

전자담배업

전자담배, 본격 성장하는 글로벌 시장



박장욱 Jangwook.Park@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 신규

- PMI, 아이코스로 전자담배 시장 주도, 미국, 중국 시장 개화 예상
- 아이코스의 M/S 70% 절대적, 릴 이외 경쟁기종 부재
- 이엠텍, KT&G 릴 초기 개발 이력 보유. 글로벌 담배회사 수주 기대

관련형 전자담배 시장이 열린다

전 세계 흡연자 수 감소 지속. PMI는 아이코스라는 전자담배를 내세워, 연초 시장 대체 중. 전자담배 통해, 시장점유율과 수익성 지키는 전략 채택

PMI 주도로 전자담배 시장 개화. 아이코스 MS 70%. 릴 이외에 경쟁기종 부재. 전자담배 전환에 따른 글로벌 담배회사들의 전자담배 진입을 예상함

KT&G릴 초기부터 납품 및 개발 이력 있는 이엠텍의 글로벌 담배회사 수주 기대. 이엠텍을 타픽으로 릴 주요 벤더사인 이랜텍을 관심종목으로 제시함

글로벌 HNB 침투율 상승 전망

22년, 관련형 전자담배 침투율은 3% 내외 수준으로 추정. 한국과 일본의 침투율은 20% 내외로 글로벌 전자담배 침투율도 한국, 일본과 유사하게 될 것
글로벌 시장 내 미국과 중국 비중은 45% 수준. 미국은 그동안 특허문제로 아이코스가 판매되지 못 했음. 23.2H 아이코스 신규모델 출시로 전자담배 판매 시작 미국 시장의 전자담배 본격 성장 예상

중국, 전자담배 시장 고속 성장. 액상형은 건강 문제로 규제 시작. 관련형 위주의 담배시장 성장 전망

글로벌 담배회사들의 관련형 전자담배시장 참전

관련형 전자담배 시장을 주도하는 것은 PMI. 경쟁사였던 KT&G와 협력하여, 릴의 글로벌 판매 진행 중. 기기의 다변화로 시장 확대 전략

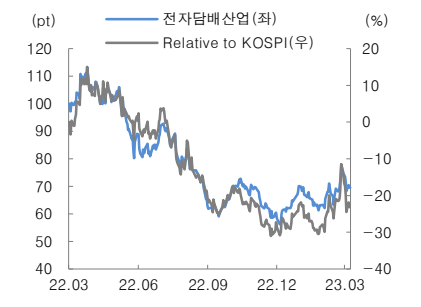
스마트폰 성장은 아이폰 이후, 다양한 안드로이드 기기 보급 이후

PMI, 아이코스 통해 수익성과 점유율 확보. 글로벌 담배회사들의 관련형 전자담배 시장 본격적 참전을 예상함

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
이엠텍	Buy	43,000
이랜텍	N.R	N.R

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.3	16.2	11.5	-30.2
상대수익률	4.2	5.7	-0.6	-22.4



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %, %)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
매출액	9,972	9,086	11,621	14,138	13,794
영업이익	307	171	726	1,137	1,218
총당기순이익	117	-154	681	877	966
지배지분순이익	125	-151	684	882	966
EPS	596	-650	16,586	19,649	21,383
PER	174.7	97.5	12.0	7.4	9.1
BPS	18,699	17,547	105,678	113,476	132,842
PBR	0.8	1.3	1.8	1.3	1.4
ROE	4.1	-4.9	15.3	18.2	17.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 이엠텍, 이랜텍 합산, 대신증권 Research Center

Contents

Summary	4
담배 회사의 고민, 전자담배의 탄생	5
변화의 조짐이 나타나는 미국과 중국	10
이엠텍	13
이랜텍	22

Summary

성숙기에 도달한 담배 시장. 전 세계 흡연자 수는 완전히 감소 중

담배시장은 성숙기에 도달한 시장이다. 평균 수명의 증대로 담배로 인한 건강에 대한 건강 보험료 지출 부담이 커짐에 따라 담배에 대한 규제 강도도 강해지고 있다. 이러한 경향을 반영하듯, 전 세계 흡연자 수도 지속적으로 감소하고 있다.

흡연자들의 진입장벽을 낮추는 액상형 전자담배. 건강 문제 이슈 존재

담배 사업자들의 고민은 전자담배라는 새로운 시장이 열리는 신호탄이 되었다. 전자담배는 크게 액상형과 껴련형으로 구성되는데, 액상형은 흡연의 진입장벽을 낮추었지만, 건강에 대한 이슈가 존재하는 관계로 규제가 강해질 수 있는 불투명성이 존재한다.

껴련형 전자 담배는 상대적으로 건강이슈에서 자유로움

반면, 아이코스로 시작된 껴련형 전자담배는 기존 연초 대비해서 방출되는 유해물질의 양이 적어, 건강에 대한 유해도가 적다고 FDA는 결론 내린 바 있다. 전자담배 시장에서 가장 적극적인 것은 글로벌 담배회사 필립모리스(이하 PMI)인데, PMI는 'Smoke Free'를 기치로 내 걸고 있다. 성숙기에 있는 산업에서, MS를 유지하면서, 수익성을 방어하는 것을 전략으로 세운 것이다.

전자담배는 규제의 영향, 소비자의 기호 등으로 성장이 예상된다

전자담배 시장이 성장하는 것은 기존 연초 대비 전자담배 스틱의 수익성이 더 뛰어나다는 점, 소비자들이 실내에서 필 수 있고, 담배 냄새가 덜 하다는 점에서 선호한다는 점, 건강에 대한 유해성이 적어, 규제에 대한 영향이 적다는 점 등이 꼽힌다.

전 세계에서 가장 큰 시장을 차지하고 있는 미국과 중국에서 변화가 예상된다

Euromonitor에 따르면, 전 세계 담배 시장에서 중국과 미국이 차지하는 비중은 45% 수준으로 절대적인 수준이다. 미국의 경우, 특허문제로 아이코스의 판매가 금지된 바 있었는데, 올해 하반기 아이코스 일루마의 미국내 출시 및 알트리아의 신규 전자담배 라인업 소개를 통한 성장이 예상된다. 또, 중국의 경우, 아직 껴련형 전자담배가 적극적으로 커지고 있진 않지만, 액상형 전자담배에 대한 규제는 강화하는 한편, 전자담배에 대한 관리책 수립되는 등 전자담배 사업이 제도권 내에 편입되는 흐름을 나타내고 있다.

PMI뿐 아니라 KT&G, BAT, Imperial Brands 등 글로벌 전자담배회사 참전 예상

글로벌로 가장 큰 두 개의 시장에서 변화의 흐름이 나타남에 따라, PMI 이외에도 글로벌 담배회사들의 적극적인 참전이 예상된다. 또, PMI가 직접 전자담배 사업을 주도함에 따라 수익성 향상과 점유율 상승의 성과를 내고 있는 만큼 다른 담배사업자들이 껴련형 전자담배 시장에 참전할 유인은 충분하다고 판단한다. KT&G는 PMI를 통해 글로벌 판매를 지속할 예정이며, BAT, Imperial Brands, JTI 모두 전자담배 시장에서 적극적인 행보를 펼칠 것으로 예상된다.

이앤티엑을 타픽으로, 이앤티엑을 관심기업으로 제시

KT&G 릴 뿐만 아니라 BAT향 OEM 납품 이력이 있으며, 글로벌 전자담배 ODM사로 발돋움하고 있는 이앤티엑을 타픽으로 KT&G 릴향 매출뿐 아니라 ESS부문 성장에 따른 매출 성장이 기대되는 이앤티엑을 관심기업으로 제시한다.

I. 담배회사의 고민 – 전자담배의 탄생

전자담배 – 액상형과 껌련형.

담배회사들의
수익성과 성장성에
대한 고민 속에서
탄생한 전자담배

담배시장은 투자자들에게 오랜 기간 지루한 산업에 속했었다. 전 세계 흡연 인구 수는 2000년 이후로 꾸준히 감소 추이를 보였으며, 흡연자에 대한 규제는 시간이 지날수록 강해져 왔기 때문이다. 수익성과 안정성이 높은 산업이긴 했으나, 이렇다 할 성장성은 눈에 띄지 않았다. 이런 고민 속에서 전자 담배가 등장하였다. 전자 담배는 흡연자들의 진입장벽을 낮추어, 신규 흡연자 수를 늘리는 방향과 담배 회사들의 수익성을 확보하는 방향으로 발전해왔다.

액상형과 껌련형으로
분류되는 전자담배

전자 담배는 과거 부터 꾸준히 개발되어 왔는데, 분류는 크게 액상형과 껌련형으로 나뉜다. 액상형은 연초를 태우는 방식이 아닌, 니코틴 농축액 혹은 가향 연기를 수증기 형태로 흡입하는 형태를 말한다. 2015년 Juul의 출시 이후, 본격적으로 주목받기 시작했다.

액상형은 연초를
태우는 방식이 아닌.
Vaping으로도 불림.
신규 진입자가 대거
존재해 460여 개
이상의 경쟁사 존재

액상형의 경우, 연초를 태우는 방식이 아니기 때문에, 기존 담배와는 조금 다른 측면이 존재한다. 영어로는 Vaping이라는 용어가 따로 존재한다. 액상형 전자담배를 피는 방법은 니코틴 농축액이 함유되거나 담배향만 있는 액체를 수증기로 분무하는 형태다. 액상형 전자담배의 대표는 Juul이다. 액상형 전자담배 시장은 경쟁이 치열한 시장이며, 신규 진입자들이 대거 존재한다. National Institute on Drug Abuse에 따르면, 액상형 전자담배 관련 브랜드는 약 460여 개 이상이 존재하는 것으로 알려져 있다.

대표적 액상형 전자
담배는 Juul. 건강관
련 이슈로 규제 받음

액상형 전자담배는 Juul이 청소년층을 대상으로 선풍적인 인기를 얻음과 함께, 본격적으로 주목 받았다. 기존 연초 대비 흡연에 대한 진입장벽이 낮다는 점, 다양한 종류의 맛이 있다는 점 등이 인기를 끈 배경이었다. 다만, Juul은 FDA에서 ‘잠재적으로 해로운 화학 물질 배출 가능성이 있다’는 판정과 함께 잠재적 DNA 손상 가능성에 따라 미국 내에서 판매 금지된 바가 있다.

액상형이 청소년층
흡연자 유입이
더 많으나, 규제관련
한 리스크 존재

껌련형 대비해서 액상형이 청소년 등 신규 흡연자들에 대한 문턱이 낮아, 성장성이 높게 나타날 수 있으나, 액상형의 경우는 건강과 관련해 불확실성이 있는 상황으로 품목별로 규제의 강도가 다르게 나타날 전망이다.

액상형은 껌련형은
연초를 가열하는
방식을 띄어,
HNB(Heat Not Burn)
으로 분류됨

껌련형의 경우, 3세대 전자담배로 분류되기도 한다. 기존 액상형 전자 담배가 방식과 다르게 연초 형태의 스틱을 가열하는 방식을 취한다. 껌련형 전자담배 시장을 연 것은 15년에 출시된 PMI의 아이코스이며, 이후 릴, 글로 등 다수의 브랜드가 출시 되었다. 껌련형 전자담배는 흡연을 위한 연초가 필요한 관계로 기존 담배회사들이 주도하고 있다. 그 중에서도 PMI가 껌련형 전자담배 시장에 적극적이다. 껌련형 전자담배는 영어로는 HNB로 불리는데, (Heat Not Burn) 직관적으로 알 수 있듯이, 기존 연초는 태우지만, HNB는 담배 스틱을 가열하는 방식을 가지고 있다.

