            | 중간 과도기                                                                                                                                                                                             | 궁극적인 지향점                        |
|----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------|
| E/E 아키텍처 | 분산형<br>(기존 ECU 중심)                                                                                                                                                                            | 도메인 집중형<br>(DCU 중심)                                                                                                                                                                                | 중앙 집중형<br>(통합 ECU 및 OS 중심)      |
| 도식       | <div> <div>중앙 게이트웨이</div> <div> <div>ECU</div> <div>ECU</div> <div>ECU</div> <div>ECU</div> <div>ECU</div> </div> </div>                                                                      | <div> <div>중앙 게이트웨이</div> <div> <div>DCU</div> <div>DCU</div> <div>DCU</div> </div> </div>                                                                                                         | <div> <div>통합 ECU</div> </div>  |
| 주요 기업    | 폭스바겐-콘티넨탈-르네사스, 도요타-르네사스, BMW-모빌아이-인피니언, 현대차-엔비디아 등                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                    | Tesla, 메르세데스벤츠-엔비디아, 애플, 비스텍은 등 |
| 주요 특징    | <ul style="list-style-type: none"> <li>기능 기반 설계 구조</li> <li>하드웨어 중심(개별OS)</li> <li>임베디드 MCU 기반 전용 ECU 탑재</li> <li>전장부품, S/W의 전문화 세분화 (특정 기능을 담당하는 다수의 ECU)</li> <li>업그레이드 · 확장 어려움</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>서비스 지향형 설계구조(MaaS)</li> <li>소프트웨어 중심(통합 OS)</li> <li>SoC 기반 통합 ECU 탑재</li> <li>전장부품, S/W의 표준화 단일화 (DCU와 표준제어기 분리설계)</li> <li>업그레이드 확장 용이(OTA 활용)</li> </ul> |                                 |

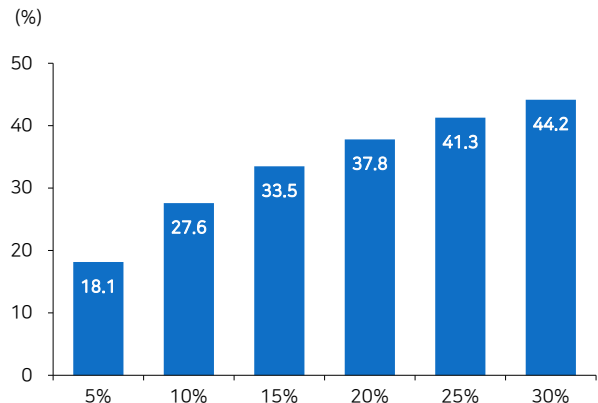
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림20 와이어링 하네스 시장 전망



자료: Strategic Market Research, 메리츠증권 리서치센터

그림21 FPCB 침투율 시나리오별 연평균 성장률 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 기업분석

| 종목              | 투자판단    | 적정주가     |
|-----------------|---------|----------|
| LG이노텍 (011070)  | Buy(신규) | 500,000원 |
| 비에이치 (090460)   | Buy(신규) | 43,000원  |
| 뉴프렉스 (085670)   | Buy(신규) | 7,000원   |
| 해성디에스 (195870)  | Buy(신규) | 90,000원  |
| 대덕전자 (353200)   | Buy(신규) | 37,000원  |
| PI첨단소재 (178920) | Buy(신규) | 46,000원  |

Industry Indepth  
2022. 8. 1

## ▲ 전기전자/IT 부품장비

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

## Buy (신규)

적정주가 (12개월) **500,000 원**  
 현재주가 (7.29) **363,000 원**  
 상승여력 **37.7%**

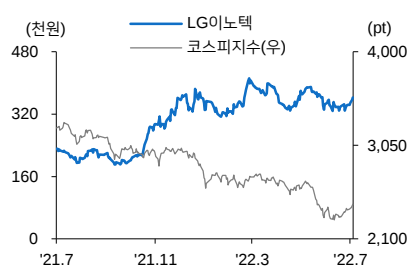
|            |                   |
|------------|-------------------|
| KOSPI      | 2,451.50pt        |
| 시가총액       | 85,912억원          |
| 발행주식수      | 2,367만주           |
| 유동주식비율     | 59.20%            |
| 외국인비중      | 26.59%            |
| 52주 최고/최저가 | 411,500원/190,500원 |
| 평균거래대금     | 803.3억원           |

## 주요주주(%)

|            |       |
|------------|-------|
| LG전자 외 1 인 | 40.79 |
| 국민연금공단     | 9.95  |

| 주가상승률(%) | 1개월  | 6개월  | 12개월  |
|----------|------|------|-------|
| 절대주가     | 1.8  | 2.7  | 58.2  |
| 상대주가     | -1.2 | 11.6 | 109.2 |

## 주가그래프



## LG 이노텍 011070

## 전장, 스마트폰 모두 두려울게 없다

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 500,000원으로 커버리지 개시
- ✓ 스마트폰과 전장 양쪽 수혜가 모두 부각될 전망, 섹터 내 최선호주 추천
- ✓ 1) 광학솔루션 사업부는 북미 고객사 내 탄탄한 입지로 스마트폰 침체기에도 P와 Q의 동반 성장이 지속될 전망
- ✓ 2) 전기차 확산으로 인한 전장부품의 성장성 부각 예상
- ✓ 3) 기판소재 사업부는 안정적인 캐시카우 역할 기대

## 투자포인트1) 혼자 즐거운 스마트폰 카메라 시장

올해 동사의 광학솔루션 매출과 영업이익은 각각 22.3%, 24.5% 성장할 전망이다. 이는 1) 북미 고객사의 판매 호조 2) 스펙 상승 및 전면 카메라 진출을 통한 P, Q 증가 3) 전장 카메라 성장에 기인한다. 향후에도 전략 고객사 향 폴딩드 줌 공급, XR 기기향 3D ToF Sensing 공급을 통한 추가 성장이 예상된다.

## 투자포인트2) 전장부품, 이제는 주목할 시점

차량용 반도체 부족에 따른 전장부품 사업부의 부진이 지속되었으나 전기차 시장의 확산이 새로운 성장동력이 될 전망이다. 동사는 내연기관차 → 전기차로의 수주잔고 건전화를 진행하고 있으며 수주잔고는 향후 지속적인 우상향이 이뤄질 전망이다.

## 투자포인트3) 기판소재, 안정적인 캐시카우 역할 기대

기판소재 사업부는 SiP, AiP 등의 패키지기판이 실적 성장을 주도하고 있다. 해당 기판들은 5G 침투율과 비례해서 탑재량이 증가하는데 작년 기준 5G 침투율이 37%에 불과한 만큼 추가 성장 여력이 충분하다. 시장의 관심도가 높은 FC-BGA 기판은 2023년 샘플 양산, 2024년부터 본격적인 양산을 시작할 전망이다.

## 투자 의견 Buy, 적정주가 500,000원 제시

LG 이노텍에 대해 투자 의견 Buy, 적정주가 500,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 LG 이노텍의 각 사업부별 적정가치를 반영하기 위해 SOTP 밸류에이션 방식을 사용하였다. 적정주가는 2022년 예상 PBR 2.7배, PER 10.3배, EV/EBITDA 4.9배 수준이다. 현재 주가는 기존본업인 광학솔루션 사업부의 적정가치도 반영하지 못하는 과도한 저평가 국면이라고 판단한다. 섹터 내 최선호주로 추천한다.

| (십억원) | 매출액      | 영업이익    | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|----------|---------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2020  | 9,541.8  | 681.0   | 236.1         | 9,977             | 130.8      | 102,576    | 18.3       | 1.8        | 4.0              | 10.2       | 148.7       |
| 2021  | 14,945.6 | 1,264.2 | 888.3         | 37,532            | 276.2      | 140,034    | 9.7        | 2.6        | 4.7              | 30.9       | 133.6       |
| 2022E | 18,136.0 | 1,611.1 | 1,141.2       | 48,218            | 28.5       | 185,253    | 7.5        | 2.0        | 3.5              | 29.6       | 106.1       |
| 2023E | 19,986.9 | 1,795.7 | 1,284.3       | 54,263            | 12.5       | 236,517    | 6.7        | 1.5        | 2.9              | 25.7       | 87.7        |
| 2024E | 20,084.7 | 1,847.5 | 1,332.9       | 56,320            | 3.8        | 289,837    | 6.4        | 1.3        | 2.5              | 21.4       | 69.1        |

## Valuation: 투자의견 Buy, 적정주가 500,000원

투자의견 Buy

적정주가 500,000원 제시

LG이노텍에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 500,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 LG이노텍의 각 사업부별 적정가치를 반영하기 위해 SOTP 밸류에이션 방식을 사용하였다. 적정주가는 2022년 예상 PBR 2.7배, PER 10.3배, EV/EBITDA 4.9배 수준이다. 2022년 예상 ROE는 29.6%로 추정하며 동종업계 최고 수익성을 전망한다.

글로벌 스마트폰 출하량 감소에도 동사는 올해 북미 고객사 신모델의 후면 카메라모듈 스펙 상향과 AF기능이 탑재되는 전면 카메라모듈 신규 진출로 실적 성장이 예상된다. 이에 따라 카메라모듈 스펙 업그레이드에 따라 실적 성장을 경험했던 2014년(OIS 적용), 2017(3D센싱모듈적용), 2020년(센서시프트) 평균 멀티플을 적용하였다. 기판소재 사업부의 경우 대덕전자와 대만 3사(Nanya pcb, Unimicron, Kinsus)의 평균 멀티플을 적용하였다. 1) 현재 동사의 반도체 기판 사업부 수익성이 업계 최고수준이고 2) FC-BGA 시장 진출을 선언, 유의미한 매출 발생이 예상되며 3) 안정적인 수익 창출이 가능한 북미 A사향 기판을 공급한다는 점에서 할인 없이 멀티플을 적용하였다. 전장부품 사업부는 같은 북미 BEV 업체로 전장부품을 공급하는 만도의 멀티플을 적용하였다.

표15 LG이노텍 적정주가 산정표

| (십억원)              | 적정가치           | EBITDA | 배수  | 비고                                    |
|--------------------|----------------|--------|-----|---------------------------------------|
| <b>영업가치</b>        | <b>12,893</b>  |        |     |                                       |
| 광학솔루션(12MF EBITDA) | 9,914          | 2,029  | 4.9 | 2014년, 2017, 2020년 평균                 |
| 기판소재(12MF EBITDA)  | 2,537          | 598    | 4.2 | 대덕전자, Nanya pcb, Unimicron, Kinsus 평균 |
| 전장부품(12MF EBITDA)  | 442            | 77     | 5.7 | 만도 12MF EV/EBITDA                     |
| <b>비영업가치</b>       | <b>0</b>       |        |     |                                       |
| <b>순차입금</b>        | <b>957</b>     |        |     | 2Q22 기준                               |
| <b>주주가치</b>        | <b>11,936</b>  |        |     |                                       |
| 주식수 (백만주)          | 24             |        |     |                                       |
| 주당적정가치             | 504,326        |        |     |                                       |
| <b>적정주가</b>        | <b>500,000</b> |        |     |                                       |
| 현재주가               | 363,000        |        |     |                                       |
| <b>상승여력</b>        | <b>37.7%</b>   |        |     |                                       |

자료: 메리츠증권 리서치센터

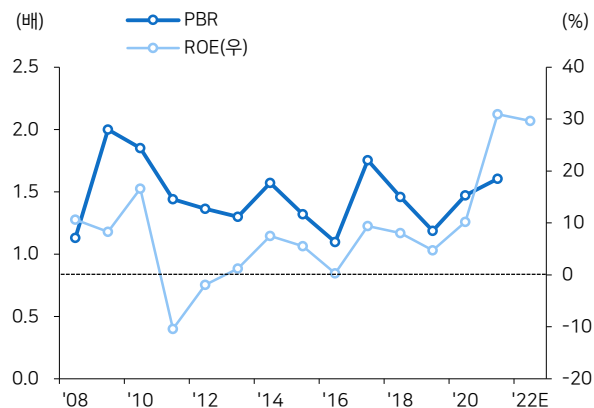
표16 Global Peer Group의 Valuation 비교

|               | PER(배)      |             | PBR(배)     |            | ROE(%)      |             | EBITDA 이익률(%) |             | EV/EBITDA(배) |            |
|---------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|---------------|-------------|--------------|------------|
|               | 22E         | 23E         | 22E        | 23E        | 22E         | 23E         | 22E           | 23E         | 22E          | 23E        |
| <b>LG이노텍</b>  | <b>7.4</b>  | <b>6.6</b>  | <b>1.9</b> | <b>1.5</b> | <b>29.6</b> | <b>25.7</b> | <b>14.5</b>   | <b>14.5</b> | <b>3.4</b>   | <b>2.9</b> |
| 삼성전기          | 9.7         | 8.7         | 1.4        | 1.2        | 15.5        | 15.2        | 24.1          | 22.1        | 4.3          | 3.9        |
| 엠씨넥스          | 9.7         | 8.2         | 1.7        | 1.4        | 18.8        | 18.6        | 8.9           | 8.3         | 6.3          | 5.7        |
| 파트론           | 10.3        | 8.4         | 1.0        | 0.9        | 9.9         | 11.5        | 8.6           | 7.9         | 4.8          | 4.2        |
| Sunny optical | 22.5        | 17.5        | 4.2        | 3.5        | 18.9        | 20.8        | 17.7          | 15.2        | 13.9         | 11.1       |
| Sharp         | 8.4         | 13.3        | 1.6        | 1.4        | 20.5        | 11.0        | 4.8           | 5.5         | 6.8          | 7.5        |
| <b>업종평균</b>   | <b>11.3</b> | <b>10.5</b> | <b>2.0</b> | <b>1.7</b> | <b>18.9</b> | <b>14.5</b> | <b>13.1</b>   | <b>12.3</b> | <b>6.6</b>   | <b>5.9</b> |

주: LG이노텍 Valuation 지표는 메리츠증권 추정치 기준

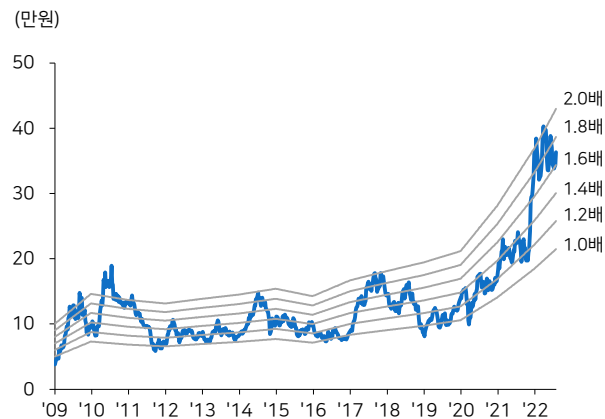
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림107 LG이노텍 ROE vs PBR



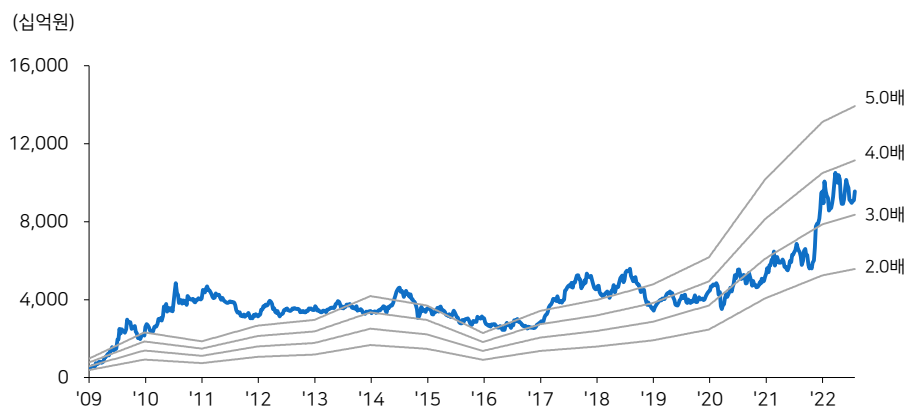
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림108 LG이노텍 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림109 LG이노텍 EV/EBITDA 밴드



자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

표17 LG이노텍 밸류에이션 테이블

|                      | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019    | 2020    | 2021    | 2022E   |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|
| <b>EV (십억원)</b>      |       |       |       |       |       |       |       |       |         |         |         |         |
| High                 | 4,677 | 3,966 | 3,886 | 4,613 | 3,470 | 3,047 | 5,499 | 5,386 | 4,443   | 5,434   | 9,648   |         |
| Low                  | 2,911 | 3,180 | 3,170 | 2,735 | 2,571 | 2,420 | 3,159 | 3,493 | 3,053   | 2,862   | 5,246   |         |
| Average              | 3,684 | 3,538 | 3,469 | 3,598 | 3,028 | 2,692 | 4,553 | 4,594 | 3,742   | 4,625   | 6,256   |         |
| <b>EBITDA (십억원)</b>  |       |       |       |       |       |       |       |       |         |         |         |         |
| High                 | 373.7 | 548.8 | 665.5 | 848.5 | 706.0 | 455.6 | 651.5 | 781.6 | 1,057.7 | 1,349.5 | 2,033.8 | 2,624.1 |
| Low                  |       |       |       |       |       |       |       |       |         |         |         |         |
| Average              |       |       |       |       |       |       |       |       |         |         |         |         |
| <b>EV/EBITDA (배)</b> |       |       |       |       |       |       |       |       |         |         |         |         |
| High                 | 12.5  | 7.2   | 5.8   | 5.4   | 4.9   | 6.7   | 8.4   | 6.9   | 4.2     | 4.0     | 4.7     |         |
| Low                  | 7.8   | 5.8   | 4.8   | 3.2   | 3.6   | 5.3   | 4.8   | 4.5   | 2.9     | 2.1     | 2.6     |         |
| Average              | 9.9   | 6.4   | 5.2   | 4.2   | 4.3   | 5.9   | 7.0   | 5.9   | 3.5     | 3.4     | 3.1     |         |

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 광학솔루션, 나홀로 호황

글로벌 스마트폰 출하량은  
전년 대비 감소하나 광학솔루션  
사업부 매출과 영업이익은 각각  
22.3%, 24.5% 성장할 전망

올해 글로벌 스마트폰 출하량은 전년대비 -6.0% 하락한 13.1억대를 예상한다. 그러나 동사의 광학솔루션 매출과 영업이익은 각각 22.3%, 24.5% 성장할 전망이다. 우선적으로 동사의 북미 고객사는 글로벌 스마트폰 부진에도 전년과 유사한 판매량을 기록할 전망이다. 당사가 예상하는 올해 북미 고객사의 판매량은 2.34억대(-0.8% YoY)이다.

하반기 출시되는 아이폰 14의  
출시 후 첫 2분기 누적 출하량  
7,540만대 전망

주목할 점은 중국 내 북미 고객사의 점유율 상승이다. 동사 북미 고객사의 중국 내 M/S는 2018년도 평균 9.2%에서 2022년도 1분기 16.7%까지 상승했다. 같은 시기에 3Q21 이후로 샤오미, 오포, 비보의 M/S는 둔화되고 있는데 이는 중국 내 하이엔드 브랜드였던 화웨이의 퇴출 이후로 샤오미, 오포, 비보로 집중되었던 중국인들의 구매력이 북미 고객사로 옮겨가고 있음을 확인할 수 있다. 중국 시장 내 판매 호조로 하반기 출시되는 북미 고객사의 아이폰 14의 출시 후 첫 2분기 누적 출하량은 전작 대비 소폭 상승한 7,540만대를 예상한다.

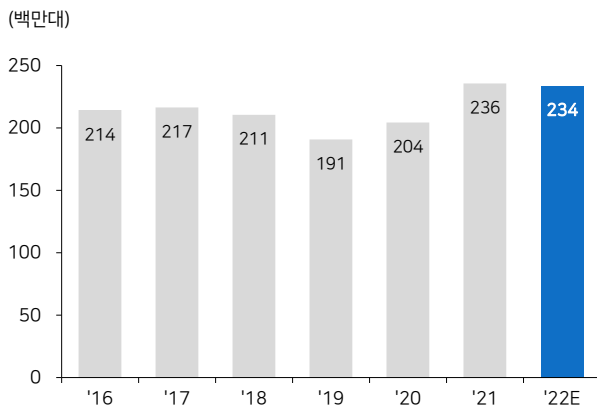
후면 카메라 스펙 상승 → P 증가  
전면 카메라 진출 → Q 증가  
미래 성장 동력은 폴디드줌과  
XR기기 향 3D ToF Sensing

하반기 출시되는 아이폰14에서 동사는 후면 카메라 스펙 상승(12MP→48MP)을 통한 P 상승, 전면 카메라 진출을 통한 Q의 증가가 기대된다. 또한 동사는 향후 전략 고객 폴디드줌 공급과, 신규 XR기기 향 3D ToF Sensing 공급이 유력함에 따라 스마트폰 시장 침체기에도 추가적인 P와 Q의 동반 성장이 가능할 전망이다.

북미 BEV 업체의 가파른 판매량  
성장에 따라 수혜가 예상되는  
동사의 전장 카메라

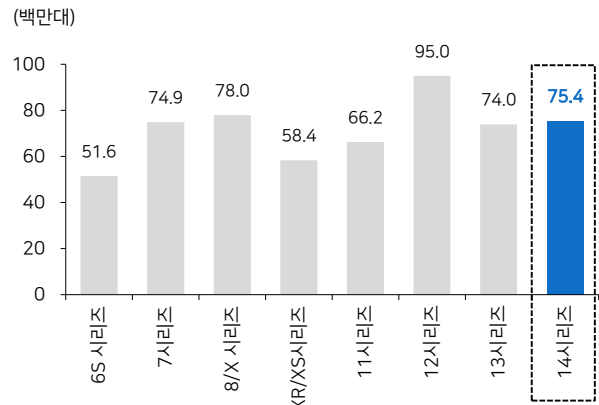
전장 카메라도 매출 및 수익 성장세를 이어나갈 전망이다. 동사의 최대 고객사인 북미 BEV 업체의 전기차 판매량이 가파르게 상승하고 있기 때문이다. 북미 BEV 업체의 생산량은 1H22 56만대에서 2H22 90만대 이상으로 증가하며, Semi, Cyber truck 양산 시작과 중국, 독일 공장 생산량 증대로 2023년 250만대 이상으로 늘어날 전망이다. 북미 BEV 업체가 향후에도 한 대당 9개의 카메라를 탑재한다고 가정했을 때 '25년 기준 필요한 카메라는 4190만개로 연평균 49.3% 성장할 전망이다. 이에 따라 동사의 전장 카메라 매출액은 2021년 3,280억원에서 2025년 8,418억원으로 가파른 성장이 예상된다.

그림110 아이폰 연도별 전체 출하량

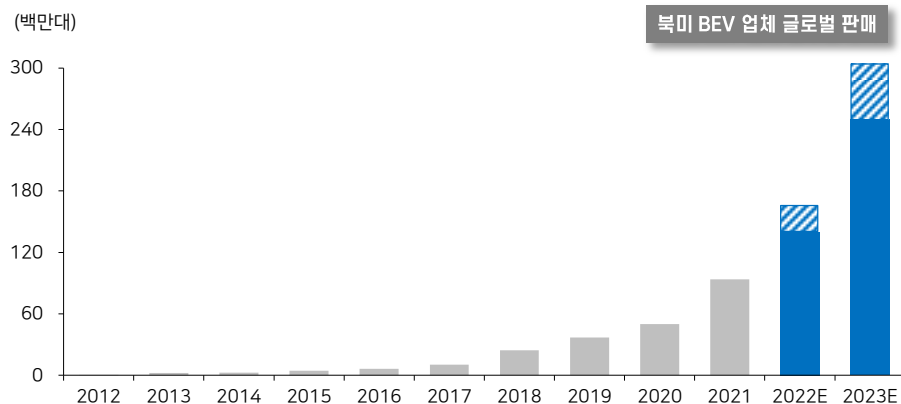


자료: 메리츠증권 리서치센터

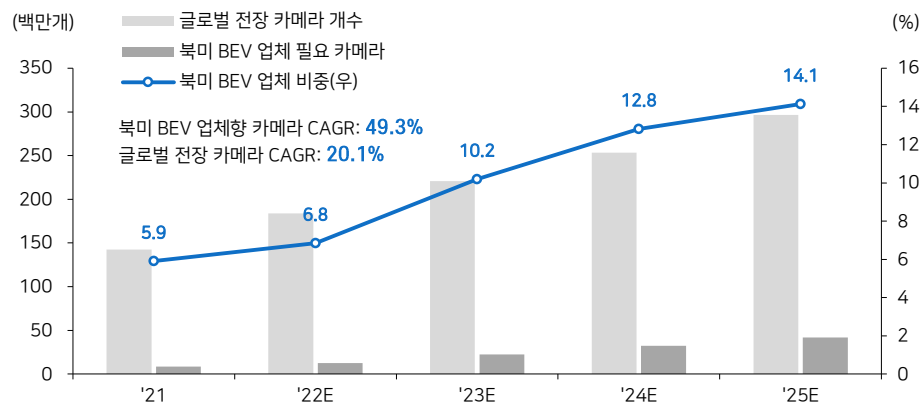
그림111 역대 애플 신모델 첫 출시 후 2개 분기 누적 출하량



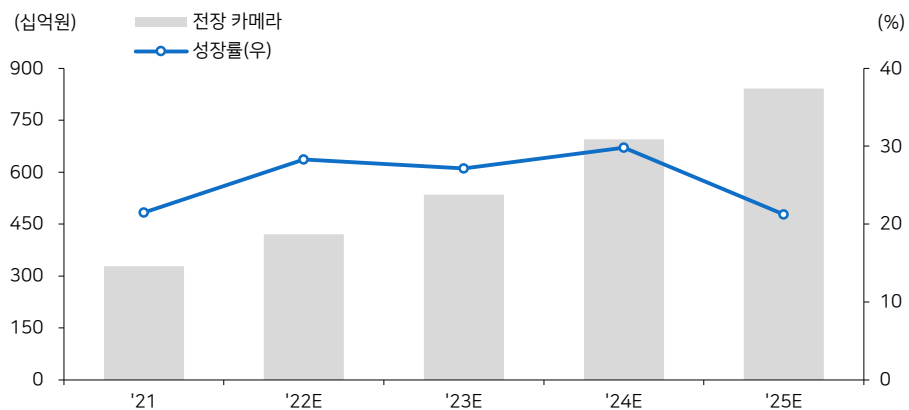
자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림112 북미 BEV 업체 생산량, 1H22 56만대 · 2H22 90만대 · 2023년 250만대 이상 전망**


자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림113 북미 BEV 업체 카메라 탑재량, 글로벌 전장 카메라 탑재량 대비 압도적인 성장 전망**


자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림114 LG이노텍 전장 카메라 매출 전망**


자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

## 전장부품, 기다리면 봄은 온다.

### 적자가 계속되는 전장부품 사업부

LG이노텍의 전장부품 사업부는 차량용 전장부품(모터, 통신모듈, EV파워, 차량용 LED)을 판매하는 사업부이다. 동사는 2013년 전장부품 사업부를 신설하여 차량용 전장부품 시장에 대응해오고 있으며 2021년 기준 전사 매출에서 전장부품 사업부 매출이 차지하는 비중은 7.1%(전장 카메라 제외)이다. 다만 2020년 1분기의 깜짝 흑자를 제외하고 적자가 지속되고 있다. 차량용 반도체 부족에 따른 완성차 출하량 감소 영향이 컸다. 올해는 반도체 부족은 완화되고 있으나 원재료 가격 상승으로 인해 전장부품 사업의 흑자전환은 어려울 전망이다.

### 그러나 전기차의 확산으로 인해 수혜의 폭이 크다고 판단

그러나 전기차의 본격적인 확산으로 동사의 전장부품 사업부가 점진적으로 주목받을 전망이다. 20년 기준 자동차 제조원가 내 전장부품의 비중은 약 40%로 파악되나 한국자동차연구원에 따르면 전기차 내에서의 전장부품의 비중은 향후 70%까지 상승할 전망이다. 이로 인해 예상되는 전기차 전장부품 시장의 규모는 '25년 기준 약 3,750억 달러로 연평균 42.3% 성장할 전망이다.

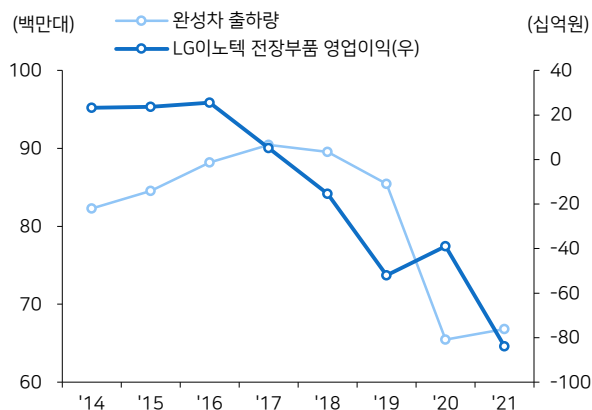
### 특히 자율주행의 발전과 함께 동사의 전장부품이 주목받을 전망

주목할 점은 배터리를 제외한 전장부품 시장의 규모다. 현재는 전기차 초기 시장인 만큼 배터리가 전기차 전장부품 시장 내 차지하는 비중이 압도적으로 높으나 ADAS, 인포테인먼트 등 자율주행의 발전과 함께 배터리를 제외한 나머지 전장부품 시장의 비중 상승이 예상된다.

### 수익성 높은 SUV와 전기차 중심으로 수주 확대 중

동사 또한 세단과 내연기관차 위주의 수주잔고에 대해 건전성을 확보하는 한편, 시장 트렌드 변화에 적극 대응하여 SUV와 전기차 중심으로 수주를 확대하고 있다. 동사가 생산하는 모터/센서, DC-DC Converter 모두 전기차 내 핵심 부품으로 전기차 시장의 성장에 따른 수혜가 자명하다. 향후 전도유망한 산업으로서 동사의 전장부품 사업에 대한 주목이 필요한 시점이다

그림115 전방시장 부진과 LG이노텍 전장사업 실적 부진



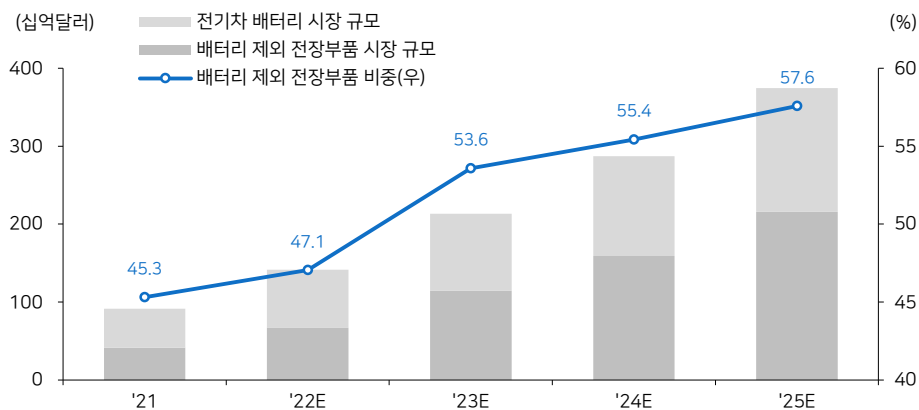
자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

표18 LG이노텍 전장 부품 제품군

| Actuator & Sensor Solution                                                                                                                                                                                                              | Connectivity & Camera Solution                                                                                                                                                                                                                                                  | xEV Solution                                                                                                                                                                                                                                                 | LED Solution                                                                                                                                                                |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  <ul style="list-style-type: none"> <li>듀얼 클러치 변속기용 모터</li> <li>제동용 모터 (ABS/ESC/AEB)</li> <li>Electric Power Steering용 모터</li> <li>조향용 센서</li> </ul> |  <ul style="list-style-type: none"> <li>Bluetooth / Bluetooth+Wifi Combo Module</li> <li>V2X Communication Module</li> <li>Cellular Module</li> <li>Camera Module for Automotive</li> </ul> |  <ul style="list-style-type: none"> <li>DC-DC Converter for Automotive</li> <li>Electric Vehicle Communication Controller</li> <li>Battery Management System</li> </ul> |  <ul style="list-style-type: none"> <li>LED Module for Automotive (Nexlide)</li> </ul> |

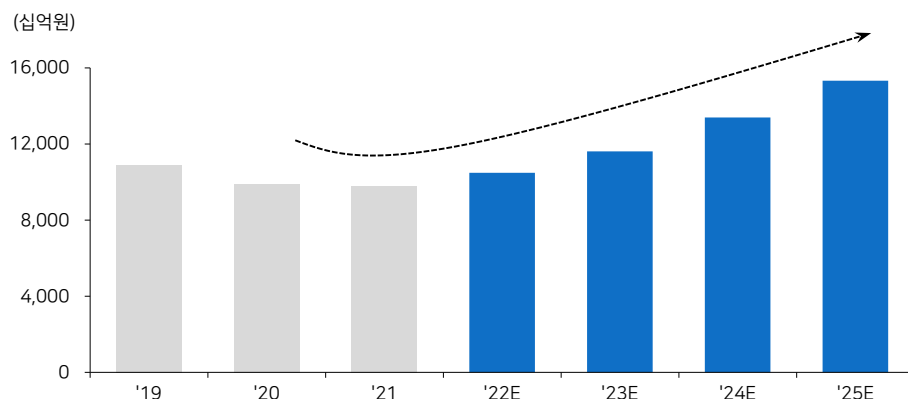
자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

그림116 전기차 배터리 시장 vs 배터리 제외 전장부품 시장 성장 전망 비교



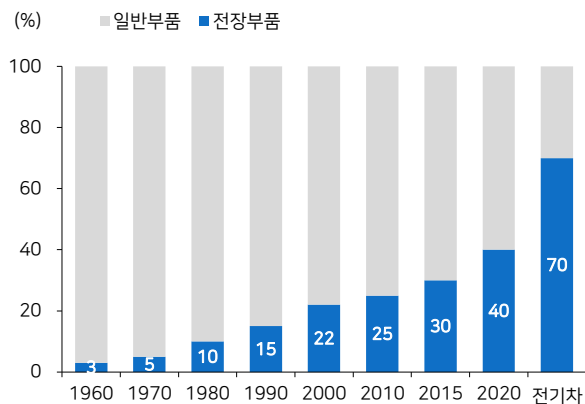
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림117 LG이노텍 전장부품 수주잔고, 점진적 우상향 전망



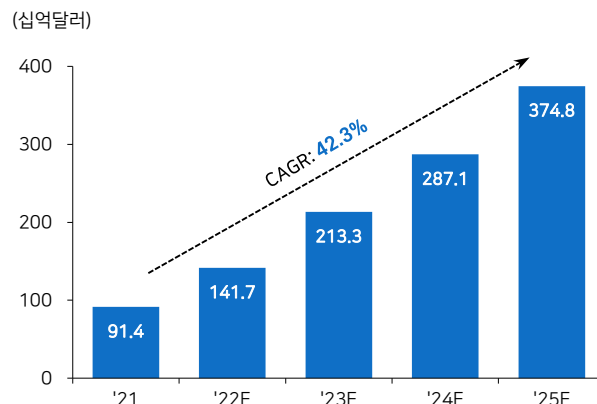
자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

그림118 차량 내 전장부품 원가 비중



자료: SA, 한국자동차연구원, 메리츠증권 리서치센터

그림119 글로벌 전기차 전장부품 시장 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 기판소재, 안정적인 캐시카우 역할 기대

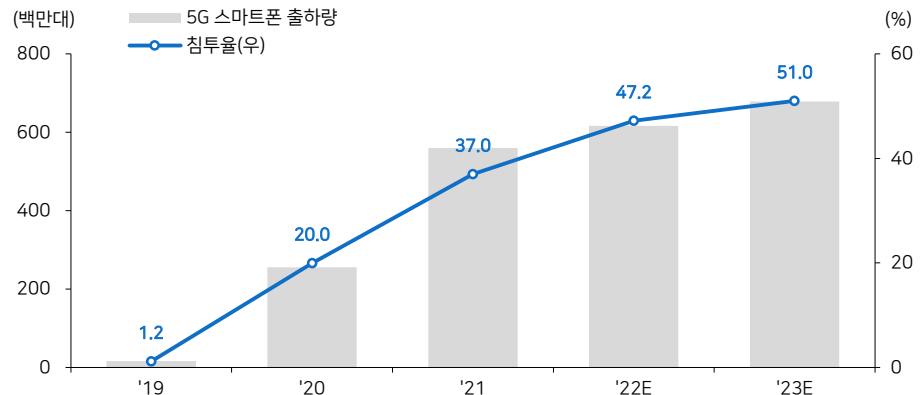
5G 침투율 상승에 따라 지속적인  
성장이 예상되는 기판소재 사업부

기판소재 사업부는 디스플레이 업황 악화에 따른 Photomask, Tape Substrate의 부진이 예상되나 패키지기판의 견조한 매출 성장이 이를 상쇄하면서 사업부의 외형과 이익 성장세는 지속될 전망이다. 현재 기판소재 사업부는 SiP, AiP 등의 패키지기판이 실적 성장을 주도하고 있다. 해당 기판들은 5G 침투율과 비례해서 탑재량이 증가하는데 작년 기준 5G 침투율이 37%에 불과한 만큼 추가 성장 여력이 충분하다. 당사가 예상하는 올해 기판소재 매출과 영업이익은 각각 1조 7,982억원(+14.5% YoY), 4,163억원(+14.8% YoY)이다.

