

2024년  
전망 시리즈 12

전기전자/IT부품장비

# CounterAttack

# CounterAttack

## 전기전자/IT부품장비 Overweight



### 전기전자/IT부품장비

Analyst **양승수**

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

Top Picks	투자판단	적정주가	관심종목	투자판단	적정주가
삼성전기 (009150)	Buy	180,000원	LG전자 (066570)	Buy	160,000원
퓨런티어 (370090)	Buy	45,000원	뉴프렉스 (085670)	Buy	7,300원
			비에이치 (090460)	Buy	31,000원
			티엘비 (356860)	Buy	30,000원
			엠씨넥스 (097520)	Buy	40,000원
			아바텍 (149950)	Buy	23,000원
			LG이노텍 (011070)	Buy	320,000원
			해성디에스 (195870)	Buy	65,000원
			파인애플 (441270)	Buy	10,000원
			대덕전자 (353200)	Hold	27,000원

2024년 전망 시리즈 **12** 전기전자/IT부품장비

Contents

Part I	2023년 리뷰	07
Part II	2024년 스마트폰 시장 전망	13
Part III	2024년 부품 시장 전망	33

기업분석	삼성전기 (009150)	46
	퓨런티어 (370090)	52
	LG전자 (066570)	57
	뉴프렉스 (085670)	63
	비에이치 (090460)	67
	티엘비 (356860)	71
	엠씨넥스 (097520)	76
	아바텍 (149950)	81
	LG이노텍 (011070)	85
	해성디에스 (195870)	92
	파인애플 (441270)	97
대덕전자 (353200)	102	

## Summary

## 전기전자/IT부품장비 CounterAttack

## Overweight

## I 2023년 Review

- 글로벌 스마트폰 출하량 1Q23 2.69억대(-14.6% YoY) 글로벌 스마트폰 판매량 1Q23 2.83억대(-13.5% YoY)  
2Q23 2.68억대(-6.8% YoY) 2Q23 2.69억대(-8.2% YoY)  
3Q23 3.04억대(+0.2% YoY) 3Q23 2.83억대(-4.9% YoY)
- 선진국 내 출하량도 QoQ 기준 바닥에서 회복세가 나타났으나, 신흥국의 스마트폰 출하 환경 회복 개선세가 상대적으로 가파른 상황
- 스마트폰 수요도 출하량과 마찬가지로 분기 기준 점진적으로 바닥에서 회복되는 모습이 관찰

## II 2024년 스마트폰 시장 전망

- 2024년 스마트폰 출하량 11.9억대(+5.0% YoY) 전망
- 지난 2~3년간 스마트폰 시장은 중저가 → 프리미엄 스마트폰으로의 소비 트렌드 변화를 바탕으로 애플이 주도
- 다만 2024년은 애플 주도 수요 회복 사이클이 아닌 중국 + 인도 포함 신흥시장의 수요 회복을 통한 중화권 세트업체들의 Q 회복 수요 성장 사이클을 예상
- 특히 중국은 유통채널의 재고가 소진된 상황에서 1) 화웨이의 복귀 2) 연이은 프로모션 3) 폴더블 스마트폰의 성장 4) 매크로 성장의 재개로 점진적인 출하 물량의 회복을 전망
- 전년 낮은 기저까지 감안했을 때, 2024년 스마트폰 시장 회복 모멘텀은 1H24에 집중될 것으로 예상하며, 중화권향 부품업체들은 4Q23 ~ 1H24 예상되는 Re-Stocking 수혜 강도에 주목할 시점

## III 2024년 부품 시장 전망

- 아이패드 OLED 전환을 통한 PCB 및 SMT사들의 애플리케이션 다변화를 통한 매출 성장 기대 → 최선호주 비에이치
- 애플의 폴디드줌 채택을 시작으로 확산될 폴디드줌 생태계에 주목 → 최선호주 뉴프렉스
- HW4.0 포함 글로벌 완성차 OEM들의 자율주행 시스템 출시를 통한 유의미한 전장카메라 탑재량 증가를 예상 → 최선호주 퓨런티어
- 올해 MLCC 실적 악화의 주원인은 판가 하락. 다만 재고 수준이 정상화된만큼 추가적인 가격 경쟁 가능성은 제한적이며 MLCC 업황은 스마트폰 수요 회복과 동행하는 반등 예상 → 최선호주 삼성전기
- 메모리 업황의 가파른 회복을 통해 2024년 초는 메모리 기판 위주의 출하량 반등을 예상 → 최선호주 티엘비

## 기업분석

종목명	투자판단	적정주가
삼성전기 (009150)	Buy	180,000원
퓨런티어 (370090)	Buy	45,000원
LG전자 (066570)	Buy	160,000원
뉴프렉스 (085670)	Buy	7,300원
비에이치 (090460)	Buy	31,000원
티엘비 (356860)	Buy	30,000원
엠씨넥스 (097520)	Buy	40,000원
아바텍 (149950)	Buy	23,000원
LG이노텍 (011070)	Buy	320,000원
해성디에스 (195870)	Buy	65,000원
파인엠텍 (441270)	Buy	10,000원
대덕전자 (353200)	Hold	27,000원

# 삼성전기 (009150) 수요의 반등 가능성에 배팅할 시점

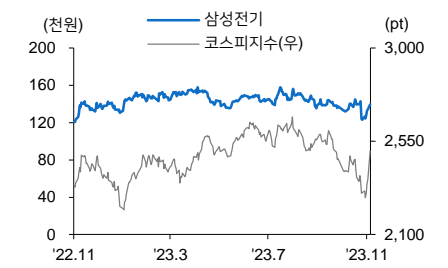
Analyst 양승수 02. 6454-4875  
Seungsoo.yang@meritz.co.kr

**Buy** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	180,000원
현재주가 (11. 6)	139,400원
상승여력	29.1%
KOSPI	2,502.37pt
시가총액	104,123억원
발행주식수	7,469만주
유동주식비율	73.48%
외국인비중	31.27%
52주 최고/최저가	158,000원/123,100원
평균거래대금	543.3억원
<b>주요주주(%)</b>	
삼성전자 외 5인	23.84
국민연금	8.80

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	5.8	1.2	12.9
상대주가	1.8	1.2	5.9