담배를 태우는게
아니기 때문에 태우는
방식 대비, 유해물질
배출이 적음. 규제
영향 제한적

기존에 태우는 방식과 다르게 담배를 찌는 방식을 통하기 때문에 기존 연초대비 유해물질이 덜 배출되고, 냄새가 덜 나는 등의 장점을 지니고 있다. 2019년, 미국 FDA는 ‘과학적 검증에 따라 아이코스를 분석한 결과 이 제품이 일반 담배와 비교해 독성 물질을 적게 생성하는 만큼 공중보건 보호에 적합하다.’고 판정을 내린 바 있다.

전자담배, 그 중에서 궤련형 전자담배

궤련형은 기존 담배 회사들이 주도 중. 궤련형의 특징은 1. 락인효과 존재

궤련형 전자담배는 기존 담배회사들이 주도하고 있다. 기존 담배회사입장에서 궤련형 전자담배가 가져다 주는 효익은 크게 두 가지가 있다. 첫 째, 락인 효과다. 자사 전자담배 기기를 사용함에 따라서, 담배 소비자는 해당 담배회사의 연초를 꾸준하게 사용하게 된다. 마치, 프린터기 잉크의 비즈니스와 유사한 형태라고 할 수 있다.

특징 2. 연초 대비 담배회사에 수익성이 더 뛰어남

둘 째, 수익성 강화에 유리하다. 기존 연초대비 해서 전자담배 스틱은 담배회사 입장에서 수익성이 1.5 배 ~ 2.5배 가량 높은 것으로 알려져 있다. 이는 흡연자 수가 증가하지 않더라도 수익성이 증가할 수 있음을 뜻한다.

수익성이 뛰어나, 흡연자수 증가 없이 ARPU 상승 효과 기대됨

담배 한 갑을 5,000원 이라고 가정하고, 기존 연초의 수익성이 30% 라고 하면, 연초 한 갑 판매당 담배회사는 1,500원이 남는다. 전자 담배 스틱이 50% 정도의 수익성 개선 효과가 있다고 하면, 영업이익률은 약 40%, 전자담배 스틱 하나당 담배회사의 마진은 2,000원이 된다. 담 배 한 갑당 남는 금액은 기존 1,500원 에서 2,000원으로 500원이 더 해지게 된다.

확대되는 수익성 고려시, 기기 가격이 크게 무리한 가격이 아님

전자 담배 기기(이하 HTP(Heat Tobacco Unit))의 납품 단가를 5만원으로 가정한다면, HTP를 무료로 나눠 준다고 하더라도 약 100갑 정도의 스틱 판매가 이루어지면, BEP 수준에 도달한다는 계산이 된다.

담배회사 입장에서 전자담배 기기는 무료로 나눠주더라도 200일이면, BEP에 도달 할 수 있을 것으로 계산됨

국내 기준 1인당 하루 평균 흡연 개수는 10 ~ 13개 피 수준이다. 2일당 1갑을 핀다고 하면, 전자 담배 기기를 무료로 나눠준다고 하더라도 담배회사 입장에서 200일 내에 BEP를 달성한다는 계산이 나온다. 이는 단순 가정이며, 회사마다 전자담배 스틱의 수익성은 다르나 HTP를 저렴하게 판매하더라도 충분히 스틱에서 수익을 남길 수 있는 구조다. 또, 자사 브랜드 내 락인효과, 마케팅 효과 등등까지 고려한다면, 담배회사 입장에서도 궤련형 전자담배는 충분히 매력적인 시장이다.

건강, 소비자 기호 그리고 담배회사 수익성 개선 측면에서 전자담배 성장 가시성은 높음

기존 내연차 시장이 전기 자동차로 대체되고, 휴대폰 시장이 스마트폰으로 전환 되었던 담배 시장내에서도 전환이 이루어지고 있다. 이는 소비자 기호, 건강과 관련된 이슈 그리고 담배회사의 수익성 강화라는 측면에서 삼박자가 맞는 상황이다. 시장의 개화라는 측면에서 가시성은 매우 높다고 판단된다.

궤련형 전자 담배 침투율은 한국과 일본이 높음. 좋은 사례

궤련형 전자담배의 침투율은 22년 한국 17% , 일본 25% 수준으로 글로벌로 가장 높은 편에 속한다. Euromonitor에 따르면, 21년 기준 궤련형 전자담배의 침투율은 5% 미만으로 추정된다. 침투율이 증가할 여력은 충분하다. 마치, 배달의 민족이 한국에서 선제적으로 성공했던 것처럼 글로벌 시장이 한국 혹은 일본처럼 전개될 것을 예상한다.

PMI의 KT&G와의 협업. 전자담배의 본격적인 시장 성장이 기대됨

PMI는 2020 년 KT&G의 릴의 글로벌 판매와 관련해서 협력한 바 있다. 이는 국내 전자담배의 침투율 상승과 더불어, 그 속에서 릴이라는 브랜드가 유의미한 점유율 상승을 했던 것이 영향을 미친 것을 추정된다. 타사 브랜드의 제품을 PMI가 해외에 팔아주겠다는 것의 정확한 계산을 알 수는 없다. 하지만, 추정하자면, 일단 전자담배 시장을 본격적으로 개화하겠다는 의도로 보인다. 여기서, 시장의 개화에서 중요한 것은 히트 제품뿐 아니라 다양한 종류의 제품 라인업이기 때문이다. 스마트폰도 아이폰 이후, 다양한 종류의 안드로이드폰이 출시되면서 본격적으로 성장궤도에 오른 바 있다.

그림 1. 다양한 전자담배의 종류 - 액상형(Vapor), 결련형(HNB) 전자담배



자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

그림 2. KT&G와 PMI의 협력



자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

PMI, 왜 그렇게 꺾련형 전자담배에 열심일까?

성숙산업인 담배사업에서 PMI의 전략은 MS유지와 수익성 방어

PMI는 꺾련형 전자담배에 대해서 글로벌 담배회사들 중 가장 적극적인데, 자사 IR을 통해서 지속적으로 'Smoke - Free World'에 대해 이야기하고 있다. 담배 파는 회사가 담배없는 세상을 이야기한다는 것이 아이러니할 수 있다. 하지만, 담배가 성숙산업이고 전방 수요가 장기적으로 감소한다는 것을 고려한다면, 기존 사업자가 할 수 있는 방법 중에 하나를 택하고 있는 셈이다. 바로, 시장 점유율을 꾸준히 유지하면서, 수익성 방어에 나서는 것이다.

성숙산업에서, 수요보다 공급이 더 가파르게 감소할 때, 차별성이 있는 사업자는 우위를 가질 수 있다.

성숙산업에서 수요가 감소하더라도 시장점유율 방어에 성공한 상위 사업자가 이전보다 높은 수익성을 영위한 사례는 많다. 대표적인 예를 들자면, 강남의 결혼식장을 예로 들 수 있다. 혼인 건수가 감소함에도 공급자가 가파르게 감소함에 따라서 우위를 지닐 수 있었다. 또, 강남이라는 지역적 우위를 지닌 공급자들은 다른 공급자 대비 우위를 가짐에 따라 상당기간 수익성을 영위하고 있다.

수요보다 공급이 가파르게 감소할 시, 상위 사업자는 상당기간 높은 수익성을 유지할 수 있음.

이를 PMI에 대입해보자. 만약, 전자담배로 인해서 흡연 인구가 가파르게 하락한다면 ? 그리고 그 중간과정을 아이코스라는 전자담배가 충실히 이행한다고 가정해보자. 경쟁사들 입장에서는 추가적인 투자보다는 사업축소를 고민할 것이다. 사업축소는 공급 감소로 이어질 것이다. 이때, 수요감소보다 공급이 더 가파르게 감소하기를 PMI는 바라고 있는 셈이다.

'Smoke - Free', 연초에 대한 규제 강화에서 PMI가 원하는 것은 공급의 더 가파른 감소

여기에, 속도를 더 가속화시켜 줄 요인이 있다. 바로 건강과 관련된 이슈다. 평균 수명 연장에 따라, 흡연으로 인한 세수의 보다 건강보험료 지출이 계속해서 커져가고 있는 상황이다. 이는 국가별로 연초에 대한 규제를 강화할 유인이 된다. 연초에 대한 규제 강화, 전자담배로의 세대 전환 가속, 수요보다 빠른 공급의 감소 유도, PMI의 전략이다.

만약 의도대로 된다면, PMI의 점유율은 자연스럽게 상승하게 될 것이다. 또, PMI의 꺾련형 전자담배 스틱은 일반 연초대비 수익성이 2.5배 뛰어나니, 전체 Q의 감소에도 PMI의 매출과 수익성은 상승하는 효과로 이어지게 된다.

PMI가 릴을 글로벌로 판매하는 이유. 전자담배 시장의 성장

PMI가 KT&G 릴 글로벌 판매를 도맡아서 진행하고 있는 것은 전자담배로의 세대 전환 가속화가 그 목적이라고 추정된다. 글로벌로 HNB침투율이 유의미하게 증가한 국가는 일본과 대한민국이다. 아이코스의 글로벌 점유율이 70% 인데, 그 중 아이코스가 아닌 기기가 점유율 50% 대를 달성한 곳은 한국이 유일하다. 기기의 경쟁력이 있다고 판단했을 수 있다. 또, 산업의 성장기에는 기기의 다양성은 성장을 촉진시키는 역할을 한다. 종류가 다양해야 소비자 입장에서 선택해볼 유인이 커지고 이것이 곧 침투율 확대로 이어지기 때문이다.

가속화되는 글로벌 회사들의 전자담배 참전 가속화

후술하겠으나, 이런 변화 속에서 글로벌 담배회사들의 전자담배 시장 참전도 가속화되고 있다. 시간의 문제일뿐 연초에 대한 규제는 더욱 강해질 것이다. 신규 흡연자 수는 계속해서 감소할 것이다. 담배에 대한 규제가 강해지는 가운데, PMI 가 쏘아올린 전자담배라는 공의 눈덩이는 커지고 있다.

전자담배는 다른 담배와 차별성을 만드는 요인

'강남'의 결혼식장에서는 '강남'이 차별성을 가질 수 있었듯이, 담배시장에서는 '전자담배'라는 기기가 차별성을 가지는 요소가 될 것이다. 이 전환과정에서, 글로벌 담배사들의 전자담배 시장 참전이 이루어질 것을 전망한다.

전자담배, 기회의 장이 열린다.

전체 Q감소에도 전자담배로 MS와 수익성 방어에 성공한 PMI

연간 글로벌 담배 출하량이 감소함에 따라, PMI의 연간 담배 출하량도 지속적으로 감소하고 있다. 반면, 전자담배의 점유율 상승으로 전체 점유율은 유지되면서, 실제 매출과 영업이익은 개선되고 있는 흐름을 기록하고 있다.

PMI는 켈런형 전자담배 시장에서 약 70% 정도의 시장 점유율을 기록하고 있는 절대 강자다. 이미 켈런형 전자담배에서 아이폰과 같은 헤리티지를 가지고 있는 입장에서 전자담배 시장의 개화하기를 바라고 있는 셈이다. PMI 의도대로 흘러갈 시, 경쟁사들의 점유율 하락과 시장 퇴출은 더 가속화될 것이다. 켈런형 전자담배시장이 더 가파르게 성장할수록 더 유리한 구도가 되는 셈이다.