FC-BGA는 2024년 본격적인  
양산 시작, 2027년 흑전 전망

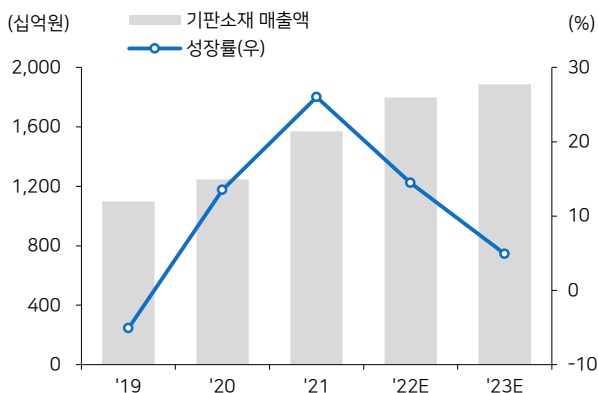
시장의 많은 관심을 받고 있는 LG이노텍의 FC-BGA는 2023년 샘플 생산, 2024년부터 본격적인 양산을 시작할 전망이다. 시장 진입 초기에는 하이엔드 제품보다는 볼륨 확대를 위한 PC나 가전 제품 위주의 진입이 예상된다. FC-BGA가 수익성이 좋은 제품이지만 단기간에 수익성 확보는 어렵고 2025년 EBITDA 기준 흑전, 2026년 BEP, 2027년 영업이익 흑자전환이 예상된다. 추가 투자에 대한 시장의 관심이 높는데 공급과잉에 대한 우려가 커지고 있는 만큼 시장 진입 후에 수요를 파악하고 추가 투자가 진행될 전망이다.

그림120 5G 스마트폰 출하량 및 침투율 전망



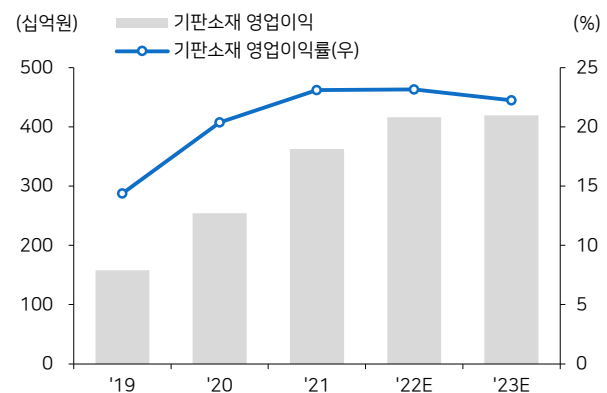
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림121 기판소재 사업부 매출 추이



자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

그림122 기판소재 사업부 영업이익 추이



자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

## 2Q22 Review 및 2022년 전망: 실적 상승세 지속

전통적 비수기임에도 북미 고객사의 판매 호조로 컨센서스를 상회하는 실적 기록

2Q22 실적은 매출액 3조 7,373억원(-6.3% QoQ, +57.2% YoY), 영업이익 2,899억원(-21.0% QoQ, +90.8% YoY)으로 시장 컨센서스를 각각 12.9%, 13.9% 상회했다. 1) 광학솔루션 부문은 동사 공급 비중이 높은 북미 고객사의 아이폰 상위 모델 판매량 증가에 따라 매출액 2조 8,035억원(-9.2% QoQ, 72.0% YoY)을 기록했다. 시장의 관심이 높은 전장 카메라는 전방 메인 고객사의 중국 상하이 봉쇄에 따른 인도량 부진의 영향으로 전분기와 유사한 수준을 유지했다.

2) 기판소재 부문은 매출액 4,517억원(+8.8% QoQ, +25.1% YoY)을 기록했다. 동사 제품이 주로 사용되는 스마트폰 시장의 부진에도 엔드유저의 5G 스마트폰 판매량 증가에 따라 패키지기판의 매출 성장이 지속되고 있다. 다만 디스플레이 제품군은 TV의 판매 부진으로 인해 부진이 계속되고 있다. 3) 전장부품 부문 매출액은 3,305억원(+5.3% QoQ, +32.1% YoY)로 반도체 공급 완화에 따른 기대보다 높은 매출 성장을 기록했다. 다만 원자재 가격 상승에 따른 적자 기조가 지속되고 있다.

2022년 실적은 매출액 18조 1,360억원(+21.3% YoY), 영업이익 1조 6,111억원(+27.4% YoY)을 전망

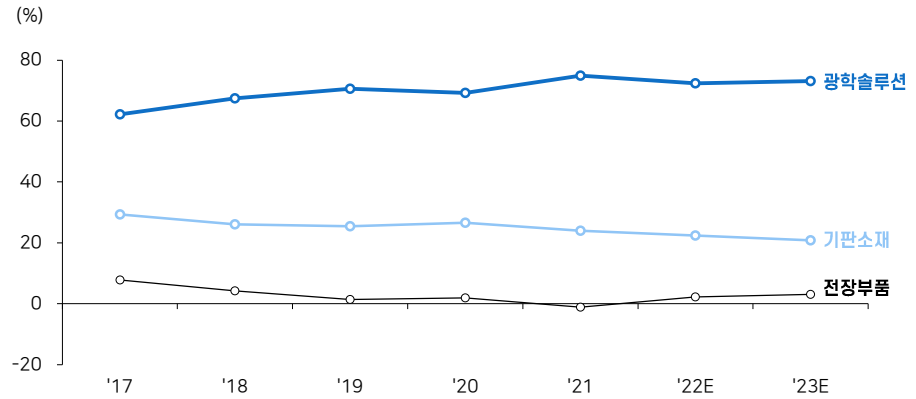
2022년 실적은 매출액 18조 1,360억원(+21.3% YoY), 영업이익 1조 6,111억원(+27.4% YoY)을 전망한다. 북미 고객사 신제품에서 동사는 후면 카메라 스펙 상승(12MP→48MP)을 통한 P 상승과 전면 카메라 진출을 통한 Q의 증가가 기대된다. 스마트폰 시장 부진에도 동사 북미 고객사는 프리미엄 중심의 수요로 인해 높은 판매량이 예상되기 때문에 실적 호조세가 이어질 전망이다.

표19 LG이노텍 실적 테이블

| (십억원)        | 1Q21    | 2Q21    | 3Q21    | 4Q21    | 1Q22    | 2Q22P   | 3Q22E   | 4Q22E   | 2021     | 2022E    | 2023E    |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 환율 (원)       | 1,114   | 1,121   | 1,157   | 1,183   | 1,205   | 1,260   | 1,297   | 1,260   | 1,144    | 1,253    | 1,245    |
| 매출액          | 3,070.3 | 2,354.7 | 3,797.6 | 5,723.1 | 3,951.7 | 3,702.6 | 4,323.3 | 6,158.3 | 14,945.6 | 18,136.0 | 19,986.8 |
| (% QoQ)      | -20.1%  | -23.3%  | 61.3%   | 50.7%   | -31.0%  | -6.3%   | 16.8%   | 42.4%   |          |          |          |
| (% YoY)      | 55.6%   | 55.9%   | 71.4%   | 48.9%   | 28.7%   | 57.2%   | 13.8%   | 7.6%    | 56.6%    | 21.3%    | 10.2%    |
| 광학솔루션        | 2,328.6 | 1,630.2 | 2,994.9 | 4,892.0 | 3,088.5 | 2,803.5 | 3,389.6 | 5,210.5 | 11,846   | 14,492   | 16,249   |
| 전장부품         | 265.1   | 250.1   | 257.3   | 289.8   | 313.8   | 330.5   | 362.2   | 377.6   | 1,062    | 1,384    | 1,439    |
| 기판소재         | 354.9   | 361.2   | 423.6   | 427.5   | 415.0   | 451.7   | 462.8   | 468.7   | 1,567    | 1,798    | 1,887    |
| 전자 및 기타      | 121.7   | 113.2   | 121.8   | 113.8   | 134.5   | 116.9   | 108.7   | 101.5   | 470      | 462      | 412      |
| 영업이익         | 346.8   | 151.9   | 335.7   | 429.8   | 367.1   | 289.9   | 396.3   | 557.9   | 1,264.2  | 1,611.1  | 1,795.7  |
| (% QoQ)      | 1.3%    | -56.2%  | 121.0%  | 28.0%   | -14.6%  | -21.0%  | 36.7%   | 40.8%   |          |          |          |
| (% YoY)      | 97.3%   | 178.3%  | 209.8%  | 25.6%   | 5.8%    | 90.8%   | 18.0%   | 29.8%   | 85.6%    | 27.4%    | 11.5%    |
| 광학솔루션        | 243.3   | 69.1    | 226.9   | 412.1   | 249.2   | 177.0   | 277.6   | 481.1   | 951.4    | 1,184.9  | 1,341.5  |
| 전장부품         | 10.7    | -11.1   | -22.2   | -61.4   | -1.0    | -7.3    | -5.1    | -3.4    | -83.9    | -16.8    | 8.0      |
| 기판소재         | 81.8    | 84.8    | 118.9   | 77.2    | 107.1   | 115.4   | 116.7   | 77.2    | 362.8    | 416.3    | 419.5    |
| 전자 및 기타      | 11.0    | 9.1     | 12.1    | 1.8     | 11.9    | 4.7     | 7.1     | 3.0     | 34.0     | 26.7     | 26.8     |
| 영업이익률 (%)    | 11.3%   | 6.5%    | 8.8%    | 7.5%    | 9.3%    | 7.8%    | 9.2%    | 9.1%    | 8.5%     | 8.9%     | 9.0%     |
| 광학솔루션        | 10.4%   | 4.2%    | 7.6%    | 8.4%    | 8.1%    | 6.3%    | 8.2%    | 9.2%    | 8.0%     | 8.2%     | 8.3%     |
| 전장부품         | 4.0%    | -4.4%   | -8.6%   | -21.2%  | -0.3%   | -2.2%   | -1.4%   | -0.9%   | -7.9%    | -1.2%    | 0.6%     |
| 기판소재         | 23.1%   | 23.5%   | 28.1%   | 18.1%   | 25.8%   | 25.6%   | 25.2%   | 16.5%   | 23.2%    | 23.2%    | 22.2%    |
| 전자 및 기타      | 9.1%    | 8.0%    | 9.9%    | 1.6%    | 8.8%    | 4.1%    | 6.5%    | 3.0%    | 7.2%     | 6.3%     | 6.5%     |
| 세전이익         | 332.3   | 202.8   | 315.6   | 355.9   | 360.9   | 278.1   | 373.3   | 529.9   | 1,206.9  | 1,542.1  | 1,735.5  |
| 지배주주 순이익     | 251.4   | 147.3   | 227.1   | 262.5   | 267.5   | 206.3   | 273.6   | 393.8   | 888.3    | 1,141.2  | 1,284.3  |
| 지배주주 순이익률(%) | 8.2%    | 6.3%    | 6.0%    | 4.6%    | 6.8%    | 5.6%    | 6.3%    | 6.4%    | 5.9%     | 6.3%     | 6.4%     |

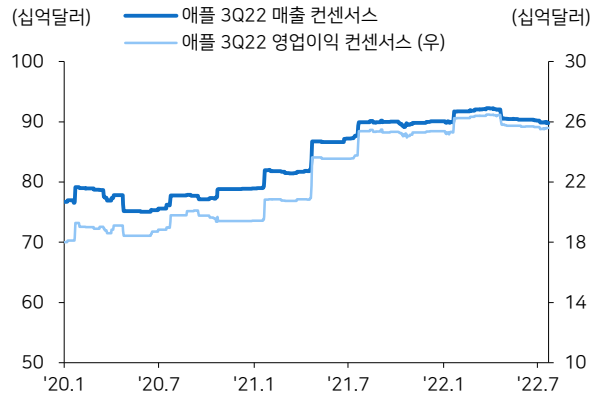
자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

그림123 사업부별 EBITDA 비중



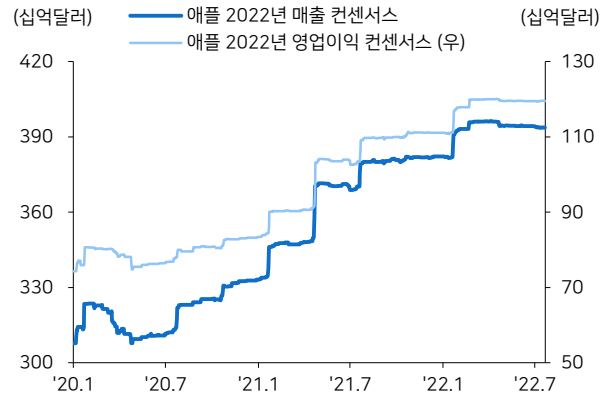
자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

그림124 애플 CY3Q22 매출, 영업이익 컨센서스 추이



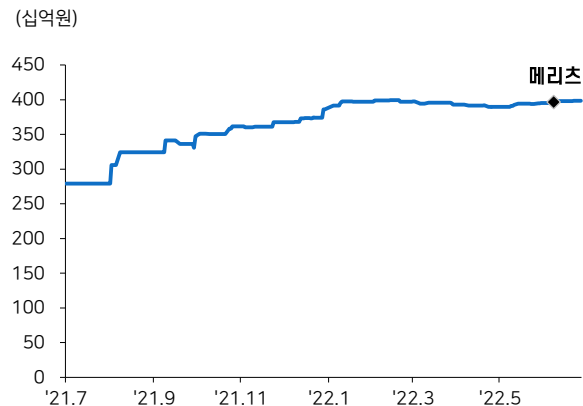
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림125 애플 CY2022 매출, 영업이익 컨센서스 추이



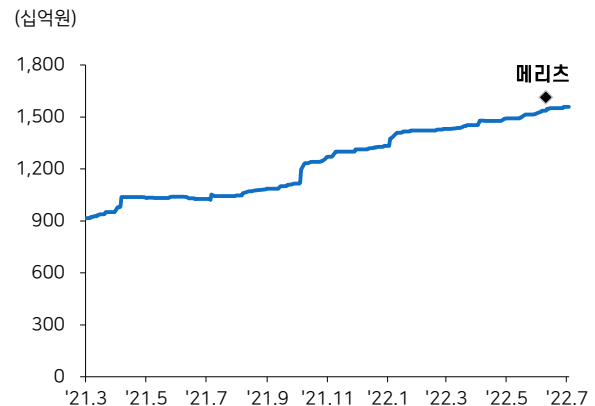
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림126 LG이노텍 3Q22 영업이익 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림127 LG이노텍 2022 영업이익 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## LG 이노텍 (011070)

## Income Statement

| (십억원)      | 2020    | 2021     | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액        | 9,541.8 | 14,945.6 | 18,136.0 | 19,986.9 | 20,084.7 |
| 매출액증가율 (%) | 19.6    | 56.6     | 21.3     | 10.2     | 0.5      |
| 매출원가       | 8,251.5 | 12,815.1 | 15,568.1 | 17,123.3 | 17,128.9 |
| 매출총이익      | 1,290.3 | 2,130.5  | 2,567.9  | 2,863.5  | 2,955.8  |
| 판매관리비      | 609.3   | 866.3    | 956.8    | 1,067.8  | 1,108.4  |
| 영업이익       | 681.0   | 1,264.2  | 1,611.1  | 1,795.7  | 1,847.5  |
| 영업이익률      | 7.1     | 8.5      | 8.9      | 9.0      | 9.2      |
| 금융손익       | -77.4   | -40.9    | -30.8    | -22.2    | -8.2     |
| 종속/관계기업손익  | 0.0     | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 기타영업외손익    | -160.9  | -30.1    | -38.1    | -38.1    | -38.0    |
| 세전계속사업이익   | 442.8   | 1,193.2  | 1,542.1  | 1,735.5  | 1,801.3  |
| 법인세비용      | 111.9   | 314.3    | 401.0    | 451.2    | 468.3    |
| 당기순이익      | 236.1   | 888.3    | 1,141.2  | 1,284.3  | 1,332.9  |
| 지배주주지분 순이익 | 236.1   | 888.3    | 1,141.2  | 1,284.3  | 1,332.9  |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E    | 2024E    |
|-----------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 유동자산      | 3,161.8 | 4,113.4 | 4,879.1 | 5,809.1  | 6,594.4  |
| 현금및현금성자산  | 694.6   | 565.9   | 574.3   | 1,065.0  | 1,827.1  |
| 매출채권      | 1,114.2 | 1,895.4 | 2,299.9 | 2,534.7  | 2,547.1  |
| 재고자산      | 859.4   | 1,392.0 | 1,689.2 | 1,861.6  | 1,870.7  |
| 비유동자산     | 2,876.8 | 3,628.0 | 4,156.8 | 4,698.4  | 5,003.8  |
| 유형자산      | 2,367.8 | 3,146.4 | 3,700.0 | 4,263.2  | 4,590.2  |
| 무형자산      | 188.1   | 198.1   | 161.8   | 133.6    | 111.7    |
| 투자자산      | 53.9    | 57.0    | 68.4    | 75.0     | 75.3     |
| 자산총계      | 6,038.6 | 7,741.4 | 9,035.8 | 10,507.4 | 11,598.2 |
| 유동부채      | 2,284.2 | 3,310.3 | 3,716.7 | 4,060.5  | 4,058.1  |
| 매입채무      | 1,001.6 | 1,565.9 | 1,900.2 | 2,094.1  | 2,104.3  |
| 단기차입금     | 1.2     | 1.3     | 14.5    | 0.0      | 0.0      |
| 유동성장기부채   | 440.7   | 414.9   | 190.3   | 190.3    | 168.9    |
| 비유동부채     | 1,326.7 | 1,116.9 | 934.8   | 849.2    | 680.5    |
| 사채        | 582.4   | 457.8   | 368.2   | 328.5    | 256.6    |
| 장기차입금     | 701.4   | 615.1   | 514.5   | 463.8    | 366.7    |
| 부채총계      | 3,610.9 | 4,427.2 | 4,651.4 | 4,909.7  | 4,738.6  |
| 자본금       | 118.3   | 118.3   | 118.3   | 118.3    | 118.3    |
| 자본잉여금     | 1,133.7 | 1,133.7 | 1,133.7 | 1,133.7  | 1,133.7  |
| 기타포괄이익누계액 | -45.5   | 14.4    | 14.4    | 14.4     | 14.4     |
| 이익잉여금     | 1,221.5 | 2,048.1 | 3,118.3 | 4,331.6  | 5,593.5  |
| 비지배주주지분   | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0      | 0.0      |
| 자본총계      | 2,427.7 | 3,314.2 | 4,384.4 | 5,597.7  | 6,859.6  |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2020   | 2021     | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|----------------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 영업활동 현금흐름      | 950.3  | 1,177.6  | 2,020.2  | 2,315.7  | 2,478.2  |
| 당기순이익(손실)      | 236.1  | 888.3    | 1,141.2  | 1,284.3  | 1,332.9  |
| 유형자산상각비        | 613.9  | 723.8    | 966.8    | 1,071.3  | 1,118.1  |
| 무형자산상각비        | 54.6   | 45.8     | 46.2     | 38.2     | 31.9     |
| 운전자본의 증감       | -291.4 | -845.0   | -133.3   | -77.4    | -4.1     |
| 투자활동 현금흐름      | -826.2 | -1,008.3 | -1,541.2 | -1,650.4 | -1,454.8 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -766.7 | -1,010.4 | -1,520.4 | -1,634.5 | -1,445.1 |
| 투자자산의감소(증가)    | -19.3  | -3.1     | -11.4    | -6.6     | -0.4     |
| 재무활동 현금흐름      | -167.2 | -309.6   | -470.6   | -174.6   | -261.2   |
| 차입금의 증감        | -176.6 | -248.2   | -399.6   | -103.6   | -190.3   |
| 자본의 증가         | 0.0    | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 현금의 증가(감소)     | -105.0 | -128.7   | 8.4      | 490.7    | 762.2    |
| 기초현금           | 799.6  | 694.6    | 565.9    | 574.3    | 1,065.0  |
| 기말현금           | 694.6  | 565.9    | 574.3    | 1,065.0  | 1,827.1  |

## Key Financial Data

|                        | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원)               |         |         |         |         |         |
| SPS                    | 403,167 | 631,493 | 766,294 | 844,499 | 848,633 |
| EPS(지배주주)              | 9,977   | 37,532  | 48,218  | 54,263  | 56,320  |
| CFPS                   | 50,301  | 81,048  | 109,376 | 121,252 | 125,153 |
| EBITDAPS               | 57,021  | 85,932  | 110,875 | 122,751 | 126,652 |
| BPS                    | 102,576 | 140,034 | 185,253 | 236,517 | 289,837 |
| DPS                    | 700     | 3,000   | 3,000   | 3,000   | 3,000   |
| 배당수익률(%)               | 0.4     | 0.8     | 0.8     | 0.8     | 0.8     |
| Valuation(Multiple)    |         |         |         |         |         |
| PER                    | 18.3    | 9.7     | 7.5     | 6.7     | 6.4     |
| PCR                    | 3.6     | 4.5     | 3.3     | 3.0     | 2.9     |
| PSR                    | 0.5     | 0.6     | 0.5     | 0.4     | 0.4     |
| PBR                    | 1.8     | 2.6     | 2.0     | 1.5     | 1.3     |
| EBITDA                 | 1,349.5 | 2,033.8 | 2,624.1 | 2,905.2 | 2,997.5 |
| EV/EBITDA              | 4.0     | 4.7     | 3.5     | 2.9     | 2.5     |
| Key Financial Ratio(%) |         |         |         |         |         |
| 자기자본이익률(ROE)           | 10.2    | 30.9    | 29.6    | 25.7    | 21.4    |
| EBITDA 이익률             | 14.1    | 13.6    | 14.5    | 14.5    | 14.9    |
| 부채비율                   | 148.7   | 133.6   | 106.1   | 87.7    | 69.1    |
| 금융비용부담률                | 0.5     | 0.3     | 0.2     | 0.2     | 0.2     |
| 이자보상배율(x)              | 13.7    | 30.8    | 40.9    | 48.4    | 57.9    |
| 매출채권회전율(x)             | 8.6     | 9.9     | 8.6     | 8.3     | 7.9     |
| 재고자산회전율(x)             | 14.2    | 13.3    | 11.8    | 11.3    | 10.8    |

Industry Indepth  
2022.8. 1

## 비에이치 090460

## 남들과 다른 따뜻한 겨울

## ▲ 전기전자/IT 부품장비

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

## Buy (신규)

적정주가 (12개월) 43,000 원

현재주가 (7.29) 29,500 원

상승여력 45.8%

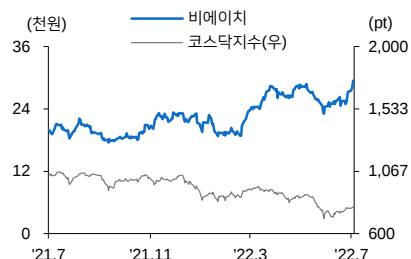
|            |                 |
|------------|-----------------|
| KOSDAQ     | 803.62pt        |
| 시가총액       | 10,167억원        |
| 발행주식수      | 3,446만주         |
| 유동주식비율     | 70.86%          |
| 외국인비중      | 20.05%          |
| 52주 최고/최저가 | 29,500원/17,500원 |
| 평균거래대금     | 158.3억원         |

## 주요주주(%)

이경환 외 6 인 21.64

| 주가상승률(%) | 1개월  | 6개월  | 12개월 |
|----------|------|------|------|
| 절대주가     | 16.6 | 37.9 | 53.2 |
| 상대주가     | 10.6 | 49.7 | 99.1 |

## 주가그래프



- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 43,000원으로 커버리지 개시
- ✓ 현재 주가는 12개월 선행 P/E 기준 7.3배로 과도한 저평가 국면
- ✓ 1) 글로벌 스마트폰 시장 침체기에도 본업의 구조적 성장이 가능할 전망
- ✓ 2) 전기차 배터리용 FPCB의 가파른 매출 성장 기대
- ✓ 3) OLED 생태계 확장에 따른 중장기 실적 전망치 큰 폭의 상향 전망

## 투자포인트1) 본업에서의 담보된 성장

동사는 하반기 북미 고객사 신제품용 FPCB 와 국내 고객사 폴더블 스마트폰용 FPCB 공급을 통해 안정적인 실적 성장이 예상된다. 올해 북미 고객사향 매출액과 국내 고객사향 매출액은 각각 1조 1,101억원(+70.5% YoY), 2,593억원(+12.4% YoY)를 전망한다.

## 투자포인트2) 전기차 배터리용 FPCB의 높은 성장성

동사는 현재 전기차 배터리 BMS 용 FPCB 선두 기업 중 하나이다. 동사의 배터리용 FPCB는 중간 부품사를 통해 국내 배터리 3사 모두에게 공급되고 있는 것으로 파악된다. 작년 기준 270억원의 매출을 기록했으며 올해 426억원, '23년 713억원으로 가파른 매출 성장을 기록할 전망이다.

## 투자포인트3) OLED 생태계 확장

동사 주요 국내 고객사는 스마트폰에서 태블릿, 노트북, 차량 등 OLED 디스플레이 탑재 다변화를 추진하고 있다. 해당 실적들의 반영 시기는 2024년 이후이지만 추가적인 실적 추정치 상향이 발생할 수 있다는 점에서 긍정적이다. 동사의 북미 고객사 스마트폰 OLED 모델 내 점유율이 그대로 유지된다고 가정했을 때 2024년 기준 약 4,100억원의 신규 매출이 발생할 전망이다.

## 투자 의견 Buy, 적정주가 43,000원 제시

적정주가는 12MF 추정 EPS 4,027 원에 10.7 배의 멀티플을 부여해 도출했다. 10.7 배는 동사가 큰 폭의 실적 성장을 경험했던 2017년, 2021년 평균 멀티플이다. 올해 동사는 경쟁 업체의 사업 철수에 의한 점유율 확대, 북미 고객사의 구모델 및 신모델 판매 호조로 다시 한번 최대 매출을 경신할 전망이다. 때문에 10.7 배는 정당하다고 판단한다.

| (십억원) | 매출액     | 영업이익  | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2020  | 721.4   | 34.1  | 25.9          | 782               | -55.8      | 9,470      | 28.1       | 2.3        | 11.7             | 8.7        | 77.0        |
| 2021  | 1,037.0 | 71.1  | 81.7          | 2,428             | 210.6      | 12,067     | 9.6        | 1.9        | 7.9              | 22.5       | 94.5        |
| 2022E | 1,549.7 | 154.3 | 135.7         | 3,965             | 63.3       | 15,862     | 7.4        | 1.9        | 5.1              | 28.4       | 86.2        |
| 2023E | 1,784.7 | 163.9 | 143.4         | 4,084             | 3.0        | 19,419     | 7.2        | 1.5        | 4.5              | 23.3       | 76.5        |
| 2024E | 2,474.5 | 239.8 | 205.0         | 5,838             | 42.9       | 25,025     | 5.1        | 1.2        | 3.1              | 26.3       | 76.7        |

## Valuation: 투자의견 Buy, 적정주가 43,000원

투자의견 Buy  
적정주가 43,000원 제시

비에이치에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 43,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정 주가는 12MF 추정 EPS 4,027원에 10.7배의 멀티플을 부여해 도출했다. 10.7배는 동사가 2017년, 2021년 부여 받았던 멀티플의 평균이다. 동사는 북미 고객사향 벤더 진입을 성공한 2017년과 북미 고객사의 OLED 기종 확대가 이뤄진 2021년 큰 폭의 실적 성장을 기록하였다. 올해 동사는 경쟁 업체의 사업 철수에 의한 점유율 확대, 북미 고객사의 구모델 및 신모델 판매 호조로 다시 한번 최대 매출을 경신할 전망이기 때문에 10.7배는 정당하다고 판단한다.

현재 주가는 12개월 선행 P/E  
기준 7.3배로 과도한 저평가 국면

동사 현재 주가는 12개월 선행 P/E 기준 7.3배로 동사 과거 5년간 P/E저점 평균(7.0배) 수준에서 거래되고 있다. 과거 동사는 성장 동력이 약하다는 이유로 밸류에이션 할인을 받아왔다. 그러나 동사의 FPCB는 전기차, 태블릿, 노트북 등으로 사용처가 확대되고 있고 LG전자로부터 인수한 차량용 휴대폰 무선 충전 사업이 올해 4분기부터 실적에 기여할 전망이다. 과거와 달리 중장기 안정정인 실적 성장 가시성이 높기 때문에 현재 주가는 과도한 저평가 국면이라고 판단한다.

표20 비에이치 적정주가 산정표

| (원)             | 12개월 선행       | 비고                             |
|-----------------|---------------|--------------------------------|
| EPS             | 4,027         | 3Q22E - 2Q23E 누계               |
| 적정배수 (배)        | 10.7          | 실적 성장을 경험했던 2017, 2021년 평균 멀티플 |
| 적정가치            | 43,093        |                                |
| <b>적정주가</b>     | <b>43,000</b> |                                |
| 현재주가            | 29,500        |                                |
| <b>상승여력 (%)</b> | <b>45.8%</b>  |                                |

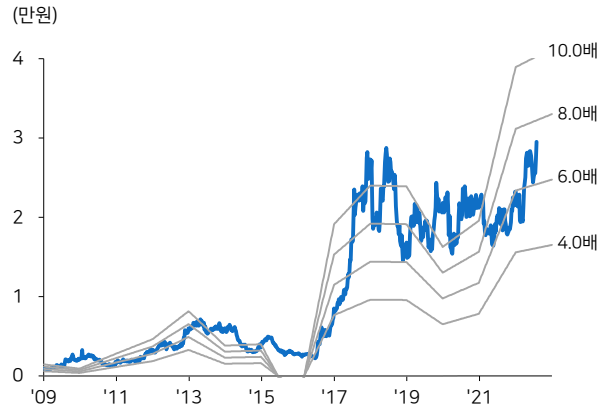
자료: 메리츠증권 리서치센터

표21 비에이치 밸류에이션 테이블

| (배)                 | 2012       | 2013       | 2014       | 2015       | 2016        | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022E        |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>주가 (원)</b>       |            |            |            |            |             |              |              |              |              |              |              |
| High                | 12,400     | 14,900     | 12,950     | 10,300     | 17,300      | 31,750       | 29,750       | 25,150       | 26,950       | 24,600       |              |
| Low                 | 5,590      | 9,130      | 5,650      | 4,945      | 4,100       | 14,850       | 13,750       | 14,050       | 12,150       | 15,750       |              |
| Average             | 7,937      | 12,157     | 8,647      | 7,141      | 7,935       | 21,696       | 21,482       | 19,046       | 20,393       | 19,633       |              |
| <b>확정치 기준 PER</b>   |            |            |            |            |             |              |              |              |              |              |              |
| High                | 26.0       | 20.7       | 31.8       | 37.1       | nm          | 21.4         | 11.1         | nm           | 34.5         | 10.1         |              |
| Low                 | 11.7       | 12.7       | 13.9       | 17.8       | nm          | 10.0         | 5.1          | nm           | 15.5         | 6.5          |              |
| Average             | 16.6       | 16.9       | 21.3       | 25.7       | nm          | 14.6         | 8.0          | nm           | 26.1         | 8.1          |              |
| <b>확정치 EPS (원)</b>  | <b>477</b> | <b>720</b> | <b>407</b> | <b>278</b> | <b>-783</b> | <b>1,483</b> | <b>2,682</b> | <b>1,770</b> | <b>782</b>   | <b>2,428</b> | <b>3,965</b> |
| EPS Growth (%)      | 32.3       | 50.9       | -43.5      | -31.7      | nm          | nm           | 80.8         | -34.0        | -55.8        | 210.6        | 63.3         |
| <b>컨센서스 기준 PER</b>  |            |            |            |            |             |              |              |              |              |              |              |
| High                | 26.9       | 18.3       | 34.0       | 25.9       | nm          | 16.6         | 12.4         | 10.5         | 16.6         | 12.6         |              |
| Low                 | 12.1       | 11.2       | 14.8       | 12.4       | nm          | 7.8          | 5.7          | 5.9          | 7.5          | 8.1          |              |
| Average             | 17.2       | 14.9       | 22.7       | 17.9       | nm          | 11.3         | 9.0          | 8.0          | 12.5         | 10.0         |              |
| <b>컨센서스 EPS (원)</b> | <b>461</b> | <b>815</b> | <b>381</b> | <b>398</b> | <b>-458</b> | <b>1,912</b> | <b>2,399</b> | <b>2,390</b> | <b>1,625</b> | <b>1,955</b> | <b>3,830</b> |
| EPS growth (%)      | 27.8       | 70.8       | -47.1      | -2.1       | nm          | nm           | 61.7         | -0.4         | -32.0        | 20.3         | 95.9         |

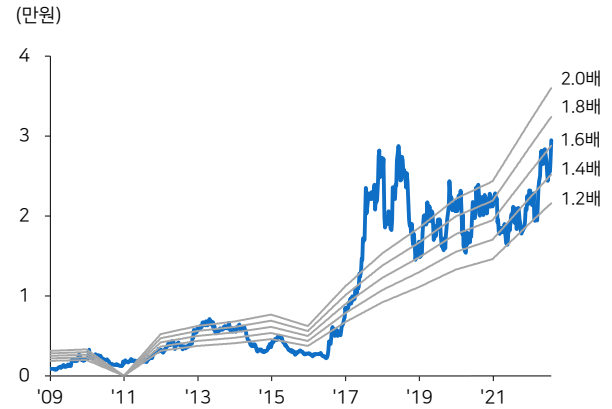
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림128 비에이치 PER 밴드 추이



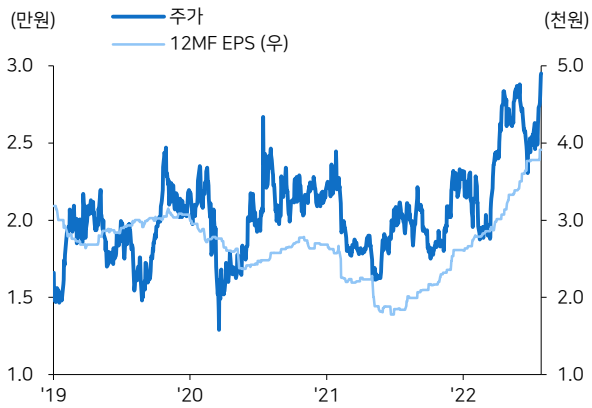
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림129 비에이치 PBR 밴드 추이



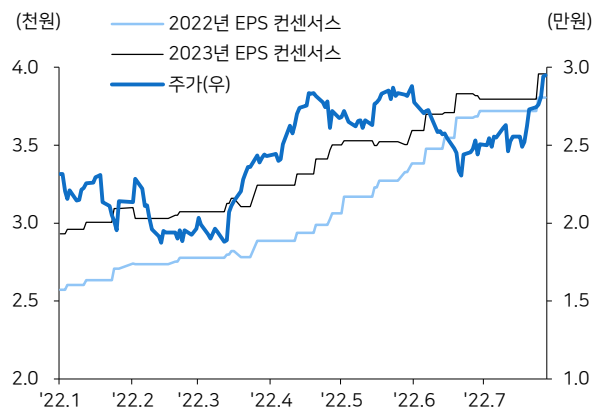
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림130 비에이치 EPS 컨센서스와 주가



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림131 2022,2023년 EPS 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

## 본업에서의 담보된 성장

글로벌 스마트폰 침체기에도  
동사 본업은 안정적인 성장 예상

글로벌 스마트폰 시장이 구조적 저성장 국면에 돌입했음에도 불구하고 동사 본업은 안정적인 성장이 전망된다. 하반기 스마트폰 시장은 프리미엄 모델 위주의 수요가 지속될 전망인데 동사는 수요 가시성이 높은 북미 고객사 신제품용 FPCB와 국내 고객사 폴더블 스마트폰용 FPCB를 모두 공급하기 때문이다.