**주가그래프**



## 4Q23 OP 1,208억원(-34.3% QoQ, +19.4% YoY) 전망

- 연말 재고조정으로 인한 출하량 감소(-8.0% QoQ 예상)로 QoQ 감익 불가피
- 다만 동사의 재고 일수가 정상 재고인 5주 아래로 내려왔기 때문에, 재고조정 분기임에도 70% 중후반의 가동률 예상
- 재고가 동시에 국면에서 추가적인 가격 경쟁 가능성은 제한적

## 2024년 OP 9,975억원(+53.5% YoY) 전망

- 실수요의 반등이 이뤄진다면 낮아진 동사 + 업계 재고 수준을 감안했을 때, 기대 이상의 주문 회복 가능성 상존
- 해당 측면에서 당사는 중화권 스마트폰 수요 회복을 통한 1H24 Re-stocking 모멘텀을 기대
- 판가 측면에서도 추가적인 인하 가능성보다는 전장/AI/신재생 등 고부가 산업으로의 믹스 개선 효과에 주목
- 실적 기여의 시기가 컴포넌트 사업부와 엇갈렸던 패키징솔루션 사업부도 재고 정상화 후 주문 확대를 통해 내년 2Q24 이후 본격적인 실적 기여 확대 전망

## 투자의견 Buy, 적정주가 180,000원 유지

- 12개월 선행 BPS(110,559원) \* 1.6배(10% 초반의 ROE를 기록했던 '19~'20년 평균 멀티플)
- 2024년 기대되는 3년만의 실적 성장 방향성을 고려한다면 현 주가에서는 하방보다는 상방이 열려있다고 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	9,675.0	1,486.9	892.5	11,866	46.7	86,584	16.6	2.3	6.4	14.3	44.7
2022	9,424.6	1,182.8	980.6	13,046	8.6	97,145	10.0	1.3	4.8	13.8	42.9
2023E	8,791.5	649.9	484.3	6,401	-48.6	101,339	21.8	1.4	6.6	6.3	29.6
2024E	9,668.9	997.5	742.5	9,858	54.0	108,860	14.1	1.3	4.8	9.1	30.2
2025E	10,318.8	1,215.6	955.5	12,710	28.9	119,127	11.0	1.2	3.9	10.8	29.3

# 삼성전기 실적 테이블

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

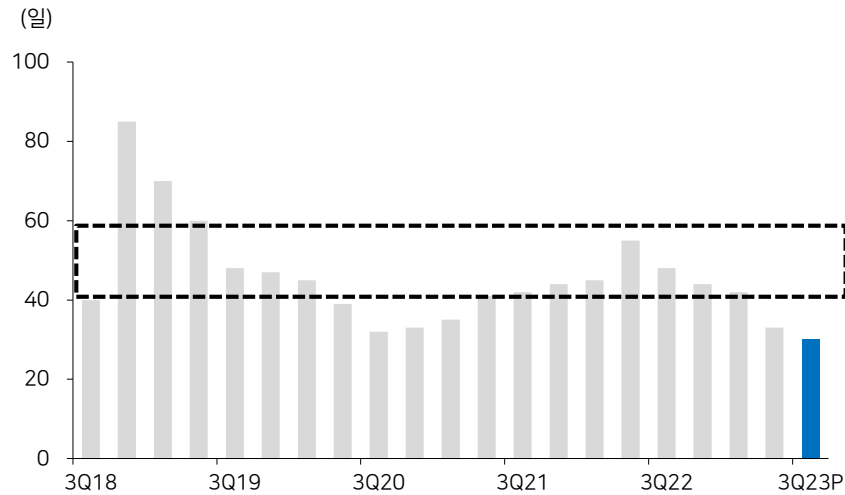
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
<b>환율 (원)</b>	1,205	1,260	1,338	1,359	1,268	1,315	1,311	1,331	1,290	1,306	1,298
<b>연결 매출액</b>	<b>2,616.8</b>	<b>2,455.6</b>	<b>2,383.7</b>	<b>1,968.4</b>	<b>2,021.7</b>	<b>2,220.5</b>	<b>2,360.9</b>	<b>2,188.4</b>	<b>9,424.5</b>	<b>8,791.5</b>	<b>9,668.9</b>
(% QoQ)	7.7%	-6.2%	-2.9%	-17.4%	2.7%	9.8%	6.3%	-7.3%			
(% YoY)	14.2%	2.1%	-6.4%	-19.0%	-22.7%	-9.6%	-1.0%	11.2%	-2.6%	-6.7%	10.0%
컴포넌트솔루션	1,229	1,140	930	833	826	1,007	1,096	1,003	4,132	3,931	4,349
(% QoQ)	4.7%	-7.3%	-18.4%	-10.4%	-0.9%	21.9%	8.9%	-8.5%			
(% YoY)	12.9%	-4.6%	-29.6%	-29.0%	-32.8%	-11.7%	17.9%	20.4%	-13.5%	-4.9%	10.6%
모듈솔루션	868	779	901	656	799	777	825	783	3,204	3,184	3,118
(% QoQ)	11.6%	-10.2%	15.7%	-27.3%	21.8%	-2.8%	6.3%	-5.1%			
(% YoY)	3.2%	-4.2%	14.5%	-15.7%	-8.0%	-0.3%	-8.4%	19.4%	-0.5%	-0.6%	-2.1%
기판솔루션	520	536	553	480	398	437	440	403	2,088	1,677	2,201
(% QoQ)	8.5%	3.2%	3.0%	-13.2%	-17.1%	10.0%	0.5%	-8.4%			
(% YoY)	17.5%	15.0%	-4.8%	0.2%	-23.5%	-18.5%	-20.4%	-16.1%	6.1%	-19.7%	31.3%
<b>영업이익</b>	<b>410.5</b>	<b>360.1</b>	<b>311.0</b>	<b>101.2</b>	<b>140.1</b>	<b>205.0</b>	<b>184.0</b>	<b>120.8</b>	<b>1,182.9</b>	<b>649.9</b>	<b>997.5</b>
(% QoQ)	29.8%	-12.3%	-13.6%	-67.4%	38.3%	46.3%	-10.2%	-34.3%			
(% YoY)	15.1%	0.6%	-31.8%	-68.0%	-65.9%	-43.1%	-40.8%	19.4%	-20.4%	-45.1%	53.5%
컴포넌트솔루션	268.7	210.3	115.8	13.0	55.9	128.0	111.9	81.5	607.7	377.3	585.0
(% QoQ)	21.2%	-21.7%	-45.0%	-88.8%	329.4%	129.1%	-12.6%	-27.2%			
(% YoY)	14.7%	-21.5%	-65.9%	-94.1%	-79.2%	-39.1%	-3.3%	526.3%	-42.9%	-37.9%	55.1%
모듈솔루션	41.1	24.2	48.3	-3.2	34.4	24.9	23.0	3.4	110.4	85.7	89.4
(% QoQ)	171.2%	-41.1%	99.5%	-106.6%	-1177.7%	-27.7%	-7.4%	-85.0%			
(% YoY)	-42.1%	-38.5%	35.7%	-121.0%	-16.4%	2.7%	-52.3%	-208.1%	-31.5%	-22.4%	4.3%
기판솔루션	100.7	125.6	146.9	91.4	49.8	52.1	49.1	35.9	464.6	186.9	323.1
(% QoQ)	26.8%	24.7%	17.0%	-37.8%	-45.5%	4.6%	-5.8%	-26.9%			
(% YoY)	95.5%	147.4%	82.5%	15.1%	-50.6%	-58.5%	-66.6%	-60.7%	77.2%	-59.8%	72.9%
<b>연결 영업이익률 (%)</b>	<b>15.7%</b>	<b>14.7%</b>	<b>13.0%</b>	<b>5.1%</b>	<b>6.9%</b>	<b>9.2%</b>	<b>7.8%</b>	<b>5.5%</b>	<b>12.6%</b>	<b>7.4%</b>	<b>10.3%</b>
컴포넌트솔루션	21.9%	18.4%	12.4%	1.6%	6.8%	12.7%	10.2%	8.1%	14.7%	9.6%	13.5%
모듈솔루션	4.7%	3.1%	5.4%	-0.5%	4.3%	3.2%	2.8%	0.4%	3.4%	2.7%	2.9%
기판솔루션	19.4%	23.4%	26.6%	19.1%	12.5%	11.9%	11.2%	8.9%	22.3%	11.1%	14.7%
세전이익	427.0	385.2	380.0	-5.4	140.6	145.7	191.8	163.5	1,148.3	641.6	1,005.9
지배주주순이익	315.4	281.3	271.7	112.2	118.1	112.6	155.5	127.0	993.5	513.2	786.9
지배주주순이익률 (%)	12.1%	11.5%	11.4%	5.7%	5.8%	5.1%	6.6%	5.8%	10.5%	5.8%	8.1%