전방 시장의 축소 속에서도 수익성과 시장점유율을 유지하고 있다는 점에서 PMI의 선례는 글로벌 담배회사들의 전자담배 시장 참여유인을 높인다. 또, 켈런형 전자담배 시장 = 유해물질 적은 담배라는 점에서 연초시장의 퇴장을 촉진시킬 것이다. 글로벌 담배회사들이 켈런형 전자담배 시장에 참전할 유인은 충분하다. .

국내 전자담배 기기 제조업체들의 수혜가 기대됨

이애타는 다원화 이전, KT&G를 독점적으로 생산해왔다. 린만 거의 유일하게 아이코스의 대항마가 되었다는 점에서 아직 전자담배에서 이렇다할 성과를 내지 못하고 있는 글로벌 담배회사들이 이애타를 주요 벤더로 선택할 유인은 충분하다.

‘Smoke - Free’의 중간 단계로써, 켈런형 전자담배 시장의 성장을 전망하며, 이 과정에서 이애타의 가장 큰 수혜를 예상한다.

표 1. PMI 연도별 연초 판매개수 및 수익성 추이

(단위: 십억 개비, 백만 달러)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
세계 연초 판매량 *	2,952.3	2,913.6	2,850.7	2,757.0	2,703.0	2,561.0	2,620.0	2,626.0
PMI 판매량 (a+b)	847.3	812.9	798.2	781.7	766.4	704.6	719.9	731.1
연초 판매량 (a)	847.3	805.5	762.0	740.3	706.7	628.5	624.9	621.9
켈런형 전자담배 판매량 (b)		7.4	36.2	41.4	59.7	76.1	95.0	109.2
시장점유율 (c+d)	28.7%	27.9%	28.0%	28.4%	28.4%	27.5%	27.5%	27.8%
연초 (c)	28.7%	27.6%	26.7%	26.9%	26.1%	24.5%	23.9%	23.7%
켈런형 전자담배 (d)		0.3%	1.3%	1.5%	2.2%	3.0%	3.6%	4.2%
순매출	26,794	26,685	28,748	29,625	29,805	28,694	31,405	31,762
영업이익	10,745	10,903	11,581	11,377	10,531	11,668	12,975	12,246
순이익	6,873	6,967	6,035	7,911	7,185	8,056	9,109	9,048
OPM	40.1%	40.9%	40.3%	38.4%	35.3%	40.7%	41.3%	38.6%
NPM	25.7%	26.1%	21.0%	26.7%	24.1%	28.1%	29.0%	28.5%
EPS	4.42	4.48	3.88	5.08	4.61	5.16	5.83	5.20
DPS	4.04	4.12	4.22	4.49	4.68	4.74	5.00	5.08

자료: PMI, 대신증권 Research Center / 주 : 세계 출하량은 미국, 중국 제외. 연초 개비 판매 기준

II. 변화의 조짐이 나타나는 미국과 중국

PMI, 알트리아로 부터, IQOS 미국내 판매 권한 취득

전체 담배 시장내 미국과 중국의 비중은 40% 내외로 추정됨

Euromonitor에 따르면, 2021년 기준 전 세계 담배 시장은 약 \$ 935 Bill 규모다. 이 중, 금액 기준으로 상위 5개국인 중국, 미국, 독일, 일본, 인도네시아가 차지하는 규모는 약 \$ 526 Bill로 절반이 넘는 수준이다. 이 중 중국과 미국의 시장 규모가 각각 \$ 288 Bill , \$ 133 Bill 로 두 국가가 전 세계 담배 시장에서 차지하는 규모가 40%가 넘는다.

최근 중국과 미국 두 시장의 변화가 감지됨

담배 시장 규모로 보자면, 중국과 미국의 변화가 미치는 영향력이 크다. 최근 행보를 보자면, 가장 큰 시장인 중국과 미국에서 변화의 조짐이 있다. 먼저, 미국을 살펴보자. 미국의 경우, PMI가 22년 하반기 알트리아로부터 \$ 2.7 Bill 을 주고 미국내에서 아이코스를 팔 수 있는 판권을 구매하였다. 알트리아는 PMI의 모회사이며, 미국내 판매는 알트리아가 글로벌 PMI가 담당해왔다.

미국은 특허 문제로 아이코스를 판매하지 못 한 바 있음. 해결책은 아이코스의 자국내 생산 혹은 신규 제품 생산

이는 미국내 경쟁사인 레이놀즈사와의 특허 소송 패소로 인한 것이다. PMI는 21년 9월 을 기점으로 특허 침해 이슈로 인해, ITC의 판결에 따라 미국내 판매를 위한 아이코스의 수입은 금지되었다. PMI가 특허소송을 피해갈 수 있는 방법은 두 가지가 있다. 한 가지는 자국내에서 아이코스를 제작해서 판매하는 방법, 다른 한 가지는 특허를 피할만한 제품을 신규로 론칭해서 미국내에서 판매하는 방식이다.

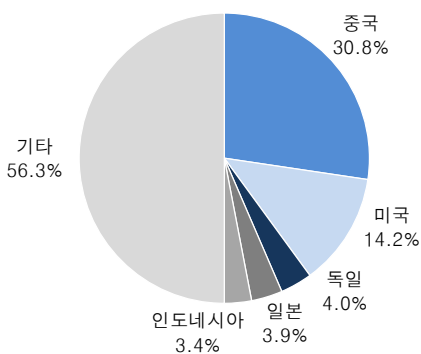
현재 두 가지 방향 모두에서 이뤄지고 있는 것으로 파악

현재, 두 가지 방향에서 모두 이루어지고 있는 것으로 보인다. PMI는 23년 하반기 신제품 아이코스 일루마의 미국 출시를 준비하고 있다. 또, 22년 중에 알트리아는 전자담배 제조업체인 Poda를 인수한 바 있는데, Poda를 통해서 신규 제품을 출시할 가능성도 높아 보인다.

다양한 신규 출시는 한국과 일본의 HNB 침투율 상승에 기여 할. 미국도 비슷하게 전개될 가능성 높음

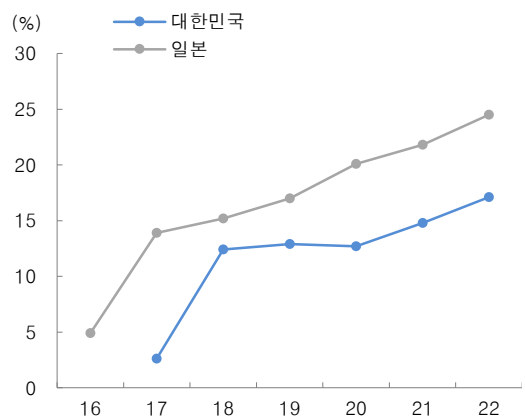
한국과 일본의 사례를 보면, HNB기기의 침투율이 증가했던 시기는 17 ~ 18년, 21 ~ 22년 으로 브랜드별 신제품이 출시되던 시기였다. 다양한 종류의 기기 출시가 시장 성장에 도움이 되는 경향이 있는데, 이를 고려하면, 알트리아, 아이코스 각각 전자담배 기기 라인업을 미국내 출시하는 방향으로 전개될 수도 있다. 이는 세계 2위 시장인 미국의 HNB 침투율을 증가시키는 요인으로 작용할 것이다.

그림 3. 글로벌 담배 시장 규모



자료: Euromonitor, 대신증권 Research Center
주: 21년 기준, 금액기준.

그림 4. 한국, 일본 HNB 침투율 추이



자료: KT&G, PMI, 대신증권 Research Center

중국, 전자담배 제도권내로

중국이 전체 담배 시장에서 차지하는 비중은 30%로 절대적

Euromonitor에 따르면, 중국이 전 세계 담배시장에서 차지하는 비중은 30% 수준으로 가장 압도적이다. 시장 규모가 클 뿐만 아니라 전자담배 시장의 성장률도 가파른 상황이다. KOTRA에 따르면, 중국의 전자담배 시장은 21년 200억 위안 (원화 약 3.8 조원) 20년 대비 36% 가량 성장하였다.

중국은 전자담배에 대해서 규제 실시. 완전 금지 보다는 제도권 내 순차적 편입 진행

중국은 21년 중국 흡연 건강 위험 보고서에서 전자담배는 안전하지 않고 건강에 유해하며, 청소년에게 해롭다는 입장이었다. 21년 11월 중국인민공화국 연초전매법 실시조항에서는 전자담배 관리 법치화 추진, 전자담배 관리 효율화, “전자담배 등 신형 담배 제품 품질은 권련형 담배 조항을 참고하여 관리 실시” 조항을 추가하였다.

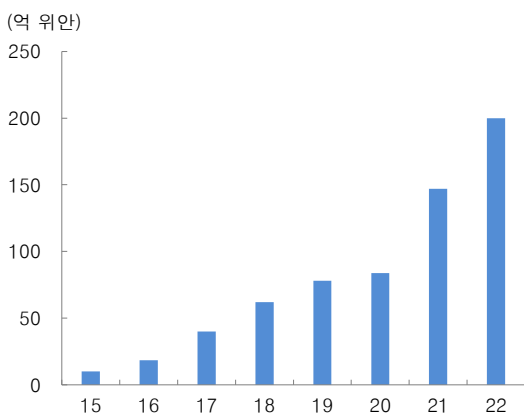
액상형은 청소년 흡연을 증가에 따른 규제 강화. 권련형은 상대적으로 규제 영향 적음

22년 10월에는 면허받아야 사업을 할 수 있다는 조항과 더불어 언론 전자담배 광고, 전시회, 포럼 개최 등도 금지하였다. 이는 액상형을 위주로 청소년 흡연율이 상승하고 있다는 점에 대한 경계로, 전자담배의 규제와 관련해서는 미국과 비슷한 방향으로 전개되고 있다. 액상형 전자담배에 대해서는 전면적인 규제. 권련형 전자담배 시장에 대해서는 제도권 내로 편입되면서 안착되는 흐름이다.

미국과 중국의 시장 변화. 전자담배의 본격적인 개화가 기대됨

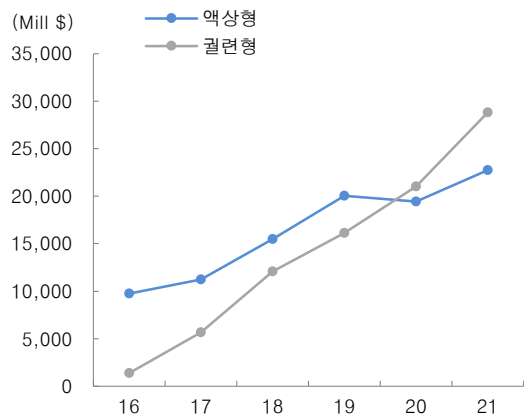
미국과 중국 모두 제도권 내에 전자담배가 시일을 두고 안착되는 모습이다. 미국의 경우는 아이코스의 자국내 재 출시에 따른 성장이며, 중국은 전자담배 시장의 본격적인 개화에 따른 수혜가 기대된다. 특히, 중국은 건강과 관련한 이슈로 액상형에 대한 규제는 강화하는 한편, 권련형에 대한 규제는 제한적이다. 중국 시장도 다른 국가들과 비슷하게 전개될 것으로 기대한다.

그림 5. 중국 전자담배 시장 규모



자료: iMedia Research, KOTRA, 대신증권 Research Center

그림 6. 글로벌 액상 및 권련형 소매판매액 추이



자료: Euromonitor, 대신증권 Research Center

담배회사들의 궤련형 전자담배 참전기

미국과 중국 시장의 변화와 함께 변화가 예상됨

아이코스의 출현 이후, 각 회사들은 자체 브랜드를 만들어서 전자담배 시장에서 대응하였다. KT&G 릴, BAT Glo, JTI Ploom이 대표적이다. 이 과정에서 유의미한 점유율 상승을 보인 기기는 KT&G의 릴이었다. JTI, BAT, Imperial Brands 등 PMI를 포함한 글로벌 담배회사들 모두 NGP (New Generation Product)로의 참전을 선언한 상태다.