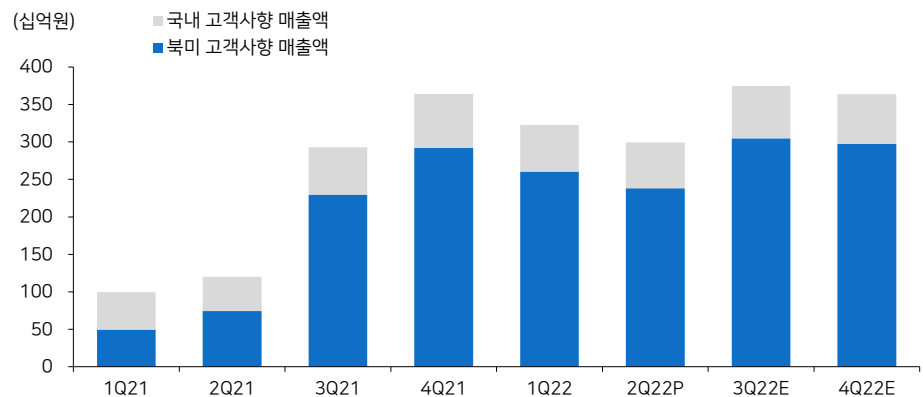
북미 고객사향 매출액은  
1조 1,101억원(+70.5% YoY) 전망

올해 북미 고객사향 매출액은 1조 1,101억원(+70.5% YoY)을 전망한다. 삼성전기의 사업 철수 효과가 크다. 경쟁사의 사업 철수로 북미 고객사 전체 물량 내 동사 M/S는 '21년 50% → '22년 80%까지 상승한 것으로 파악된다. 하반기 출시되는 아이폰 14의 2분기 누적 출하량도 프리미엄 스마트폰 위주의 강한 수요로 전년 대비 소폭 상승할 전망이다. 북미 고객사향 제품은 단가가 높기 때문에 수익성 개선에도 긍정적이다.

국내 고객사향 매출액은  
2,593억원(+12.4% YoY) 전망

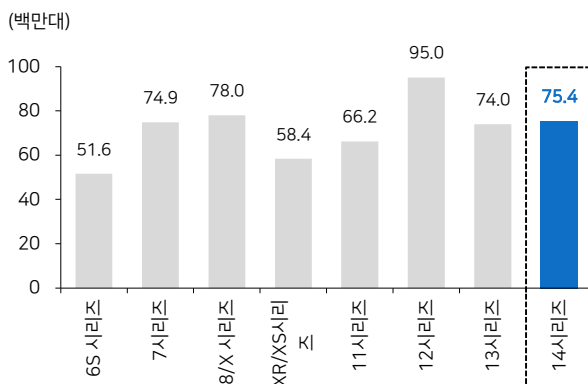
국내 고객사향 매출액은 2,593억원(+12.4% YoY)을 전망한다. 올해 폴더블폰 출하량은 1,500만대(+86.2% YoY)를 예상하는데 폴더블폰은 다른 스마트폰과 달리 동사 제품이 2개가 동시에 공급된다는 점에서 매출 성장에 긍정적이다. 올해 폴더블 매출액은 1,117억원으로 국내 고객사향 매출액 내 43.1%의 높은 비중을 차지할 전망이다.

그림132 비에이치 스마트폰 디스플레이용 FPCB 매출액 추이



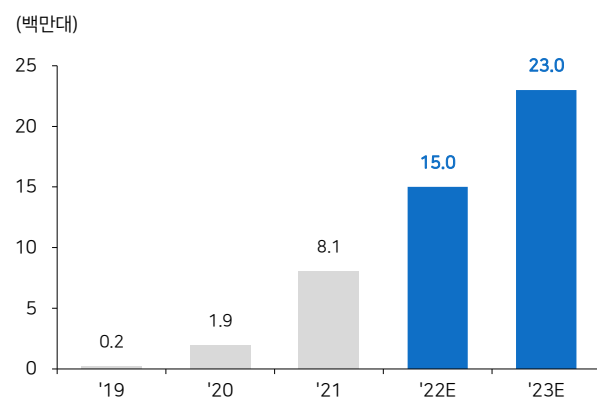
자료: 비에이치, 메리츠증권 리서치센터

그림133 역대 애플 신모델 출시 후 2개 분기 누적 출하량



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림134 폴더블폰 출하량 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

## Application 다변화, 전기차 배터리용 FPCB의 높은 성장성

전기차 배터리용 FPCB의  
높은 성장성에 주목할 시점

현재 매출 규모는 크지 않지만 동사의 배터리용 FPCB의 높은 성장성에 주목할 필요가 있다. 배터리 내에서 FPCB의 사용이 확대되는 이유는 가벼워져야 하는 전기차의 니즈에 FPCB가 부합하기 때문이다. 현재 배터리 내 사용되는 와이어링 하네스는 전기차 한 대당 약 1,500 ~ 2,000개의 전선이 들어가는데 한대에 들어간 모든 전선을 연결하면 한 대당 평균 길이 2~3km에 50kg에 달한다. 특히 배터리에 사용되는 와이어링 하네스는 고전압 하네스가 사용되어 기존 케이블 대비 두께가 두껍고 무겁다.

대신 배터리 셀에 사용되는 와이어링 하네스를 전기차용 FPCB로 대체하면 약 20%의 정도의 무게 경량화가 가능하다. FPCB가 얇고 가벼우며 고집적화된 배선이 가능하기 때문이다. 자동차부품연구원에 따르면 차량 무게가 1% 줄어들 때마다 주행거리는 0.53% 증가하는 상관관계가 존재하는데 FPCB를 사용하면 약 0.16%의 주행거리 증가가 가능하다. 부피에서도 장점이 크다. FPCB를 사용하면 배터리 내 유효공간이 많이 남는다. 기존 대비 배터리를 더 많이 집어넣을 수 있고 디자인 자유도가 높아져서 배터리 팩 내 내부공간을 최대한 밀착하게 설계할 수 있다.

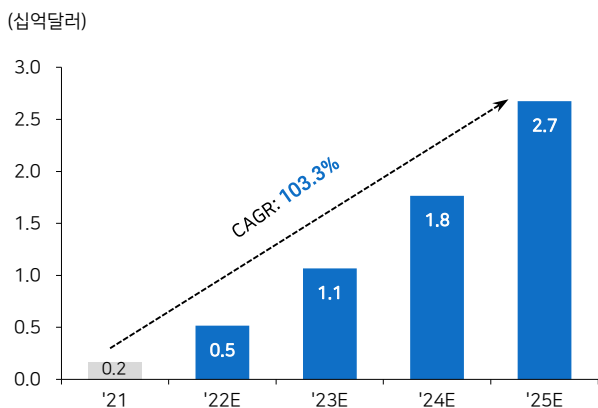
전기차 배터리용 FPCB  
'25년 기준 26.8억달러  
시장 전망

전기차 배터리용 FPCB는 평균적으로 14~15개가 들어가며 고급차종의 경우 20개까지 들어가는 모델이 출시되고 있다. 스마트폰 용 대비 크기가 크고 많은 양이 탑재되는 만큼 약 250달러 정도의 높은 가격을 형성하고 있다. 배터리 BMS 내 침투율 상승과 전체적인 전기차 출하량을 고려했을 때 전기차 배터리용 FPCB는 '25년 기준 26.8억달러 시장으로 급성장할 전망이다

전기차 배터리용 FPCB 매출액  
'21년 270억원, '22년 426억원  
'23년 713억원 전망

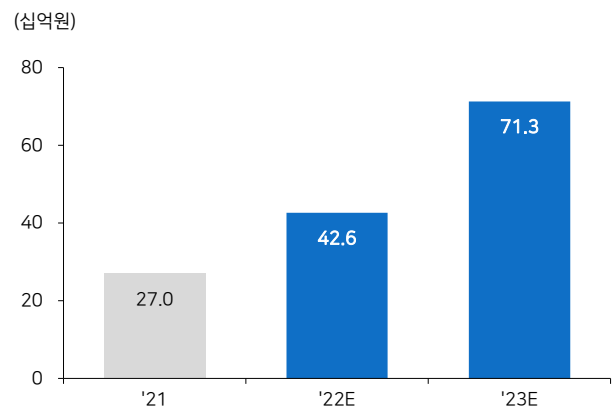
동사는 현재 전기차 배터리 BMS용 FPCB 선두 기업 중 하나이다. 동사의 배터리용 FPCB는 중간 부품사를 통해 국내 배터리 3사 모두에게 공급되고 있는 것으로 파악된다. 작년 기준 270억원의 매출을 기록했으며 올해 426억원, '23년 713억원으로 가파른 매출 성장을 기록할 전망이다.

그림135 전기차 BMS용 FPCB 시장 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림136 비에이치 전기차 배터리용 FPCB 매출 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

## OLED의 생태계 확장

OLED 생태계 확장으로 인해 동사 디스플레이 FPCB 탑재량 증가 예상

동사 주요 고객사인 국내 주요 디스플레이 업체는 스마트폰에서 태블릿, 노트북, 차량 등 OLED 디스플레이 탑재 다변화를 추진하고 있다. 해당 실적들의 반영 시기는 2024년 이후이지만 추가적인 실적 추정치 상향이 발생할 수 있다는 점에서 긍정적이다.

태블릿과 노트북을 통해 예상되는 신규매출은 2024년 기준 약 4,100억원

1) 동사 북미 고객사의 태블릿 및 노트북에 OLED 탑재 가능성이 높아지고 있다. 유력 출시 년도는 2024년이다. 태블릿과 노트북에 들어가는 OLED 디스플레이는 스마트폰 대비 면적이 4배 이상이고, 더 높은 층수의 FPCB가 들어가는 만큼 단가도 4~5배 이상 높은 것으로 파악된다.

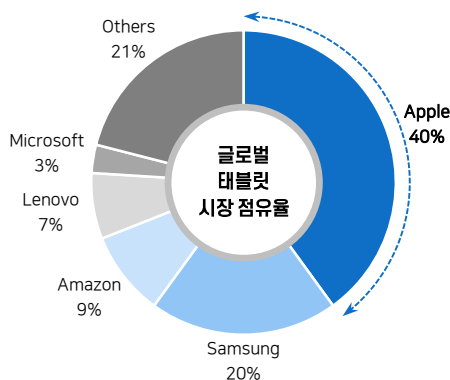
동사 북미 고객사의 글로벌 태블릿 시장 내 점유율은 약 40%로 한 해 출하량은 약 6,000만대 정도이다. 이 중 OLED 모델이 탑재되는 상위 모델의 경우 약 1,200만대 정도로 추정된다. 맥북의 경우 연간 2,000만대가 판매된다. OLED가 탑재되는 상위 모델을 출하량을 20%로 가정하면 400만대이다. 동사의 스마트폰 OLED 모델 내 점유율과 상대적으로 높은 단가를 가정해서 매출액을 추정했을 때 2024년 기준 약 4,100억원의 신규 매출이 발생할 전망이다.

국내 주요 고객사를 통해 차량용 OLED FPCB 솔벤더로 참여할 전망

2) 동사 주요 국내 고객사는 차량용 OLED 시장 진출을 적극적으로 추진하고 있다. 이에 따른 결과로 최근 유럽 완성차 OEM과 2024년부터 양산하는 차량용 OLED 디스플레이 패널 공급 계약을 체결했다. 동사는 해당 OLED 디스플레이 패널 공급 계약에 FPCB 솔벤더로 참여할 전망이다.

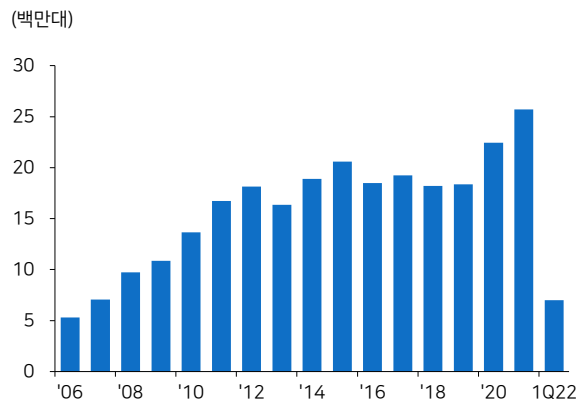
2024년부터 양산이 시작되는 만큼 내년 예상되는 매출 규모는 15억원 정도로 매우 작다. 다만 차량용 OLED FPCB는 북미 고객사향 하이엔드 모델용 RF-PCB보다 단가가 2배 이상 높은 것으로 파악되는 만큼 초기 물량은 적지만 동사 수익성 개선에 크게 기여할 전망이다. 또한 1) 차량용 디스플레이 내에서 OLED 패널 시장의 성장 속도가 가파르고 2) 동사 주요 국내 고객사가 차량용 OLED 디스플레이 시장 내 후발 주자로서 점진적인 점유율 상승이 기대되기 때문에 동사의 수혜가 예상된다.

그림137 글로벌 태블릿 시장 점유율(1Q22 기준)



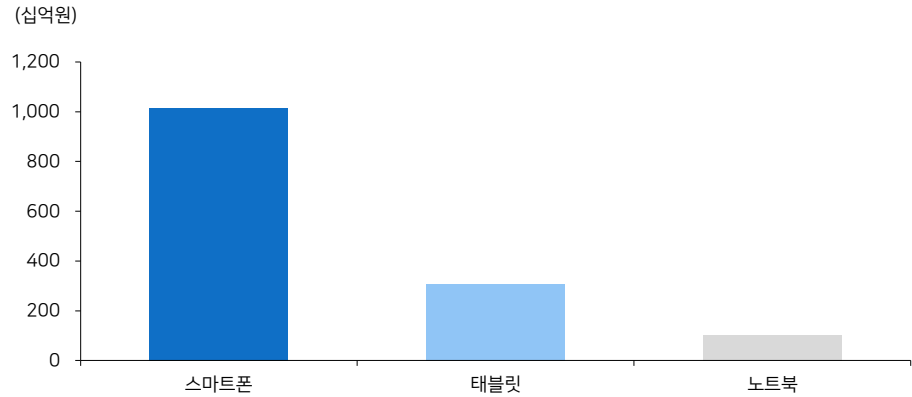
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림138 맥북 판매량 추이



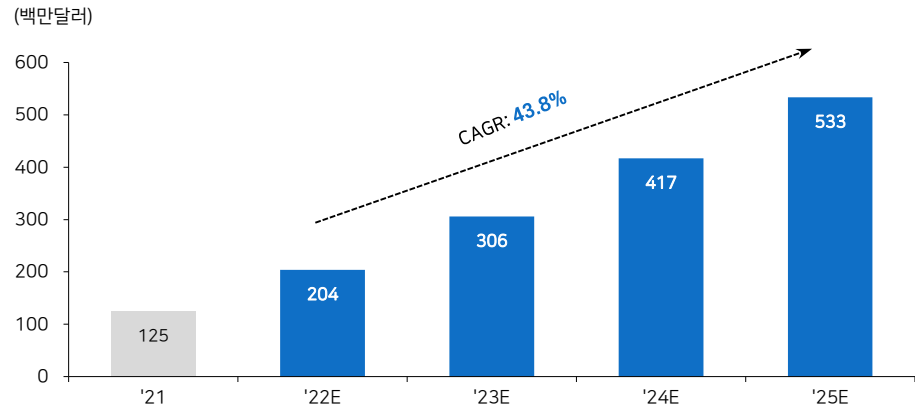
자료: Statista, 메리츠증권 리서치센터

그림139 2024년 기준 북미 고객사향 스마트폰, 태블릿, 노트북 FPCB 매출 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림140 차량용 OLED 디스플레이 시장 규모 전망



자료: Omdia, 메리츠증권 리서치센터

표22 북미 고객사향 태블릿 FPCB 매출 전망

| 구분                        | 값     | 비고                 |
|---------------------------|-------|--------------------|
| 2024년 A사 아이패드 출하량 전망(만대)  | 6,000 |                    |
| OLED 탑재 아이패드 출하량 전망(만대)   | 1,200 | 20% 가정             |
| SDC 점유율 가정(%)             | 60    | 스마트폰 최상위 모델 점유율 적용 |
| BH 점유율 가정(%)              | 80    | 스마트폰 내 점유율 적용      |
| 아이패드 OLED FPCB 출하량 전망(만개) | 576   |                    |
| 가격(달러)                    | 45    | 스마트폰 대비 4~5배       |
| 환율가정(원)                   | 1,190 |                    |
| 매출액(십억원)                  | 308.4 |                    |

자료: 메리츠증권 리서치센터

표23 북미 고객사향 노트북 FPCB 매출 전망

| 구분                      | 값     | 비고                 |
|-------------------------|-------|--------------------|
| 2024년 A사 맥북 출하량 전망(만대)  | 2,000 |                    |
| OLED 탑재 맥북 출하량 전망(만대)   | 400   | 20% 가정             |
| SDC 점유율 가정(%)           | 60%   | 스마트폰 최상위 모델 점유율 적용 |
| BH 점유율 가정(%)            | 80%   | 스마트폰 내 점유율 적용      |
| 맥북 OLED FPCB 출하량 전망(만개) | 192   |                    |
| 가격(\$)                  | 45    | 스마트폰 대비 4~5배       |
| 환율가정(원)                 | 1,190 |                    |
| 매출액(십억원)                | 102.8 |                    |

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 2Q22 Review 및 2022년 전망: 사라진 비수기, 축제만 남았다

### 역대 2분기 최대 실적 달성

2Q22 실적은 매출액 3,390억원(-7.4% QoQ, +108.8% YoY), 영업이익 241억원(+7.4% QoQ, 흑전 YoY)으로 컨센서스를 각각 8.3%, 12.1% 상회했다. 전통적 비수기임에도 중국 내 북미 고객사의 M/S 증가, 경쟁사의 철수 효과, 우호적인 환율로 역대 2분기 최대 실적을 달성하였다. 국내 고객사향 매출에 대한 우려가 많았는데 3Q22 출시 예정인 폴더블 스마트폰용 제품 생산이 시작되면서 양호한 실적을 기록하였다.

### 중국 내 북미 고객사의 점유율 확대로 향후 실적 측면에서 비수기에도 저점 이 올라올 전망

중국에서는 프리미엄 브랜드였던 화웨이의 퇴출 이후로 샤오미, 오포, 비보로 집중되었던 스마트폰 구매가 북미 고객사로 옮겨가고 있다. 일례로 중국 '6·18 쇼핑 축제' 기간 동안 북미 고객사는 700만대의 스마트폰을 판매, 46%의 점유율로 1위를 차지하였다. 중저가에서 프리미엄 스마트폰으로의 구조적인 수요 변화로 인해 동사 또한 향후 실적 측면에서 계절적 비수기에도 저점이 올라오는 모습이 나타날 전망이다.

### 2022년 실적은 매출액 1조 5,497억원(+49.4% YoY), 영업이익 1,543억원(+117.1% YoY)전망

2022년 실적은 매출액 1조 5,497억원(+49.4% YoY), 영업이익 1,543억원(+117.1% YoY)를 전망한다. 하반기 스마트폰 시장 또한 프리미엄 모델 위주의 수요가 예상되는데 동사가 북미 고객사향 신제품과 국내 고객사향 폴더블 스마트폰으로 모두 제품을 공급한다는 점에서 실적 가시성이 높다고 판단한다. 지난 3월 인수를 발표한 LG전자 차량용 휴대폰 무선충전사업부문은 4분기부터 실적에 일부 반영될 전망이다. 해당 사업부는 연간 약 2,000억원 수주잔고 확보가 가능하다는 점에서 안정적인 매출과 수익 창출이 예상된다. 실적이 온기로 반영되는 '23년에는 연결 기준 약 1,960억원의 실적 기여가 가능할 전망이다.

표24 비에이치 실적 테이블

| (십억원)             | 1Q21   | 2Q21  | 3Q21   | 4Q21    | 1Q22   | 2Q22P  | 3Q22E  | 4Q22E | 2021    | 2022E   | 2023E   |
|-------------------|--------|-------|--------|---------|--------|--------|--------|-------|---------|---------|---------|
| 환율 (원)            | 1,114  | 1,121 | 1,157  | 1,183   | 1,205  | 1,260  | 1,297  | 1,260 | 1,144   | 1,253   | 1,245   |
| 매출액               | 138.8  | 162.4 | 333.7  | 402.1   | 366.2  | 339.0  | 419.8  | 424.6 | 1,037.0 | 1,549.7 | 1,784.7 |
| (% QoQ)           | -40.1% | 17.0% | 105.5% | 20.5%   | -8.9%  | -7.4%  | 23.8%  | 1.1%  |         |         |         |
| (% YoY)           | -6.2%  | 53.9% | 41.3%  | 73.5%   | 163.9% | 108.8% | 25.8%  | 5.6%  | 43.8%   | 49.4%   | 15.2%   |
| Display (애플)      | 49.6   | 74.2  | 229.7  | 292.1   | 260.5  | 238.2  | 304.7  | 297.6 | 645.6   | 1,101.0 | 1,060.4 |
| Display (애플 외)    | 49.8   | 45.6  | 63.2   | 72.0    | 62.1   | 61.1   | 70.2   | 65.9  | 230.6   | 259.3   | 316.6   |
| 안테나               | 16.8   | 14.3  | 13.8   | 10.4    | 13.5   | 14.4   | 16.1   | 12.7  | 55.3    | 56.7    | 65.6    |
| Battery(SDI, PCM) | 13.2   | 14.5  | 15.4   | 13.5    | 16.8   | 12.0   | 12.6   | 16.2  | 56.6    | 57.6    | 56.7    |
| 전장(EV, BMS Cable) | 3.7    | 7.8   | 7.2    | 8.3     | 8.5    | 8.0    | 12.1   | 14.0  | 27.0    | 42.6    | 71.3    |
| BH EVS            | 0.0    | 0.0   | 0.0    | 0.0     | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 13.3  | 0.0     | 13.3    | 196.2   |
| 해외항 (LCM&TSP 등)   | 3.5    | 4.0   | 2.5    | 4.8     | 3.0    | 3.0    | 1.9    | 3.6   | 14.8    | 11.5    | 8.6     |
| 기타 매출             | 2.2    | 1.9   | 1.9    | 1.0     | 1.8    | 2.3    | 2.3    | 1.2   | 7.6     | 9.2     | 11.2    |
| 영업이익              | -15.0  | -1.0  | 43.7   | 43.4    | 22.4   | 24.1   | 55.9   | 52.0  | 71.1    | 154.3   | 163.9   |
| (% QoQ)           | 흑전     | 적축    | 흑전     | -0.7%   | 94.0%  | 7.4%   | 132.5% | -7.1% |         |         |         |
| (% YoY)           | 적전     | 적축    | 44.1%  | 1612.5% | 흑전     | 흑전     | 27.9%  | 19.6% | 108.8%  | 117.1%  | 6.2%    |
| 영업이익률 (%)         | -10.8% | -0.6% | 13.1%  | 10.8%   | 6.1%   | 7.1%   | 13.3%  | 12.2% | 6.9%    | 10.0%   | 9.2%    |
| 세전이익              | -4.7   | 3.8   | 58.3   | 47.0    | 33.6   | 27.4   | 59.3   | 55.1  | 104.4   | 175.4   | 185.4   |
| 지배주주 순이익          | -9.3   | 4.6   | 46.5   | 40.0    | 29.4   | 15.6   | 47.5   | 43.3  | 81.7    | 135.7   | 143.4   |
| 지배주주 순이익률         | -6.7%  | 2.8%  | 13.9%  | 9.9%    | 8.0%   | 4.6%   | 11.3%  | 10.2% | 7.9%    | 8.8%    | 8.0%    |

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 비에이치 (090460)

## Income Statement

| (십억원)      | 2020  | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액        | 721.4 | 1,037.0 | 1,549.7 | 1,784.7 | 2,474.5 |
| 매출액증가율 (%) | 10.2  | 43.8    | 49.4    | 15.2    | 38.6    |
| 매출원가       | 658.5 | 936.5   | 1,345.1 | 1,559.5 | 2,154.7 |
| 매출총이익      | 62.8  | 100.5   | 204.6   | 225.2   | 319.8   |
| 판매관리비      | 28.8  | 29.4    | 50.2    | 61.3    | 80.0    |
| 영업이익       | 34.1  | 71.1    | 154.3   | 163.9   | 239.8   |
| 영업이익률      | 4.7   | 6.9     | 10.0    | 9.2     | 9.7     |
| 금융손익       | -0.6  | 0.2     | -1.9    | -0.8    | 0.4     |
| 종속/관계기업손익  | 3.0   | 2.3     | 2.3     | 2.3     | 2.3     |
| 기타영업외손익    | -2.6  | 30.8    | 20.6    | 20.0    | 21.5    |
| 세전계속사업이익   | 33.9  | 104.4   | 175.4   | 185.4   | 264.0   |
| 법인세비용      | 8.0   | 22.7    | 39.7    | 42.0    | 59.0    |
| 당기순이익      | 25.9  | 81.7    | 135.7   | 143.4   | 205.0   |
| 지배주주지분 순이익 | 25.9  | 81.7    | 135.7   | 143.4   | 205.0   |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 영업활동 현금흐름      | 20.2  | 33.1  | 69.4  | 123.0 | 103.4  |
| 당기순이익(손실)      | 25.9  | 81.7  | 135.7 | 143.4 | 205.0  |
| 유형자산상각비        | 32.2  | 34.7  | 46.0  | 44.3  | 41.0   |
| 무형자산상각비        | 0.3   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2    |
| 운전자본의 증감       | -45.9 | -99.2 | -86.2 | -39.4 | -115.5 |
| 투자활동 현금흐름      | -39.5 | -35.3 | -26.1 | -25.1 | -39.4  |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -56.7 | -41.2 | -40.0 | -45.0 | -50.0  |
| 투자자산의감소(증가)    | -2.8  | -5.0  | -11.7 | -5.4  | -15.7  |
| 재무활동 현금흐름      | 24.5  | 36.3  | -25.3 | -10.0 | -9.9   |
| 차입금의 증감        | 5.8   | 46.1  | -28.7 | -1.9  | -1.8   |
| 자본의 증가         | 17.0  | 4.6   | 11.2  | 0.0   | 0.0    |
| 현금의 증가(감소)     | 4.1   | 34.1  | 18.0  | 87.8  | 54.1   |
| 기초현금           | 59.9  | 64.0  | 98.2  | 116.2 | 204.0  |
| 기말현금           | 64.0  | 98.2  | 116.2 | 204.0 | 258.1  |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2020  | 2021  | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|-----------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 유동자산      | 302.2 | 505.0 | 724.3   | 904.3   | 1,229.1 |
| 현금및현금성자산  | 64.0  | 98.2  | 116.2   | 204.0   | 258.1   |
| 매출채권      | 114.1 | 217.3 | 324.7   | 374.0   | 518.5   |
| 재고자산      | 91.4  | 114.4 | 171.0   | 196.9   | 273.0   |
| 비유동자산     | 258.9 | 288.4 | 293.8   | 299.6   | 324.2   |
| 유형자산      | 213.9 | 240.6 | 234.6   | 235.3   | 244.4   |
| 무형자산      | 3.4   | 4.0   | 3.8     | 3.6     | 3.3     |
| 투자자산      | 27.0  | 32.1  | 43.7    | 49.1    | 64.8    |
| 자산총계      | 561.1 | 793.4 | 1,018.0 | 1,203.9 | 1,553.2 |
| 유동부채      | 226.6 | 371.5 | 450.6   | 498.1   | 641.3   |
| 매입채무      | 99.7  | 174.7 | 261.0   | 300.6   | 416.8   |
| 단기차입금     | 82.4  | 138.6 | 117.6   | 114.6   | 109.6   |
| 유동성장기부채   | 5.3   | 0.0   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 비유동부채     | 17.5  | 13.9  | 20.8    | 23.9    | 33.1    |
| 사채        | 0.0   | 0.0   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 장기차입금     | 2.9   | 0.0   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 부채총계      | 244.1 | 385.4 | 471.3   | 522.0   | 674.4   |
| 자본금       | 16.7  | 16.9  | 17.2    | 17.2    | 17.2    |
| 자본잉여금     | 71.0  | 75.4  | 86.2    | 86.2    | 86.2    |
| 기타포괄이익누계액 | -0.6  | 15.3  | 15.3    | 15.3    | 15.3    |
| 이익잉여금     | 279.2 | 350.3 | 477.9   | 613.2   | 810.1   |
| 비지배주주지분   | 0.0   | 0.0   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 자본총계      | 317.0 | 408.0 | 546.7   | 682.0   | 878.8   |

## Key Financial Data

|                        | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원)               |        |        |        |        |        |
| SPS                    | 21,771 | 30,806 | 45,287 | 50,820 | 70,461 |
| EPS(지배주주)              | 782    | 2,428  | 3,965  | 4,084  | 5,838  |
| CFPS                   | 2,311  | 4,109  | 5,812  | 5,885  | 7,951  |
| EBITDAPS               | 2,006  | 3,150  | 5,862  | 5,934  | 8,000  |
| BPS                    | 9,470  | 12,067 | 15,862 | 19,419 | 25,025 |
| DPS                    | 250    | 250    | 250    | 250    | 250    |
| 배당수익률(%)               | 1.1    | 1.1    | 0.8    | 0.8    | 0.8    |
| Valuation(Multiple)    |        |        |        |        |        |
| PER                    | 28.1   | 9.6    | 7.4    | 7.2    | 5.1    |
| PCR                    | 9.5    | 5.6    | 5.1    | 5.0    | 3.7    |
| PSR                    | 1.0    | 0.8    | 0.7    | 0.6    | 0.4    |
| PBR                    | 2.3    | 1.9    | 1.9    | 1.5    | 1.2    |
| EBITDA                 | 66.5   | 106.0  | 200.6  | 208.4  | 280.9  |
| EV/EBITDA              | 11.7   | 7.9    | 5.1    | 4.5    | 3.1    |
| Key Financial Ratio(%) |        |        |        |        |        |
| 자기자본이익률(ROE)           | 8.7    | 22.5   | 28.4   | 23.3   | 26.3   |
| EBITDA 이익률             | 9.2    | 10.2   | 12.9   | 11.7   | 11.4   |
| 부채비율                   | 77.0   | 94.5   | 86.2   | 76.5   | 76.7   |
| 금융비용부담률                | 0.5    | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.2    |
| 이자보상배율(x)              | 8.6    | 19.7   | 33.9   | 35.1   | 52.1   |
| 매출채권회전율(x)             | 7.1    | 6.3    | 5.7    | 5.1    | 5.5    |
| 재고자산회전율(x)             | 10.7   | 10.1   | 10.9   | 9.7    | 10.5   |

Industry Indepth  
2022. 8. 1

### ▲ 전기전자/IT 부품장비

Analyst **양승수**  
02. 6454-4875  
seungsoo.yang@meritz.co.kr

## Buy (신규)

**적정주가 (12개월)** 7,000 원  
**현재주가 (7.29)** 5,130 원  
**상승여력** 36.5%

|            |               |
|------------|---------------|
| KOSDAQ     | 803.62pt      |
| 시가총액       | 1,242억원       |
| 발행주식수      | 2,421만주       |
| 유동주식비율     | 68.62%        |
| 외국인비중      | 3.20%         |
| 52주 최고/최저가 | 7,790원/2,640원 |
| 평균거래대금     | 34.6억원        |

**주요주주(%)**  
임우현 외 2 인 31.38

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월  | 12개월  |
|----------|-----|------|-------|
| 절대주가     | 9.1 | -1.7 | 65.2  |
| 상대주가     | 3.5 | 6.7  | 114.7 |

### 주가그래프



# 뉴프렉스 085670

## Last man Standing

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 7,000원으로 커버리지 개시
- ✓ 올해 역대 최고 매출 경신을 통한 밸류에이션 리레이팅 기대
- ✓ 1) 주요 경쟁사들의 사업 철수로 인한 수혜 지속 전망
- ✓ 2) VR기기용 FPCB, 전기차 배터리용 FPCB 등 신성장 사업 본격 확장 주목
- ✓ 2Q22 영업이익 40억원(-38.7% QoQ, 흑전 YoY) 전망

### 투자포인트1) 힘들었던 생존, 실적으로 보답받는다.

동사의 올해 매출액은 2,592억원(+51.0% YoY), 영업이익은 216억원(+1308.6% YoY)을 기록, 2018년 당시 최대 실적을 경신할 전망이다. 1) 수익성 악화에 따른 업계 재편으로 지속적인 물량 확대가 예상되며 2) 베트남 법인으로 생산시설을 이관함에 따라 점진적인 수익성 개선 효과가 예상되기 때문이다.