주: 2021년 4분기에 RFPCB 사업 중단에 따라 과거 손익계산서 재작성  
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

# 삼성전기 MLCC 재고 일수 현황 및 Murata 재고 일수 추이

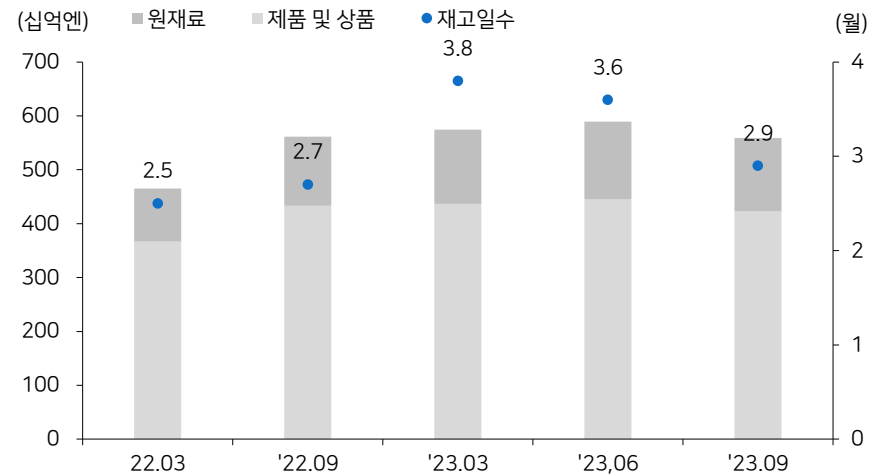
2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