글로벌 담배회사들의 궤련형 전자담배 시장의 본격적인 참전이 기대된다.

미국과 중국 시장의 개화, 글로벌 담배회사들의 참전으로 본격적인 전자담배 시장이 열릴 수 있을 것으로 기대된다.

표 2. 각 사별 전자담배 주요 라인업

PMI	BAT	JT	KT&G
IQOS (2015.9)	GLO (2016.12)	Ploom (2013)	lii (2017)
IQOS3, IQOS3 multi (2018.11)	Glo pro, Glo Nano (2019.10)	Ploomtech (2016.3)	lii Plus (2018.5)
IQOS3 DUO (2019.9)	Glo Hyper (2020.4)	Ploomtech+, Ploomtech S (2019.1)	lii Mini (2018.10)
IQOS ILUMA (2021.9)	Glo Hyper + (2021.1)	Ploom X (2021.8)	lii Hybrid 1.0 (2018.11)
	Glo Pro Slim (2021.9)		lii Hybrid 2.0 (2020.2)
	Glo Hyper 2 (2022.7)		lii Solid 2.0 (2020.9)
			lii Hybrid Ez (2022.5)
			lii Alble & Premium (2022.11)

자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

표 3. 주요 담배제조회사 매출 및 시가총액

(단위: Mill \$)

	매출액	영업이익	순이익	시가총액
PMI	31,762	20,360	12,909	139,939
BAT	34,191	28,280	15,582	77,362
JTI	20,340	11,991	5,273	41,480
Imperial Brands	21,639	7,728	4,241	21,359

자료: 대신증권 Research Center

Initiation

이엠텍 (091120)

박장욱 Jangwook.Park@dshin.com

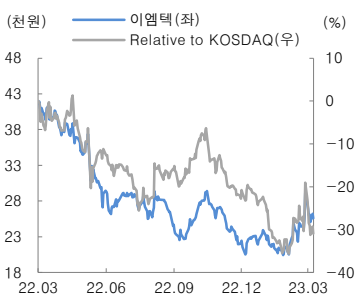
투자 의견 **BUY**
매수, 신규

6개월 목표주가 **43,000**

현재주가 **28,200**
(23.04.10) 스몰캡 업종

KOSDAQ	857.18
시가총액	4,386억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	87억원
52주 최고/최저	41,306원 / 20,400원
120일 평균거래대금	31억원
외국인지분율	2.03%
주요주주	정승규 외 3인 14.96% 안트로젠 8.79%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.4	15.8	11.3	-36.3
상대수익률	9.9	-7.6	-9.5	-29.6



성장통, 그 이후의 도약

- 전방 IT 기기 수 확대에 따른 꾸준한 모바일용 부품 매출 기대
- 23년, BAT 물량 및 글로벌 A 사 물량 수주에 따른 매출 레벨업 추정
- 전자담배에 더해 헬스케어 부문 매출 더해질 것

투자 의견 매수, 목표주가 43,000 원 제시

기존 부품 사업 매출 꾸준한 가운데, BAT향 ODM 물량 수주 및 글로벌 A 사향 물량 수주에 따른 23년 매출 성장 전망. 23년 매출 : 4,698억, 영업이익 595억, 순이익 493 억 전망. 목표주가 타겟 P/E 15배 적용한 목표주가 43,000 원 제시

글로벌 ODM사로 발돋움

23년, 이연된 BAT향 ODM 물량 수주 및 글로벌 A사 물량 수주 기대 하반기 매출 본격화 기대. 글로벌 ODM사로 발돋움할 것으로 기대
글로벌 HNB 침투율 3% 미만. 성장여력 충분

스마트폰 전자담배에 더해지는 헬스케어 사업 매출

디지털 뷰티 시장 성장에 따른 헬스케어 부문 매출 성장 전망
23년, 디지털 뷰티뿐 아니라 의료기기에 따른 매출 성장 기대
의료기기 매출 '22Y : 400 억 → 23Y E : 800 억
하반기 중 의료기기 추가수주에 따른 매출 성장도 기대됨

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
매출액	2,682	2,829	4,002	4,158	4,698
영업이익	-56	21	371	339	595
세전순이익	-33	-38	408	345	632
총당기순이익	-4	6	341	329	493
지배지분순이익	4	9	345	334	493
EPS	25	63	2,258	2,069	2,993
PER	339.7	195.0	14.1	10.4	9.7
BPS	10,939	11,178	14,028	15,537	18,721
PBR	0.8	1.1	1.9	1.7	1.5
ROE	0.2	0.5	16.5	13.6	17.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 이엠텍, 대신증권 Research Center

이엠텍 기업소개

IT 부품/제품 제조업
영위. 스마트폰 시장
성장과 함께 동반
성장해옴

이엠텍은 2001년에 설립된 IT 부품/제품 제조 업체다. 07년도에 상장했으며, 상장이후 주요 고객사인 삼성전자에 부품 및 제품을 납품하면서 동반 성장하였다. 12년, 고객사에 방수 스피커를 납품, 기술력을 인정받아 고객사 내 점유율을 확대한 바 있다. 15년 이후에는 주요 전방 시장인 스마트폰 시장이 성숙기에 도달함에 따라 성장도 정체되었다.

스마트폰 성숙기
도달 후, KT&G 전자
담배 주요 벤더사로
자리매김

회사에 변화를 가져다 준 것은 전자담배 시장의 개화였다. KT&G 릴의 주요 벤더사로 참여하면서 전자담배향 매출이 발생하기 시작하였다. 그동안 모바일 부품 등에 납품해왔던 기술력을 바탕으로 KT&G 릴 1.0, 릴 하이브리드, 릴 솔리드 등을 제조 및 납품하였다. 출시 초기에는 불량율이 발생하여, 적자를 기록하는 등 어려움을 겪었으나, 이내 극복하고 KT&G 내 주요 벤더사로 자리 매김하였다. 다원화 이전, KT&G의 모든 기기는 이엠텍이 제조해왔다.

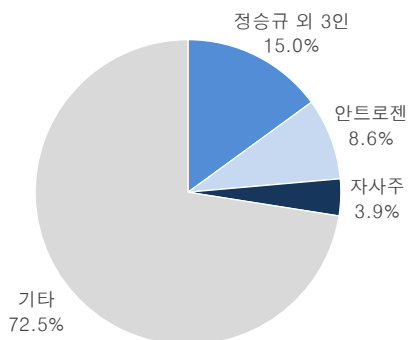
릴 글로벌 수출, BAT
ODM 물량 수주 기대
감에 주가 상승했으나,
기대대비 부진한
수주에 주가는 기간조정
받아옴

이후, KT&G가 PMI와 협력함에 따라 글로벌 수출 물량이 발생함에 따라, 매출액 상승을 기록하였다. 여기에 더해, KT&G뿐 아니라, 글로벌 담배회사인 BAT 글로벌 프로 슬림의 OEM 물량을 수주받았다. 다만, 이후, 22.2H 기대하였던, BAT향 ODM 물량 수주의 지연과 코로나 기간 이후, 스마트폰 등 주요 모바일 부품의 매출 저하, 주요 고객사였던 KT&G향 수주 물량 감소에 따라서 주가는 조정을 받아왔다.

이엠텍은 최대주주인 정승규 대표 외 관련 지분 약 15%, 전략적 제휴로 지분 교환을 한 안트로젠 8.6%, 자사주 3.9%로 구성되어 있다. 지분구조에서 특이한 점은 없다.

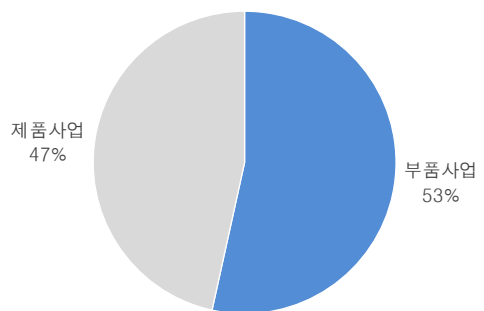
또, 매출은 크게 부품 및 제품 사업으로 분류된다. 부품 사업은 스마트폰 및 모바일용 부품이 주된 매출이며, 마이크로 스피커, 다이내믹 리시버 등이 포함된다. 제품사업은 스마트 보청기, 전자담배, 헬스케어 사업의 매출이 포함된 매출이다.

그림 7. 이엠텍 주요 주주



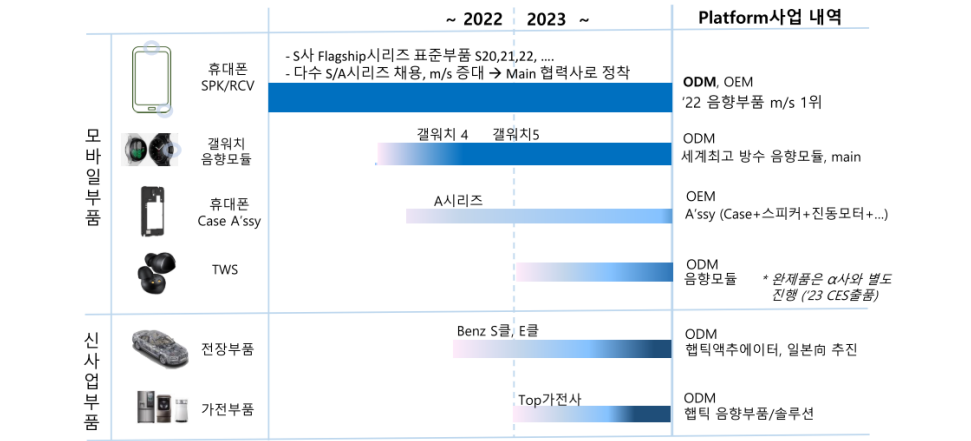
자료: 이엠텍, 대신증권 Research Center / 주 : 2022년 기준

그림 8. 이엠텍 매출 구성



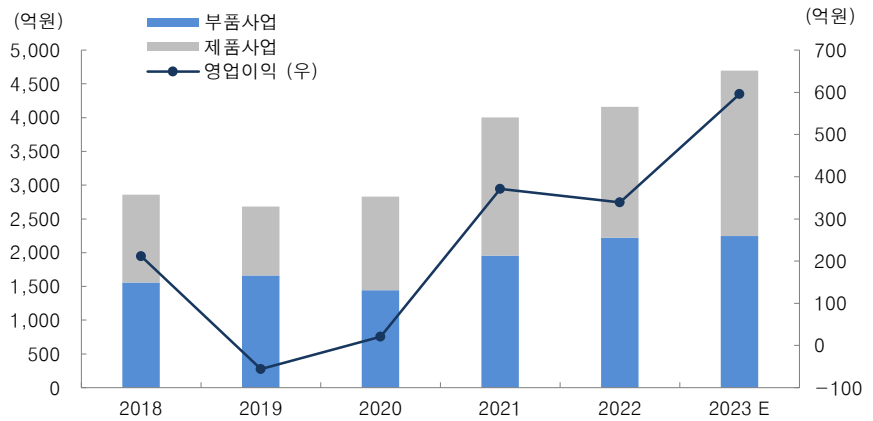
자료: 이엠텍, 대신증권 Research Center / 주 : 2022년 기준

그림 9. 이엠텍 모바일 부품 사업



자료: 이엠텍, 대신증권 Research Center

그림 10. 이엠텍 연간 매출액 추이



자료: 이엠텍, 대신증권 Research Center / 주 : 전자담배 및 헬스케어 부문 매출은 제품사업 매출에 포함.