### 투자포인트2) 발 빠르게 확보한 신성장동력

동사는 스마트폰 시장이 구조적인 침체기에 진입함에 따라 새로운 성장동력을 찾기 위해 2020 년도에 MH 사업부를 신설, VR/AR 기기용 FPCB, 전기차 배터리용 FPCB 생산 등 사업 다각화를 시도해 왔다. 이에 대한 가시적인 성과가 올해부터 본격화될 전망이다.

### 2Q22 영업이익 40억원(-38.7% QoQ, 흑전 YoY) 전망

2Q22 실적은 매출액 584억원(-11.9% QoQ, +86.3% YoY), 영업이익 40억원(-38.7% QoQ, 흑전 YoY)을 기록할 전망이다. 주 고객사의 재고조정 이슈로 실적 부진에 대한 우려가 존재했으나 1) 구글 픽셀폰 향 물량 확대 2) 주요 경쟁사들의 철수로 과거 대비 마진이 높은 신규 제품 수주가 확대되면서 상대적으로 양호한 실적을 기록할 전망이다.

### 투자 의견 Buy, 적정주가 7,000원 제시

뉴프렉스에 대해 투자 의견 Buy, 적정주가 7,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12MF 추정 EPS 763원에 9.3배의 멀티플을 부여해 도출했다. 9.3배는 역대 최고 실적을 달성한 뉴프렉스의 2018년 평균 멀티플이다. 올해 뉴프렉스는 주요 경쟁사 물량 축소, VR 기기향 매출 확대, 전기차향 FPCB 진출로 인해 역대 최대 실적 경신이 예상되기 때문에 다시 한번 밸류에이션 리레이팅이 가능할 전망이다.

| (십억원) | 매출액   | 영업이익 | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|-------|------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2020  | 148.6 | -9.8 | -9.4          | -440              | -3.6       | 1,779      | -5.4       | 1.3        | 430.0            | -21.4      | 240.8       |
| 2021  | 171.7 | 1.5  | 2.4           | 105               | -126.2     | 2,107      | 74.5       | 3.7        | 22.4             | 5.4        | 214.6       |
| 2022E | 259.2 | 21.6 | 17.9          | 738               | 606.0      | 2,845      | 7.0        | 1.8        | 5.1              | 29.8       | 181.5       |
| 2023E | 288.5 | 22.8 | 18.9          | 782               | 6.0        | 3,627      | 6.6        | 1.4        | 4.7              | 24.2       | 142.7       |
| 2024E | 341.7 | 24.8 | 20.8          | 861               | 10.1       | 4,488      | 6.0        | 1.1        | 4.2              | 21.2       | 121.0       |

## Valuation: 투자의견 Buy, 적정주가 7,000원 제시

투자의견 Buy

적정주가 7,000원 제시

뉴프렉스에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 7,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12MF 추정 EPS 763원에 9.3배의 멀티플을 부여해 도출했다. 9.3배는 동사의 2018년 평균 멀티플이다. 2018년은 동사가 후면 카메라모듈용 FPCB 시장 진출 후 점유율 상승으로 역대 최고 실적을 달성한 구간이다. 올해 동사는 주요 경쟁사 물량 축소, VR 기기향 매출 확대, 전기차향 FPCB 진출로 인해 다시 한번 역대 최대 실적 경신이 예상되기 때문에 9.3배는 정당하다고 판단한다.

다른 스마트폰 부품과 다르게  
스마트폰 침체기에도 추가적인  
실적 성장이 가능할 전망

동사 현재 주가는 12개월 선행 P/E 기준 6.7배로 작년 평균(8.9배) 보다 25% 할인되어 거래되고 있다. 글로벌 스마트폰 침체기로 인한 국내 전략 고객사의 물량 감소가 동사의 멀티플 확장을 막고 있기 때문이다. 그러나 동사가 공급하고 있는 스마트폰 카메라모듈용 FPCB는 경쟁사들의 시장 철수로 다른 부품 대비 시장 부진의 영향에서 상대적으로 자유롭다. 수익성이 높은 제품 중심의 믹스 개선 효과가 크기 때문이다. 또한 동사는 VR기기 FPCB, 전기차향 FPCB 등 미래 성장 동력을 이미 확보했다. 결국 전방 시장 악화에 대한 우려는 동사의 안정적인 실적 성장과 함께 완화되어 밸류에이션 리레이팅이 가능하리라 예상한다.

표25 뉴프렉스 적정주가 산정표

| (원)             | 값            | 비고           |
|-----------------|--------------|--------------|
| EPS             | 763          | 12MF EPS     |
| 적정배수 (배)        | 9.3          | 2018년 평균 멀티플 |
| 적정가치            | 7,064        |              |
| <b>적정주가</b>     | <b>7,000</b> |              |
| 현재주가            | 5,130        |              |
| <b>상승여력 (%)</b> | <b>36.5%</b> |              |

자료: 메리츠증권 리서치센터

표26 뉴프렉스 밸류에이션 테이블

|                       | 2012       | 2013        | 2014       | 2015       | 2016        | 2017       | 2018       | 2019        | 2020        | 2021       | 2022E      |
|-----------------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|
| <b>주가 (원)</b>         |            |             |            |            |             |            |            |             |             |            |            |
| High                  | 3,280      | 4,787       | 2,250      | 2,793      | 3,587       | 4,400      | 3,933      | 3,840       | 2,850       | 7,940      |            |
| Low                   | 1,037      | 1,673       | 1,047      | 1,027      | 1,267       | 2,147      | 1,920      | 1,550       | 902         | 1,555      |            |
| Average               | 1,927      | 3,125       | 1,596      | 1,549      | 2,057       | 2,852      | 3,172      | 2,555       | 1,831       | 3,007      |            |
| <b>확정치 기준 PER (배)</b> |            |             |            |            |             |            |            |             |             |            |            |
| High                  | 26.7       | nm          | 19.7       | nm         | nm          | 22.1       | 11.5       | nm          | nm          | 76.0       |            |
| Low                   | 8.4        | nm          | 9.2        | nm         | nm          | 10.8       | 5.6        | nm          | nm          | 14.9       |            |
| Average               | 15.7       | nm          | 14.0       | nm         | nm          | 14.3       | 9.3        | nm          | nm          | 28.8       |            |
| <b>확정치 EPS (원)</b>    | <b>123</b> | <b>-197</b> | <b>114</b> | <b>-97</b> | <b>-143</b> | <b>199</b> | <b>343</b> | <b>-455</b> | <b>-439</b> | <b>105</b> | <b>738</b> |
| EPS Growth (%)        | 흑전         | 적전          | 흑전         | 적전         | 적확          | 흑전         | 72.3       | 적전          | 적축          | 흑전         | 606.0      |

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 기업개요: FPCB 주력 업체

### FPCB 제조 업체

주 고객사는 삼성전자

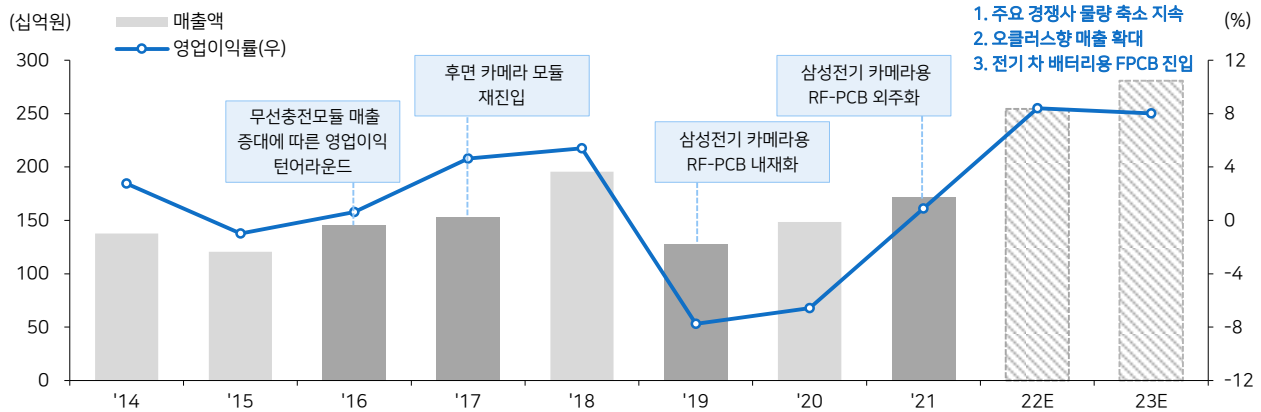
뉴프렉스는 반도체, 모바일기기 등 IT 산업의 핵심부품인 FPCB를 제조하는 기업으로 2000년 6월에 설립, 2006년 1월에 코스닥 시장에 상장하였다. 동사가 제조하는 FPCB는 PCB의 한 종류로, 연성재료인 폴리이미드(Polyimide)를 주요 소재로 하며 구부릴 수 있기 때문에 3차원 배선이 가능하고 소형화와 경량화가 가능하다는 장점이 있다. 동사의 주요 제품은 카메라모듈용 FPCB, 무선충전모듈용 FPCB로 주 고객사는 삼성전자이다. (주)뉴크리텍, Newflex Technology Vina Co.,Ltd, Vina Newflex Co.,Ltd를 종속회사로 보유하고 있다.

### 경쟁사들의 사업 철수로

작년 영업이익 턱어라운드 성공

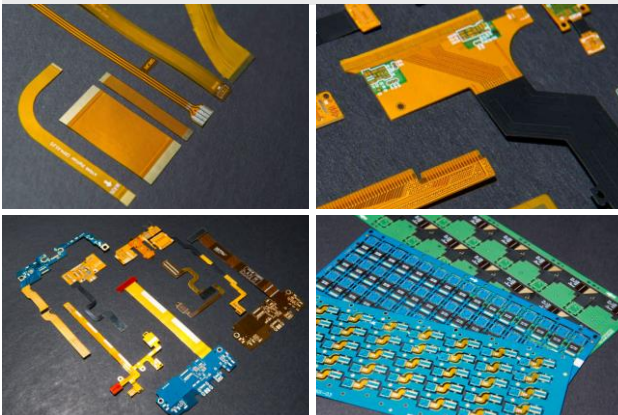
동사는 2017년 국내 주요 고객사향 후면 카메라모듈 시장 재진입 후 2018년 국내 고객사의 듀얼카메라 채택률 상승으로 최대 실적을 달성하였다. 그러나 2019년 삼성전기의 카메라모듈용 FPCB 내재화에 따라 매출이 급감하였다. 2020년에도 코로나 영향으로 부진한 실적을 기록하였다. 그러나 2021년 3분기 삼성전기의 카메라모듈용 FPCB 재외주화와 대덕전자의 FPCB 사업규모 축소의 영향으로 동사의 고객사 내 FPCB 점유율이 확대되면서 영업이익 턱어라운드에 성공하였다.

그림141 뉴프렉스 매출액 및 영업이익 추이



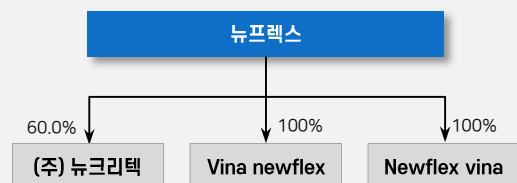
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림142 뉴프렉스 주요 생산 제품



자료: 뉴프렉스

그림143 뉴프렉스 종속회사 사업영역



자료: 뉴프렉스, 메리츠증권 리서치센터

## 힘들었던 생존, 실적으로 보답받는다.

경쟁사들 사업 철수로  
스마트폰 침체기에도 실적 상승  
모멘텀 존재

스마트폰 시장은 이미 저성장 국면에 진입하였다. 스마트폰 세트업체 입장에서는 Q가감소하는 상황에서 수익성 확보를 위해 원가절감 위주의 전략을 확대할 전망이다. 이로 인해 스마트폰 부품사 입장에서는 P와 Q가 모두 성장률이 감소하는 진퇴양난의 상황에 놓여있다. 다만 일부 부품 업체의 상황은 다르다. 수익성 악화에 따른 업계 재편으로 살아남은 업체들은 구조적인 침체기에도 실적 상승 모멘텀이 충분하다. 동사가 대표적인 예이다. 삼성전기, 대덕전자 등 스마트폰 카메라모듈 FPCB 경쟁 업체들의 시장 철수로 동사의 지속적인 수혜가 예상된다.

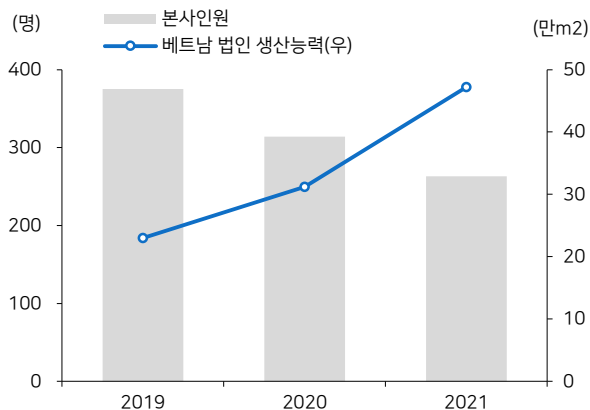
FPCB 생산 실적은 지속 증가  
같은 시기에 인건비 절약 위해  
본사 인원 감축, 베트남 생산 확대

카메라모듈 FPCB 시장 재편으로 동사의 FPCB 생산실적은 2019년, 2020년 각각 38만m<sup>2</sup>, 41만m<sup>2</sup>에서 2021년 48만m<sup>2</sup>을 기록하며 전년 대비 15.2% 성장하였다. 동사는 또한 물량 증가에 맞춰 인건비가 저렴한 베트남 중심으로 투자를 확대, 생산역량을 집중하고 있다. 동사 베트남 현지 법인 Vina Newflex Co.,Ltd의 생산능력은 2021년 기준 47만m<sup>2</sup>로 전년 대비 51.3% 증가하였고 같은 시기에 동사의 국내 본사 직원 수는 2019년말 375만명, 2020년말 314명, 2021년 263명으로 감소하였다. 베트남 법인의 매출 비중은 1Q22 기준 57.7%이다.

경쟁사들 대비 카메라모듈 FPCB  
주력 생산으로 추가 생산을 통한  
외형과 이익의 동반 성장이 가능

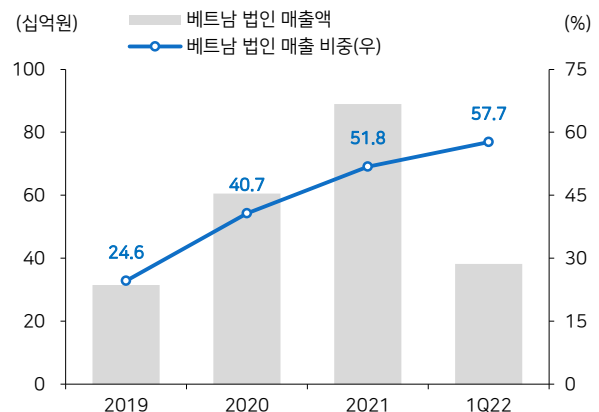
현재 국내 주요 고객사향 카메라모듈 FPCB 벤더는 SI플렉스, 인터플렉스, 뉴프렉스 3곳이다. 이 중 카메라모듈 FPCB 확장에 적극적인 업체는 뉴프렉스 뿐이다. 인터플렉스의 경우 Z폴드와 S시리즈 울트라에 들어가는 디지털라이저가 메인제품이다. 비상장사인 SI플렉스의 경우 스마트폰 파워키(Power key), 홈키(Home key), 마이크와 SD와 유심카드(USIM-Card), 안테나용으로 사용되는 서브PBA가 메인 제품이다. 양사 모두 생산하는 주력 제품이 따로 있고 카메라모듈 FPCB 소량 추가 생산으로는 수익성 개선이 어렵기 때문에 물량 확대에 소극적이다. 반면 상대적으로 규모가 작고 카메라모듈 FPCB를 주력으로 생산하는 동사는 물량 확대에 따른 고정비 해소, 규모의 경제 실현을 통한 외형과 이익 동반 증가세가 이어질 전망이다. 2022년 매출액은 2,592억원(+51.0% YoY), 영업이익은 216억원(+1308.6% YoY)을 기록, 동사의 2018년 당시 최대 실적을 경신할 전망이다.

그림144 본사 인원 및 베트남 법인 생산능력 추이



자료: 뉴프렉스, 메리츠증권 리서치센터

그림145 베트남 법인 매출 추이



자료: 뉴프렉스, 메리츠증권 리서치센터

## 발 빠르게 확보한 신성장동력

VR/AR 기기용 FPCB, 전기차 배터리용 FPCB 등 신성장동력 발굴

동사는 스마트폰 시장이 구조적인 침체기에 진입함에 따라 새로운 성장동력을 찾기 위해 2020년도에 MH 사업부를 신설, VR/AR 기기용 FPCB, 전기차 배터리용 FPCB 생산 등 사업 다각화를 시도해 왔다. 이에 대한 가시적인 성과가 본격화될 전망이다.

VR기기용 FPCB는 중국의 써니옵티컬을 통해 메타로 공급 중

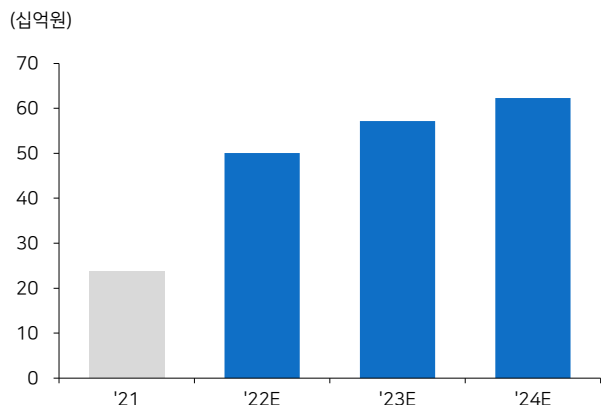
VR 기기용으로는 중국의 써니옵티컬을 통해 메타의 자회사 오쿨러스의 퀘스트1 출시 때부터 FPCB를 솔벤더로 납품하고 있다. 올해 하반기에 출시되는 오쿨러스의 차세대 VR 기기인 프로젝트 캄브리아(Project Cambria)에는 기기 한 대당 FPCB의 탑재량 증가(4개 → 5개)로 인한 수혜가 예상된다. 메타는 2024년까지 4종의 VR 헤드셋을 출시할 계획인데 기기당 FPCB의 탑재량은 지속 증가할 전망이다 또한 VR기기용 FPCB는 기존 제품 대비 고마진의 제품이기 때문에 향후 VR 시장 성장에 따라 동사의 외형 및 이익 성장이 지속될 전망이다.

전기차 배터리용 FPCB는 '24년 기준 전체 매출 내 20% 이상의 비중을 차지할 전망

전기차 배터리용 FPCB는 BMS용 와이어링 하네스를 대체하는 제품으로 경량화 측면에서 매력도가 높아 전기차 내 채택이 증가할 전망이다. 전기차 배터리용 FPCB는 평균적으로 14~15개가 들어가며 고급차종의 경우 20개까지 들어가는 모델이 출시되고 있다. 스마트폰 용 대비 크기가 크고 많은 양이 탑재되는 만큼 약 250 달러 정도의 높은 가격을 형성하고 있다. 배터리 BMS 내 침투율 상승과 전체적인 전기차 출하량을 고려했을 때 전기차 배터리용 FPCB는 '25년 기준 26.8억달러 시장으로 급성장할 전망이다.

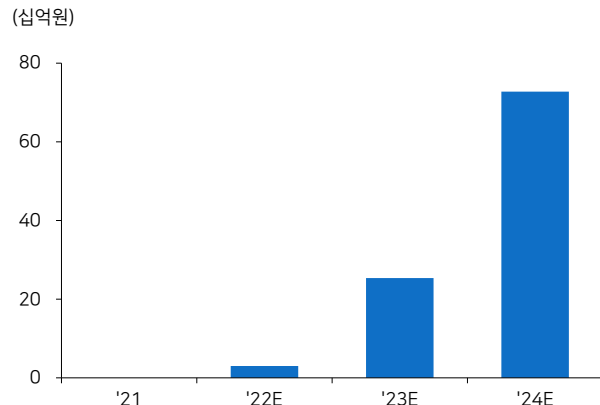
동사는 국내외 BMS 생산업체로부터 전기차 약 10여 종 물량의 전기차 배터리용 FPCB를 수주 받은 상황이다 올해 3분기부터 양산이 시작되고 4분기에 처음 매출이 발생할 전망이다. 수주 받은 물량의 순차적인 공급으로 내년 하반기부터는 의미 있는 실적이 발생할 전망이다. 전기차 향 수주 기반으로 큰 폭의 매출 상승이 기대되며 '24년 기준 전체 매출 내 20% 이상의 비중을 차지할 전망이다.

그림146 뉴프렉스 VR기기용 FPCB 매출 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림147 뉴프렉스 전기차용 FPCB 매출 전망



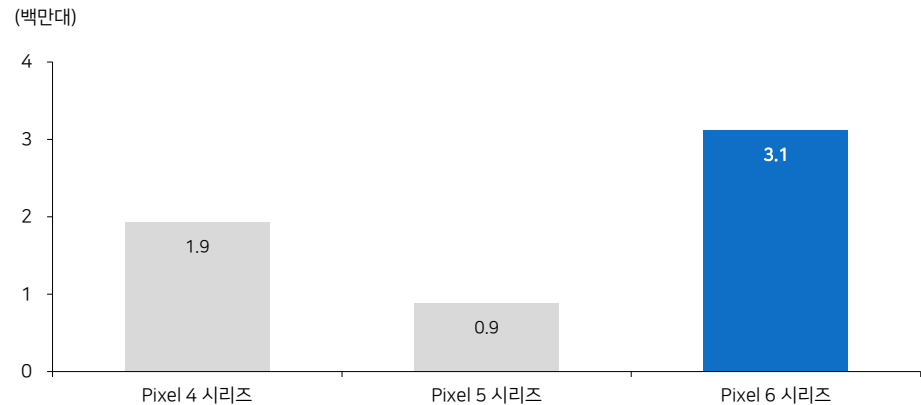
자료: 메리츠증권 리서치센터

## 2Q22 Preview, 업황 대비 양호한 실적 전망

2Q22 실적은 스마트폰 업황 대비 양호한 실적을 기록할 전망

2Q22 실적은 매출액 584억원(-11.9% QoQ, +86.3% YoY), 영업이익 40억원(-38.7% QoQ, 흑전 YoY)을 기록할 전망이다. 국내 스마트폰 부품사들은 2분기 국내 고객사의 스마트폰 출하량 둔화로 인한 재고 조정으로 실적 부진이 예상되었으나 동사는 상대적으로 양호한 실적을 기록할 전망이다. 양호한 실적의 배경은 1) 구글 픽셀폰 향 물량이 연초 동사 계획 대비 확대되고 있다. 작년 10월 출시된 구글 픽셀6의 판매량의 2분기 누적 판매량은 전작인 픽셀5보다 약 4배 상승하였다. 2) 주요 경쟁사들의 철수로 재고 조정 여파에서 상대적으로 자유롭다. 경쟁사들의 철수로 가격이 낮은 과거 제품들 위주로 수량이 감소하고 상대적으로 높은 마진의 신규 제품 물량이 지속 확대되고 있기 때문이다. 3) 수출 비중이 높은 동사에게 유리한 우호적인 환율 여건이 지속되었다.

그림148 구글 픽셀폰 출시 후 첫 2개 분기 누적 출하량



자료: 메리츠증권 리서치센터

표27 뉴프렉스 실적 테이블

| (십억원)       | 1Q21   | 2Q21  | 3Q21  | 4Q21   | 1Q22   | 2Q22E  | 3Q22E | 4Q22E  | 2021  | 2022E   | 2023E |
|-------------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|---------|-------|
| 환율          | 1,114  | 1,121 | 1,157 | 1,183  | 1,195  | 1,260  | 1,297 | 1,260  | 1,144 | 1,253   | 1,245 |
| 매출액         | 33.2   | 31.3  | 48.8  | 58.3   | 66.2   | 58.4   | 69.6  | 64.9   | 171.7 | 259.2   | 288.5 |
| (%, QoQ)    | -3.5%  | -5.7% | 55.8% | 19.4%  | 13.6%  | -11.9% | 19.3% | -6.7%  |       |         |       |
| (%, YoY)    | -12.7% | 24.5% | -4.2% | 69.4%  | 99.4%  | 86.3%  | 42.6% | 11.4%  | 15.5% | 51.0%   | 11.3% |
| 카메라모듈       | 24.3   | 23.6  | 36.7  | 45.1   | 50.8   | 45.1   | 57.0  | 50.4   | 129.7 | 203.4   | 209.3 |
| 무선충전모듈      | 5.3    | 4.2   | 7.8   | 9.1    | 10.6   | 8.0    | 6.8   | 6.6    | 26.4  | 31.9    | 30.9  |
| 기타          | 3.6    | 3.5   | 4.3   | 4.1    | 4.8    | 5.3    | 5.8   | 8.0    | 15.5  | 23.8    | 48.3  |
| 영업이익        | -2.0   | -1.5  | 3.3   | 1.8    | 6.6    | 4.0    | 6.2   | 4.9    | 1.5   | 21.6    | 22.8  |
| (%, QoQ)    | 적확     | 적확    | 흑전    | -46.6% | 269.6% | -38.7% | 52.5% | -21.0% |       |         |       |
| (%, YoY)    | 적확     | 적확    | 5.9%  | 흑전     | 흑전     | 흑전     | 84.8% | 173.0% | 흑전    | 1308.6% | 5.4%  |
| 영업이익률 (%)   | -6.2%  | -4.9% | 6.8%  | 3.1%   | 9.9%   | 6.9%   | 8.8%  | 7.5%   | 0.9%  | 8.3%    | 7.9%  |
| 세전이익        | -1.4   | -1.1  | 4.1   | 1.2    | 7.9    | 3.7    | 5.9   | 3.9    | 2.8   | 21.4    | 22.7  |
| 지배주주순이익     | -1.1   | -1.0  | 3.4   | 1.2    | 7.4    | 3.0    | 4.9   | 2.5    | 2.4   | 17.9    | 18.9  |
| 지배주주순이익률(%) | -3.4%  | -3.3% | 6.9%  | 2.1%   | 11.1%  | 5.2%   | 7.1%  | 3.9%   | 1.4%  | 6.9%    | 6.6%  |

자료: 뉴프렉스, 메리츠증권 리서치센터

## 뉴프렉스 (085670)

## Income Statement

| (십억원)      | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액        | 148.6 | 171.7 | 259.2 | 288.5 | 341.7 |
| 매출액증가율 (%) | 15.9  | 15.5  | 51.0  | 11.3  | 18.4  |
| 매출원가       | 146.5 | 155.5 | 217.3 | 243.0 | 289.2 |
| 매출총이익      | 2.2   | 16.2  | 41.9  | 45.6  | 52.5  |
| 판매관리비      | 11.9  | 14.7  | 20.2  | 22.8  | 27.7  |
| 영업이익       | -9.8  | 1.5   | 21.6  | 22.8  | 24.8  |
| 영업이익률      | -6.6  | 0.9   | 8.4   | 7.9   | 7.3   |
| 금융손익       | -2.2  | 0.9   | -0.4  | -0.2  | 0.1   |
| 종속/관계기업손익  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타영업외손익    | 1.0   | 0.3   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 세전계속사업이익   | -11.0 | 2.8   | 21.4  | 22.7  | 25.0  |
| 법인세비용      | -1.7  | 0.2   | 1.7   | 1.8   | 2.0   |
| 당기순이익      | -9.4  | 2.7   | 19.7  | 20.8  | 23.0  |
| 지배주주지분 순이익 | -9.4  | 2.4   | 17.9  | 18.9  | 20.8  |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2020 | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름      | -0.6 | 7.7   | 23.5  | 29.3  | 29.2  |
| 당기순이익(손실)      | -9.4 | 2.7   | 19.7  | 20.8  | 23.0  |
| 유형자산상각비        | 9.7  | 9.6   | 13.0  | 12.5  | 12.7  |
| 무형자산상각비        | 0.3  | 0.3   | 0.4   | 0.6   | 0.7   |
| 운전자본의 증감       | -2.0 | -5.8  | -8.0  | -3.1  | -5.6  |
| 투자활동 현금흐름      | -9.5 | -13.1 | -11.9 | -14.6 | -19.8 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -7.9 | -13.9 | -12.0 | -15.0 | -20.0 |
| 투자자산의감소(증가)    | 0.5  | -0.2  | -0.2  | -0.1  | -0.1  |
| 재무활동 현금흐름      | 8.6  | 0.8   | -5.0  | -6.0  | -6.5  |
| 차입금의 증감        | 8.5  | -3.6  | -5.0  | -6.0  | -6.5  |
| 자본의 증가         | 0.7  | 5.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 현금의 증가(감소)     | -1.4 | -4.3  | 6.6   | 8.7   | 2.9   |
| 기초현금           | 7.0  | 5.6   | 1.3   | 7.9   | 16.6  |
| 기말현금           | 5.6  | 1.3   | 7.9   | 16.6  | 19.5  |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산      | 48.6  | 66.7  | 105.0 | 124.7 | 147.5 |
| 현금및현금성자산  | 5.6   | 1.3   | 7.9   | 16.6  | 19.5  |
| 매출채권      | 23.1  | 38.4  | 57.9  | 64.5  | 76.4  |
| 재고자산      | 14.7  | 21.2  | 30.4  | 33.8  | 40.0  |
| 비유동자산     | 87.0  | 97.9  | 97.7  | 100.6 | 108.4 |
| 유형자산      | 85.3  | 95.5  | 94.6  | 97.0  | 104.3 |
| 무형자산      | 1.0   | 0.9   | 1.4   | 1.8   | 2.2   |
| 투자자산      | 0.2   | 0.3   | 0.5   | 0.6   | 0.7   |
| 자산총계      | 135.6 | 164.6 | 202.7 | 225.3 | 255.9 |
| 유동부채      | 81.7  | 102.6 | 114.4 | 118.2 | 126.1 |
| 매입채무      | 20.2  | 36.0  | 54.4  | 60.6  | 71.7  |
| 단기차입금     | 35.7  | 53.2  | 50.0  | 44.0  | 40.0  |
| 유동성장기부채   | 16.0  | 6.8   | 0.0   | 2.5   | 1.2   |
| 비유동부채     | 14.1  | 9.7   | 16.3  | 14.3  | 14.0  |
| 사채        | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 장기차입금     | 12.1  | 6.6   | 11.6  | 9.0   | 7.9   |
| 부채총계      | 95.8  | 112.3 | 130.7 | 132.5 | 140.1 |
| 자본금       | 10.9  | 12.1  | 12.1  | 12.1  | 12.1  |
| 자본잉여금     | 16.8  | 20.6  | 20.6  | 20.6  | 20.6  |
| 기타포괄이익누계액 | 6.8   | 10.9  | 10.9  | 10.9  | 10.9  |
| 이익잉여금     | 4.2   | 6.6   | 24.5  | 43.4  | 64.3  |
| 비지배주주지분   | 1.1   | 1.3   | 3.1   | 5.0   | 7.1   |
| 자본총계      | 39.8  | 52.3  | 72.0  | 92.8  | 115.8 |

## Key Financial Data

|                        | 2020  | 2021  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원)               |       |       |        |        |        |
| SPS                    | 6,978 | 7,467 | 10,705 | 11,917 | 14,113 |
| EPS(지배주주)              | -440  | 105   | 738    | 782    | 861    |
| CFPS                   | 114   | 655   | 1,451  | 1,483  | 1,577  |
| EBITDAPS               | 13    | 493   | 1,451  | 1,483  | 1,577  |
| BPS                    | 1,779 | 2,107 | 2,845  | 3,627  | 4,488  |
| DPS                    | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 배당수익률(%)               | 0.0   | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| Valuation(Multiple)    |       |       |        |        |        |
| PER                    | -5.4  | 74.5  | 7.0    | 6.6    | 6.0    |
| PCR                    | 20.9  | 11.9  | 3.5    | 3.5    | 3.3    |
| PSR                    | 0.3   | 1.0   | 0.5    | 0.4    | 0.4    |
| PBR                    | 1.3   | 3.7   | 1.8    | 1.4    | 1.1    |
| EBITDA                 | 0.3   | 11.3  | 35.1   | 35.9   | 38.2   |
| EV/EBITDA              | 430.0 | 22.4  | 5.1    | 4.7    | 4.2    |
| Key Financial Ratio(%) |       |       |        |        |        |
| 자기자본이익률(ROE)           | -21.4 | 5.4   | 29.8   | 24.2   | 21.2   |
| EBITDA 이익률             | 0.2   | 6.6   | 13.6   | 12.4   | 11.2   |
| 부채비율                   | 240.8 | 214.6 | 181.5  | 142.7  | 121.0  |
| 금융비용부담률                | 1.7   | 1.1   | 0.8    | 0.8    | 0.7    |
| 이자보상배율(x)              | -3.8  | 0.8   | 10.4   | 10.3   | 11.1   |
| 매출채권회전율(x)             | 7.6   | 5.6   | 5.4    | 4.7    | 4.9    |
| 재고자산회전율(x)             | 8.8   | 9.5   | 10.0   | 9.0    | 9.3    |

Industry Indepth  
2022. 8. 1

## ▲ 전기전자/IT 부품장비

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

## 해성디에스 195870

## 과도한 저평가

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 90,000원으로 커버리지 개시
- ✓ 현재 동사 주가는 12개월 선행 P/E 기준 5.8배에 거래 중, 과도한 저평가 국면
- ✓ 1) 전장용 리드프레임의 구조적인 고성장세가 지속될 전망
- ✓ 2) 생산능력 증설을 통한 중장기 성장 가시성 확보
- ✓ 2022년 매출액 8,591억원(+31.1% YoY), 영업이익률 24.0%(+9.8%p YoY) 전망

## Buy (신규)

적정주가 (12개월) 90,000 원

현재주가 (7.29) 57,500 원

상승여력 56.5%

|            |                 |
|------------|-----------------|
| KOSPI      | 2,451.50pt      |
| 시가총액       | 9,775억원         |
| 발행주식수      | 1,700만주         |
| 유동주식비율     | 59.25%          |
| 외국인비중      | 10.55%          |
| 52주 최고/최저가 | 73,700원/38,050원 |
| 평균거래대금     | 172.5억원         |

## 주요주주(%)

|            |       |
|------------|-------|
| 해성산업 외 3 인 | 36.19 |
| 국민연금공단     | 9.29  |

| 주가상승률(%) | 1개월   | 6개월  | 12개월 |
|----------|-------|------|------|
| 절대주가     | -10.9 | 7.5  | 30.7 |
| 상대주가     | -13.5 | 16.8 | 72.9 |

## 주가그래프



## 투자포인트 1) 전장용 리드프레임, 구조적인 고성장세가 지속

전장용 리드프레임의 구조적인 고성장세가 지속될 전망이다. 전기차 시장의 성장과 자동차 내 ADAS 탑재 등으로 인해 차량의 전장 시스템이 고도화될수록 차량용 반도체 탑재량이 증가하기 때문이다. 자동차 산업이 안전성과 신뢰성을 최우선 가치로 여기는 만큼 리드프레임의 공급 비중은 향후에도 높게 지속될 전망이다. 또한 전장용 리드프레임의 경우 공급부족을 벗어날 수 없는 구조가 고착화되고 있다. 동사에 우호적인 시장 환경이 지속될 전망이다.