## 삼성전기 재고일수 추이



자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

## Murata 재고 레벨 추이



자료: Murata, 메리츠증권 리서치센터



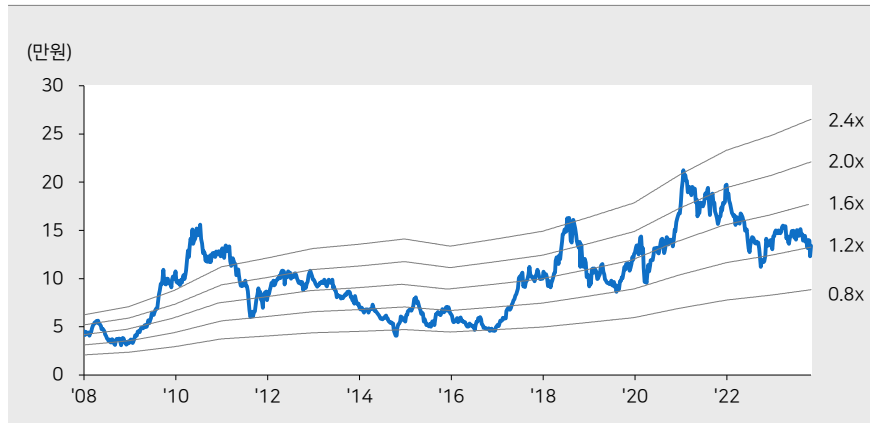
# 삼성전기 밸류에이션 테이블

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

(배)			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
주가 (원)	High		112,500	102,000	74,700	82,000	63,300	114,500	166,000	126,000	179,000	223,000	199,000	158,000
	Low		77,800	71,500	39,800	48,800	44,800	49,850	88,900	84,100	81,700	153,000	108,500	123,100
	Average		98,459	87,690	60,348	63,848	52,509	84,932	124,684	103,177	132,818	182,411	146,884	144,807
확정치	PBR	High	2.2	1.9	1.2	1.5	1.1	2.1	2.6	1.8	2.4	2.5	2.0	1.5
		Low	1.5	1.3	0.7	0.9	0.8	0.9	1.4	1.2	1.1	1.7	1.1	1.2
		Average	1.9	1.6	1.0	1.1	0.9	1.5	2.0	1.5	1.7	2.1	1.5	1.4
	BPS	(원)	51,103	54,871	59,829	55,610	55,896	55,818	63,743	69,975	76,164	88,545	99,142	103,710
	ROE	(%)	11.9	8.2	11.5	0.3	0.3	3.8	14.5	10.2	10.9	14.3	13.8	6.3
	컨센서스	PBR	High	2.2	1.9	1.3	1.4	1.1	1.9	2.6	1.8	2.3	2.5	2.0
Low			1.5	1.3	0.7	0.8	0.8	0.8	1.4	1.2	1.1	1.7	1.1	1.2
Average			1.9	1.6	1.1	1.1	0.9	1.4	1.9	1.5	1.7	2.0	1.5	1.4
BPS		(원)	50,540	54,670	56,486	58,791	55,669	58,824	64,033	70,286	76,941	90,371	100,341	104,542
ROE		(%)	12.8	10.2	7.2	1.6	0.5	4.1	15.1	10.7	10.7	17.1	13.5	6.27

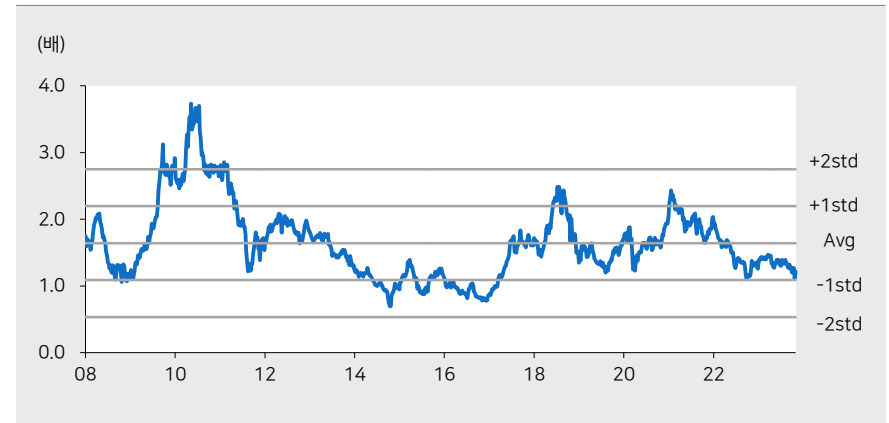
자료: 메리츠증권 리서치센터

## 삼성전기 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 삼성전기 PBR 변화 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

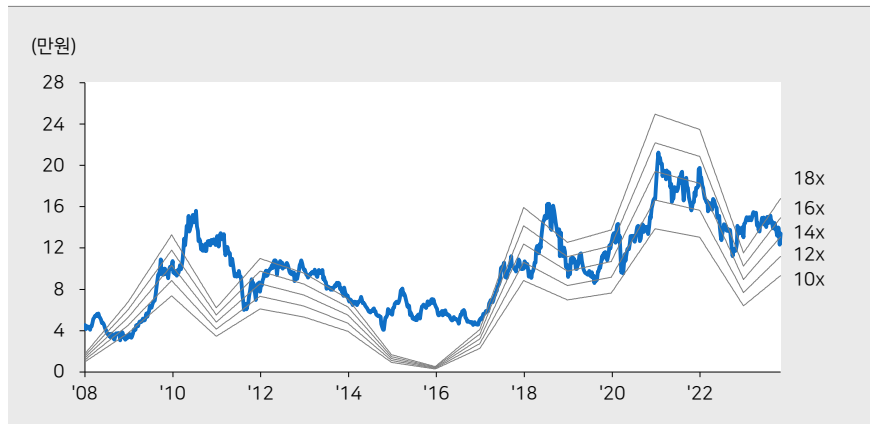
# 삼성전기 밸류에이션 테이블 (2)

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

(배)			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
주가 (원)	High		112,500	102,000	74,700	82,000	63,300	114,500	166,000	126,000	179,000	223,000	199,000	158,000
	Low		77,800	71,500	39,800	48,800	44,800	49,850	88,900	84,100	81,700	153,000	108,500	123,100
	Average		98,459	87,690	60,348	63,848	52,509	84,932	124,684	103,177	132,818	182,411	146,884	144,807
확정치	PER	High	19.2	23.2	11.1	636.7	359.9	53.6	19.0	18.4	22.3	18.8	15.3	24.7
		Low	13.3	16.3	5.9	378.9	254.7	23.4	10.2	12.3	10.2	12.9	8.3	19.2
		Average	16.8	20.0	9.0	495.8	298.5	39.8	14.3	15.1	16.5	15.4	11.3	22.6
	EPS	(원)	5,861	4,391	6,700	129	176	2,135	8,746	6,841	8,030	11,866	13,045	6,401
		Growth (%)	26.1	-25.1	52.6	-98.1	36.6	1,113.7	309.7	-21.8	17.4	47.8	9.9	-50.9
컨센서스	PER	High	18.4	19.2	18.9	88.6	219.8	50.0	18.8	18.1	23.4	16.1	16.0	25.4
		Low	12.7	13.4	10.1	52.7	155.6	21.8	10.0	12.1	10.7	11.0	8.7	19.8
		Average	16.1	16.5	15.3	69.0	182.3	37.1	14.1	14.8	17.4	13.2	11.8	23.2
	EPS	(원)	6,102	5,319	3,942	926	288	2,288	8,846	6,972	7,640	13,869	12,434	6,232
		Growth (%)	31.3	-9.3	-10.2	-86.2	123.6	1,200.8	314.4	-21.2	9.6	81.5	-10.3	-52.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 삼성전기 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 삼성전기 적정주가 산정표

	Fair Value(원)	비고
<b>BPS</b>	<b>110,559</b>	12MF BPS
적정배수(배)	1.6	10% 초반의 ROE를 기록했던 19년, 20년의 평균
적정가치 (원)	176,894	
<b>적정주가 (원)</b>	<b>180,000</b>	
<b>현재주가 (원)</b>	<b>139,400</b>	
상승여력 (%)	29.1%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