그림 11. 이엠텍 역사적 주가 추이



자료: dataguide, 대신증권 Research Center

이엠텍 전자담배 개발 이력

이엠텍은 KT&G에 하이브리드 등 릴 시리즈를 꾸준히 납품해옴

동사는 릴 시리즈 초기 출시부터 KT&G와 함께 협력해왔다. 릴 1.0, 릴 하이브리드 1.0, 2.0 등 경쟁사의 릴 솔리드 2.0 수주 이전까지 KT&G의 릴 시리즈를 독점적으로 도맡아서 생산해왔다.

고객사 다변화를 위해 BAT향 물량 수주. 베트남 전용라인 설치

동사는 고객사 한 곳에 의존하지 않고, 글로벌 ODM사로 발돋움 하기 위하여 글로벌 담배회사들과도 협업을 진행하였으며, BAT의 글로 프로 슬림 물량을 작년 하반기 수주 받아서, 생산한 바 있다. 베트남 공장에서 BAT용 전용라인을 설치하는 등 성장의 발단을 다져왔다.

KT&G 벤더 다변화 전략 등에 따라 KT&G향 물량 감소

다만, BAT의 글로 프로 슬림 수주 이후, KT&G와 특히 분쟁에 휩싸이고, KT&G의 전자담배 벤더사 다변화 전략과 특히 분쟁이 발생함에 따라 현재 이엠텍의 KT&G향 수주 물량은 감소한 상태다.

작년 하반기 BAT향 OEM 아닌, ODM 물량 수주 기대했으나, 수주 지연

또, BAT 물량의 경우도, 글로 프로 슬림의 OEM 물량이 아닌, ODM 물량 수주가 기대되었으나, 해당 부분의 수주가 지연됨에 따라 주가 역시 지지부진한 상태를 기록하였다. 동사는 현재 BAT용 베트남 전용 라인까지 갖추어 놓은 만큼 시기의 지연이 있더라도 BAT로부터 ODM향 물량 수주를 받을 것으로 기대한다.

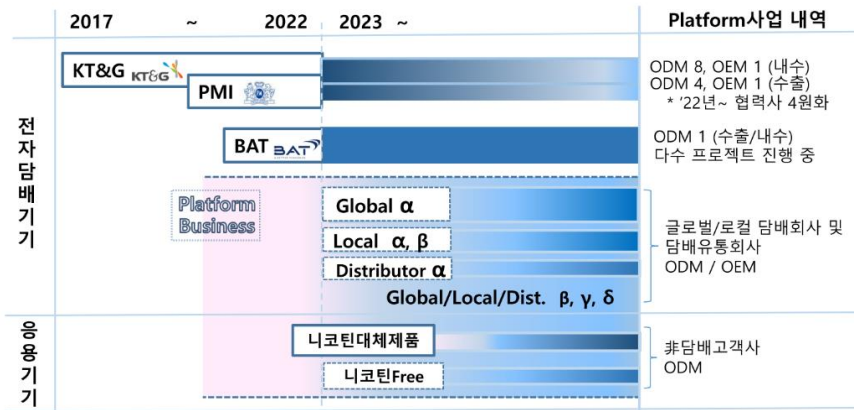
BAT 이외에도 글로벌 담배회사 수주 기대됨

BAT 이외에도 글로벌 담배회사로부터 물량 수주도 기대되는 상황인데, 글로벌로 보았을 때, 아이코스 와 KT&G 릴을 제외하고는 이렇다할 두각을 드러내고 있는 기기가 없는 만큼, 다른 글로벌 회사로부터의 추가적인 수주가 기대된다. 준비된 CAPA, 릴 시리즈 개발 및 성공 이력을 보유한 상태로 글로벌 담배회사 입장에서 충분히 매력적인 상황이다. 현재 글로벌 담배회사 여러 곳과 이야기를 하고 있는 만큼 수주 가시성은 높다고 판단한다.

꾸준한 연구개발로 인해 전자담배 관련 특허 증가 중

아직, 실적으로 나타나지는 않았지만, 전자담배와 관련한 연구개발은 꾸준히 진행되고 있다. 연구개발 노력은 특허 출원 개수로도 나타나는데, 동사의 전자담배 관련 지적재산권은 22년 5월 400 여 개 이상에서 23년 3월 700 개 이상으로 꾸준히 증가하고 있다.

그림 12.이엠텍 전자담배 사업 로드맵



자료: 이엠텍, 대신증권 Research Center

그림 13.이엠텍 글로벌 사업장



자료: 이엠텍, 대신증권 Research Center

전자담배 시장 이애크의 TAM

동사는 수주 기반 사업으로 연간 실적 전망에 있어서 불투명성은 존재함.

동사의 주력 사업은 수주를 기본으로 하기 때문에 전망에 있어서 어려움이 있다. 수주의 지연 등에 따라서 예상치 못 한 매출의 변동성이 나타날 수 있기 때문이다. 또, 공개된 데이터들이 많지 않아, 몇 가지 데이터를 기반으로 성장여력을 추정해보았다.

22년 전 세계 궐련형 전자 담배 보급율은 2.7% 수준으로 추정

전 세계 전자담배의 보급율은 현재 10% 미만인 것으로 추정된다. PMI에 따르면, 가장 점유율 높은 아이코스의 글로벌 사용자 수는 22년 기준, 약 2,490 만 명으로 아이코스의 점유율을 70% 정도로 추산했을 때, 전체 전자담배 사용자 수는 3,600 만 명 정도로 추산한다. 전 세계 흡연자 수가 약 13억 명이니, 22년 기준 궐련형 전자담배의 침투율은 2.7% 수준정도로 추정된다.

25년 연간 신규 전자 담배 출하대수 4,000 만대 수준 전망

궐련형 전자담배 사용자 수가 연간 30% 정도씩 늘어 난다고 가정했을 때, 2025년에 궐련형 전자담배 사용자 수는 약 8,000만 명 정도로 추정한다. 이 때, 궐련형 전자담배의 침투율은 6.2% 정도 수준이다. 이 때 연간 출하되는 신규 전자담배 디바이스 수는 2025년 4,000 만 대 정도로 추산한다.

신규 출하 물량에서 이애크 예상 물량 20 ~ 30% 가정

아이코스를 제외한, 릴 일부 물량과 글로벌 전자담배회사 물량을 수주 받았다고 했을 때, 동사가 전체 신규 출하 대수에서 가져올 수 있는 물량은 약 10 ~ 20% 수준으로 가정하였다. 또, 보급형 기기가 포함되는 것을 고려, 기기 한대 당 납품가는 5.3만 원으로 가정하였다.

실적의 부침을 고려하더라도, 동사의 업사이드 포텐셜 대비 현재 가격은 충분히 매력적인 가격대

케이스별로 나눠보았을 때, 25년 신규 출하기기의 이애크 추정 MS 15%로 예상한다면, 예상 매출액 3,180 억 , 영업이익 477 억 원으로 BAT향 ODM 물량 수주 및 글로벌 신규 고개사 확보시, 실적의 부침은 있을 지언정 현재 가격은 업사이드 대비 충분히 매력적인 구간으로 판단한다. 또, 수주산업의 특성상 실적은 꾸준한 상승세의 형태보다는 급격히 상승하는 형태를 띠 것이다.

표 4.연간 전자담배 기기 출하대수 전망

	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E
흡연자 수 (만 명)	131,400	130,900	130,400	129,900
전자담배 사용자수 (만 명)	3,600	4,788	6,272	8,091
HNB 침투율 (%)	2.7%	3.7%	4.8%	6.2%
신규 전자담배기기 출하대수 (만 대)	2,000	2,394	3,136	4,046

자료: WHO, PMI, 대신증권 Research Center / 주 : 추정치

표 5. 2025년 케이스별 이애크 예상 매출액 및 영업이익

	Negative	Base	Bull
연간 출하대수 (만 대)	3,800	4,000	4,500
이애크 추정 MS (%)	13	15	18
이애크 출하 대수 (만 대)	494	600	810
기기 당 납품단가 (원)	50,000	53,000	55,000
매출액 (억원)	2,470	3,180	4,455
OPM (%)	13	15	17
OP (억원)	321.1	477.0	757.4

자료: 대신증권 Research Center

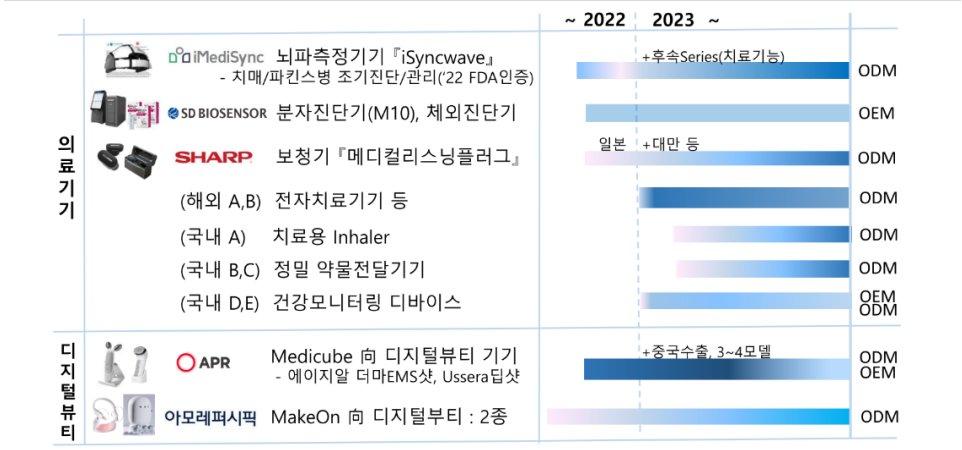
전자담배에 더해지는 헬스케어 사업

디지털 뷰티 부문
성장에 힘입어, 헬스
케어 부문 23년 매출
800 억 내외 전망

전자담배 사업뿐 아니라 헬스케어 부문의 매출 성장도 기대된다. 동사는 동탄 사업장을 통해서 헬스케어 사업을 영위하고 있다. 22년 기준 헬스케어 부문의 매출은 약 400억 정도로 전사 매출의 10% 내외를 차지한다. 올해는 메디큐브, APR 등 디지털 뷰티 부문에서 매출이 발생함에 따라 800억 내외의 매출을 전망한다. 헬스케어 사업은 전자담배 사업보다도 마진율이 높아 헬스케어 부문의 전사 이익 기여도도 점차 확대될 것으로 기대한다.

디지털 뷰티뿐 아니라 글로벌 A,B사 향 전자치료기기 등 다양한 의료기기 사업부문의 진출을 준비하고 있는 만큼, 23년 연내에도 추가 수주에 따른 매출 성장이 기대된다.

그림 14.이엠텍 헬스케어 기기 부문



자료: 이엠텍, 대신증권 Research Center

Valuation – 이옴텍

목표주가 : 43,000 원

기존 부품 사업 매출이 꾸준히 유지되는 가운데, 전자 담배 부문은 기존 고객사 부문 물량 감소부문을 신규 고객사 수주에 따라 메꿀 수 있을 것으로 기대한다. 또, 헬스케어 부문의 성장을 일부 반영하여, 23년 예상 매출액 : 4,698 억, 영업이익 : 596 억, 순이익 : 493 억을 전망한다.