## 투자포인트 2) 생산능력 증설 하반기부터 본격적으로 반영

2020년부터 2Q22까지 해성디에스의 실적 성장은 제한된 생산능력 속에서 우호적인 시장환경을 통한 ASP 상승을 통해 이뤄졌다. 과거와 같은 높은 수준의 ASP 상승이 어려운 상황에서 동사 실적 성장에 대한 의문이 주가를 억누르고 있다. 그러나 최근 진행하는 공격적인 설비 증설이 점진적인 매출 확대로 이어질 전망이다. 당사가 전망하는 2024년 매출액은 1조 1,104억원(+15.8% YoY)으로 중장기적인 성장이 충분히 가능하다고 판단한다.

## 투자 의견 Buy, 적정주가 90,000원으로 커버리지 개시

해성디에스 대해 투자 의견 Buy, 적정주가 90,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12MF 추정 EPS 9,913원에 9.1배의 평균 멀티플을 부여해 도출했다. 9.1배는 동사가 2018~2019년 부여 받았던 저점 평균 멀티플이다.

현재 동사 주가는 12개월 선행 P/E 기준 5.8배로 하반기 피크아웃과 이익둔화 우려로 인해 동사 글로벌 Peer 평균(11.1배) 대비 크게 할인된 가격에 거래되고 있다. 그러나 하반기 동사의 견고한 실적이 확인되면 피크아웃에 대한 우려는 점진적으로 완화되어 갈 전망이다. 과거 매출 성장에도 불구하고 수익성이 악화되었던 2018~2019년 평균 멀티플을 부여해도 주가 상승 여력이 크다.

| (십억원) | 매출액     | 영업이익  | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2020  | 458.8   | 43.5  | 30.0          | 1,764             | 64.5       | 13,638     | 13.8       | 1.8        | 6.7              | 13.6       | 65.3        |
| 2021  | 655.4   | 86.3  | 71.3          | 4,192             | 136.9      | 17,313     | 11.7       | 2.8        | 7.4              | 27.1       | 61.4        |
| 2022E | 859.1   | 206.6 | 163.6         | 9,626             | 129.6      | 26,338     | 6.0        | 2.2        | 3.9              | 44.1       | 37.9        |
| 2023E | 959.1   | 215.9 | 172.1         | 10,123            | 5.2        | 35,862     | 5.7        | 1.6        | 3.3              | 32.6       | 34.5        |
| 2024E | 1,110.4 | 245.5 | 197.2         | 11,599            | 14.6       | 46,860     | 5.0        | 1.2        | 2.7              | 28.0       | 30.0        |

## Valuation: 투자의견 Buy, 적정주가 90,000원

투자의견 Buy

적정주가 90,000원 제시

해성디에스 대해 투자의견 Buy, 적정주가 90,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12MF 추정 EPS 9,913원에 9.1배의 평균 멀티플을 부여해 도출했다. 9.1배는 동사가 18~19년 부여 받았던 저점 평균 멀티플이다. 전방 산업 위축과 구리 가격 하락으로 인해 동사에 대한 하반기 피크아웃과 이익둔화 우려가 커지고 있다. 보수적인 관점에서 과거 저점 평균 멀티플을 부여해 적정주가를 도출하였다.

현재 동사 주가는 12개월 선행 P/E 기준 5.8배로 동사 글로벌 Peer 대비 크게 할인되어 거래 중

현재 동사 주가는 12개월 선행 P/E 기준 5.8배로 글로벌 Peer 평균(11.1배) 대비 크게 할인되어 거래되고 있다. 하반기 구리 가격 하락으로 인한 ASP 감소, 전방산업인 IT 세트 수요 둔화는 동사 실적에 분명 부정적이다. 하지만 IT 세트 수요 둔화로 인한 매출 감소보다 하반기 전장용 리드프레임의 구조적인 성장이 더 크게 작용할 전망이다, 또한 구리 가격 하락으로 인한 ASP 감소가 발생해도 내년부터는 증설 효과로 인한 추가적인 외형 성장이 가능하다.

과거 매출 성장에서 수익성이 악화되었던 2018~2019년 평균 멀티플을 부여해도 주가 상승 여력이 큰 상황

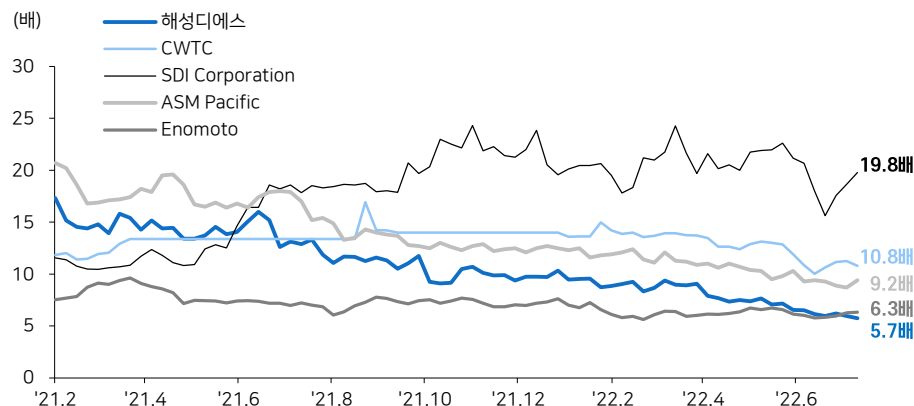
결국 두 가지 우려 모두 동사의 견고한 실적을 확인하며 점진적으로 완화될 전망이다. 현재 주가는 피크아웃에 대한 과도한 우려가 반영된 상태이다. 올해 하반기 동사의 수익성이 일시적으로 악화될 수는 있지만 매출 성장은 계속될 전망이다. 과거 동사가 매출 성장에도 불구하고 원재료 가격 상승, 인건비 및 감가상각비 부담으로 수익성이 악화되었던 2018~2019년 평균 멀티플을 부여해도 주가 상승 여력이 크다.

표28 해성디에스 적정주가 산정표

| (원)             | 12개월 선행       | 비고                     |
|-----------------|---------------|------------------------|
| EPS             | 9,913         | 3Q22 - 2Q23E 누계        |
| 적정배수 (배)        | 9.1           | 2018 ~ 2019년 저점 평균 멀티플 |
| 적정가치            | 90,582        |                        |
| <b>적정주가</b>     | <b>90,000</b> |                        |
| 현재주가            | 57,500        |                        |
| <b>상승여력 (%)</b> | <b>56.5%</b>  |                        |

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림149 글로벌 리드프레임 12MF P/E 밸류에이션 비교



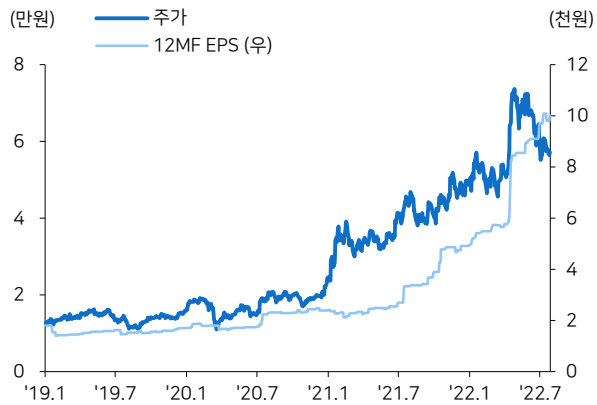
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표29 해성디에스 밸류에이션 테이블

|                       | 2016   | 2017   | 2018   | 2018   | 2020   | 2021   | 2022E  |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주가 (원)</b>         |        |        |        |        |        |        |        |
| High                  | 19,150 | 22,500 | 21,400 | 18,700 | 24,500 | 53,200 |        |
| Low                   | 9,430  | 12,250 | 12,400 | 10,750 | 10,800 | 23,200 |        |
| Average               | 12,929 | 17,046 | 17,454 | 14,017 | 17,719 | 38,961 |        |
| <b>확정지 기준 PER (배)</b> |        |        |        |        |        |        |        |
| High                  | 16.3   | 16.0   | 17.5   | 17.3   | 13.9   | 12.7   |        |
| Low                   | 8.0    | 8.7    | 10.1   | 10.0   | 6.1    | 5.5    |        |
| Average               | 11.0   | 12.1   | 14.2   | 13.0   | 10.0   | 9.3    |        |
| EPS (원)               | 1174.4 | 1410.5 | 1226.1 | 1078.4 | 1764.1 | 4191.9 | 9625.7 |
| EPS Growth (%)        | 19.9   | 20.1   | -13.1  | -12.1  | 63.6   | 137.6  | 129.6  |
| <b>컨센서스 기준 PER</b>    |        |        |        |        |        |        |        |
| High                  | 18.1   | 16.3   | 15.8   | 15.9   | 12.3   | 13.4   |        |
| Low                   | 8.9    | 8.9    | 9.2    | 9.1    | 5.4    | 5.8    |        |
| Average               | 12.2   | 12.3   | 12.9   | 11.9   | 8.9    | 9.8    |        |
| EPS (원)               | 1058   | 1,382  | 1354   | 1179   | 1991   | 3,973  | 9,627  |
| EPS growth (%)        | 8.1    | 17.7   | -4.0   | -12.9  | 68.9   | 99.5   | 142.3  |

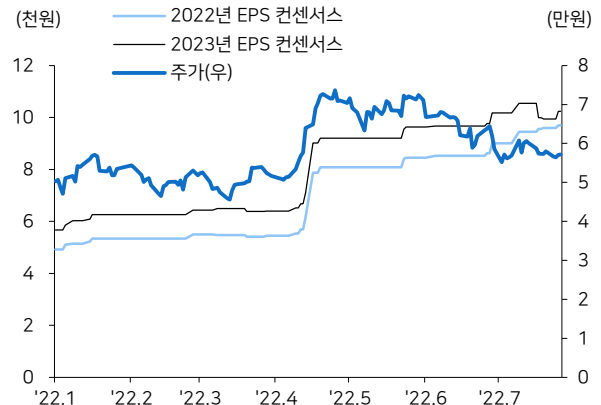
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림150 해성디에스 EPS 컨센서스와 주가



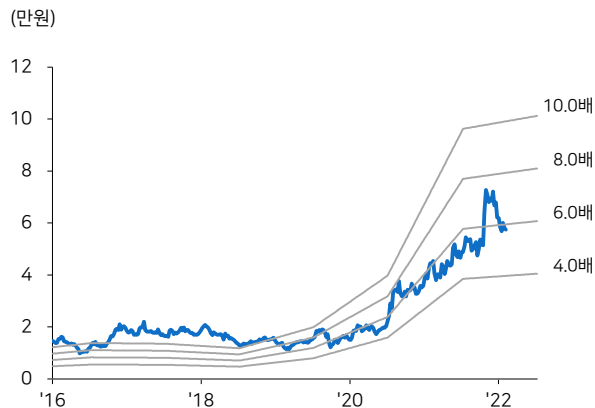
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림151 2022,2023년 EPS 컨센서스 추이



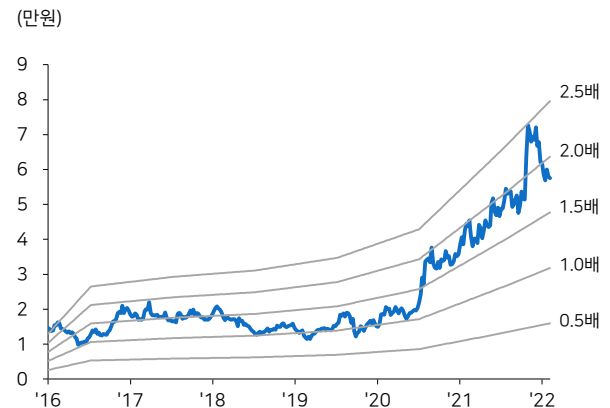
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림152 해성디에스 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림153 해성디에스 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 기업개요: 리드프레임, Package Substrate 제조업체

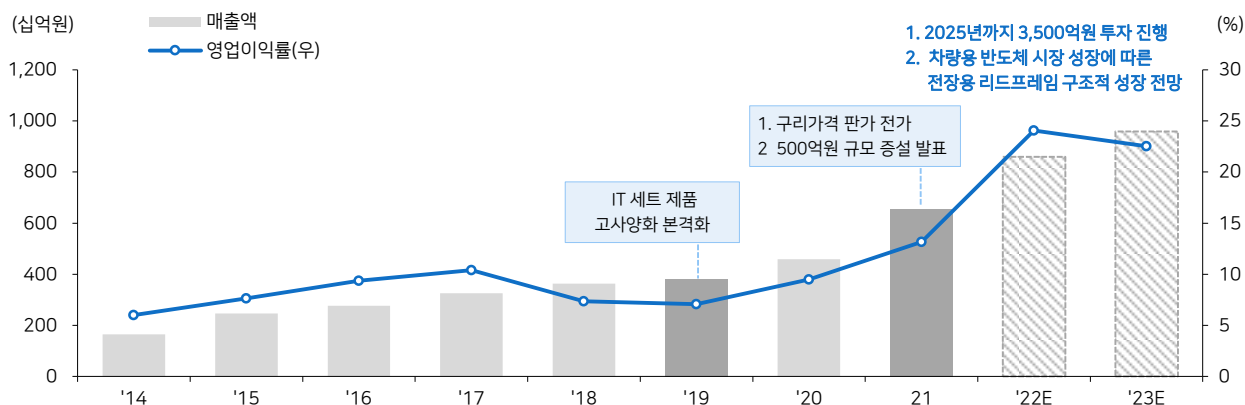
반도체용 소재인 리드프레임(Lead frame)과 패키지 서브스트레이트(Package Substrate)를 주력으로 생산하는 부품/소재 기업

해성디에스는 반도체용 소재인 리드프레임(Lead frame)과 패키지 서브스트레이트(Package Substrate)를 주력으로 생산하는 부품/소재 기업이다. 동사는 2014년 4월 설립되었으나 사업자체는 삼성테크윈에서 1984년 삼성전자로부터 리드프레임 사업을 양수, 30년 넘게 사업을 영위하여 글로벌 시장에서 8%의 점유율로 4위를 기록 중이다. 주요 제품은 FBGA, FC-FBGA, IC, LED, QFN, LOC, QFP 등으로 주 고객사는 Package Substrate는 삼성전자와 SK하이닉스, 리드프레임은 NXP(네덜란드), 인피니언(독일), ST마이크로(스위스)이다. 2021년 기준 매출 구성은 리드프레임 67.9%, Package Substrate 32.1% 이다.

구리 가격 평가 전가로  
외형 성장 지속 중

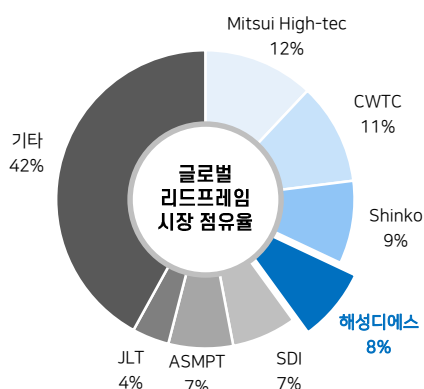
과거 동사 매출은 IT 리드프레임의 비중이 높아 IT 세트 수요 영향이 컸다. 그러나 '19년부터 IT 세트 제품 고사양화가 본격화되며 IT 리드프레임의 비중은 감소하고 전장용 리드프레임과 Package Substrate가 성장을 주도하고 있다. 특히 2020년 연말 이후 급등한 구리 가격의 평가 전가로 2021년 매출과 영업이익 모두 큰 폭으로 성장하였다. 향후에도 차량용 반도체의 지속적인 성장이 예상되기 때문에 전장용 리드프레임 중심의 견조한 성장이 가능할 전망이다.

그림154 해성디에스 매출액 추이 및 전망



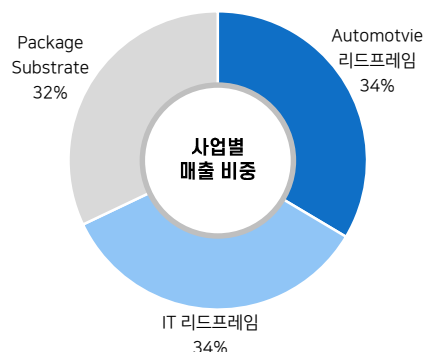
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림155 글로벌 리드프레임 시장 점유율(2020년 기준)



자료: CWTC, 메리츠증권 리서치센터

그림156 해성디에스 사업부문별 매출비중(2021년 기준)



자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

## 전장용 리드프레임, 구조적인 고성장세 지속

전기차 + ADAS

= 전장용 리드프레임 구조적인  
성장세 지속 전망

전장용 리드프레임의 구조적인 고성장세가 지속될 전망이다. 단기적으로 전기차 시장의 성장과 자동차 내 ADAS 탑재 등으로 인해 차량의 전장 시스템이 고도화 될수록 차량용 반도체 탑재량이 증가하기 때문이다. SNE Research에 의하면 전기차 침투율은 2021년 기준 9%, Canalys에 따르면 2020년 말 기준 ADAS 탑재 차량 수는 전체 차량 수의 10%에 불과하다.

안정성과 신뢰성을 우선시 하기  
때문에 리드프레임의 사용 비중이  
높은 자동차 패키징 시장

자동차 산업은 안정성과 신뢰성을 최우선 가치로 여기고 다른 분야 대비 부품 적용이 보수적이다. 따라서 차량용 반도체 패키지용 기판은 플립칩 기판보다는 열과 습도에 강한 리드프레임이나 와이어 본딩 볼그리드 방식 등 래거시 타입의 패키징을 선호한다. Yole 보고서에 따르면 자동차 패키징 시장 내 리드프레임의 비중은 약 31%이며 향후에도 이 비중이 지속 유지될 전망이다.

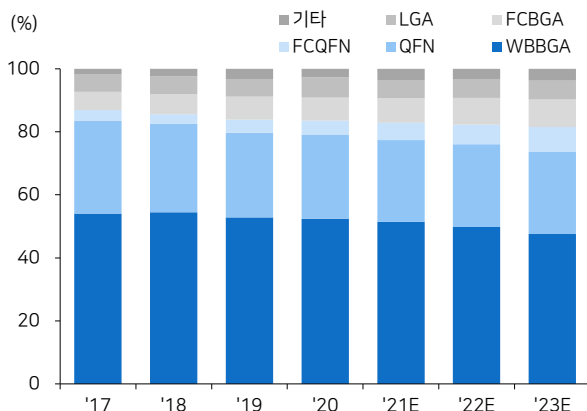
전장용 리드프레임, 공급부족을  
벗어날 수 없는 구조 고착화

또한 전장용 리드프레임의 경우 공급부족을 벗어날 수 없는 구조가 고착화되고 있다. 품질에 대한 신뢰성이 굉장히 중요해서 서플라이 체인이 매우 보수적이기 때문이다. 예를 들어 동사 고객사인 Infineon이 동사의 리드프레임이 아닌 다른 경쟁사의 리드프레임을 사용하면 앞단 고객사인 Bosch가 이를 거절한다. 즉 급격히 늘어나는 차량용 반도체에 대한 패키징 기판은 기존 서플라이어들의 생산능력 확장을 통해서만 대응이 가능하다. 결국 전장용 리드프레임의 경우 기존 생산하는 물량과 향후 생산 예정 물량이 모두 바인딩으로 묶일 정도로 공급이 부족하다.

올해 전장용 리드프레임 매출은  
3,007억원(+36.7% YoY)을  
기록, 전사 매출 내 35.0%의  
비중을 차지할 전망

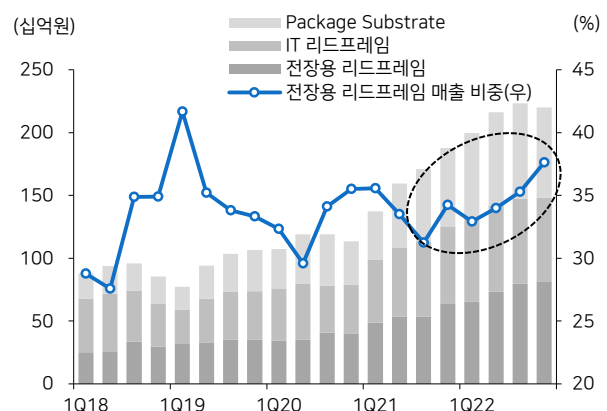
동사 올해 전장용 리드프레임 매출은 3,007억원(+36.7% YoY)을 기록, 전사 매출 내 35.0%의 비중을 차지할 전망이다. 부족한 공급으로 인해 전장용 리드프레임은 내년 1분기 물량까지 이미 생산 스케줄이 잡혀 있기 때문에 향후 실적 가시성도 높다. 공급부족으로 인해 동사의 설비가동률은 100%에 인접하는 최고 수준을 유지하고 있으며 저부가가치 → 고부가가치 제품으로의 선택적인 생산 물량 전환을 통한 지속적인 ASP 상승 또한 기대된다.

그림157 차량용 패키징 시장 내 기판별 비중



자료: Yolo, 메리츠증권 리서치센터

그림158 해성디에스 제품별 매출액 전망



자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

## 생산능력 증설 본격적으로 반영, 담보된 안정적 성장

공격적인 설비 증설이  
매출 확대로 이어질 전망

과거와 같은 높은 수준의 ASP 상승이 어려운 상황에서 동사 실적 성장에 대한 의문이 주가를 억누르고 있다. 그러나 최근 진행하는 공격적인 설비 증설이 점진적인 매출 확대로 이어질 전망이다. 당사가 전망하는 2024년 매출액은 1조 1,104억원(+15.8% YoY)으로 중장기적인 성장이 충분히 가능하다고 판단한다.

과거 동사 실적 성장은  
ASP 상승이 주도

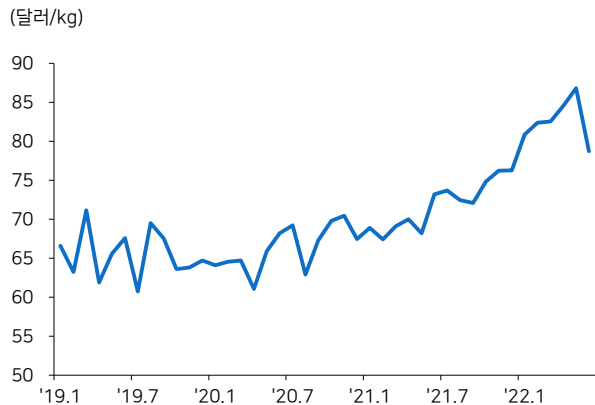
2020년부터 2Q22까지 해성디에스의 실적 성장은 제한된 생산능력 속에서 우호적인 시장환경을 통한 ASP 상승을 통해 이뤄졌다. 실제로 2021년 해성디에스 매출액(6,554억원)은 2020년(4,587억원) 대비 약 43% 증가했는데, 생산량은 약 20% 정도만 상승했고 나머지 매출 증가는 판가 상승이 주도한 것으로 파악된다. 제한된 생산 능력은 동사 멀티플 확장을 방해하는 핵심 요인으로 작용해 왔다.

그러나 향후 동사 실적 성장은  
설비 증설을 통한 생산 능력  
확대로 이뤄질 전망

과거 동사는 리드프레임의 낮은 성장성으로 인해 보수적인 투자 기조를 유지해왔다. 그러나 동사는 전장용 리드프레임 시장의 구조적인 성장이 예상됨에 따라 보수적인 투자 기조에서 벗어나 공격적인 생산능력 증설을 진행하고 있다. 작년 11월에 진행한 500억원 규모의 증설은 올해 4분기 내 완료되어 2023년 순차적으로 매출에 반영될 예정이다. 증설 완료 시 매출액 기준 약 1,500억원 수준의 생산 능력이 늘어날 전망인데 초기 가동률과 수율을 고려, 월 50~100억원의 추가 매출 증가가 예상된다.

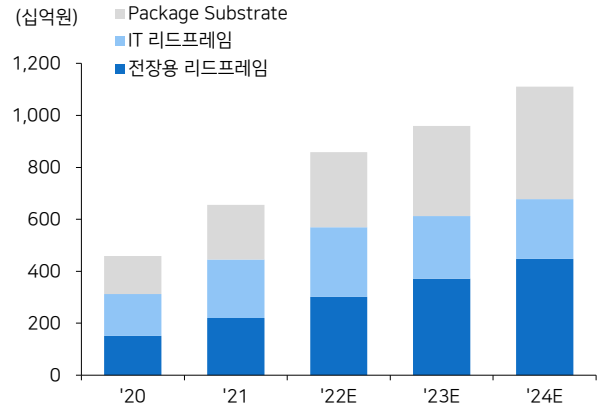
동사는 또한 경남도·창원시와 투자협약을 체결, 창원사업장 유휴 부지에 3년 동안 3,500억원을 투자해 리드프레임과 Package Substrate 생산능력을 확대할 계획이다. 이에 대한 일환으로 2022년 5월 약 640억원 규모의 추가설비 투자도 발표했다. 향후 발표할 연간 투자 금액은 1,500억원 규모로 추정되며 공급 상황에 따라 투자 금액이 확대될 여지도 있다. 해당 공장은 2024년 상반기 준공, 하반기부터 양산을 시작할 계획이다.

그림159 리드프레임 수출 단가 추이(ASP 하락 기록 중)



자료: Trass, 메리츠증권 리서치센터

그림160 해성디에스 매출 전망 (2024년 1조원 돌파 전망)



자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

## 2Q22 Review 및 2022년 전망: 성장 지속

우호적인 환율과 고부가가치 제품  
위주 생산으로 실적 성장 기록

2Q22 연결실적은 매출액 2,162억원(+8.3% QoQ, +35.6% YoY), 영업이익 541억원(+11.9% QoQ, +196.5% YoY)로 시장 컨센서스(영업이익 536억원)에 부합했다. 지난 분기에 이어서 100%의 설비 가동률을 유지한 가운데 우호적인 환율 효과와 고부가가치 제품 위주 생산으로 매출과 영업이익 동반 성장을 기록했다. 다만 환율효과로 인한 원가상승으로 최근 상향된 컨센서스에 부합하는 영업이익을 기록하였다.

하반기도 실적 성장이 지속될 전망

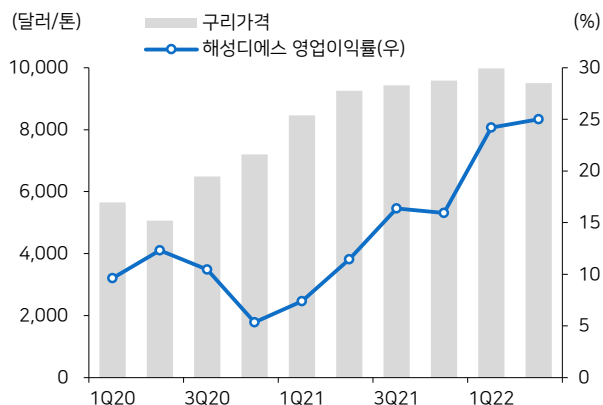
올해 연간 매출액은 8,591억원(+31.1% YoY), 영업이익은 2,066억원(+139.3% YoY)을 기록할 전망이다. 하반기 실적 피크아웃에 대한 우려가 크다. 이유는 크게 ① IT부문의 수요 둔화로 인한 IT용 리드프레임과 패키지기관 매출 둔화와 ② 구리 가격 하락에 따른 판가 인하이다. 하지만 하반기 IT 세트 수요 둔화로 인한 매출 감소보다 전장용 리드프레임의 구조적인 성장으로 인한 매출 증가가 더 크다고 판단한다. 또한 6월부터 시작된 구리 가격 하락이 하반기 판가에 반영될 가능성이 높는데 고부가가치 포트폴리오로의 재편이 지속되는 만큼 올해 실적에 미치는 영향은 제한적일 전망이다.

표30 해성디에스 실적 테이블

| (십억원)             | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21   | 4Q21   | 1Q22   | 2Q22P  | 3Q22E | 4Q22E | 2021  | 2022E  | 2023E |
|-------------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 환율                | 1,114 | 1,121 | 1,157  | 1,183  | 1,205  | 1,260  | 1,297 | 1,260 | 1,144 | 1,255  | 1,245 |
| 매출액               | 137.5 | 159.4 | 170.9  | 187.5  | 199.6  | 216.2  | 226.3 | 216.9 | 655.4 | 859.1  | 959.1 |
| (%, QoQ)          | 21.2% | 16.0% | 7.2%   | 9.7%   | 6.5%   | 8.3%   | 4.7%  | -4.2% |       |        |       |
| (%, YoY)          | 28.1% | 34.0% | 43.7%  | 65.3%  | 45.2%  | 35.6%  | 32.4% | 15.7% | 42.9% | 31.1%  | 11.6% |
| Leadframe         | 98.7  | 108.6 | 113.1  | 124.9  | 131.8  | 142.0  | 147.3 | 148.3 | 445.2 | 569.5  | 613.0 |
| Package Substrate | 38.8  | 50.8  | 57.9   | 62.7   | 67.8   | 74.2   | 76.0  | 71.6  | 210.2 | 289.6  | 346.1 |
| 영업이익              | 10.2  | 18.2  | 28.0   | 29.9   | 48.3   | 54.1   | 53.8  | 50.4  | 86.3  | 206.6  | 215.9 |
| (%, QoQ)          | 67.4% | 79.5% | 53.5%  | 6.8%   | 61.6%  | 11.9%  | -0.6% | -6.3% |       |        |       |
| (%, YoY)          | -1.5% | 24.4% | 124.8% | 392.5% | 375.6% | 196.5% | 91.9% | 68.4% | 98.4% | 139.3% | 4.5%  |
| 영업이익률(%)          | 7.4%  | 11.4% | 16.4%  | 16.0%  | 24.2%  | 25.0%  | 23.8% | 23.2% | 13.2% | 24.0%  | 22.5% |
| 세전이익              | 11.9  | 17.5  | 30.2   | 29.9   | 51.2   | 59.3   | 53.9  | 53.2  | 89.5  | 210.0  | 220.8 |
| 지배주주순이익           | 9.3   | 14.7  | 22.9   | 24.3   | 39.8   | 45.8   | 42.2  | 35.9  | 71.3  | 163.6  | 172.1 |
| 지배주주순이익률(%)       | 6.8%  | 9.2%  | 13.4%  | 13.0%  | 19.9%  | 21.2%  | 18.6% | 16.5% | 10.9% | 19.0%  | 17.9% |

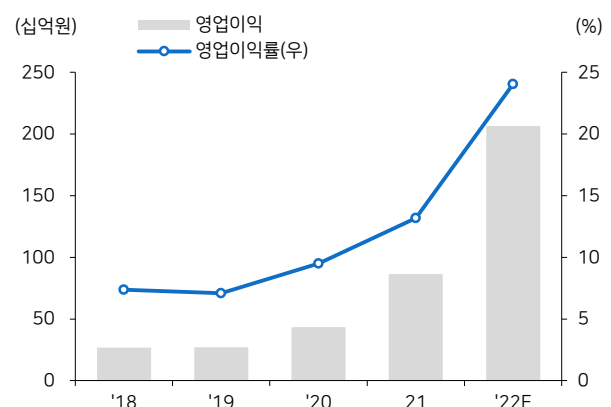
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림161 구리가격과 해성디에스 영업이익률



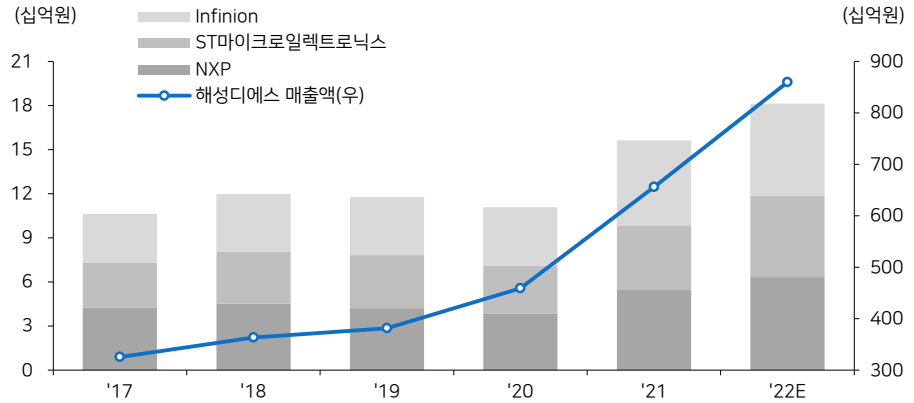
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림162 해성디에스 영업이익 전망



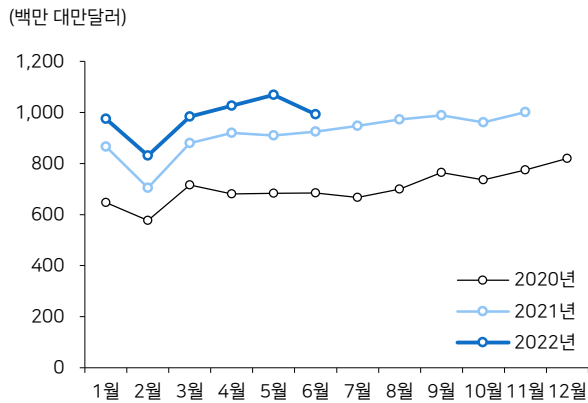
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

그림163 차량용 반도체 업체 매출 성장에 따른 해성디에스 매출 추이 및 전망



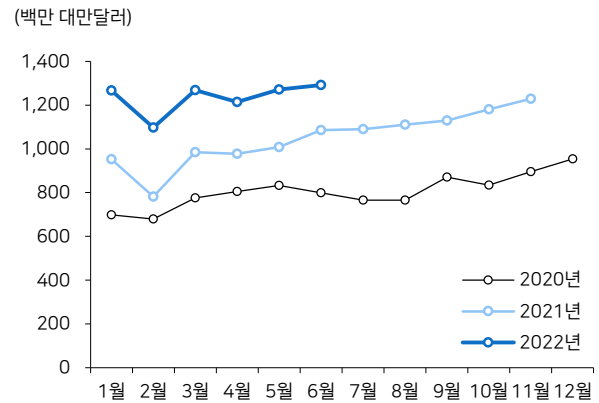
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림164 경쟁사 SDI Corporation 월별 매출액 추이