# 삼성전기 (009150)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	9,675.0	9,424.6	8,791.5	9,668.9	10,318.8
매출액증가율(%)	24.8	-2.6	-6.7	10.0	6.7
매출원가	7,127.1	7,161.4	6,725.1	7,346.2	7,714.2
매출총이익	2,547.9	2,263.2	2,066.5	2,322.7	2,604.5
판매비와관리비	1,061.1	1,080.3	1,416.6	1,325.2	1,389.0
영업이익	1,486.9	1,182.8	649.9	997.5	1,215.6
영업이익률(%)	15.4	12.6	7.4	10.3	11.8
금융손익	-30.9	-17.1	-25.9	-4.1	8.8
중속/관계기업관련손익	10.4	-2.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	25.0	24.0	17.6	12.5	21.1
세전계속사업이익	1,491.3	1,186.8	641.6	1,005.9	1,245.4
법인세비용	413.7	164.1	128.3	219.0	232.7
당기순이익	915.4	993.5	513.3	787.0	1,012.7
지배주주지분 손이익	892.5	980.6	484.3	742.5	955.5
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	4,598.3	4,888.3	4,288.2	5,313.0	6,416.0
현금및현금성자산	1,185.2	1,677.1	1,292.7	2,018.5	2,900.1
매출채권	1,219.4	990.7	924.1	1,016.4	1,084.7
재고자산	1,818.4	1,901.6	1,773.9	1,950.9	2,082.0
비유동자산	5,343.1	6,108.9	6,144.1	5,987.5	5,908.6
유형자산	4,639.4	5,235.3	5,300.7	5,158.5	5,092.2
무형자산	141.8	150.1	126.2	103.1	83.9
투자자산	368.3	339.9	333.6	342.4	348.8
자산총계	9,941.4	10,997.2	10,432.3	11,300.5	12,324.6
유동부채	2,234.7	2,525.1	1,448.8	1,607.2	1,714.1
매입채무	591.7	381.8	356.2	391.7	418.1
단기차입금	56.5	810.3	60.0	50.0	50.0
유동성장기부채	339.0	298.3	67.3	103.9	113.1
비유동부채	835.6	778.6	935.6	1,017.3	1,080.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	619.8	336.6	519.3	565.4	602.3
부채총계	3,070.3	3,303.7	2,384.4	2,624.5	2,796.6
자본금	388.0	388.0	388.0	388.0	388.0
자본잉여금	1,053.5	1,053.5	1,053.5	1,053.5	1,053.5
기타포괄이익누계액	616.9	623.2	623.2	623.2	623.2
이익잉여금	4,807.2	5,620.5	5,946.0	6,529.7	7,326.4
비지배주주지분	152.2	155.0	184.0	228.5	285.7
자본총계	6,871.1	7,693.5	8,047.9	8,676.1	9,530.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,731.2	1,575.4	1,536.2	1,676.5	1,944.5
당기순이익(손실)	915.4	993.5	513.3	787.0	1,012.7
유형자산감가상각비	828.5	833.7	834.6	942.2	966.3
무형자산상각비	38.0	45.1	58.9	48.1	39.2
운전자본의 증감	-624.4	-431.9	90.9	-126.0	-93.3
투자활동 현금흐름	-845.1	-1,327.6	-907.1	-826.8	-909.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-844.2	-1,296.5	-900.0	-800.0	-900.0
투자자산의 감소(증가)	-63.3	26.4	6.3	-8.8	-6.5
재무활동 현금흐름	-1,181.0	193.1	-1,013.5	-123.9	-153.4
차입금증감	-824.1	422.7	-798.5	72.7	46.1
자본의증가	8.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-252.9	444.5	-384.4	725.9	881.6
기초현금	1,485.5	1,232.6	1,677.1	1,292.7	2,018.5
기말현금	1,232.6	1,677.1	1,292.7	2,018.5	2,900.1
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	129,530	126,176	117,701	129,447	138,148
EPS(지배주주)	11,866	13,046	6,401	9,858	12,710
CFPS	33,348	30,991	20,662	26,613	29,735
EBITDAPS	31,506	27,601	20,662	26,613	29,735
BPS	86,584	97,145	101,339	108,860	119,127
DPS	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
배당수익률(%)	1.1	1.6	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	16.6	10.0	21.8	14.1	11.0
PCR	5.9	4.2	6.7	5.2	4.7
PSR	1.5	1.0	1.2	1.1	1.0
PBR	2.3	1.3	1.4	1.3	1.2
EBITDA	2,353.3	2,061.6	1,543.3	1,987.8	2,221.0
EV/EBITDA	6.4	4.8	6.6	4.8	3.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.3	13.8	6.3	9.1	10.8
EBITDA이익률	24.3	21.9	17.6	20.6	21.5
부채비율	44.7	42.9	29.6	30.2	29.3
금융비용부담률	0.4	0.5	0.6	0.4	0.4
이자보상배율(x)	37.4	25.5	11.6	26.4	29.8
매출채권회전율(x)	8.9	8.5	9.2	10.0	9.8
재고자산회전율(x)	6.1	5.1	4.8	5.2	5.1

# 퓨런티어 (370090) 이상향할 실적과 지속될 자율주행 기대감

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

**Buy** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	45,000원
현재주가 (11. 6)	30,500원
상승여력	47.5%
KOSDAQ	839.45pt
시가총액	2,495억원
발행주식수	818만주
유동주식비율	43.70%
외국인비중	0.82%
52주 최고/최저가	39,800원/17,350원
평균거래대금	144.3억원
<b>주요주주(%)</b>	
하이비전시스템 외 3인	56.30

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.0	23.7	61.8
상대주가	-8.6	24.6	33.7

주가그래프



## 203년 매출액 488억원(+81.4% YoY), 영업이익 95억원(+482.4% YoY)를 예상

- 올해 실적 성장의 배경은 모회사인 하이비전시스템향 부품 사업부의 안정적인 실적이 유지됨과 동시에 추가 고객사 확보를 통해 전장용 장비의 매출 확대가 극대화되었기 때문
- 다만 동사 전장용 장비의 리드타임(4~6개월)과 2Q23말 수주잔고(115.8억원)를 고려했을 때 하반기 QoQ 성장은 보수적 접근이 유효