글로벌 담배 매출 기대감이 존재했던 21년부터 현재까지 동사 평균 PER은 12.5배다. 글로벌담배회사로부터 수주 가시성 등을 고려해 12.5배에 PER 프리미엄 20%를 부여해, 타겟 PER 15배를 제시한다.

23년 예상 실적에 타겟 P/E 15배를 적용시, 동사 목표주가 43,000 원을 제시한다.

표 6. 이옴텍 실적 전망

(단위: 억원)

	22,1Q	22,2Q	22,3Q	22,4Q	22Y	23 E
부품	614	602	515	492	2,223	2,245
제품	610	549	531	246	1,936	2,453
매출 합산	1,224	1,151	1,046	738	4,159	4,698
매출 총이익	281	264	214	162	921	1,231
부품	48	59	46	30	183	187
제품	103	65	16	-27	157	409
영업이익 합산	151	124	62	3	340	596
비영업외 손익	22	30	32	(78)	6	22
세전 계속사업 이익	172	154	94	(76)	344	632
법인세 비용	16	23	18	(43)	14	139
당기순이익	156	130	76	(33)	329	493
GPM	23.0%	22.9%	20.5%	22.0%	22.1%	26.2%
OPM	12.3%	10.8%	5.9%	0.4%	8.2%	12.9%
NPM	12.7%	11.3%	7.3%	-4.5%	7.9%	10.5%

자료: 대신증권 Research Center

표 7. 이옴텍 목표주가 산정

(단위: 배, 원)

EPS	2,877	2023년 예상
Target PER	15	
목표주가	43,000	
현재주가	28,200	
현재 PER	9.8	2023F 기준
상승여력 (%)	52	

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
매출액	2,682	2,829	4,002	4,158	4,698
매출원가	2,299	2,387	3,153	3,247	3,467
매출총이익	382	443	849	911	1,231
판매비와관리비	438	422	478	572	636
영업이익	-56	21	371	339	595
영업이익률	-2.1	0.7	9.3	8.2	12.7
EBITDA	134	198	567	563	873
영업외손익	23	-58	37	5	37
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	12	15	19	26	22
외환관련이익	102	90	135	268	268
금융비용	-15	-19	-20	-59	-23
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	25	-54	37	38	38
법인세비용차감전순이익	-33	-38	408	345	632
법인세비용	29	44	-67	-15	-139
계속사업순이익	-4	6	341	329	493
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-4	6	341	329	493
당기순이익률	-0.2	0.2	8.5	7.9	10.5
비지배지분순이익	-8	-3	-3	-5	0
지배지분순이익	4	9	345	334	493
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-138	108	46	-275	3
포괄순이익	-142	114	388	55	496
비지배지분포괄이익	-8	-3	-1	-5	0
지배지분포괄이익	-135	117	388	60	496

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
EPS	25	63	2,258	2,069	2,993
PER	339.7	195.0	14.1	10.4	9.7
BPS	10,939	11,178	14,028	15,537	18,721
PBR	0.8	1.1	1.9	1.7	1.5
EBITDAPS	814	1,191	3,429	3,354	5,094
EV/EBITDA	10.7	11.0	8.0	8.8	5.8
SPS	16,329	16,973	24,201	24,793	27,421
PSR	0.5	0.7	1.1	1.1	1.0
CFPS	1,076	888	4,218	3,637	5,113
DPS	0	0	145	150	150

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
성장성					
매출액 증가율	-6.3	5.5	41.5	3.9	13.0
영업이익 증가율	적전	흑전	1,696.5	-8.6	75.3
순이익 증가율	적전	흑전	5,320.9	-3.5	49.6
수익성					
ROIC	-0.5	-0.2	18.9	14.6	15.9
ROA	-2.1	0.8	11.4	8.7	14.2
ROE	0.2	0.5	16.5	13.6	17.0
안정성					
부채비율	31.3	50.1	55.8	57.5	31.2
순차입금비율	2.2	9.9	1.9	17.2	9.8
이자보상배율	-3.8	2.2	29.8	9.5	0.0

자료: 이엠텍, 대신증권 Research Center

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
유동자산	916	1,158	1,790	1,886	1,441
현금및현금성자산	300	384	699	488	371
매출채권 및 기타채권	181	244	374	330	371
재고자산	397	490	643	698	587
기타유동자산	38	40	74	370	112
비유동자산	1,476	1,674	1,869	2,254	2,804
유형자산	828	915	1,091	1,707	2,264
관계기업투자금	0	0	1	0	0
기타비유동자산	648	759	777	547	540
자산총계	2,393	2,832	3,659	4,140	4,245
유동부채	323	414	939	620	587
매입채무 및 기타채무	207	356	483	295	305
차입금	109	50	146	124	124
유동성채무	1	1	239	192	154
기타유동부채	7	8	71	9	3
비유동부채	247	531	372	892	422
차입금	234	519	318	837	368
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	13	12	55	54	54
부채총계	570	945	1,311	1,511	1,009
자배지분	1,796	1,863	2,320	2,606	3,207
자본금	80	80	80	87	87
자본잉여금	540	540	565	800	800
이익잉여금	1,188	1,197	1,527	1,839	2,307
기타자본변동	-11	46	147	-120	14
비지배지분	26	24	28	23	28
자본총계	1,823	1,887	2,348	2,629	3,236
순차입금	39	188	44	452	269

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
영업활동 현금흐름	208	134	503	297	802
당기순이익	-4	6	341	329	493
비현금항목의 가감	181	142	356	281	383
감가상각비	190	178	196	223	278
외환손익	0	-16	12	10	-50
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-9	-20	148	47	155
자산부채의 증감	52	-23	-171	-229	50
기타현금흐름	-20	9	-24	-84	-124
투자활동 현금흐름	-105	-277	-357	-1,113	-576
투자자산	55	-5	-74	-269	0
유형자산	-158	-271	-282	-831	-831
기타	-3	-1	-1	-13	255
재무활동 현금흐름	-50	193	186	607	-567
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	41	255	96	430	-469
유상증자	122	0	0	235	0
현금배당	-23	0	0	-23	-25
기타	-189	-62	90	-35	-73
현금의 증감	49	84	315	-211	-117
기초 현금	251	300	384	699	488
기말 현금	300	384	699	488	371
NOPLAT	-7	-3	311	324	464
FCF	16	-115	221	-301	-94

이랜텍 (054210)

박장욱 JangwookPark@dai shin.com

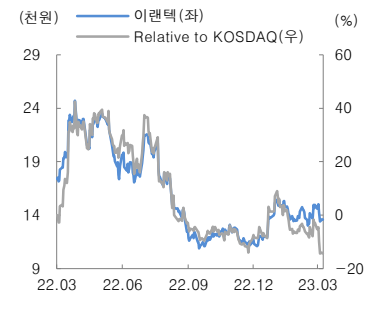
투자 의견 **N,R**

6개월 목표주가 **N,R**

현재주가 **13,160**
(23.04.10) 스몰캡업종

KOSDAQ	857.18
시가총액	3,437억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	126억원
52주 최고/최저	24,700원 / 10,800원
120일 평균거래대금	61억원
외국인지분율	3.84%
주요주주	이세용 외 11 인 38.66% 정호원 5.64%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.2	16.7	11.9	-26.3
상대수익률	-11.3	-7.0	-9.1	-18.6



전자담배에 더해지는 ESS 매출

- 20년, 21년. 릴 솔리드 2.0 수주에 따라 매출 큰 폭 상승
- 다만, 22년 대비 23년 전자담배 출하량은 감소할 것으로 추정
- 23년은 가정용 ESS 및 모빌리티 배터리팩 매출 성장 본격화 시기

릴 솔리드 2.0 수주에 따른 매출 성장

KT&G의 벤더 다변화 전략에 따라 릴 솔리드 2.0 수주에 따른 매출 큰 폭 성장 기록. 동사 전자담배 매출, 21년 : 1,011 억, 22년 : 3,041 억 22년 기준, 릴의 글로벌 사용자 수는 300만 명 내외로 추정되는 반면, 신규 출하된 기기 수는 약 800 만 대. 23년, 릴의 출하량은 다소 주춤할 것 글로벌 HNB 침투율 3%. 여전히 매력적인 시장. 릴 솔리드 2.0에 이어, 신규 모델 수주에 따른 중장기 성장 기대됨

가정용 ESS 본격 매출 시작

에너지 위기 이후, 가정용 태양광과 가정용 ESS 본격적인 보급 시작. 캘리포니아 기준, 태양광 및 ESS 설치 가정, 월간 \$58 절약 가능 미국 가정의 태양광 패널 보급율 5% 미만. 성장여력 충분

인도, 전기 리샤가 뜬다. E-Mobility 배터리 팩이 뜬다.

혼다형 E-Mobility 배터리팩 사업 영위. 배터리팩은 탈부착형 배터리팩을 제조 및 납품하는 사업을 말함
인도의 택시와 같은 이동수단은 리샤. 전기 리샤는 기존 내연 리샤 대비 판매가 및 유지비 모두 저렴. 단점은 충전시간. 배터리팩은 이를 보완 전기 리샤의 보급을 확대. 전기 리샤 비중, 19년 : 28%, 22년 : 48%
(단위: 십억원, %)

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
매출액	7,290	6,257	7,619	9,979	9,096
영업이익	363	150	355	798	623
세전순이익	247	-132	399	666	628
총당기순이익	121	-160	339	547	473
지배지분순이익	121	-160	339	547	473
EPS	571	-713	1,359	2,175	1,901
PER	9.7	NA	9.1	5.2	7.9
BPS	7,760	6,369	8,160	8,934	10,084
PBR	0.7	1.4	1.7	1.5	1.4
ROE	7.9	-10.3	18.8	23.0	17.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 이랜텍, 대신증권 Research Center

이랜텍 기업소개

**삼성전자 협력사로
삼성전자 모바일 사업
부분 성장과 함께함**

이랜텍은 1982년 전자부품 제조 및 판매를 목적으로 설립되었다. 이후, 2002년 코스닥 시장에 상장되었다. 초기에는 삼성전자 협력사로 노트북 및 휴대폰용 배터리팩을 납품하면서, 성장하였다. 이후, 휴대폰용 배터리팩 납품뿐 아니라 디지털 카메라 등 카테고리를 확장하면서 성장하였다.

**21년부터 본격
성장한 릴 솔리드 2.0
매출로 실적 본격
레벨업 됨**

피쳐폰 출하량 감소, 노트 7 발화사건 등에 따른 실적 부침은 있었으나, IT 부품/제품의 경우 꾸준한 실적을 기록해 나가고 있다. 21년부터 본격화된 KT&G향 릴 매출로 동사 매출은 큰 폭 성장하였다. 전자담배 부분의 매출은 '21Y : 1,011 억, 22Y : 3,041 억으로 전사 매출 성장을 견인하였다.

올해는 KT&G 릴 솔리드 2.0의 해외 수출 및 신규 모델 수주가 예상된다.

**가정용 ESS 부분의
성장이 기대됨**

23년 매출 증대가 기대되는 부문은 가정용 ESS와 모빌리티용 배터리팩이다. 동사는 19년부터 LG에너지솔루션과 협력을 통해 가정용 ESS 개발을 지속해왔으며, 에너지 대란 이후, IRA 법안 수혜 등을 통해 미국 및 유럽향 가정용 ESS 매출 성장 본격화에 따른 수혜가 예상된다.