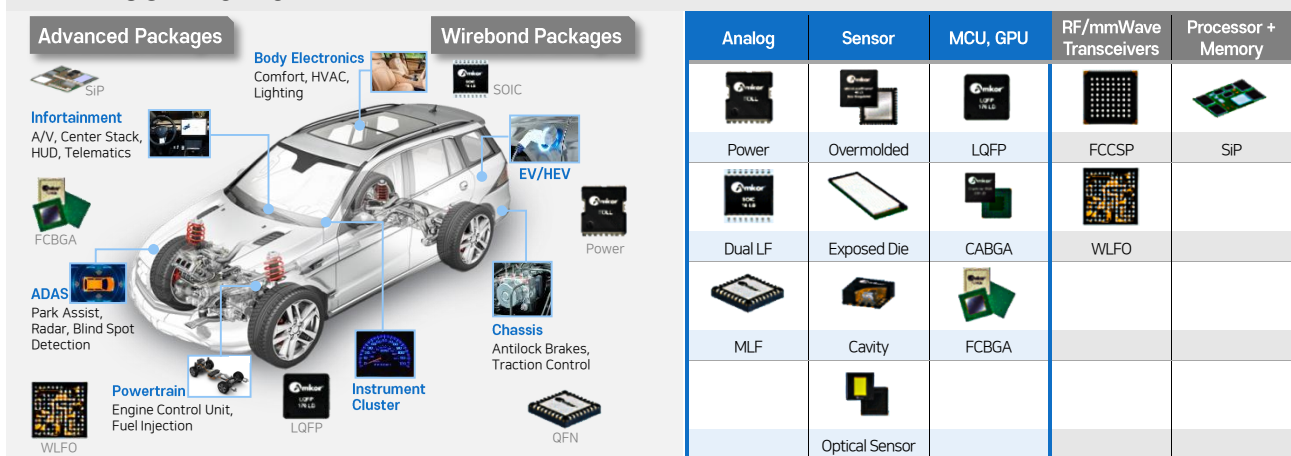
자료: SDI Corporation, 메리츠증권 리서치센터

그림165 경쟁사 CWTC 월별 매출액 추이



자료: CWTC, 메리츠증권 리서치센터

그림166 차량용 패키징 구성



자료: Amkor, 메리츠증권 리서치센터

## 해성디에스 (195870)

## Income Statement

| (십억원)      | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E   |
|------------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 매출액        | 458.8 | 655.4 | 859.1 | 959.1 | 1,110.4 |
| 매출액증가율 (%) | 20.3  | 42.9  | 31.1  | 11.6  | 15.8    |
| 매출원가       | 383.0 | 519.7 | 588.5 | 667.8 | 777.6   |
| 매출총이익      | 75.8  | 135.7 | 270.6 | 291.3 | 332.7   |
| 판매관리비      | 32.2  | 49.3  | 64.0  | 75.4  | 87.2    |
| 영업이익       | 43.5  | 86.3  | 206.6 | 215.9 | 245.5   |
| 영업이익률      | 9.5   | 13.2  | 24.0  | 22.5  | 22.1    |
| 금융손익       | -1.4  | -1.1  | -0.6  | 1.0   | 2.6     |
| 종속/관계기업손익  | -1.9  | -0.8  | -0.8  | -0.8  | -0.8    |
| 기타영업외손익    | -2.5  | 5.1   | 4.8   | 4.8   | 4.7     |
| 세전계속사업이익   | 37.8  | 89.5  | 210.0 | 220.8 | 252.0   |
| 법인세비용      | 7.8   | 18.5  | 46.8  | 49.3  | 55.5    |
| 당기순이익      | 30.0  | 71.1  | 163.2 | 171.6 | 196.6   |
| 지배주주지분 순이익 | 30.0  | 71.3  | 163.6 | 172.1 | 197.2   |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E  | 2024E  |
|----------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 영업활동 현금흐름      | 44.4  | 57.1  | 158.6 | 194.2  | 212.6  |
| 당기순이익(손실)      | 30.0  | 71.1  | 163.2 | 171.6  | 196.6  |
| 유형자산상각비        | 27.2  | 32.4  | 36.8  | 44.4   | 47.4   |
| 무형자산상각비        | 0.6   | 0.6   | 1.2   | 1.2    | 1.2    |
| 운전자본의 증감       | -24.7 | -62.5 | -38.5 | -18.9  | -28.6  |
| 투자활동 현금흐름      | -38.8 | -33.5 | -76.8 | -97.1  | -117.4 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -36.8 | -27.6 | -80.0 | -100.0 | -120.0 |
| 투자자산의감소(증가)    | 0.9   | 0.8   | -0.8  | -0.8   | -0.8   |
| 재무활동 현금흐름      | 9.8   | -17.8 | -53.3 | 14.5   | -5.2   |
| 차입금의 증감        | 15.1  | -8.2  | -43.2 | 24.7   | 5.0    |
| 자본의 증가         | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| 현금의 증가(감소)     | 15.4  | 5.9   | 28.5  | 111.6  | 90.0   |
| 기초현금           | 8.0   | 23.4  | 29.3  | 57.7   | 169.4  |
| 기말현금           | 23.4  | 29.3  | 57.7  | 169.4  | 259.4  |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E   |
|-----------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 유동자산      | 174.0 | 256.0 | 354.9 | 501.1 | 643.4   |
| 현금및현금성자산  | 23.4  | 29.3  | 57.7  | 169.4 | 259.4   |
| 매출채권      | 78.8  | 130.4 | 171.0 | 190.9 | 221.0   |
| 재고자산      | 64.7  | 88.7  | 116.2 | 129.8 | 150.2   |
| 비유동자산     | 209.2 | 219.0 | 261.8 | 317.4 | 390.2   |
| 유형자산      | 201.1 | 207.8 | 251.0 | 306.6 | 379.2   |
| 무형자산      | 3.2   | 6.1   | 5.7   | 5.6   | 5.8     |
| 투자자산      | 1.6   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0     |
| 자산총계      | 383.2 | 475.0 | 616.7 | 818.5 | 1,033.6 |
| 유동부채      | 120.0 | 154.8 | 150.8 | 165.7 | 198.0   |
| 매입채무      | 26.7  | 33.2  | 43.5  | 48.6  | 56.3    |
| 단기차입금     | 38.4  | 41.0  | 12.2  | 20.0  | 25.0    |
| 유동성장기부채   | 19.5  | 14.3  | 8.1   | 0.0   | 4.4     |
| 비유동부채     | 31.4  | 25.8  | 18.7  | 44.2  | 40.5    |
| 사채        | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0     |
| 장기차입금     | 28.1  | 22.6  | 14.5  | 39.5  | 35.1    |
| 부채총계      | 151.4 | 180.6 | 169.4 | 209.8 | 238.5   |
| 자본금       | 85.0  | 85.0  | 85.0  | 85.0  | 85.0    |
| 자본잉여금     | 21.8  | 21.8  | 21.8  | 21.8  | 21.8    |
| 기타포괄이익누계액 | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0     |
| 이익잉여금     | 125.1 | 187.5 | 341.0 | 502.9 | 689.8   |
| 비지배주주지분   | 0.0   | 0.0   | -0.5  | -1.0  | -1.6    |
| 자본총계      | 231.8 | 294.3 | 447.3 | 608.7 | 795.1   |

## Key Financial Data

|                        | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원)               |        |        |        |        |        |
| SPS                    | 26,985 | 38,551 | 50,533 | 56,419 | 65,315 |
| EPS(지배주주)              | 1,764  | 4,192  | 9,626  | 10,123 | 11,599 |
| CFPS                   | 4,491  | 7,652  | 14,386 | 15,377 | 17,300 |
| EBITDAPS               | 4,192  | 7,016  | 14,386 | 15,377 | 17,300 |
| BPS                    | 13,638 | 17,313 | 26,338 | 35,862 | 46,860 |
| DPS                    | 450    | 600    | 600    | 600    | 600    |
| 배당수익률(%)               | 1.8    | 1.2    | 1.0    | 1.0    | 1.0    |
| Valuation(Multiple)    |        |        |        |        |        |
| PER                    | 13.8   | 11.7   | 6.0    | 5.7    | 5.0    |
| PCR                    | 5.4    | 6.4    | 4.0    | 3.7    | 3.3    |
| PSR                    | 0.9    | 1.3    | 1.1    | 1.0    | 0.9    |
| PBR                    | 1.8    | 2.8    | 2.2    | 1.6    | 1.2    |
| EBITDA                 | 71.3   | 119.3  | 244.6  | 261.4  | 294.1  |
| EV/EBITDA              | 6.7    | 7.4    | 3.9    | 3.3    | 2.7    |
| Key Financial Ratio(%) |        |        |        |        |        |
| 자기자본이익률(ROE)           | 13.6   | 27.1   | 44.1   | 32.6   | 28.0   |
| EBITDA 이익률             | 15.5   | 18.2   | 28.5   | 27.3   | 26.5   |
| 부채비율                   | 65.3   | 61.4   | 37.9   | 34.5   | 30.0   |
| 금융비용부담률                | 0.3    | 0.2    | 0.1    | 0.1    | 0.2    |
| 이자보상배율(x)              | 27.6   | 61.1   | 164.9  | 168.2  | 145.5  |
| 매출채권회전율(x)             | 6.4    | 6.3    | 5.7    | 5.3    | 5.4    |
| 재고자산회전율(x)             | 8.1    | 8.5    | 8.4    | 7.8    | 7.9    |

Industry Indepth  
2022. 8. 1

## ▲ 전기전자/IT 부품장비

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

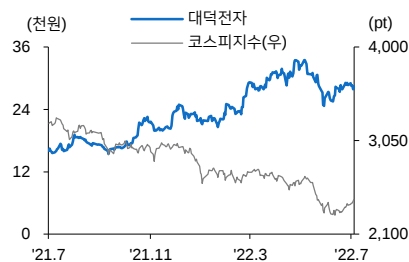
## Buy (신규)

적정주가 (12개월) **37,000 원**  
 현재주가 (7.29) **28,450 원**  
 상승여력 **30.1%**

|                |                 |
|----------------|-----------------|
| KOSPI          | 2,451.50pt      |
| 시가총액           | 14,059억원        |
| 발행주식수          | 4,942만주         |
| 유동주식비율         | 67.16%          |
| 외국인비중          | 18.38%          |
| 52주 최고/최저가     | 33,500원/15,400원 |
| 평균거래대금         | 265.7억원         |
| <b>주요주주(%)</b> |                 |
| 대덕 외 9 인       | 32.84           |
| 국민연금공단         | 8.26            |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월  | 12개월  |
|----------|-----|------|-------|
| 절대주가     | 4.4 | 29.9 | 78.9  |
| 상대주가     | 1.3 | 41.1 | 136.7 |

## 주가그래프



## 대덕전자 353200

## 전장용 FC-BGA 의 잠재력

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 37,000원으로 커버리지 개시
- ✓ 안정적인 실적 성장을 통한 밸류에이션 리레이팅 기대
- ✓ 1) 동사 주 제품인 전장용 FC-BGA 기판의 구조적인 성장 전망
- ✓ 2) 증설과 신규시장 진입으로 중장기 높은 성장 가시성 확보
- ✓ 2Q22 영업이익은 599억원으로 시장 컨센서스(577억원)를 3.9% 상회할 전망

## 투자포인트1) 전장용 FC-BGA 기판의 구조적인 성장 전망

동사가 공급중인 전장용 FC-BGA 의 대표적인 사용처는 ADAS 용 시스템 반도체와 디지털 클러스터용 시스템 반도체이다. 두 제품 모두 자율주행 기술과 연계해서 차량에 추가 탑재되는 만큼 향후 동사의 전장용 FC-BGA 기판의 공급량이 지속적으로 증가할 전망이다. 가격적인 측면에서는 차량 내 탑재되는 반도체의 성능이 향상되면서 하이엔드 FC-BGA 기판으로의 전환이 예상된다.

## 투자포인트2) 증설과 신규시장 진입까지, 높은 성장 가시성 확보

동사는 이미 4차려 투자를 발표하여 늘어나는 수요에 대응할 수 있는 생산능력 확장을 진행 중이다. 총 투자금액은 5,400 억원으로 약 5.5 개의 FC-BGA 기판 신규 생산 라인을 구축할 계획이다. 이를 통해 FC-BGA 기판 매출액은 2021년 576 억원에서 2023년 3,536 억원으로의 가파른 성장이 예상된다.

## 2Q22 영업이익 599억원(+33.9% QoQ, +312.5% YoY) 전망

2Q22 영업이익은 599 억원으로 수익성이 높은 FC-BGA 의 출하량 확대에 의해 컨센서스(577 억원)를 3.9% 상회할 전망이다. 현재 동사 FC-BGA 의 마진은 20%가 넘는 것으로 파악되며 2Q22 FC-BGA 매출액은 전분기 대비 27.3% 증가한 570 억원이 예상된다.

## 투자 의견 Buy, 적정주가 37,000원 제시

대덕전자에 대해 투자 의견 Buy, 적정주가 37,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12MF 추정 EPS 4,268원에 8.6배의 멀티플을 부여해 도출했다. 8.5 배는 FC-BGA 기판을 양산중인 반도체 기판 업체 5사(Nanya pcb, Unimicron, Kinsus, AT&S, Ibiden)의 평균 멀티플이다. 동사가 이미 FC-BGA 기판으로 유의미한 매출을 기록 중이고, 공급하는 전장용 FC-BGA 기판의 성장성이 매우 높기 때문에 후발주자임에도 불구하고 할인 없이 멀티플을 적용하였다.

| (십억원) | 매출액     | 영업이익  | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2020  | 610.9   | 8.8   | -8.7          | -284              |            | 12,381     | -44.4      | 1.0        | 9.6              | -1.4       | 26.9        |
| 2021  | 1,000.9 | 72.5  | 63.0          | 1,263             | 흑전         | 13,237     | 19.7       | 1.9        | 6.8              | 9.6        | 38.0        |
| 2022E | 1,338.6 | 232.5 | 183.4         | 3,711             | 194.0      | 16,510     | 7.7        | 1.7        | 3.6              | 23.9       | 40.7        |
| 2023E | 1,591.5 | 293.0 | 231.1         | 4,676             | 26.0       | 20,708     | 6.1        | 1.4        | 2.6              | 24.1       | 38.6        |
| 2024E | 1,775.0 | 334.6 | 266.4         | 5,391             | 15.3       | 25,592     | 5.3        | 1.1        | 1.9              | 22.3       | 34.8        |

## Valuation: 투자의견 Buy, 적정주가 37,000원

투자의견 Buy

적정주가 37,000원 제시

대덕전자에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 37,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12MF 추정 EPS 4,268원에 8.6배의 멀티플을 부여해 도출했다. 8.5배는 FC-BGA 기판을 양산중인 반도체 기판 업체 5사(Nanya pcb, Unimicron, Kinsus, Ividen, AT&S)의 평균 멀티플이다. 동사가 이미 FC-BGA 기판 양산에 성공해서 유의미한 매출을 기록 중이고, 공급하는 전장용 FC-BGA 기판의 성장성이 매우 높기 때문에 후발주자임에도 불구하고 할인 없이 멀티플을 적용하였다.

안정적인 실적 성장과 함께

계단식 주가 상승 예상

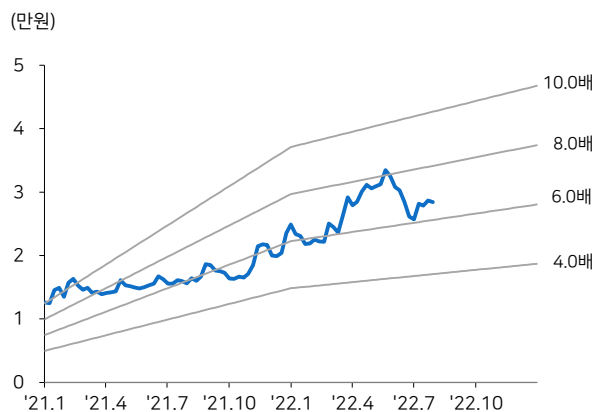
동사 현재 주가는 12개월 선행 P/E 기준 6.7배로 작년 평균(7.1배) 보다 할인되어 거래되고 있다. FC-BGA 기판 공급 과잉에 대한 우려가 동사의 멀티플 확장을 막고 있기 때문이다. 공급 과잉 주장의 핵심 근거는 FC-BGA 기판이 주로 사용되는 PC의 출하량 감소이다. 그러나 동사의 FC-BGA 기판은 전장·가전 중심으로 매출이 발생하고 있고 요구하는 층수와 기술력이 달라 선두업체의 진입 가능성이 낮다. 특히 전장용 FC-BGA 기판의 경우 전기차, ADAS 등과 연계하여 중장기적으로 탑재량이 늘어날게 분명하다. 결국 해당 우려는 동사의 안정적인 실적 성장과 함께 완화되어 갈 전망이다. 그 과정에서 밸류에이션 리레이팅을 통한 계단식 주가 상승이 예상된다.

표31 대덕전자 적정주가 산정표

| (원)             | 12개월 선행       | 비고               |
|-----------------|---------------|------------------|
| EPS             | 4,268         | 3Q22E - 2Q23E 누계 |
| 적정배수 (배)        | 8.6           | 반도체 기판 업체 평균     |
| 적정가치            | 36,867        |                  |
| <b>적정주가</b>     | <b>37,000</b> |                  |
| 현재주가            | 28,450        |                  |
| <b>상승여력 (%)</b> | <b>30.1%</b>  |                  |

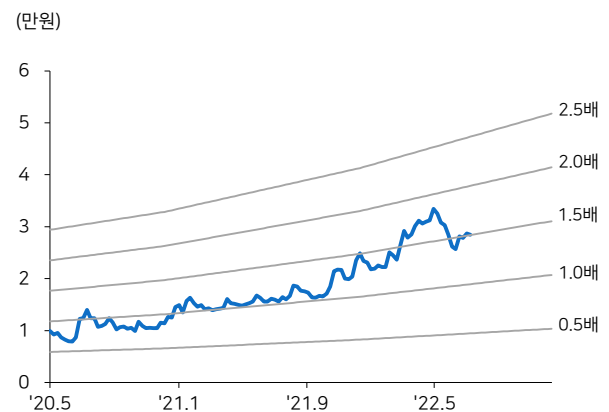
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림167 대덕전자 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림168 대덕전자 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 기업개요: 반도체 및 통신기기용 인쇄회로기판(PCB) 제조 업체

### 역사 깊은 PCB 제조 업체

대덕전자의 전신은 1972년 8월 11일에 창립한 한국우라하마전자공업이다. 1974년 4월 대덕전자로 이름을 바꾸고 PCB 사업을 본격화했다. 2018년 8월 경영효율화를 위해 계열사인 대덕GDS를 흡수합병했다. 2020년 5월 대덕(지주회사)과 대덕전자(사업회사)로 인적분할 이후 재상장했으며 현재 최대주주는 (주) 대덕(31.46%)으로 대덕은 김영재 대표가 지분 33.54%를 보유하고 있다.

동사는 메모리 반도체, 시스템 반도체, 5G, 자동차 전장 등에 적용되는 다양한 PCB를 제조, 공급하고 있다. 2021년 기준 동사 매출 구성은 패키지기판 68.9%, FPCB 17.3%, MLB 13.5%다. 주요 거래처로는 삼성전자, SK하이닉스, AMKOR, SKYWORKS, STATS ChipPAC 등이 있다.

### FC-BGA 기판에 대한 기대감으로 오랜 주가 랠리가 발생

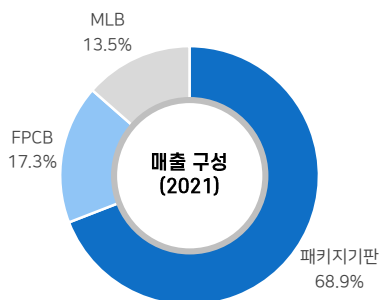
재상장 이후 동사 주가는 지속적으로 우상향했다. 이는 동사가 2년간 4차례에 걸쳐 발표한 FC-BGA에 대한 투자 기대감이 반영되었기 때문이다. 동사는 2020년 처음으로 FC-BGA 시장에 진출한 후 지난해 3월, 12월 올해 4월 연이어 대규모 시설 투자를 단행했다. FC-BGA 관련 누적 시설 투자액은 총 5,400억원이다. 다만 최근 FC-BGA 공급 과잉 우려로 인한 주가 하락을 경험하였다.

그림169 대덕전자 주가 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림170 대덕전자 매출 구성



자료: 메리츠증권 리서치센터

표32 대덕전자 FC-BGA 투자 내역

| 구분 | 공시일        | 내용             | 규모(십억원) |
|----|------------|----------------|---------|
| 1차 | 2020.07.14 | FC-BGA 생산설비 신설 | 90      |
| 2차 | 2021.03.02 | FC-BGA 생산설비 투자 | 70      |
| 3차 | 2021.12.13 | FC-BGA 생산설비 투자 | 111     |
| 4차 | 2022.04.21 | FC-BGA 생산설비 투자 | 270     |

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 전장용 FC-BGA 기판의 무한한 잠재력

ADAS 기술과 디지털 클러스터  
탑재 증가에 따라 동사 전장용  
FC-BGA의 수요 확대 예상

동사가 공급하는 전장용 FC-BGA 기판의 구조적인 성장이 예상된다. 동사가 공급중인 전장용 FC-BGA의 대표적인 사용처는 ADAS용 시스템 반도체와 디지털 클러스터용 시스템 반도체이다. Canalys에 따르면 2020년 말 기준 ADAS 탑재 차량 수는 전체 차량 수의 10%에 불과하다. 또한 IHS Markit의 시장 조사 결과에 의하면 '20년 말 기준 디지털 클러스터 탑재 차량은 1,200만대(침투율 18%) 뿐이다. 두 기술 모두 자율주행 기술과 연계해서 차량에 추가 탑재되는 만큼 향후 동사의 전장용 FC-BGA 기판의 공급량이 지속적으로 증가할 것이 자명하다.

가격 측면에서도 점진적으로  
하이엔드 전장용 FC-BGA 기판의  
공급을 확대할 계획

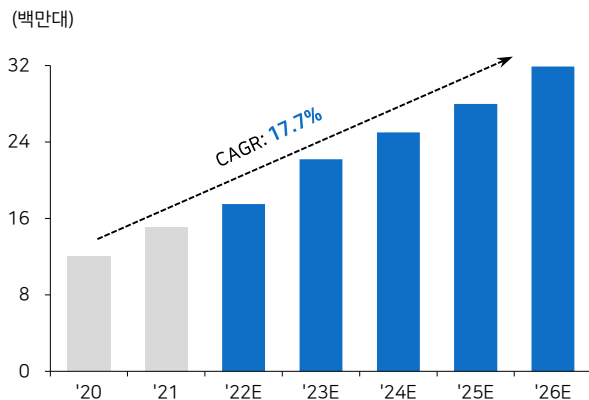
가격 측면에서 전장용 FC-BGA는 서버, PC 대비 낮은 가격과 성능이 요구되어 로우엔드/미드엔드 제품으로 분류되어 왔다. 그러나 최근 자율주행 기술 발전에 따라 탑재되는 반도체의 성능이 향상되면서 차량 내 하이엔드 FC-BGA 기판의 사용이 증가하고 있다. 동사는 아직은 주로 미드엔드 제품을 공급하는 것으로 파악된다. 그러나 향후 축적된 공급 레퍼런스와 기술을 바탕으로 점진적으로 하이엔드 전장용 FC-BGA 기판의 공급을 확대할 계획이다.

그림171 ADAS Component Packaging



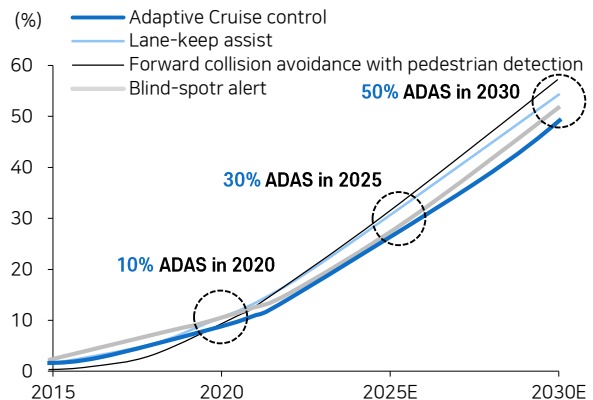
자료: Amkor, 메리츠증권 리서치센터

그림172 디지털 클러스터 시장 전망



자료: IHS Markit, 메리츠증권 리서치센터

그림173 2020년 기준 ADAS 침투율 및 향후 전망



자료: Canalys, 메리츠증권 리서치센터

## 증설과 신규시장 진입까지, 높은 성장 가시성 확보

시장 개화보다 한발 앞서서  
진행 중인 설비 투자

앞서 언급한 이유로 전장용 FC-BGA 기판은 구조적인 성장 국면에 진입했다고 판단한다. 고무적인 부분은 동사가 이미 4차례 투자를 발표하여 늘어나는 수요에 대응할 수 있는 생산능력 확장을 한발 앞서서 진행 중이라는 점이다. 4차례 투자의 총 투자금액은 5,400억원으로 이 중 4,500억원이 설비 구축에 사용되는 것으로 파악된다. 라인 기준으로 약 5.5개의 FC-BGA 기판 신규 생산 라인이 구축 가능한 금액이다.

선 구축되는 3개의 라인이 모두  
가동되는 2023년 기준 당사가  
예상하는 동사의 FC-BGA 기판  
매출액은 3,536억원

1개의 라인당 창출되는 월 매출액은 약 100억원 수준으로 파악된다. 이 중 두 개 라인은 각각 작년 8월, 올해 4월 구축을 완료하고 가동 중이다. 올해 연말에 추가로 1개의 라인의 구축이 완료될 전망이다. 3개의 라인이 모두 가동되는 2023년 기준 당사가 예상하는 동사의 FC-BGA 기판 매출액은 3,536억원이다. 작년 FC-BGA 기판 매출액 576억원과 비교해 연평균 147.8% 성장할 것으로 추정된다.

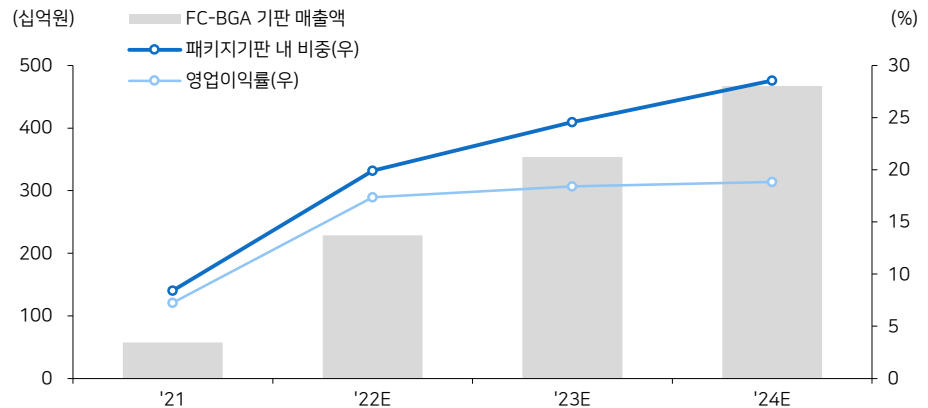
FC-BGA 기판 공급 확대와 함께  
점진적으로 수익성도 개선될 전망

FC-BGA 기판은 동사 제품 중 수익성이 가장 높은 제품이다. FC-BGA 기판의 매출 확대에 패키지 기판 내 비중은 2021년 8.4%에서 2023년 24.6%로 확대될 전망이다. 수익성이 가장 높은 FC-BGA 기판의 매출 확대와 동시에 동사의 수익성 역시 2021년 7.2%에서 2023년 18.5%로의 개선이 예상된다.

서버용 FC-BGA 기판은 2024년  
본격적으로 양산을 시작할 계획

최근 시장에서 주목을 받고 있는 동사의 서버용 FC-BGA 기판은 내년 샘플 양산을 시작으로 2024년 본격적으로 양산을 시작할 계획이다. 이를 위해 미국의 Amkor와 공동 개발을 진행 중이다. 서버용 FC-BGA는 고다층화, 대면적화를 특징으로 제조난이도가 높은 만큼 다른 FC-BGA 기판 대비 판가가 5~10배 이상 높다. 해당 제품이 공급되는 시점에서 동사의 이익 수준이 한 단계 레벨업 될 전망이다.

그림174 대덕전자 FC-BGA 매출액 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 2Q22 Preview: FC-BGA 호황 지속

2Q22 영업이익은 시장 컨센서스를 3.9% 상회할 전망

2Q22 영업이익은 599억원으로 수익성이 높은 FC-BGA의 출하량 확대에 의해 컨센서스(577억원)를 3.9% 상회할 전망이다. 현재 동사 FC-BGA의 마진은 20%가 넘는 것으로 파악되며 2Q22 FC-BGA 매출액은 전분기 대비 27.3% 증가한 570억원이 예상된다. 메모리용 기판도 메모리 수요 둔화에 대한 우려 속에서 상대적으로 고부가가치 제품인 FC-BOC 중심으로 출하량을 확대해 실적 방어에 성공할 전망이다.

올해 연간 매출액은 1조 3,274억원(+33.6% YoY), 영업이익은 2,325억원(+220.9% YoY) 예상

올해 연간 매출액은 1조 3,274억원(+33.6% YoY), 영업이익은 2,325억원(+220.9% YoY)을 예상한다. 2분기 가동을 시작한 FC-BGA 신규 라인의 가동을 상승에 따른 계단식 실적 상승이 예상된다. 상대적으로 저부가가치 기판인 FPCB와 MLB를 철수하고 고부가가치 제품인 패키지기판을 중심으로 포트폴리오를 강화하고 있다는 점과 우호적인 환율이 동사에 긍정적으로 작용할 전망이다.

표33 대덕전자 2Q22 preview

| (십억원)        | 2Q22E | 2Q21  | (% YoY) | 1Q22  | (% QoQ) | 컨센서스  | (% diff) |
|--------------|-------|-------|---------|-------|---------|-------|----------|
| 매출액          | 326.6 | 230.1 | 42.0%   | 305.4 | 7.0%    | 327.2 | -0.2%    |
| 영업이익         | 59.9  | 14.5  | 312.5%  | 44.8  | 33.9%   | 57.7  | 3.9%     |
| 세전이익         | 61.9  | 13.9  | 345.5%  | 48.0  | 29.0%   | 61.5  | 0.6%     |
| 지배주주 순이익     | 46.4  | 9.1   | 416.1%  | 36.4  | 28.4%   | 47.7  | -2.1%    |
| 영업이익률 (%)    | 18.3% | 6.3%  |         | 14.7% |         | 17.6% |          |
| 지배주주순이익률 (%) | 14.2% | 3.9%  |         | 11.9% |         | 14.6% |          |

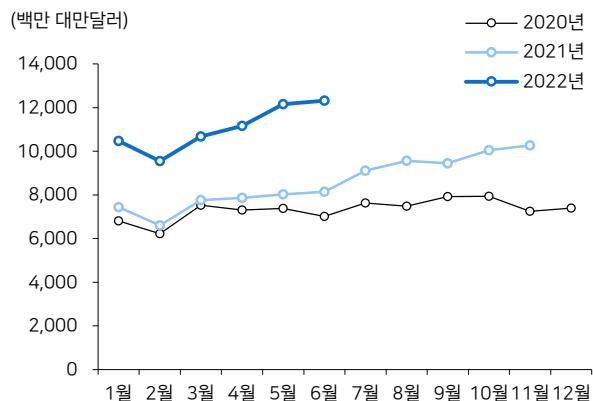
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

표34 대덕전자 실적 테이블

| (십억원)         | 1Q21    | 2Q21   | 3Q21   | 4Q21    | 1Q22   | 2Q22E  | 3Q22E  | 4Q22E  | 2021   | 2022E   | 2023E   |
|---------------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 환율            | 1,114   | 1,121  | 1,157  | 1,183   | 1,205  | 1,260  | 1,297  | 1,260  | 1,144  | 1,198   | 1,165   |
| 매출액           | 233.6   | 230.1  | 255.7  | 281.0   | 305.4  | 326.6  | 343.8  | 362.9  | 993.5  | 1,327.4 | 1,580.6 |
| (%, QoQ)      | 9.0%    | -1.5%  | 11.1%  | 9.9%    | 8.7%   | 7.0%   | 5.2%   | 5.6%   |        |         |         |
| (%, YoY)      | #DIV/0! | 55.1%  | 3.0%   | 31.0%   | 30.7%  | 42.0%  | 34.4%  | 29.2%  | 45.1%  | 33.6%   | 19.1%   |
| 패키지기판         | 138.2   | 156.7  | 177.3  | 212.5   | 251.9  | 285.1  | 294.0  | 317.6  | 684.7  | 1,148.6 | 1,438.4 |
| Memory        | 111.3   | 115.7  | 124.9  | 143.7   | 156.3  | 171.2  | 175.1  | 185.9  | 495.6  | 688.5   | 773.2   |
| Non-Memory    | 26.9    | 41.0   | 52.4   | 68.8    | 95.6   | 113.9  | 118.9  | 131.6  | 189.1  | 460.1   | 665.2   |
| MLB기판         | 34.0    | 34.5   | 34.0   | 32.2    | 30.3   | 30.7   | 33.0   | 31.6   | 134.7  | 125.5   | 130.1   |
| FPCB          | 59.0    | 36.8   | 42.7   | 34.6    | 19.9   | 8.4    | 13.9   | 11.1   | 173.1  | 53.3    | 12.1    |
| 연결            | 2.4     | 2.1    | 1.7    | 1.7     | 3.3    | 2.5    | 2.9    | 2.7    | 6.8    | 11.2    | 10.9    |
| 영업이익          | 6.7     | 14.5   | 25.7   | 26.8    | 44.8   | 59.9   | 62.2   | 65.6   | 72.5   | 232.5   | 293.0   |
| (%, QoQ)      | -216.9% | 116.5% | 76.7%  | 4.4%    | 67.0%  | 33.9%  | 3.8%   | 5.4%   |        |         |         |
| (%, YoY)      | n/a     | n/a    | 201.3% | -567.1% | 567.2% | 312.5% | 142.4% | 144.7% | 721.5% | 220.9%  | 26.0%   |
| 영업이익률 (%)     | 2.9%    | 6.3%   | 10.0%  | 9.5%    | 14.7%  | 18.3%  | 18.1%  | 18.1%  | 7.3%   | 17.5%   | 18.5%   |
| 세전이익          | 10.2    | 13.9   | 29.8   | 27.1    | 48.0   | 61.9   | 64.2   | 67.3   | 80.9   | 241.3   | 304.1   |
| 지배주주순이익       | 12.5    | 9.1    | 22.7   | 18.7    | 36.4   | 46.4   | 48.7   | 51.8   | 63.0   | 183.4   | 231.1   |
| 지배주주순이익률 (%)  | 5.4%    | 3.9%   | 8.9%   | 6.7%    | 11.9%  | 14.2%  | 14.2%  | 14.3%  | 6.3%   | 13.8%   | 14.6%   |
| 주요지표          |         |        |        |         |        |        |        |        |        |         |         |
| FC-BGA 매출액    | 3.5     | 9.4    | 15.4   | 29.3    | 44.8   | 57.0   | 60.3   | 66.7   | 57.6   | 228.8   | 353.6   |
| (%패키지기판 내 비중) | 2.5%    | 6.0%   | 8.7%   | 13.8%   | 17.8%  | 20.0%  | 20.5%  | 21.0%  | 8.4%   | 19.9%   | 24.6%   |

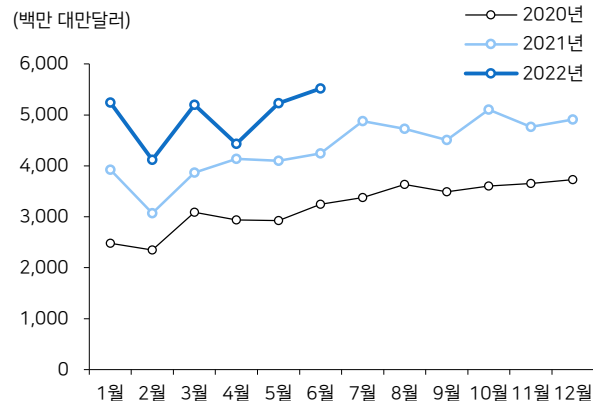
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림175 Unimicron 월별 매출액