## 2024년 매출액 610억원(+25.0% YoY), 영업이익 133억원(+40.1% YoY) 를 전망

- 동사의 경우 앞단 업체들의 라인 셋업에 따른 실적 변동성이 존재하기 때문에 QoQ 성장보다는 YoY 접근이 유효
- 해당 측면에서 1) 북미 전기차 업체의 생산 확대 2) 추가 고객사 확대 3) 기존 고객사 내 점유율 확대 등을 고려했을 때 지속적인 실적 이상향 흐름이 지속될 전망
- 또한 동사는 장비와 부품 사업 전부 외주생산을 진행하고 있기 때문에, 일정 부분의 고정비를 넘어서면 영업레버리지효과가 극대화되는 점도 실적 성장의 배경

## 투자의견 Buy, 적정주가 45,000원 유지

- 2024년 EPS(1,480원) \* 30.3배(국내 자율주행 센서 Peer에 10% 할증)
- 2024년, 2025년 EPS 성장률이 각각 31.5%, 33.9%로 예상되는 만큼, 현재의 밸류에이션 부담보다는 성장 속도와 방향성에 집중할 시점

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	22.2	1.2	2.6	432	흑전	2,024	0.0	0.0	-1.8	29.6	37.8
2022	26.9	1.6	2.0	256	-40.9	4,827	72.2	3.8	49.2	7.7	27.6
2023E	48.8	9.5	9.2	1,125	340.2	5,822	27.1	5.2	21.3	21.3	39.4
2024E	61.0	13.3	12.1	1,480	31.5	7,302	20.6	4.2	15.0	22.6	39.1
2025E	78.1	18.5	16.2	1,982	33.9	9,284	15.4	3.3	10.5	23.9	39.1

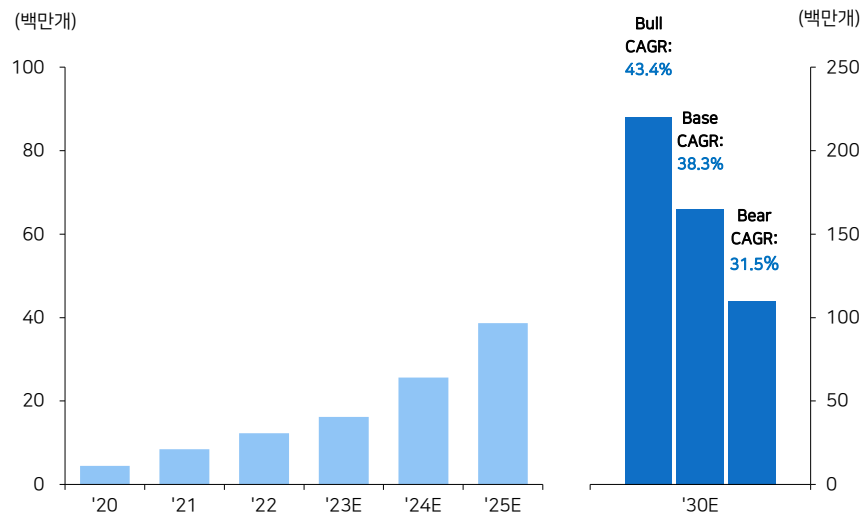
# 퓨런티어 실적 테이블

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,315	1,310	1,330	1,290	1,305	1,270
매출액	<b>6.5</b>	<b>7.1</b>	<b>4.3</b>	<b>9.0</b>	<b>18.7</b>	<b>12.1</b>	<b>11.2</b>	<b>6.8</b>	<b>26.9</b>	<b>48.8</b>	<b>61.0</b>
(% QoQ)	8.5%	8.1%	-39.7%	112.1%	107.1%	-35.2%	-7.6%	-39.6%			
(% YoY)	40.5%	-4.7%	4.5%	49.9%	186.2%	71.5%	162.8%	-25.1%	21.3%	81.4%	25.0%
장비	3.9	4.4	1.7	4.9	10.2	7.6	9.4	5.6	14.8	32.8	43.4
부품	2.7	2.7	2.6	4.1	8.6	4.5	1.8	1.1	12.0	16.0	17.6
영업이익	<b>0.1</b>	<b>0.6</b>	<b>-0.3</b>	<b>1.3</b>	<b>5.2</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	<b>0.4</b>	<b>1.6</b>	<b>9.5</b>	<b>13.3</b>
(% QoQ)	-89.3%	1120.3%	적전	흑전	300.6%	-64.3%	9.1%	-79.4%			
(% YoY)	-57.5%	-22.8%	적확	172.3%	10094.6%	198.3%	흑전	-67.8%	33.8%	482.4%	40.1%
영업이익률 (%)	<b>0.8%</b>	<b>8.8%</b>	<b>-8.0%</b>	<b>14.4%</b>	<b>27.8%</b>	<b>15.3%</b>	<b>18.1%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.1%</b>	<b>19.5%</b>	<b>21.8%</b>
세전이익	0.2	1.0	0.0	1.2	5.7	2.1	2.3	0.7	2.3	10.8	14.8
지배주주순이익	0.1	0.8	0.0	1.1	5.3	1.5	1.9	0.4	2.0	9.2	12.1
지배주주순이익률 (%)	<b>1.8%</b>	<b>10.8%</b>	<b>0.2%</b>	<b>12.1%</b>	<b>28.5%</b>	<b>12.7%</b>	<b>17.1%</b>	<b>5.7%</b>	<b>7.4%</b>	<b>18.8%</b>	<b>19.9%</b>