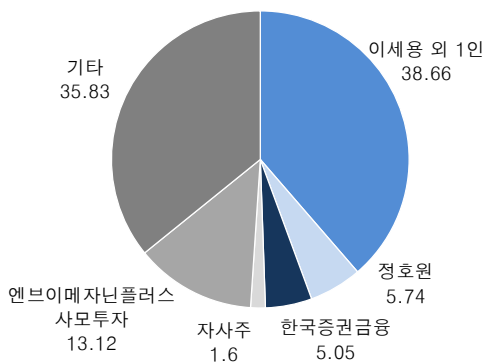
**릭샤는 동남아시아에
서 사용되는 택시
대용. 인도의 경우,
20년 코로나를 기점
으로 전기 리ك샤 판매
대수 급증**

동사는 혼다향 모빌리티용 배터리팩 매출이 기대된다. 모빌리티용 배터리팩은 일종의 탈부착식 배터리 시스템인데, 주유소에서 주유를 하는 대신 배터리를 교체하는 형태를 말한다. 리ك샤는 동남아시아에서 택시의 역할을 대체하는 이동수단이다. 리ك샤를 대표적으로 사용하는 인도의 경우, 20년 코로나를 기점으로 전기 리ك샤의 판매 대수가 눈에 띄는 정도로 증가하고 있는 상황이다.

**전기 리ك샤의 단점은
충전. 배터리팩을
사용시 이 부분 보완
가능**

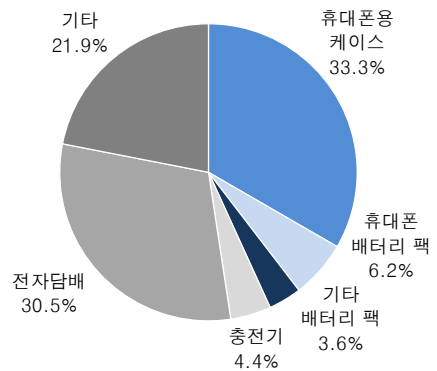
전기 리ك샤는 기존 리ك샤대비해서 제품의 단가와 유지비 모두 저렴하나, 충전에 따른 불편함이 존재했었다. 모빌리티용 배터리팩 시스템은 이런 불편함을 줄여줄 수 있는 방법으로 혼다는 eMaaS를 구상하고 있는 상황으로 꾸준한 매출 성장이 기대된다.

그림 15.이랜텍 주주 구성



자료: 이랜텍, 대신증권 Research Center / 주: 2022년 기준

그림 16.이랜텍 매출구성



자료: 이랜텍, 대신증권 Research Center / 주: 2022년 기준

그림 17.이랜텍 배터리팩



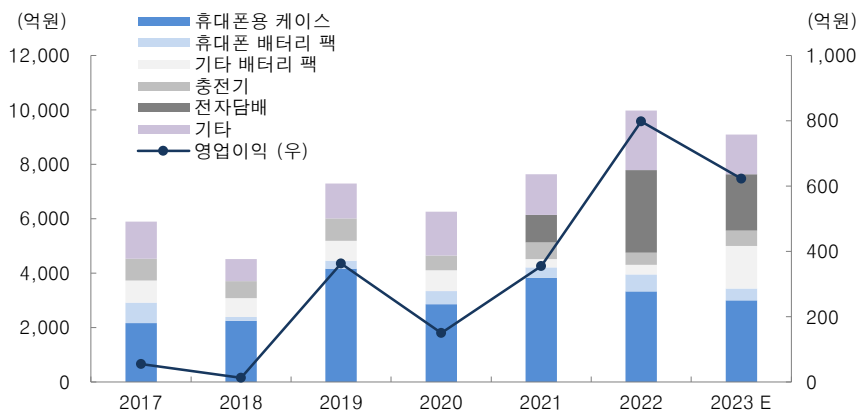
그림 18.이랜텍 케이스



자료: 이랜텍, 대신증권 Research Center

자료: 이랜텍, 대신증권 Research Center

그림 19.이랜텍 부문별 연도별 매출액 및 전망



자료: 이랜텍, 대신증권 Research Center

그림 20.이랜텍 역사적 주가 추이



자료: 이랜텍, 대신증권 Research Center

전자담배

릴 시리즈 글로벌 진출에 따라, 사용자 수 대비 22년 다소 많이 출하된 것으로 추정

이랜텍 2022년 솔리드 2.0을 통해 매출 점프를 이뤄냈으나, 올해 전자담배 부문 매출은 기대치는 다소 낮아야 한다고 판단한다. 당사 추정에 따르면, KT&G 실제 사용자 수는 약 150 ~ 300 만 명 정도로 추정되나, 22년 신규 출하된 릴 기기는 약 800만 대로 다소 많이 출하된 것으로 추정되기 때문이다.

KT&G의 NGP 측, 궤련형 전자 담배의 22년 연간 스틱 매출 수량은 107억 개비다. 아이코스의 경우, 1인당 1일 평균 히츠 스틱 소모량은 10 ~ 20개피 정도다. 이를 연으로 환산하면, 아이코스 사용자 한 명이 1년에 소모하는 히츠 스틱은 3,600 ~ 7,000 개피 라는 계산이 나온다.

이를 역산하여, 릴 스틱 물량에 적용하면, 현재 글로벌 릴 기기 사용자는 150 ~ 300 만 명 정도로 추정된다. 주요 KT&G 릴 벤더사인, 이앰텍, 이랜텍, 아이티엠 반도체, 파트론의 매출로 추정했을 때, 22년 릴의 출하대수는 800만 대 이상 수준으로 추정되는데, 22년도는 릴 사용자 수 대비해서 기기의 출하량이 많았던 것으로 추정된다.

신규모델에 따른 출하량 증가 제한적 전망

연간 전자담배 출하대수 및 가격 등 모두 정보가 공개되지 않았다. 이는 추정한 숫자이기 때문에 추정에 불확실성이 있다. 그럼에도, 신규모델 출시 등을 근거로 릴 벤더사들의 23년도의 추가 성장을 말하기에는 무리가 있다는 판단이다.

이랜텍 신규 모델 수주 기대하나, 23년 눈높이는 낮추어야

이랜텍은 KT&G의 고객사 다변화 정책에 따라 릴 솔리드 2.0을 수주받아 양산하였다. 이를 통해 22년 전자담배 매출이 3,041 억 원으로 큰 폭 상승하였다. 또, 23년은 릴 솔리드 2.0에 이어서 신규모델 수주가 기대된다. 다만, 앞서 언급했듯이, 22년 출하된 물량이 워낙 많다보니, 신규모델을 포함하더라도 23년도 기대치는 다소 낮아야 할 것이다.

그림 21. 이랜텍 솔리드 2.0



그림 22. 이랜텍 솔리드 2.0스타일러 데코



자료: 이랜텍, 대신증권 Research Center

자료: 이랜텍, 대신증권 Research Center

가정용 ESS

가정용 ESS 사업
영위. 태양광의
간헐성을 보완해주는
대형 배터리팩

이랜텍은 신규 사업으로 가정용 ESS 사업을 추진하고 있다. ESS는 에너지 저장 시스템으로 대형 배터리정도로 생각하면 이해하기 쉽다. 신재생에너지의 경우, 에너지가 생산되는 시기와 가정에서 소비되는 시기에 차이가 있어, 간헐성을 보완해주어야 하는데, 이 때 ESS가 사용되고 있다.

동사는 LGES에 가정용 ESS를 공동 개발해 납품하고 있다. LGES는 가정용 ESS에 필요한 UL9540, UL9540A를 취득하여, 유럽과 미국에 납품할 예정이다.

태양광 패널 보급율과
상관성이 높음. 현재
미국 주택의 보급율은
5% 미만 추정

가정용 ESS의 경우, 주요 태양광 패널이 설치된 가정에서 사용하기 때문에 가정용 태양광 패널 보급율하고도 상관관계가 있다. 글로벌 태양광 인버터 제조업체 Enpahse Energy에 따르면, 현재 미국의 가정용 태양광 패널 보급율은 5% 미만으로 높은 성장성을 나타낼 수 있을 것으로 전망된다.

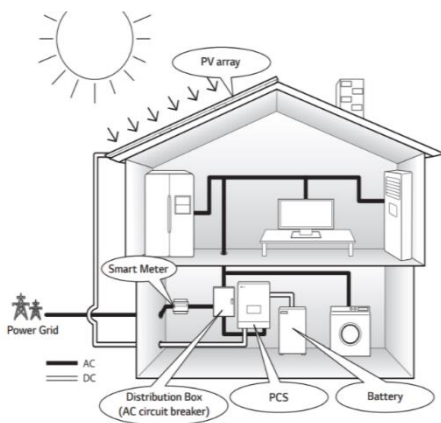
캘리포니아의 경우,
태양광과 ESS
설치시, 매 달 \$58의
비용 절감 가능함

또, 미국내에서 태양광패널이 가장 많이 설치되는 지역 중 하나인 캘리포니아에서 7kw 시스템 설치 기준으로 배터리와 태양광 패널 비용을 고려하더라도 매 월 \$58의 비용이 절감 가능하다. 이를 연산하면, \$ 696로 엄청나게 큰 금액은 아닐 수 있으나, 각 가정에서 태양광 패널을 설치할 경제적 유인은 충분한 상황이다.

현재 2개 라인 보유.
최대 매출 1,600 억
수준

동사의 ESS 생산 라인은 라인 1개당 매출 800억 정도가 가능하다. 현재 동탄 사업장은 2개 라인까지 확보해놓은 상황이다. 증설 예정인 신공장에서 증설 가능한 ESS 생산 라인은 최대 4개다.

그림 23.LG 가정용 ESS 시스템 구조



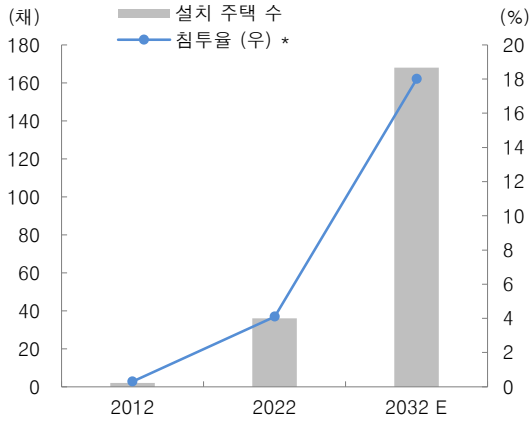
자료: LGES, 대신증권 Research Center

그림 24.LG ESS



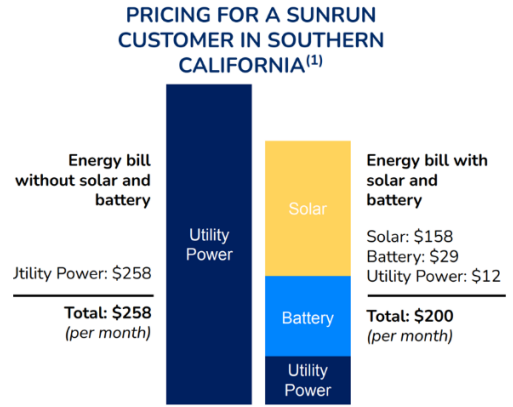
자료: 이랜텍, 대신증권 Research Center

그림 25. 미국 주택용 태양광 패널 보급률



자료: Sunrun, 대신증권 Research Center
 주 : 주택 재고 추정치는 아메리칸 커뮤니티 조사 기반, 태양열 주택은 EIA

그림 26. 가정용 패널 설치시, 효용과 비용 비교



자료: Sunrun, 대신증권 Research Center
 주 : 2020년 SD G&E 지역 7kw 시스템 실제 고객 가격 기반

모빌리티향 배터리팩

릭사는 동남아시아에서 사용되는 삼륜 이동수단

이랜텍은 또 혼다향 모빌리티용 배터리팩을 납품한다. 동남아시아에서는 릭사라고 불리는 삼륜차를 이동수단으로 사용하는데, 배터리팩을 이용하면, 전기 릭사의 단점인 충전 시간을 보완할 수 있다. 중국에서 소개되었던, 전기 자동차 탈부착 배터리 교환 시스템이라고 보면 이해하기 쉽다.