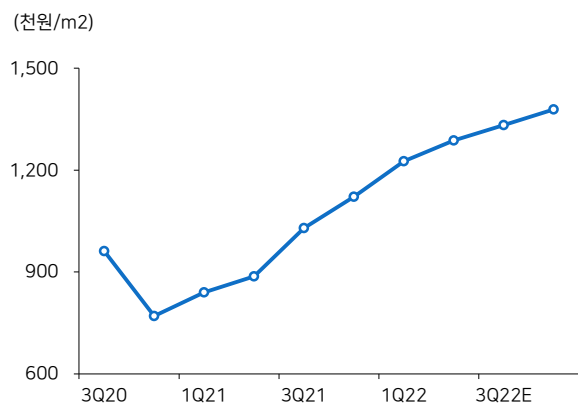
자료: Unimicron, 메리츠증권 리서치센터

그림176 Nanya PCB 월별 매출액



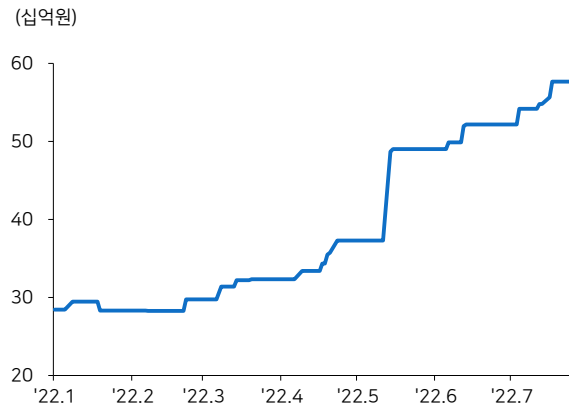
자료: Nanya PCB, 메리츠증권 리서치센터

그림177 대덕전자 Blended ASP 상승 추세 지속



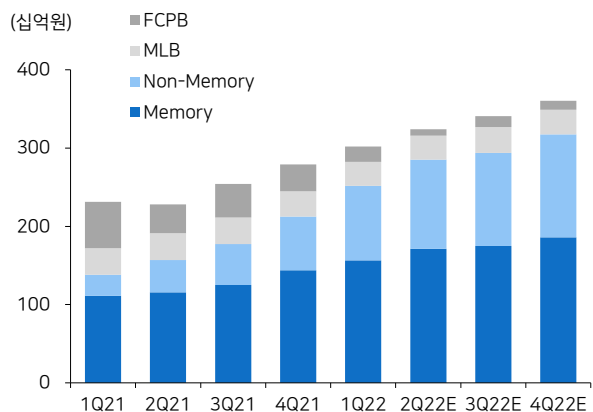
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림178 대덕전자 2Q22 영업이익 컨센서스 추이



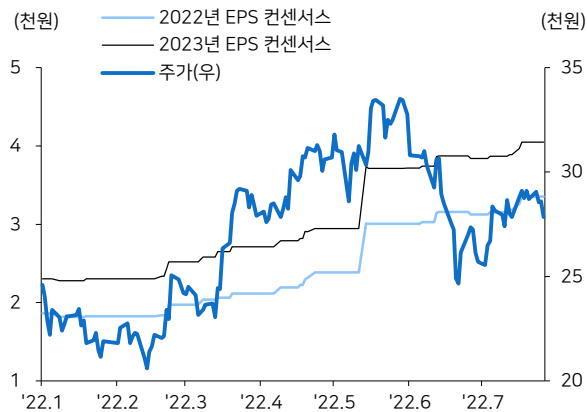
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림179 대덕전자 부문별 매출액 추이



자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

그림180 대덕전자 2022년/2023년 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

## 대덕전자 (353200)

## Income Statement

| (십억원)      | 2020  | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액        | 610.9 | 1,000.9 | 1,338.6 | 1,591.5 | 1,775.0 |
| 매출액증가율 (%) |       | 63.8    | 33.7    | 18.9    | 11.5    |
| 매출원가       | 573.6 | 883.3   | 1,047.2 | 1,215.6 | 1,330.4 |
| 매출총이익      | 37.3  | 117.7   | 291.4   | 376.0   | 444.6   |
| 판매관리비      | 28.5  | 45.2    | 58.9    | 83.0    | 110.0   |
| 영업이익       | 8.8   | 72.5    | 232.5   | 293.0   | 334.6   |
| 영업이익률      | 1.4   | 7.2     | 17.4    | 18.4    | 18.9    |
| 금융손익       | -10.3 | 7.4     | 8.8     | 11.0    | 15.9    |
| 종속/관계기업손익  | 0.0   | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타영업외손익    | -1.2  | -0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 세전계속사업이익   | -2.7  | 79.9    | 241.3   | 304.1   | 350.6   |
| 법인세비용      | -0.6  | 12.4    | 57.9    | 73.0    | 84.1    |
| 당기순이익      | -8.7  | 63.0    | 183.4   | 231.1   | 266.4   |
| 지배주주지분 순이익 | -8.7  | 63.0    | 183.4   | 231.1   | 266.4   |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2020  | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동 현금흐름      | 82.9  | 203.8  | 277.1  | 324.1  | 361.1  |
| 당기순이익(손실)      | -8.7  | 63.0   | 183.4  | 231.1  | 266.4  |
| 유형자산상각비        | 54.8  | 97.3   | 109.4  | 106.6  | 106.4  |
| 무형자산상각비        | 2.0   | 3.7    | 4.0    | 3.5    | 2.9    |
| 운전자본의 증감       | 11.4  | -5.9   | -11.8  | -9.3   | -6.8   |
| 투자활동 현금흐름      | -83.8 | -133.5 | -140.4 | -134.7 | -133.5 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -97.1 | -129.5 | -160.0 | -140.0 | -140.0 |
| 투자자산의감소(증가)    | -0.3  | 0.2    | -0.0   | -0.0   | -0.0   |
| 재무활동 현금흐름      | -6.2  | -16.4  | -15.4  | -14.8  | -14.8  |
| 차입금의 증감        | 13.8  | -12.4  | 0.1    | 0.1    | 0.1    |
| 자본의 증가         | 570.9 | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 현금의 증가(감소)     | -7.5  | 54.0   | 121.3  | 174.6  | 212.9  |
| 기초현금           | 30.1  | 22.6   | 76.7   | 198.0  | 372.6  |
| 기말현금           | 22.6  | 76.7   | 198.0  | 372.6  | 585.5  |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2020  | 2021  | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|-----------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 유동자산      | 263.9 | 372.8 | 594.0   | 843.5   | 1,110.6 |
| 현금및현금성자산  | 22.6  | 76.7  | 198.0   | 372.6   | 585.5   |
| 매출채권      | 136.6 | 167.5 | 224.0   | 266.3   | 297.0   |
| 재고자산      | 92.7  | 110.8 | 148.2   | 176.2   | 196.5   |
| 비유동자산     | 545.3 | 568.2 | 602.6   | 634.6   | 666.4   |
| 유형자산      | 522.2 | 539.3 | 589.9   | 623.4   | 657.0   |
| 무형자산      | 14.2  | 13.4  | 11.4    | 9.8     | 8.0     |
| 투자자산      | 0.3   | 0.1   | 0.2     | 0.2     | 0.2     |
| 자산총계      | 809.2 | 941.0 | 1,196.6 | 1,478.1 | 1,777.0 |
| 유동부채      | 157.6 | 182.4 | 243.6   | 289.4   | 322.7   |
| 매입채무      | 59.0  | 65.8  | 87.9    | 104.6   | 116.6   |
| 단기차입금     | 9.1   | 1.0   | 1.0     | 1.0     | 1.0     |
| 유동성장기부채   | 0.0   | 0.0   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 비유동부채     | 13.8  | 76.8  | 102.6   | 121.9   | 136.0   |
| 사채        | 0.0   | 0.0   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 장기차입금     | 0.0   | 0.0   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 부채총계      | 171.4 | 259.1 | 346.2   | 411.4   | 458.6   |
| 자본금       | 25.8  | 25.8  | 25.8    | 25.8    | 25.8    |
| 자본잉여금     | 545.1 | 545.1 | 545.1   | 545.1   | 545.1   |
| 기타포괄이익누계액 | -3.2  | 0.2   | 0.2     | 0.2     | 0.2     |
| 이익잉여금     | 70.1  | 110.8 | 279.4   | 495.7   | 747.3   |
| 비지배주주지분   | 0.0   | 0.0   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 자본총계      | 637.8 | 681.9 | 850.5   | 1,066.7 | 1,318.3 |

## Key Financial Data

|                        | 2020   | 2021   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원)               |        |        |         |         |         |
| SPS                    | 18,468 | 20,255 | 27,089  | 32,206  | 35,919  |
| EPS(지배주주)              | -284   | 1,263  | 3,711   | 4,676   | 5,391   |
| CFPS                   | 2,194  | 4,281  | 7,001   | 8,157   | 8,983   |
| EBITDAPS               | 1,984  | 3,511  | 7,001   | 8,157   | 8,983   |
| BPS                    | 12,381 | 13,237 | 16,510  | 20,708  | 25,592  |
| DPS                    | 300    | 300    | 300     | 300     | 300     |
| 배당수익률(%)               | 2.4    | 1.2    | 1.1     | 1.1     | 1.1     |
| Valuation(Multiple)    |        |        |         |         |         |
| PER                    | -44.4  | 19.7   | 7.7     | 6.1     | 5.3     |
| PCR                    | 5.7    | 5.8    | 4.1     | 3.5     | 3.2     |
| PSR                    | 0.7    | 1.2    | 1.1     | 0.9     | 0.8     |
| PBR                    | 1.0    | 1.9    | 1.7     | 1.4     | 1.1     |
| EBITDA                 | 65.6   | 173.5  | 346.0   | 403.1   | 443.9   |
| EV/EBITDA              | 9.6    | 6.8    | 3.6     | 2.6     | 1.9     |
| Key Financial Ratio(%) |        |        |         |         |         |
| 자기자본이익률(ROE)           | -1.4   | 9.6    | 23.9    | 24.1    | 22.3    |
| EBITDA 이익률             | 10.7   | 17.3   | 25.8    | 25.3    | 25.0    |
| 부채비율                   | 26.9   | 38.0   | 40.7    | 38.6    | 34.8    |
| 금융비용부담률                | 0.0    | 0.1    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 이자보상배율(x)              | 218.1  | 126.8  | 1,978.6 | 2,229.2 | 2,318.6 |
| 매출채권회전율(x)             | 4.5    | 6.6    | 6.8     | 6.5     | 6.3     |
| 재고자산회전율(x)             | 6.6    | 9.8    | 10.3    | 9.8     | 9.5     |

Industry Indepth  
2022. 8. 1

### ▲ 전기전자/IT 부품장비

Analyst **양승수**

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

## Buy (신규)

**적정주가 (12개월)** **46,000 원**  
**현재주가 (7.29)** **37,200 원**  
**상승여력** **23.7%**

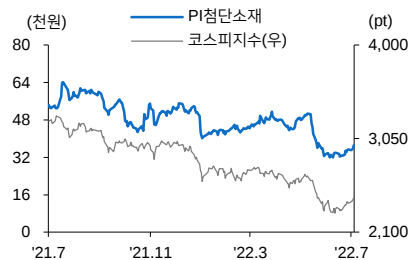
|            |                 |
|------------|-----------------|
| KOSPI      | 2,451.50pt      |
| 시가총액       | 10,924억원        |
| 발행주식수      | 2,937만주         |
| 유동주식비율     | 45.63%          |
| 외국인비중      | 10.00%          |
| 52주 최고/최저가 | 64,100원/31,900원 |
| 평균거래대금     | 67.0억원          |

### 주요주주(%)

|                 |       |
|-----------------|-------|
| 코리아피아이홀딩스 외 1 인 | 54.15 |
| 국민연금공단          | 8.39  |

| 주가상승률(%) | 1개월  | 6개월  | 12개월  |
|----------|------|------|-------|
| 절대주가     | 13.2 | -8.6 | -29.8 |
| 상대주가     | 9.8  | -0.7 | -7.2  |

### 주가그래프



# PI 첨단소재 178920

## 숨고르기는 끝났다

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 46,000원으로 커버리지 개시
- ✓ 하반기 실적 회복을 통한 밸류에이션 정상화 기대
- ✓ 향후 PI필름의 성장은 스마트폰이 아닌 전장 시장을 중심으로 이뤄질 전망
- ✓ PI필름의 광범위한 산업 적응력을 바탕으로 다양한 고부가가치 신사업 추진 중 하반기부터 가시적인 성과 기대
- ✓ 3분기 원재료 안정화를 통한 수익성 회복과 함께 분기 최대 매출 달성 전망

### 투자포인트1) PI 필름, 전장에서 가지는 무한한 가능성

전장부품의 사용확대와 함께 동사 PI필름의 수요가 높아지고 있다. PI필름의 우수한 기계적 강도, 높은 내열성, 전기 절연성 등의 특성이 전장부품이 요구하는 안정성에 최적화되기 때문이다. 현재 전기차에 사용되는 PI Varnish와 EV 배터리 절연용 필름의 매출액은 2022년 467억원, 2023년 644억원의 매출이 기대된다. 또한 동사 PI필름이 메인으로 사용되는 FPCB 또한 전장용으로서의 사용이 확대되고 있다. 종합적으로 PI첨단소재의 전장향 매출은 '25년까지 연평균 35.7%의 고성장이 예상된다.

### 투자포인트2) 떠오르는 고부가가치 신사업

동사는 PI 필름의 광범위한 산업 적응력을 바탕으로 대형 디스플레이 CoF 용 PI 필름, 디스플레이용 PI Varnish, PI Powder 등 다양한 고부가가치 신사업을 추진하고 있다. 이 중 대형 디스플레이 CoF 용 PI 필름은 올해 하반기, 디스플레이용 PI Varnish와 PI Powder는 내년부터 신규 매출 발생이 예상된다. 현재의 규모는 작지만 높은 수익성으로 인해 향후 동사의 성장 동력이 될 전망이다.

### 투자 의견 Buy, 적정주가 46,000원 제시

적정주가는 12MF 추정 EPS 2,139원에 21.7배의 멀티플을 부여해 도출했다. 21.7배는 2019년 중국 스마트폰 부진으로 인한 실적 둔화 사이클 후 실적 회복을 경험했던 2020년의 평균 멀티플이다. 올해 상반기 중국 스마트폰 부진으로 실적 부진을 겪었으나 하반기 북미 스마트폰 고객 신제품 출시에 따른 성수기 진입, 8호기 신규 설비와 DMF 재활용 시설 가동에 따라 실적 회복이 예상되기 때문에 21.7배는 정당하다고 판단한다.

| (십억원) | 매출액   | 영업이익 | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|-------|------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2020  | 261.8 | 60.0 | 41.7          | 1,421             | 135.5      | 9,633      | 26.0       | 3.8        | 13.1             | 15.6       | 42.8        |
| 2021  | 301.9 | 75.9 | 64.0          | 2,179             | 53.4       | 11,097     | 25.3       | 5.0        | 15.8             | 21.0       | 45.1        |
| 2022E | 329.8 | 66.0 | 54.1          | 1,841             | -15.5      | 11,849     | 20.2       | 3.1        | 11.4             | 16.0       | 40.0        |
| 2023E | 360.6 | 88.7 | 69.5          | 2,367             | 28.5       | 13,125     | 15.7       | 2.8        | 9.0              | 19.0       | 38.3        |
| 2024E | 405.7 | 99.8 | 79.1          | 2,693             | 13.8       | 14,729     | 13.8       | 2.5        | 7.8              | 19.3       | 36.9        |

## Valuation: 투자의견 Buy, 적정주가 46,000원

투자의견 Buy

적정주가 46,000원 제시

PI첨단소재에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 46,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 12MF 추정 EPS 2,139원에 21.7배의 멀티플을 부여해 도출했다. 21.7배는 2019년 중국 스마트폰 부진으로 인한 실적 둔화 사이클 후 실적 회복을 경험했던 2020년의 평균 멀티플이다. 올해 상반기 중국 스마트폰 부진으로 실적 부진을 겪었으나 하반기 북미 스마트폰 고객 신제품 출시에 따른 성수기 진입과 8호기 신규 설비 가동, DMF 재활용 시설 가동에 따라 실적 회복이 예상되기 때문에 21.7배는 정당하다고 판단한다.

최근 주가 하락은

펀더멘탈적인 요인이 수급적인

영향이 겹쳐 발생한 과도한 하락

동사 주가는 최근 급락으로 인해 코로나 19 팬데믹 시기 저점까지 하락한 상황이다. 다만 최근 주가 하락은 상반기 실적 부진, 글로벌 증시 변동성 확대, 매각이라는 재료 소멸 등 펀더멘탈적인 요인과 투자심리 악화로 인한 수급적인 영향이 겹쳐 발생한 과도한 주가 하락이라고 판단한다. 하반기 실적 회복에 대한 가시성이 높고, 높은 멀티플의 핵심 이유였던 2차전지, EV향 매출이 굳건하기 때문에 하반기 투자심리 회복과 함께 탄력적인 주가 상승이 예상된다.

표35 PI첨단소재 적정주가 산정표

| (원)             | 12개월 선행       | 비고              |
|-----------------|---------------|-----------------|
| EPS             | 2,139         | 3Q22 - 2Q23E 누계 |
| 적정배수 (배)        | 21.7          | 2020년 평균 멀티플    |
| 적정가치            | 46,419        |                 |
| <b>적정주가</b>     | <b>46,000</b> |                 |
| 현재주가            | 37,200        |                 |
| <b>상승여력 (%)</b> | <b>23.7%</b>  |                 |

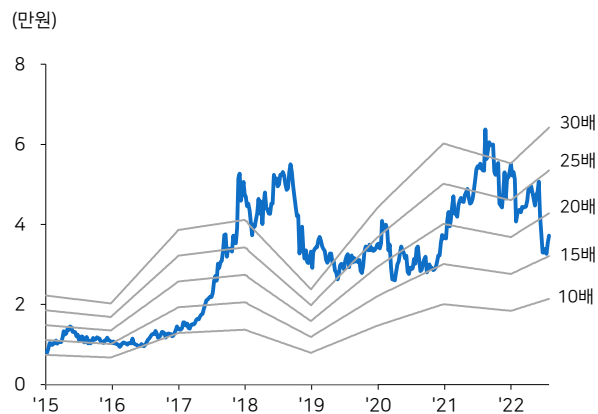
자료: 메리츠증권 리서치센터

표36 PI첨단소재 밸류에이션 테이블

|                       | 2014  | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022E |
|-----------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| <b>주가 (원)</b>         |       |        |        |        |        |        |        |        |       |
| High                  | 7,980 | 14,900 | 14,700 | 55,300 | 57,900 | 38,000 | 41,700 | 67,800 |       |
| Low                   | 6,860 | 7,610  | 8,970  | 13,250 | 29,450 | 25,550 | 21,300 | 36,200 |       |
| Average               | 7,375 | 11,334 | 11,268 | 26,180 | 43,827 | 31,763 | 31,884 | 49,583 |       |
| <b>확정치 기준 PER (배)</b> |       |        |        |        |        |        |        |        |       |
| High                  | 12.1  | 25.8   | 20.6   | 49.5   | 48.6   | 63.0   | 29.3   | 31.1   |       |
| Low                   | 10.4  | 13.2   | 12.6   | 11.9   | 24.7   | 42.3   | 15.0   | 16.6   |       |
| Average               | 11.2  | 19.6   | 15.8   | 23.5   | 36.8   | 52.6   | 22.4   | 22.8   |       |
| EPS (원)               | 660   | 578    | 714    | 1,116  | 1,191  | 603    | 1,421  | 2,179  | 1,841 |
| EPS Growth (%)        | -5.7  | -12.3  | 23.5   | 56.3   | 6.7    | -49.4  | 135.5  | 53.4   | -15.5 |
| <b>컨센서스 기준 PER</b>    |       |        |        |        |        |        |        |        |       |
| High                  | 10.8  | 20.1   | 21.8   | 43.0   | 42.2   | 48.0   | 28.4   | 33.8   |       |
| Low                   | 9.3   | 10.2   | 13.3   | 10.3   | 21.5   | 32.3   | 14.5   | 18.0   |       |
| Average               | 10.0  | 15.3   | 16.7   | 20.3   | 32.0   | 40.1   | 21.7   | 24.7   |       |
| EPS (원)               | 737   | 743    | 675    | 1,287  | 1,371  | 792    | 1,469  | 2,007  | 2,013 |
| EPS growth (%)        | 5.4   | 12.6   | 16.7   | 80.2   | 22.8   | -42.2  | 85.5   | 36.6   | 0.3   |

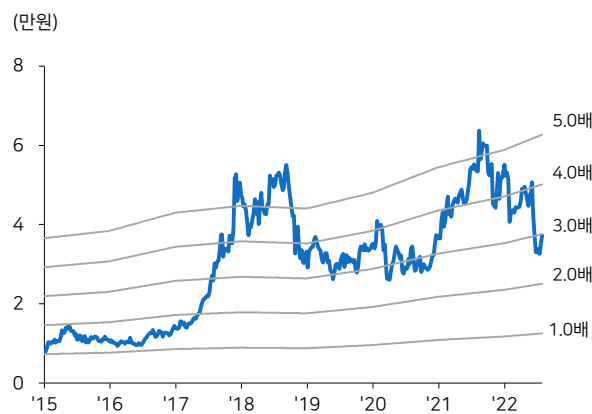
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림181 PI첨단소재 PER 밴드



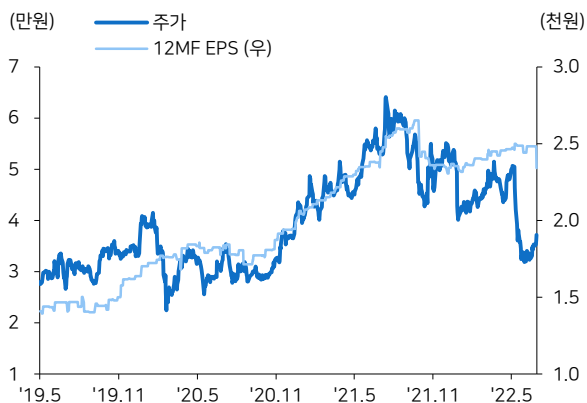
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림182 PI첨단소재 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림183 EPS 컨센서스와 주가 추이



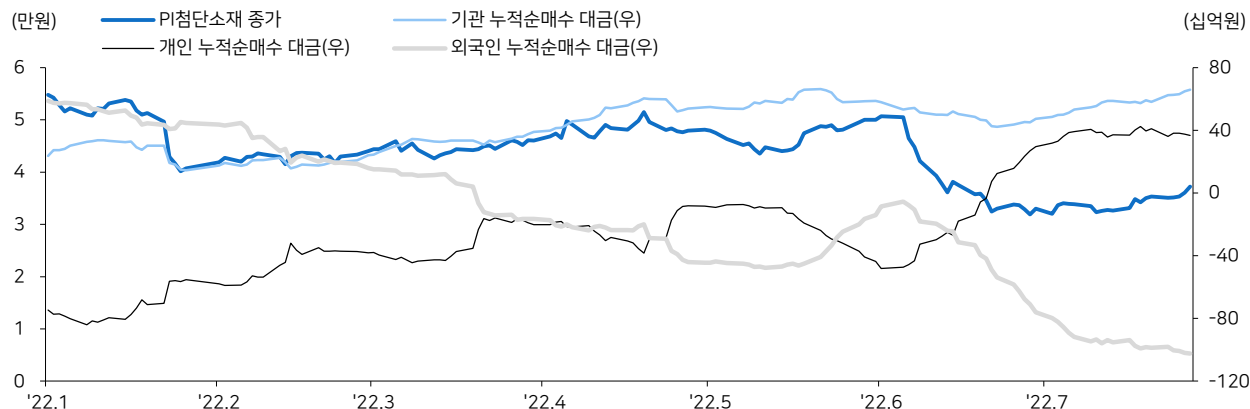
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림184 2022년, 2023년 EPS 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림185 PI첨단소재 수급추이



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

## 기업개요: PI(Polyimide)필름 글로벌 1위

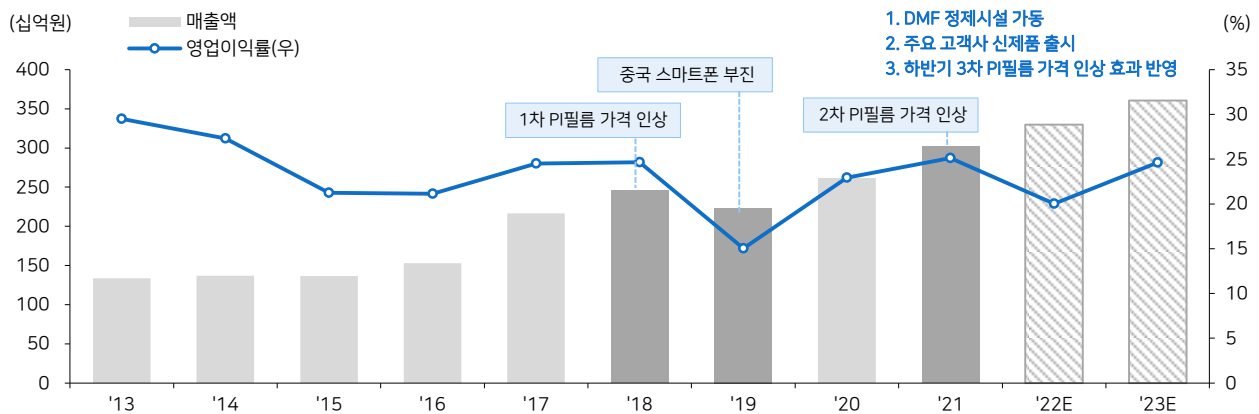
광범위한 산업에 적용되는  
PI필름 글로벌 1위 제조 업체

PI첨단소재는 폴리아미드(PI) 필름 생산 업체로 SKC와 코오롱인더스트리가 PI필름 사업부를 물적분할 후 JV로 2008년 설립, 2014년 12월 코스닥 시장에 상장했다. 2020년 3월 사모펀드 글랜우드PE가 인수하면서 PI첨단소재로 사명을 변경하였으며 2021년 8월 코스피로 이전상장 하였다. 최근 사모펀드 베어링PEA가 주당 8만원에 PI첨단소재의 경영권 지분 54.07%을 인수하였다.

PI필름은 우수한 기계적 강도, 높은 내열성, 전기 절연성 등의 특성 덕분에 첨단 산업 분야의 다양한 제품으로 활용되고 있다. 최근에는 전기차 내에서 활용도가 높아져 배터리 절연용 Tape, EV모터용 권선 절연피복에 동사 제품이 사용되고 있다.

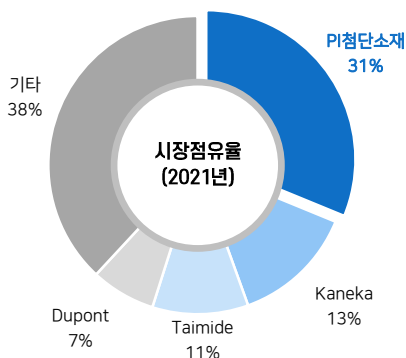
동사는 2021년 기준 글로벌 PI필름 점유율 1등 업체다. 동사 매출은 FPCB용 PI, 방열시트용 PI, 첨단산업용 PI 크게 3부분으로 이루어져 있고 PI필름이 광범위한 산업에 적용되는 안정적인 실적 성장을 기록해왔다. 다만 전방시장 내 비중이 높은 중국 스마트폰 시장의 부진과 주요 원재료인 DMF의 가격 상승이 맞물리면서 올해 상반기 부진한 실적을 기록하였다.

그림186 PI첨단소재 매출액 추이 및 전망



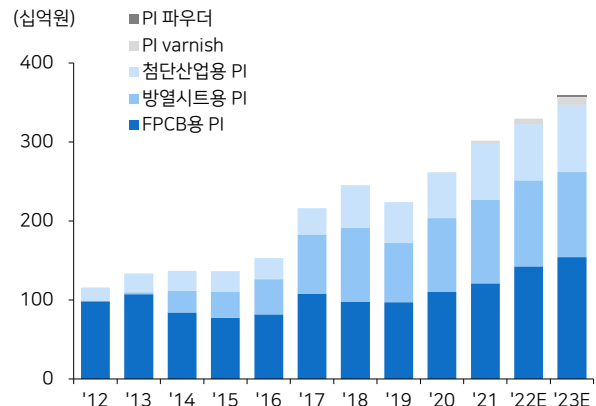
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림187 PI필름 시장 점유율(2021년 기준)



자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림188 PI첨단소재 매출 구성



자료: 메리츠증권 리서치센터

## PI 필름, 전장에서 가지는 무한한 가능성

### 전장부품의 사용확대와 함께 내열성이 높은 PI필름 사용 확대

전장부품의 사용확대와 함께 동사 PI필름의 수요가 높아지고 있다. PI필름의 우수한 기계적 강도, 높은 내열성, 전기 절연성 등의 특성이 전장부품이 요구하는 안정성에 최적화되기 때문이다. 특히 상대적으로 높은 내열성을 요구하는 전기차 내에서 PI필름의 수요가 높다. 현재 전기차에는 동사의 EV 배터리 절연용 필름과 EV 모터에 들어가는 PI Varnish가 사용되고 있다. 고무적인 부분은 두 제품 모두 PI 필름으로의 교체 수요로 인해 점진적인 사용 확대가 예상된다.

### EV 배터리 절연용 필름 용도로 PI필름으로의 교체 수요 확대

EV 배터리 절연용 필름은 배터리의 셀이나 배터리의 케이스에 감싸는 테이프 용도로 활용이 된다. 고객사의 요구조건과 성능에 따라 PI(폴리이미드), PP(폴리프로필렌), PET(폴리에틸렌테레프탈레이트) 등의 소재가 사용되나 기존에는 가격적으로 장점이 있는 PET 필름이 주로 사용되어왔다. 그러나 전기차 내 배터리 성능이 향상되면서 따라오는 과열 문제를 막기 위해 요구되는 내열성 수준이 높아졌고, 이에 따라 PI필름으로의 교체 수요가 확대되고 있다.

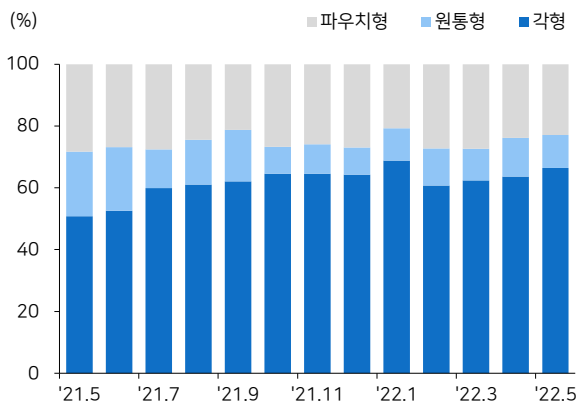
### EV 배터리 절연용 필름 전용라인인 9호기는 내년 3분기 부터 양산이 시작될 전망

특히 중대형 배터리용 테이프는 파우치형보다는 각형, 원통형 배터리에 주로 사용되는데, 해당 배터리 타입의 점유율 확대가 지속되고 있다는 점도 긍정적이다. 늘어나는 수요에 대응하기 위해 동사는 EV 배터리 절연용 필름 전용라인인 9호기 증설을 진행 중이다. 내년 3분기부터 연산 750톤 규모로 양산이 시작될 전망이다. 750톤은 완전 가동할 경우 연간 신규 매출 최대 500억원이 가능한 규모다.

### PI Varnish는 현대·기아차의 전기차 라인업 확대에 따라 강한 교체 수요 예상

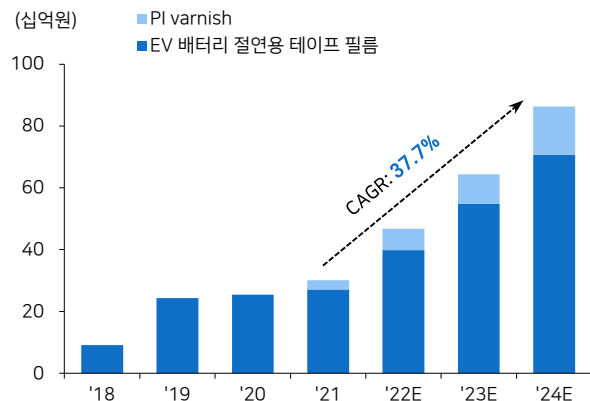
PI Varnish는 액체 상태의 PI필름이다. 전기차 구동 모터에 감는 구리 권선을 피복하는데 사용된다. 전기차 구동 모터용 권선은 내열성과 절연성을 위해 코팅이 이루어지는데 배터리용 테이프와 마찬가지로 기존에는 PAI이나 PEI 같은 내열등급이 낮지만 가격이 저렴한 소재를 썼다. 그러나 현대차가 아이오닉 5에서 800V 충전 시스템을 적용함에 따라 고압을 견딜 수 있고 내열성이 더 좋은 PI Varnish가 높은 가격에도 불구하고 사용되고 있다. 향후 현대·기아차의 E-GMP 플랫폼 기반 전기차 모두 800V 시스템 적용이 예상되는 만큼 현대·기아차의 전기차 라인업 확대에 따라 PI Varnish로의 강한 교체 수요가 예상된다.

그림189 전기차 배터리 타입별 점유율 추이



자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림190 PI첨단소재 2차전지, EV향 매출 전망



자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

### FPCB의 전방부품으로서의 사용 확대는 동사에게 수혜

이에 더해 동사 PI필름이 메인으로 사용되는 FPCB 또한 전기차에서 배터리 BMS를 시작으로 방열시트, 차량용 디스플레이, 센서 등을 통해 전장부품으로서의 사용 확대가 예상된다. 전기차에서 FPCB의 사용이 확대되는 이유는 가벼워져야 하는 전기차의 니즈에 FPCB가 부합하기 때문이다. 기존에 사용되는 와이어링 하네스는 케이블로 이루어져 있어 공간을 많이 차지하고 무겁다. 배터리 셀의 경우 와이어링 하네스를 전기차용 FPCB로 대체하면 20% 정도의 무게 경량화가 가능하다.

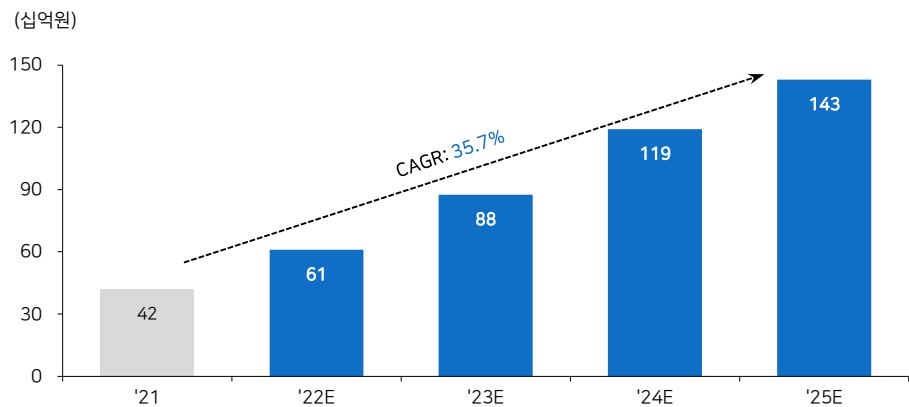
배터리 외에도 일부 전기차에 방열시트, 디스플레이, 카메라에 FPCB가 와이어링 하네스 대신 사용되고 있다. 완성차 OEM들이 품질과 안전 등에 영향을 미치는 부품의 새로운 변화에 보수적인 경향을 보이는 만큼 현재의 시장규모는 작다. 그러나 생산성, 규모의 경제 측면에서 와이어링 하네스 대비 FPCB가 월등하기 때문에 중장기적인 침투율 상승으로 인한 미래 성장 가능성이 높다고 판단한다.