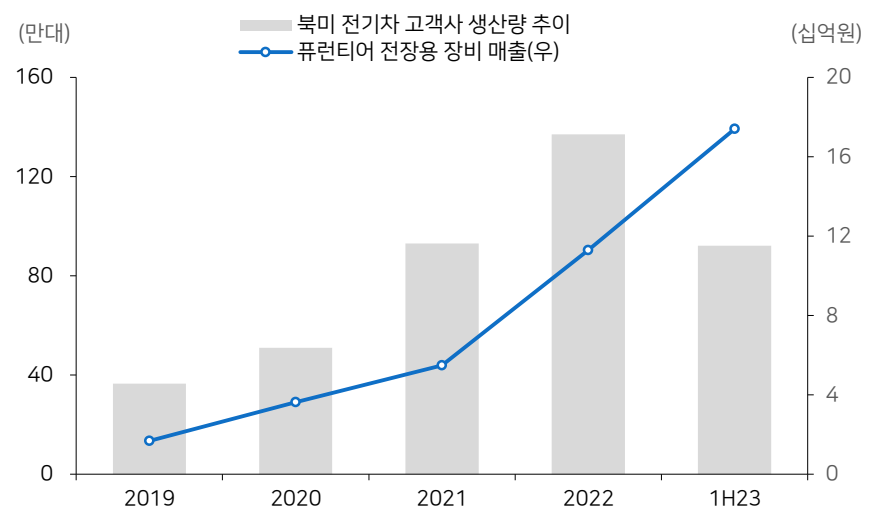
자료: 퓨런티어, 메리츠증권 리서치센터

## Tesla 전장 카메라 탑재량 추정



자료: Tesla, 메리츠증권 리서치센터

## 퓨런티어 전장용 장비 매출액 추이



자료: 퓨런티어, 메리츠증권 리서치센터

# 퓨런티어 밸류에이션 테이블

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

## 퓨런티어 PER 밸류에이션 테이블

(배)			2022	2023E	2024E
주가 (원)	High		32,150	39,800	
	Low		16,200	17,350	
	Average		22,643	26,161	
확정치	PER (배)	High	125.8	35.4	
		Low	63.4	15.4	
		Average	88.6	23.3	
	EPS (원)	EPS	256	1,125	1,480
		Growth (%)	-40.9	340.2	31.5
컨센서스	PER (배)	High	113.2	34.2	
		Low	57.0	14.9	
		Average	88.6	23.3	
	EPS (원)	EPS	284	1,164	1,597
		growth (%)	-34.3	355.4	41.9

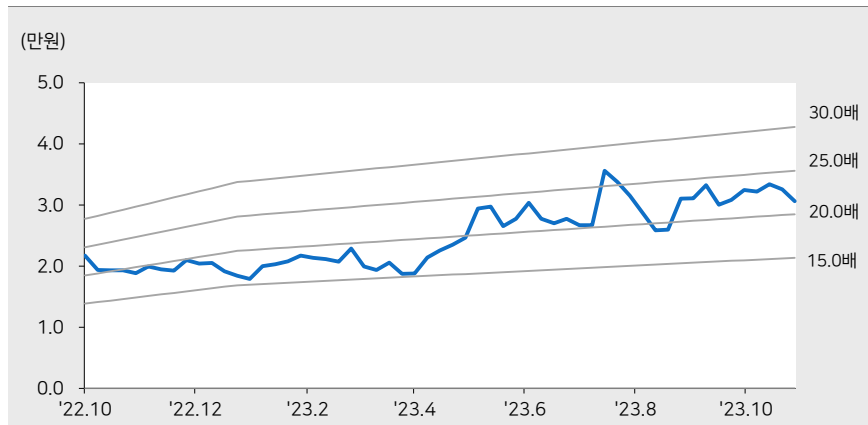
주: 2023년 주가는 1월 2일 ~ 11월 6일 기준  
자료: 메리츠증권 리서치센터

## 퓨런티어 적정주가 산정표

	Fair Value(원)	비고
EPS	1,480	2024년 EPS
적정배수(배)	30.3	국내 자율주행 Peer에 10% 할증
적정가치 (원)	44,847	
<b>적정주가 (원)</b>	<b>45,000</b>	
<b>현재주가 (원)</b>	30,500	
상승여력 (%)	47.5%	