인도의 경우, 20년 코로나를 기점으로 전기 릭사 판매대수 급증.

아시아에서 릭사를 가장 많이 사용하는 국가는 인도다. FADA Reserach에 따르면, 인도의 경우, 20년 코로나를 기점으로 전기 릭사의 판매 대수가 유의미하게 증가하고 있다. 소매 판매 기준, 전체 릭사 판매 대수에서 전기 릭사가 차지하는 비중은 19년 23%에서 22년 48%까지 확대되었다.

전기 릭사는 기존 릭사대비 경제성 보유. 단점은 충전인데, 배터리팩 시스템은 이를 보완

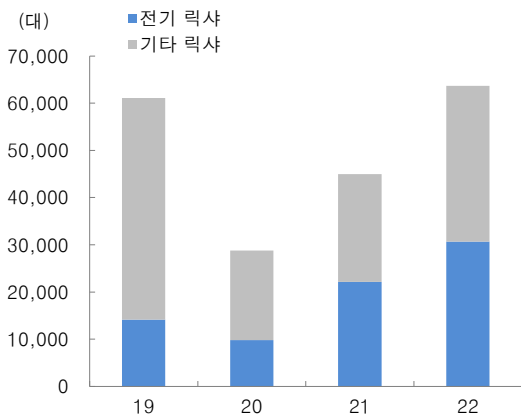
전기 릭사의 경우, 기존 릭사대비 구입 가격과 유지 비용 모두 저렴하다.구입 단가는 기존 릭사 대비 절반 수준이며, 유지비용도 기존 릭사대비 15% 가량 저렴하다. 유일한 단점은 충전시간인데, 배터리팩 시스템을 이용한다면, 이 단점을 극복할 수 있다.

그림 27.전기릭사 배터리팩



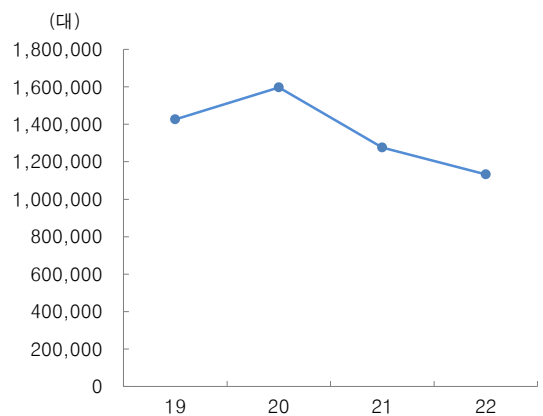
자료: 이랜텍, 대신증권 Research Center

그림 28.인도 연간 전기 및 기타 릭사 판매 대수



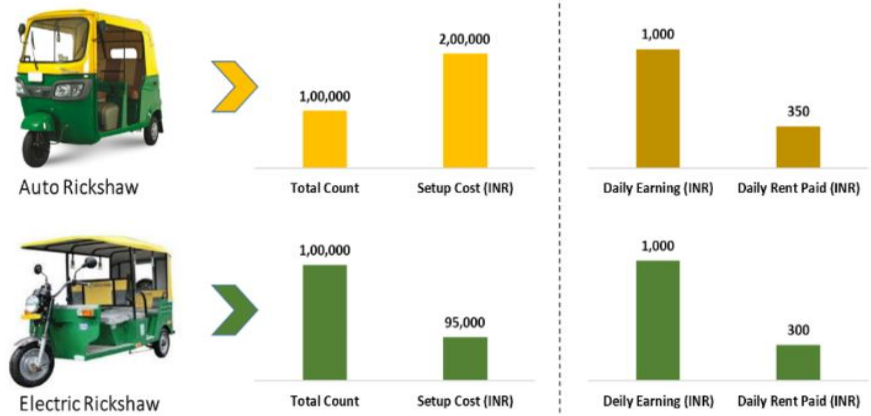
자료: FADA Research, 대신증권 Research Center

그림 29.인도 연간 2륜차 판매 대수



자료: FADA Research, 대신증권 Research Center

그림 30. 기존 리샤와 전기 리샤 가격 비교



자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

그림 31. 혼다 eMaaS



자료: Honda, 이랜텍, 대신증권 Research Center

이랜텍 실적전망

전자담배 사업의 23년도 매출은 슬로우할 것으로 전망되나, 고성장이 예상되는 사업인 만큼, 시일이 지날수록 차차 회복할 것으로 기대한다. 23년부터는 가정용 ESS, 모발리터 용 배터리팩 매출이 본격적으로 발생하면서, 실적 개선을 견인할 것이다. 다만, 그럼에도 동사 사업부문에서 전자담배 부문의 수익성이 가장 높은 만큼, 이익률 훼손은 불가피할 전망이다. 23년 매출액 : 9,096 억, 영업이익 : 623억, 순이익 : 473억 을 전망한다.

표 8. 이랜텍 분기 및 연도별 실적 및 전망

(단위: 억원)

	22,1Q	22,2Q	22,3Q	22,4Q	22 Y	23 E
휴대폰용 케이스	1,000	734	795	799	3,328	3,001
휴대폰 배터리 팩	114	4	2	503	623	435
기타 배터리 팩	98	119	104	37	359	1,563
충전기	155	93	134	57	439	567
전자담배	787	937	729	588	3,041	2,067
기타	642	888	590	68	2,188	1,463
매출합산	2,797	2,773	2,354	2,054	9,978	9,096
매출 총이익	405	381	351	290	1,427	1,119
영업이익	258	209	196	135	798	623
비영업외 손익	5	(17)	38	(157)	(144)	5
세전 계속사업 이익	263	191	234	(22)	667	628
법인세 비용	19	40	41	2	103	138
당기순이익	244	151	193	(24)	564	473
GPM	14%	14%	15%	14%	14%	12%
OPM	9%	8%	8%	7%	8%	7%
NPM	9%	5%	8%	-1%	6%	5%

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 억원)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
매출액	7,290	6,257	7,619	9,979	9,096
매출원가	6,464	5,647	6,769	8,552	7,977
매출총이익	826	610	850	1,427	1,119
판매비와관리비	463	460	495	629	496
영업이익	363	150	355	798	623
영업이익률	5.0	2.4	4.7	8.0	6.8
EBITDA	593	356	590	1,056	921
영업외손익	-116	-282	44	-132	5
관계기업손익	0	0	14	10	10
금융수익	177	139	190	417	369
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-207	-278	-167	-532	-348
외환관련손실	110	208	101	475	347
기타	-86	-143	8	-26	-26
법인세비용차감전순손익	247	-132	399	666	628
법인세비용	-90	-28	-9	-103	-138
계속사업순손익	156	-160	390	564	490
중단사업순손익	-35	0	-51	-17	-17
당기순이익	121	-160	339	547	473
당기순이익률	1.7	-2.6	4.5	5.5	5.2
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	121	-160	339	547	473
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	25	-52	27	-79	-79
포괄순이익	146	-212	366	468	394
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	146	-212	366	468	394

Valuation 지표 (단위: 원 배, %)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
EPS	571	-713	1,359	2,175	1,901
PER	9.7	NA	9.1	5.2	7.9
BPS	7,760	6,369	8,160	8,934	10,084
PBR	0.7	1.4	1.7	1.5	1.4
EBITDAPS	2,797	1,552	2,235	3,626	3,164
EV/EBITDA	3.9	8.5	7.2	4.5	5.0
SPS	34,383	27,279	28,839	34,282	31,248
PSR	0.2	0.3	0.5	0.4	0.4
CFPS	3,189	1,563	2,484	3,755	3,126
DPS	100	50	100	150	150

재무비율 (단위: 원 배, %)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
성장성					
매출액 증가율	61.4	-142	21.8	31.0	-8.9
영업이익 증가율	2,800.2	-58.8	137.3	124.8	-21.9
순이익 증가율	흑전	적전	흑전	61.3	-13.5
수익성					
ROC	9.5	8.2	14.7	21.8	13.4
ROA	8.6	3.7	7.7	14.0	9.9
ROE	7.9	-10.3	18.8	23.0	17.1
안정성					
부채비율	155.6	170.6	145.5	133.4	121.8
순차입금비율	64.7	58.1	37.1	49.9	39.8
이자보상배율	4.0	2.4	7.8	12.9	21.0

자료: 이관텍, 대신증권 Research Center

재무상태표 (단위: 억원)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
유동자산	2,248	2,104	3,230	3,353	3,440
현금및현금성자산	416	549	630	969	1,293
매출채권 및 기타채권	979	801	1,220	1,085	960
재고자산	617	566	1,111	1,052	959
기타유동자산	236	188	269	227	227
비유동자산	1,956	1,850	2,063	2,717	3,071
유형자산	1,624	1,542	1,730	2,094	2,438
관계기업투자금	63	68	85	104	121
기타비유동자산	270	240	248	520	513
자산총계	4,205	3,953	5,293	6,070	6,511
유동부채	2,173	2,257	2,891	3,064	2,942
매입채무 및 기타채무	828	895	1,454	1,060	979
차입금	1,303	1,276	1,346	1,945	1,945
유동성채무	31	33	48	31	0
기타유동부채	11	53	42	28	18
비유동부채	386	235	246	406	634
차입금	170	119	153	231	437
전환증권	88	0	0	0	0
기타비유동부채	128	116	92	175	197
부채총계	2,559	2,492	3,137	3,470	3,576
자배지분	1,645	1,461	2,156	2,601	2,935
자본금	110	120	146	146	146
자본잉여금	605	661	974	978	978
이익잉여금	1,069	863	1,172	1,674	2,104
기타지분변동	-129	-184	-136	-197	-292
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,645	1,461	2,156	2,601	2,935
순차입금	1,065	849	800	1,299	1,170

현금흐름표 (단위: 억원)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
영업활동 현금흐름	471	514	106	501	928
당기순이익	121	-160	339	547	473
비현금항목의 가감	555	518	317	546	437
감가상각비	230	206	236	258	298
외환손익	2	65	-2	90	-20
지분법평가손익	0	0	-14	-10	-10
기타	323	247	97	208	169
자산부채의 증감	-116	242	-524	-467	156
기타현금흐름	-89	-87	-26	-125	-138
투자활동 현금흐름	-196	-230	-371	-649	-644
투자자산	-1	-1	-3	-8	-17
유형자산	-162	-254	-336	-638	-638
기타	-33	25	-32	-4	11
재무활동 현금흐름	-147	-142	348	513	118
단기차입금	-242	-3	51	558	0
사채	119	0	-3	0	0
장기차입금	-10	-59	56	206	206
유상증자	96	57	333	0	0
현금배당	0	-22	-12	-29	-43
기타	-109	-114	-78	-222	-45
현금의 증감	129	132	82	359	304
기초 현금	287	416	549	630	969
기말 현금	416	549	630	969	1,293
NOPLAT	230	181	347	675	486
FCF	243	99	151	223	90

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박장욱)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자 의견

Overweight(비중확대):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutra(중립):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자 의견

Buy(매수):

:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):

:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):

:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.7%	6.8%	0.0%

(기준일자: 20230410)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

이엠텍(091120) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	230411
투자의견	Buy
목표주가	43,000
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

이랜텍(054210) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	200411
투자의견	NR
목표주가	N/A
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	