### 차량에 사용되는 FPCB는 높은 내구성을 확보해야 되기 때문에 PI필름의 사용 확대

전장용 FPCB 확대에 따른 PI첨단소재의 수혜가 기대되는 이유는 차량에 사용되는 FPCB가 높은 내구성을 확보할 필요가 있기 때문이다. PI첨단소재가 판매하는 PI(폴리이미드) 필름은 PEI(폴리에테르이미드), PAI(폴리아미드) 필름 대비 내열성, 내구성 모두 상대적으로 뛰어나다. 전장용 FPCB의 사용이 확대될수록 PI첨단소재의 PI 필름의 사용이 비례해서 증가할 전망이다.

종합적으로 PI첨단소재의 전장향 매출은 '25년까지 연평균 35.7%의 고성장이 예상된다. 전장향 매출의 확대는 동사의 메인 전방시장인 스마트폰의 부진을 상쇄시키고 장기 성장성을 확보한다는 측면에서 매우 긍정적이다.

그림191 PI첨단소재 전장향 매출 전망



자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

## 꾸준한 고부가가치 신사업 추진, 미래 성장 동력이 될 전망

### 다양한 고부가가치 신사업 추진 중

동사는 PI필름의 광범위한 산업 적용력을 바탕으로 대형 디스플레이 CoF용 PI필름, 디스플레이용 PI Varnish, PI Powder 등 다양한 고부가가치 신사업을 추진하고 있다. 현재 규모는 작지만 높은 수익성으로 향후 동사의 성장동력이 될 전망이다.

### 대형 디스플레이 CoF용 PI필름은 올해 하반기 신규 매출 발생 예상

1) 대형 디스플레이 CoF용 PI 필름은 올해 하반기 신규 매출이 발생할 전망이다. CoF는 디스플레이 유리 기판과 PCB를 연결하면서 전기적 신호를 전달하는 부품이다. PI필름에 구리를 스퍼터링(물리적 박막 증착)해 만든 연성동박적층판(FCCL)으로 만든다. 동사는 기존 모바일 디스플레이 CoF용 PI필름만 공급했었고 대형 디스플레이 CoF용 PI필름은 우베코산 등 일본 기업이 독점 공급했다.

그러나 최근 대형 디스플레이 CoF용 PI필름이 고객사 인증을 통과했다. 하반기부터 공급이 시작될 전망이며 올해 예상되는 매출 수준은 50억원이다. 올해 매출은 작지만 대형 디스플레이 CoF용 PI필름은 연간 400~500억원 규모의 시장으로 파악되며 동사 제품이 이원화와 국산화 측면에서 유리하기 때문에 점진적인 매출 상승이 기대된다. 최첨단 광학용으로 설계한 8호기의 증설이 마무리 되었기 때문에 물량 대응에도 문제가 없을 전망이다

### PI파우더 60억원 투자 집행 매출 규모는 크지 않지만 수익성이 PI 필름 대비 2배 이상

2) 동사는 PI 파우더 성형품 생산라인 구축 투자를 6월 발표하였다. 이번 투자 규모는 60억원 정도로 충북 진천에 있는 PI 파우더 파일릿 라인에서 만든 제품으로 고객사 인증을 먼저 받았기 때문에 안정적인 매출이 예상된다. PI 파우더 성형품은 PI를 분말 형태로 만든 뒤 압축 성형해서 판재, 봉재 및 각종 부품 형태로 가공해 완성하는 제품으로 최근 반도체, 디스플레이, 완성차에 고온공정이 요구되면서 수요가 급상승하고 있다.

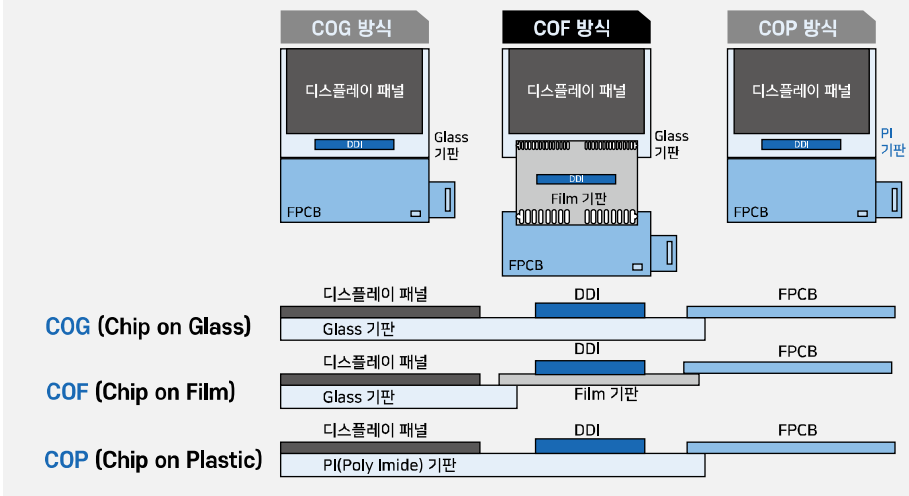
매출 규모는 2023년 20억원에서 2025년 100억원으로 성장할 전망이다. 가동되는 라인이 1개인 만큼 매출 규모가 크지는 않지만 기술적 난이도가 매우 높아 기존 PI필름 대비 수익성이 2배 이상 높다. 또한 현재 업계에서 PI필름, 바니쉬, 파우더 3대 사업영역의 양산설비를 모두 갖춘 경쟁사가 없기 때문에 시장점유율 확대 및 매출처 다각화 측면에서 매우 긍정적이다.

### 디스플레이 OLED용 PI Varnish 내년 본격 양산 전망

3) 본래 PI Varnish는 디스플레이 OLED용 플라스틱 TFT 기판을 만드는 액상 원료다. OLED용 PI Varnish 시장은 SU머티리얼즈(일본 Ube와 삼성디스플레이 JV)와 Kaneka가 과점하고 있다 동사는 OLED 소재 시장 진입을 목표로 2019년 7월 PI Varnish 생산 라인 가동을 시작했지만 전기차 모터 용으로만 납품에 성공, 디스플레이 부문에서는 확실한 성과를 내지 못했다.

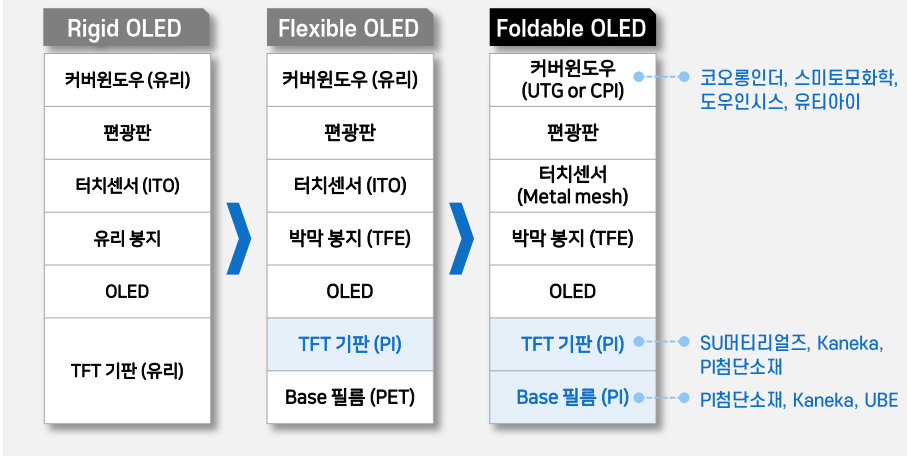
다만 동사의 디스플레이 OLED용 PI Varnish 고객사 품질 승인이 하반기 내로 완료될 전망이다. 내년부터 본격적인 양산에 들어갈 계획이며 이를 위해 내년 초 PI Varnish 600톤 추가 증설이 이뤄질 전망이다. PI Varnish 600톤은 완전 가동할 경우 매 분기당 신규 매출 최대 200억원이 가능한 규모로 디스플레이용 Varnish는 판매량 단위가 크지 않아 600톤으로도 충분한 물량 대응이 가능할 전망이다.

그림192 CoF, CoG, CoP 방식 구분



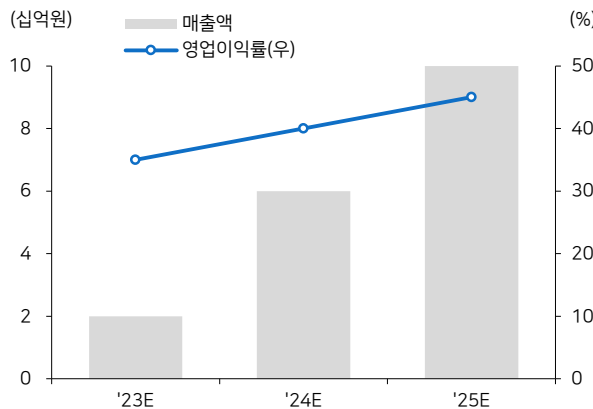
자료: 삼성디스플레이, 메리츠증권 리서치센터

그림193 OLED 구조 변화



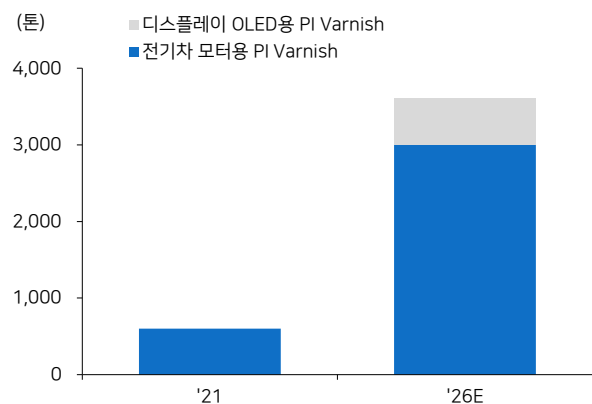
자료: 삼성디스플레이, 메리츠증권 리서치센터

그림194 PI첨단소재 PI 파우더 매출 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림195 PI첨단소재 PI Varnish 증설 계획



자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

## 2Q22 Review 및 2022년 전망: 반등만 남았다.

2Q22 영업이익은 높은 원재료  
가격과 DMF 재활용 설비 가동  
지연으로 시장 기대치 하회

2Q22 매출액 751억원(-4.1% QoQ, +8.1% YoY), 영업이익 129억원(-20.9% QoQ, -40.2% YoY)로 시장 컨센서스를 각각 -7.4%, -20.9% 하회했다. 매출액은 중국 봉쇄에 따른 스마트폰 시장 부진의 영향에도 불구하고 우호적인 환율과 판가 인상으로 -4.1% QoQ 감소에 그쳤다. 다만 영업이익의 감소폭이 컸는데, 1분기에 높은 가격으로 구매한 원재료의 2분기 투입과 6월부터 가동이 예상됐던 DMF 재활용 설비의 가동이 늦춰지면서 시장 기대치를 크게 밀돌았다.

3분기 분기 최대 매출 달성 예상

실적 개선은 3분기 이후부터 본격적으로 발생할 전망이다. 3분기 매출액은 900억원(+21.8% QoQ, +36.8% YoY)으로 분기 최대 매출 달성이 예상된다. 북미 스마트폰 고객 향 성수기 진입과 8호기 신규 설비 가동에 따라 부진했던 PI필름 판매량 회복이 예상된다.

북미 고객사향 제품 공급과 원재료  
가격 정상화로 3분기 수익성  
회복도 가능할 전망

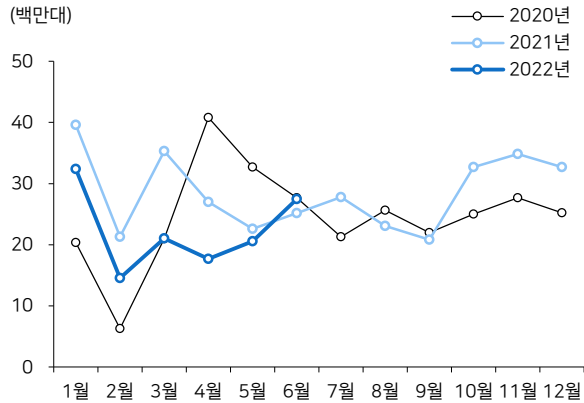
영업이익은 1) 북미 고객사향 고부가가치 제품 위주의 판매와 2) DMF 가격 하락 및 재활용 설비의 본격적인 가동으로 214억원(+66.3% QoQ, 11.7% YoY), 영업이익률 23.8%으로의 회복을 전망한다. DMF 가격은 2월 고점을 기록 후 점진적인 하락이 이뤄져 현재 작년 상반기 수준으로 내려온 것으로 파악된다. DMF 재활용 시설로 조달하는 DMF 원가는 현재 DMF 가격 대비 2배 이상 저렴하며, DMF 내 재활용 비중은 2021년 37%에서 올해 연간 평균 70%, 내년 80%까지 올라갈 전망이다.

표37 PI첨단소재 실적 테이블

| (십억원)       | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21   | 4Q21   | 1Q22   | 2Q22P  | 3Q22E | 4Q22E  | 2021   | 2022E  | 2023E |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 환율 (원)      | 1,114 | 1,121 | 1,157  | 1,183  | 1,205  | 1,260  | 1,297 | 1,260  | 1,144  | 1,234  | 1,198 |
| 매출액         | 77.6  | 74.1  | 80.3   | 69.9   | 78.3   | 75.1   | 90.0  | 86.5   | 301.9  | 329.8  | 360.6 |
| (% QoQ)     | 11.0% | -4.5% | 8.4%   | -12.9% | 11.9%  | -4.1%  | 19.8% | -3.9%  |        |        |       |
| (% YoY)     | 25.9% | 32.9% | 7.8%   | 0.0%   | 0.9%   | 1.4%   | 12.1% | 23.7%  | -23.0% | 25.3%  | 14.9% |
| FPCB용 PI    | 31.0  | 29.5  | 33.0   | 27.6   | 35.5   | 31.3   | 38.9  | 36.6   | 121.1  | 142.3  | 154.1 |
| 방열시트용 PI    | 26.3  | 26.0  | 28.4   | 25.5   | 24.6   | 25.5   | 30.5  | 28.4   | 106.2  | 109.0  | 107.8 |
| 첨단산업용 PI    | 19.9  | 18.1  | 18.3   | 15.2   | 17.0   | 16.6   | 18.6  | 19.3   | 71.5   | 71.5   | 85.1  |
| PI Varnish  | 0.4   | 0.5   | 0.5    | 1.6    | 1.2    | 1.6    | 2.0   | 2.1    | 3.0    | 6.9    | 9.6   |
| 영업이익        | 20.7  | 21.6  | 19.2   | 14.4   | 13.2   | 12.9   | 21.4  | 18.4   | 75.9   | 66.0   | 88.7  |
| (% QoQ)     | 22.6% | 4.4%  | -11.0% | -24.8% | -8.2%  | -2.6%  | 66.3% | -14.1% |        |        |       |
| (% YoY)     | 40.6% | 72.2% | 20.5%  | -14.4% | -35.9% | -40.2% | 11.7% | 27.8%  | 26.4%  | -13.0% | 34.4% |
| 영업이익률 (%)   | 26.6  | 29.1  | 23.9   | 20.6   | 16.9   | 17.2   | 23.8  | 21.3   | 25.1   | 20.0   | 24.6  |
| 세전이익        | 20.5  | 20.5  | 20.2   | 22.1   | 14.0   | 15.6   | 21.9  | 18.8   | 83.3   | 68.0   | 90.9  |
| 지배주주순이익     | 16.2  | 16.0  | 15.6   | 16.1   | 11.9   | 12.8   | 16.1  | 13.4   | 64.0   | 54.1   | 69.5  |
| 지배주주순이익률(%) | 20.9% | 21.6% | 19.5%  | 23.1%  | 15.2%  | 17.0%  | 17.9% | 15.5%  | 21.2%  | 16.4%  | 19.3% |

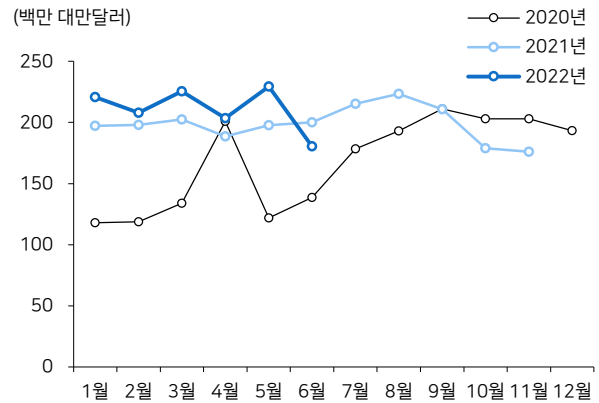
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림196 중국 월별 스마트폰 출하량 추이



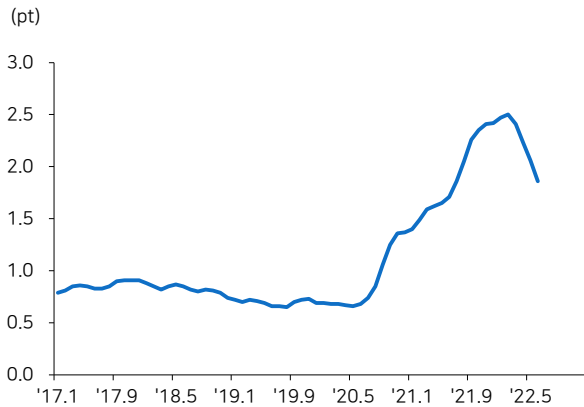
자료: 中国信通院, 메리츠증권 리서치센터

그림197 대만 Taimide 월별 매출 추이



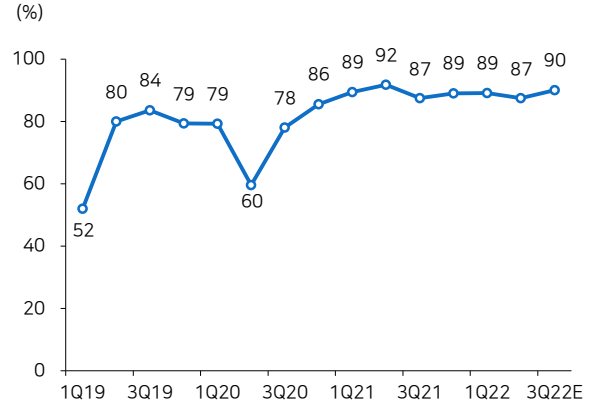
자료: Taimide, 메리츠증권 리서치센터

그림198 PI첨단소재 주요 원재료 DMF 가격 지수



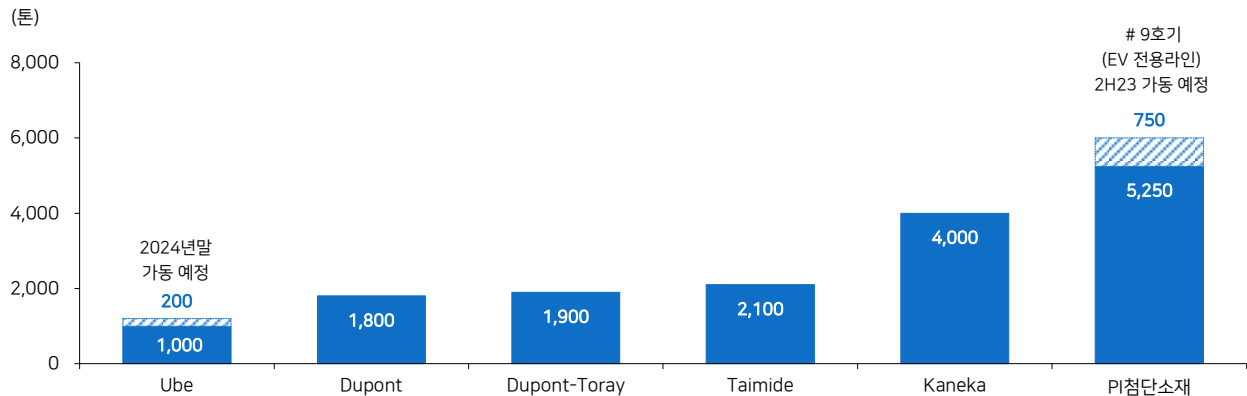
자료: Businessanalytiq, 메리츠증권 리서치센터

그림199 PI필름 가동률



자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

그림200 PI필름 경쟁사 '24년 기준 Capa 증설 계획 전망



자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

## PI 첨단소재 (178920)

## Income Statement

| (십억원)      | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액        | 261.8 | 301.9 | 329.8 | 360.6 | 405.7 |
| 매출액증가율 (%) | 17.0  | 15.3  | 9.3   | 9.4   | 12.5  |
| 매출원가       | 177.1 | 197.8 | 231.4 | 237.8 | 268.0 |
| 매출총이익      | 84.7  | 104.1 | 98.4  | 122.8 | 137.7 |
| 판매관리비      | 24.7  | 28.2  | 32.4  | 34.1  | 38.0  |
| 영업이익       | 60.0  | 75.9  | 66.0  | 88.7  | 99.8  |
| 영업이익률      | 22.9  | 25.1  | 20.0  | 24.6  | 24.6  |
| 금융손익       | -1.4  | -0.4  | -0.2  | -0.0  | 0.7   |
| 종속/관계기업손익  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타영업외손익    | -5.9  | 7.8   | 2.2   | 2.2   | 2.1   |
| 세전계속사업이익   | 52.7  | 83.3  | 68.0  | 90.9  | 102.6 |
| 법인세비용      | 11.0  | 19.3  | 13.9  | 21.4  | 23.5  |
| 당기순이익      | 41.7  | 64.0  | 54.1  | 69.5  | 79.1  |
| 지배주주지분 순이익 | 41.7  | 64.0  | 54.1  | 69.5  | 79.1  |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름      | 80.9  | 88.6  | 79.3  | 96.0  | 105.4 |
| 당기순이익(손실)      | 41.7  | 64.0  | 54.1  | 69.5  | 79.1  |
| 유형자산상각비        | 20.3  | 21.8  | 25.8  | 27.5  | 27.8  |
| 무형자산상각비        | 1.2   | 2.0   | 2.3   | 1.9   | 1.6   |
| 운전자본의 증감       | 5.5   | -8.8  | -0.6  | -0.7  | -1.0  |
| 투자활동 현금흐름      | -12.4 | -50.6 | -73.8 | -48.7 | -30.3 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -8.9  | -32.7 | -74.5 | -49.3 | -30.0 |
| 투자자산의감소(증가)    | -0.1  | 0.2   | -0.1  | -0.1  | -0.1  |
| 재무활동 현금흐름      | -21.2 | -24.0 | -47.7 | -32.2 | -32.5 |
| 차입금의 증감        | -12.0 | 1.7   | -15.7 | -0.2  | -0.5  |
| 자본의 증가         | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 현금의 증가(감소)     | 47.3  | 14.6  | -42.2 | 15.1  | 42.5  |
| 기초현금           | 28.5  | 75.8  | 90.5  | 48.3  | 63.3  |
| 기말현금           | 75.8  | 90.5  | 48.3  | 63.3  | 105.9 |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산      | 144.0 | 196.4 | 164.0 | 189.9 | 248.2 |
| 현금및현금성자산  | 75.8  | 90.5  | 48.3  | 63.4  | 105.9 |
| 매출채권      | 34.4  | 44.4  | 48.5  | 53.0  | 59.6  |
| 재고자산      | 31.6  | 42.1  | 46.0  | 50.3  | 56.6  |
| 비유동자산     | 260.0 | 276.6 | 323.1 | 343.1 | 343.8 |
| 유형자산      | 240.1 | 255.1 | 303.9 | 325.6 | 327.8 |
| 무형자산      | 11.5  | 13.5  | 11.2  | 9.3   | 7.7   |
| 투자자산      | 1.1   | 0.9   | 0.9   | 1.0   | 1.1   |
| 자산총계      | 404.0 | 473.0 | 487.1 | 533.0 | 592.0 |
| 유동부채      | 80.9  | 108.7 | 99.5  | 99.8  | 116.9 |
| 매입채무      | 13.7  | 23.2  | 25.3  | 27.7  | 31.1  |
| 단기차입금     | 24.3  | 27.5  | 25.0  | 15.0  | 18.0  |
| 유동성장기부채   | 13.3  | 13.3  | 0.4   | 3.8   | 7.7   |
| 비유동부채     | 40.3  | 38.4  | 39.7  | 47.7  | 42.6  |
| 사채        | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 장기차입금     | 22.7  | 17.3  | 16.9  | 23.2  | 15.4  |
| 부채총계      | 121.1 | 147.1 | 139.1 | 147.5 | 159.5 |
| 자본금       | 14.7  | 14.7  | 14.7  | 14.7  | 14.7  |
| 자본잉여금     | 187.5 | 187.5 | 187.5 | 187.5 | 187.5 |
| 기타포괄이익누계액 | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 이익잉여금     | 158.8 | 201.8 | 223.9 | 261.4 | 308.4 |
| 비지배주주지분   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 자본총계      | 282.9 | 325.9 | 348.0 | 385.4 | 432.5 |

## Key Financial Data

|                        | 2020  | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원)               |       |        |        |        |        |
| SPS                    | 8,915 | 10,279 | 11,231 | 12,281 | 13,814 |
| EPS(지배주주)              | 1,421 | 2,179  | 1,841  | 2,367  | 2,693  |
| CFPS                   | 2,692 | 3,749  | 3,204  | 4,023  | 4,398  |
| EBITDAPS               | 2,777 | 3,390  | 3,204  | 4,023  | 4,398  |
| BPS                    | 9,633 | 11,097 | 11,849 | 13,125 | 14,729 |
| DPS                    | 711   | 1,090  | 1,090  | 1,090  | 1,090  |
| 배당수익률(%)               | 1.9   | 2.0    | 2.9    | 2.9    | 2.9    |
| Valuation(Multiple)    |       |        |        |        |        |
| PER                    | 26.0  | 25.3   | 20.2   | 15.7   | 13.8   |
| PCR                    | 13.7  | 14.7   | 11.6   | 9.2    | 8.5    |
| PSR                    | 4.2   | 5.4    | 3.3    | 3.0    | 2.7    |
| PBR                    | 3.8   | 5.0    | 3.1    | 2.8    | 2.5    |
| EBITDA                 | 81.6  | 99.6   | 94.1   | 118.1  | 129.2  |
| EV/EBITDA              | 13.1  | 15.8   | 11.4   | 9.0    | 7.8    |
| Key Financial Ratio(%) |       |        |        |        |        |
| 자기자본이익률(ROE)           | 15.6  | 21.0   | 16.0   | 19.0   | 19.3   |
| EBITDA 이익률             | 31.1  | 33.0   | 28.5   | 32.8   | 31.8   |
| 부채비율                   | 42.8  | 45.1   | 40.0   | 38.3   | 36.9   |
| 금융비용부담률                | 0.5   | 0.3    | 0.3    | 0.3    | 0.3    |
| 이자보상배율(x)              | 44.7  | 81.4   | 59.8   | 75.0   | 70.8   |
| 매출채권회전율(x)             | 8.2   | 7.7    | 7.1    | 7.1    | 7.2    |
| 재고자산회전율(x)             | 6.7   | 8.2    | 7.5    | 7.5    | 7.6    |

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

| 기업                           | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 |                                        |
|------------------------------|--------------------------------------------------|----------------------------------------|
| 추천기준일<br>직전 1개월간<br>종가대비 3등급 | Buy                                              | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상           |
|                              | Hold                                             | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 |
|                              | Sell                                             | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만           |
| 산업                           | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천                  |                                        |
| 추천기준일<br>시장지수대비 3등급          | Overweight (비중확대)                                |                                        |
|                              | Neutral (중립)                                     |                                        |
|                              | Underweight (비중축소)                               |                                        |

## 투자 의견 비율

| 투자 의견 | 비율    |
|-------|-------|
| 매수    | 77.8% |
| 중립    | 22.2% |
| 매도    | 0.0%  |

2022년 6월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## LG 이노텍 (011070) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일        | 자료형식  | 투자 의견 | 적정주가<br>(원) | 담당자      | 괴리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|-------|-------------|----------|---------|--------|----------------|
|            |       |       |             |          | 평균      | 최고(최저) |                |
| 2020.07.22 | 기업브리프 | Buy   | 210,000     | 주민우      | -24.0   | -19.0  |                |
| 2020.09.16 | 기업브리프 | Buy   | 230,000     | 주민우      | -31.5   | -26.7  |                |
| 2020.11.16 | 산업분석  | Buy   | 220,000     | 주민우      | -21.3   | -6.6   |                |
| 2021.01.25 | 기업브리프 | Buy   | 250,000     | 주민우      | -15.5   | -8.0   |                |
| 2021.03.08 | 기업브리프 | Buy   | 286,000     | 주민우      | -26.0   | -22.7  |                |
| 2021.04.29 | 기업브리프 | Buy   | 290,000     | 주민우      | -32.6   | -29.0  |                |
| 2021.05.25 | 산업분석  | Buy   | 260,000     | 주민우      | -19.0   | -12.5  |                |
| 2021.06.21 | 기업브리프 | Buy   | 265,000     | 주민우      | -13.5   | -9.1   |                |
| 2021.07.30 |       |       |             | Univ Out |         |        |                |
| 2022.08.01 | 산업분석  | Buy   | 500,000     | 양승수      | -       | -      |                |

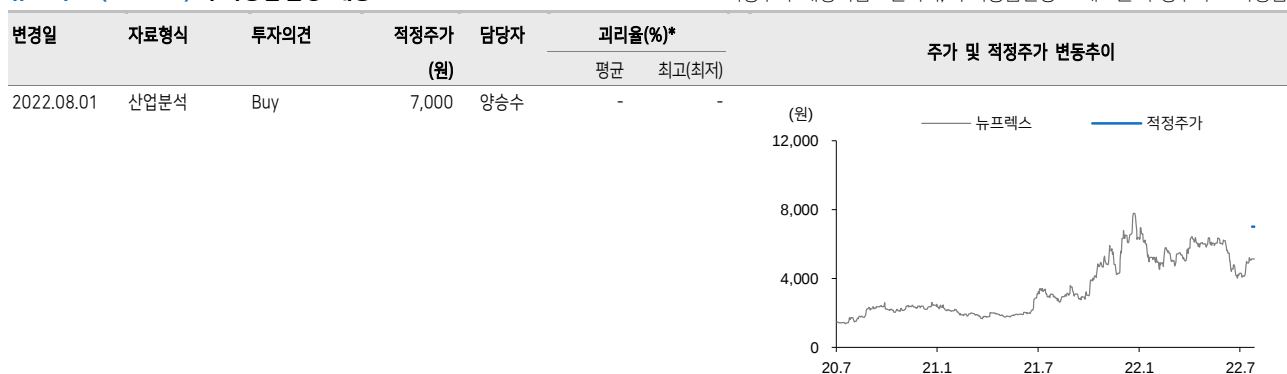
## 비에이치 (090460) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일        | 자료형식 | 투자 의견 | 적정주가<br>(원) | 담당자      | 괴리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|------|-------|-------------|----------|---------|--------|----------------|
|            |      |       |             |          | 평균      | 최고(최저) |                |
| 2020.06.02 | 산업분석 | Buy   | 24,000      | 주민우      | -10.3   | 11.3   |                |
| 2020.11.16 | 산업분석 | Buy   | 27,000      | 주민우      | -27.0   | -9.4   |                |
| 2021.07.30 |      |       |             | Univ Out |         |        |                |
| 2022.08.01 | 산업분석 | Buy   | 43,000      | 양승수      | -       | -      |                |

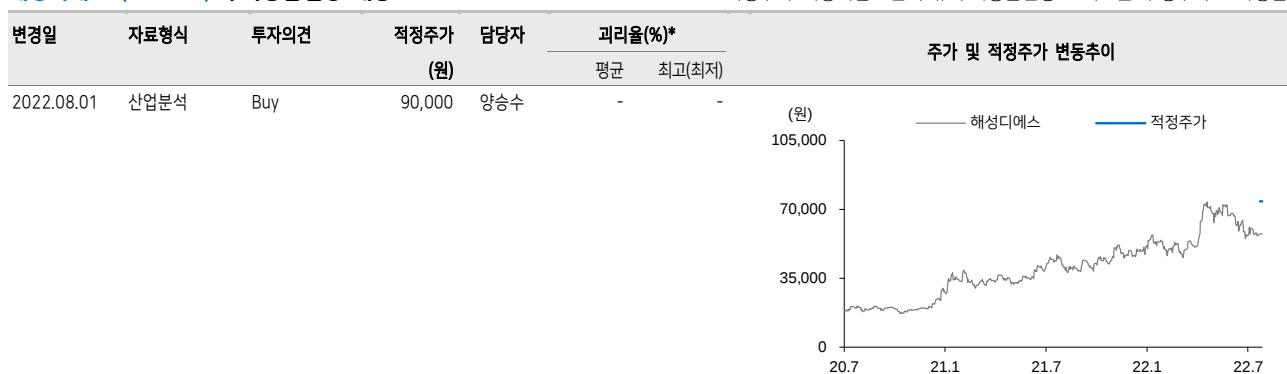
## 뉴프렉스 (085670) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



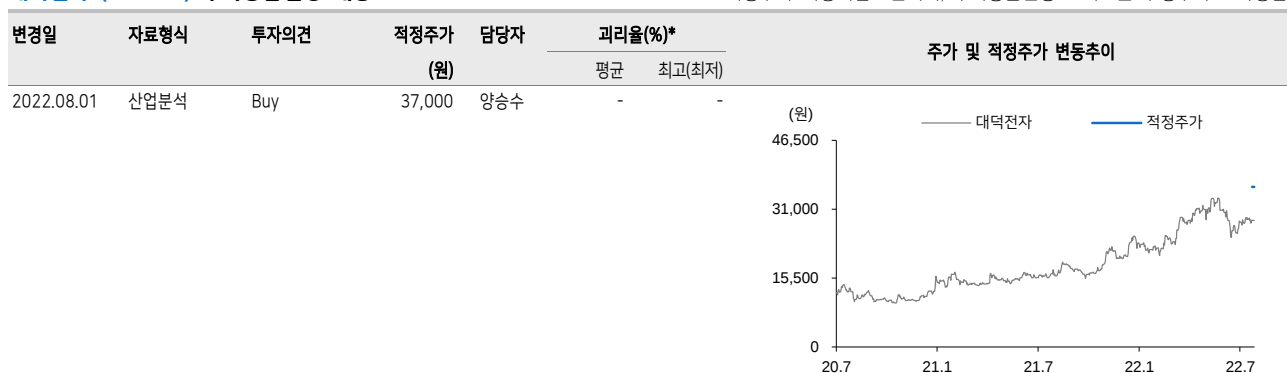
## 해성디에스 (195870) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



## 대덕전자 (353200) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



## PI 첨단소재 (178920) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