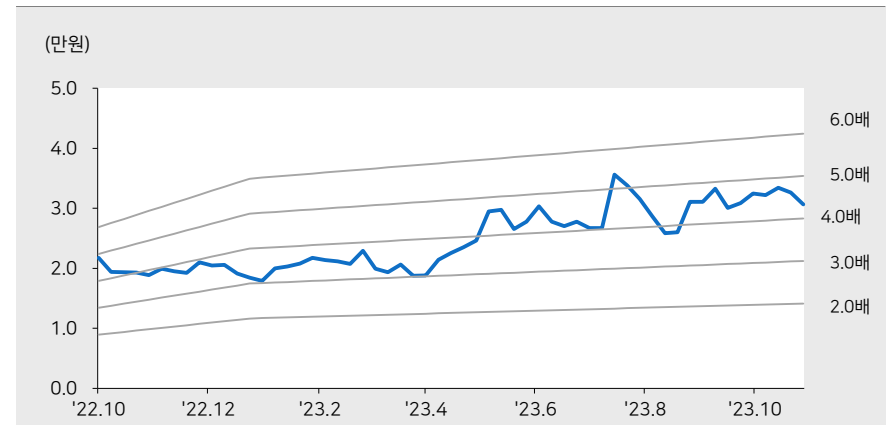
자료: 메리츠증권 리서치센터

## 퓨런티어 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 퓨런티어 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

# 퓨런티어 (370090)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	22.2	26.9	48.8	61.0	78.1
매출액증가율(%)	47.0	21.3	81.4	25.0	28.0
매출원가	14.8	17.7	29.2	36.1	46.8
매출총이익	7.4	9.2	19.6	24.9	31.2
판매비와관리비	6.2	7.6	10.1	11.6	12.7
영업이익	1.2	1.6	9.5	13.3	18.5
영업이익률(%)	5.5	6.1	19.5	21.8	23.7
금융손익	0.0	0.7	1.1	1.3	1.6
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.4	0.0	0.2	0.2	0.2
세전계속사업이익	1.6	2.3	10.8	14.8	20.3
법인세비용	-1.0	0.3	1.6	2.7	4.1
당기순이익	2.6	2.0	9.2	12.1	16.2
지배주주지분 순이익	2.6	2.0	9.2	12.1	16.2
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	13.4	43.1	60.4	77.1	99.8
현금및현금성자산	4.1	24.3	26.4	34.6	45.2
매출채권	4.1	5.4	9.7	12.1	15.5
재고자산	4.9	12.4	22.5	28.2	36.1
비유동자산	4.2	6.0	6.0	5.9	5.9
유형자산	1.0	0.7	0.9	0.9	1.0
무형자산	0.8	0.6	0.4	0.3	0.2
투자자산	0.5	2.4	2.4	2.4	2.4
자산총계	17.6	49.1	66.4	83.1	105.6
유동부채	4.3	10.0	18.1	22.6	28.9
매입채무	2.9	7.1	12.8	16.0	20.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.5	0.7	0.7	0.8	0.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	4.8	10.6	18.8	23.3	29.7
자본금	3.2	4.0	4.0	4.0	4.0
자본잉여금	8.9	31.8	31.8	31.8	31.8
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	0.8	2.8	12.0	24.1	40.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	12.8	38.5	47.6	59.7	76.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	-2.0	-0.9	2.3	8.5	11.0
당기순이익(손실)	2.6	2.0	9.2	12.1	16.2
유형자산감가상각비	0.5	0.6	0.9	0.9	1.0
무형자산상각비	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
운전자본의 증감	-4.4	-4.3	-7.4	-4.1	-5.7
투자활동 현금흐름	-0.7	-2.3	-0.6	-0.6	-0.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.0	-0.1	-1.0	-1.0	-1.0
투자자산의 감소(증가)	-0.0	-1.9	-0.0	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	4.7	23.4	0.4	0.2	0.3
차입금증감	-0.2	0.3	0.4	0.2	0.3
자본의증가	5.0	23.7	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	2.1	20.2	2.1	8.2	10.7
기초현금	2.0	4.1	24.3	26.4	34.6
기말현금	4.1	24.3	26.4	34.6	45.3
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	3,628	3,470	5,984	7,454	9,540
EPS(지배주주)	432	256	1,125	1,480	1,982
CFPS	404	409	1,294	1,757	2,394
EBITDAPS	311	323	1,294	1,757	2,394
BPS	2,024	4,827	5,822	7,302	9,284
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	72.2	27.1	20.6	15.4
PCR	0.0	45.1	23.6	17.4	12.7
PSR	0.0	5.3	5.1	4.1	3.2
PBR	0.0	3.8	5.2	4.2	3.3
EBITDA	1.9	2.5	10.6	14.4	19.6
EV/EBITDA	-1.8	49.2	21.3	15.0	10.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	29.6	7.7	21.3	22.6	23.9
EBITDA이익률	8.6	9.3	21.6	23.6	25.1
부채비율	37.8	27.6	39.4	39.1	39.1
금융비용부담률	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	63.5	38.6	159.0	180.4	215.7
매출채권회전율(x)	8.1	5.7	6.5	5.6	5.6
재고자산회전율(x)	6.5	3.1	2.8	2.4	2.4



# LG전자 (066570) 계획대로 흘러가는 중

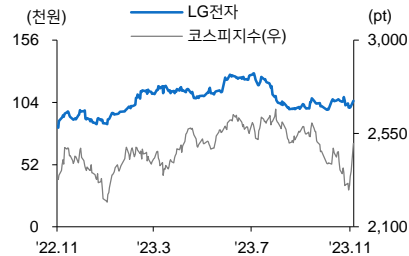
Analyst 양승수 02.6454-4875  
seungsoo.yang@meritz.co.kr

**Buy** (20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	160,000원
현재주가 (11.6)	105,300원
상승여력	51.9%
KOSPI	2,502.37pt
시가총액	172,321억원
발행주식수	16,365만주
유동주식비율	65.74%
외국인비중	29.27%
52주 최고/최저가	128,200원/85,700원
평균거래대금	679.1억원
<b>주요주주(%)</b>	
LG 외 2인	33.68
국민연금공단	7.47

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	7.2	-3.6	18.8
상대주가	3.2	-3.6	11.5

**주가그래프**



## 4Q23 별도 기준 OP 3,714억원(-54.9% QoQ, +흑전 YoY) 예상

- 3Q23 추가 비딩을 통해 이뤄낸 물류비 절감 효과와 원재료비 개선의 효과가 4분기에도 지속될 전망
- 이에 더해 멕시코 공장 가동을 통한 VS 사업부의 믹스 개선 효과와 전체적인 마케팅 비용의 통제 효과도 기대
- 2023년 별도 영업이익은 3조 2,920억원(+41.9% YoY)의 고성장으로 마감될 전망

## VS사업부/HE사업부 중심의 2024년 별도 영업이익 성장에 주목

- VS사업부:** 100조원의 수주잔고를 기반으로 한 외형성장과 함께 멕시코 공장 가동을 통한 수익성의 상향 평준화가 기대. 올해 2분기 일회성 비용까지 감안했을 때, VS 사업부의 연간 영업이익은 올해 대비 115.4% 성장을 전망
- HE사업부:** 2024년 HE 사업부 실적은 매출액 15.9조원(+10.7% YoY), 영업이익 5,520억원(+11.4% YoY)을 전망. 세트수요의 바닥 국면에서의 회복 효과와 함께 고수익성의 webOS 플랫폼 전략의 확대 효과를 기대
- 종합적으로 LG전자 2024년 별도 영업이익은 VS사업부의 실적 기여 확대, HE 사업부의 실적 회복과 함께 연간 4.7% 성장이 가능할 전망

## 투자의견 Buy, 적정주가 160,000원 유지

- HA 20.0조원, HE 5.6조원, VS 4.0조원, BS 0.9조원, 비영업가치 2.9조원, 순차입금 6.3조원, 우선주 0.8조원 → 적정 시총 26.4조원 (주당 16만원)
- 상대적 실적 강세에도 동사 주가는 여전히 낮은 밸류에이션(12개월 선행 PBR 0.84배)에 거래 중. 비중 확대 시기인 연말이 다가왔고 2024년 VS 사업부의 실적 기여도가 높아진다는 점에서 현 주가는 매수 구간으로 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	73,908.0	4,058.0	1,031.7	6,210	-31.5	95,284	22.2	1.4	4.6	6.3	166.1
2022	83,467.3	3,551.0	1,196.4	7,232	32.2	105,025	12.0	0.8	3.7	6.6	145.2
2023E	83,731.8	4,098.9	1,185.5	7,165	-0.9	110,879	14.7	0.9	3.2	6.1	131.5
2024E	88,974.7	4,569.0	1,984.3	12,047	67.9	121,150	8.7	0.9	2.8	9.5	118.4
2025E	95,203.0	4,888.9	2,276.9	13,835	14.8	133,040	7.6	0.8	2.5	9.9	107.7

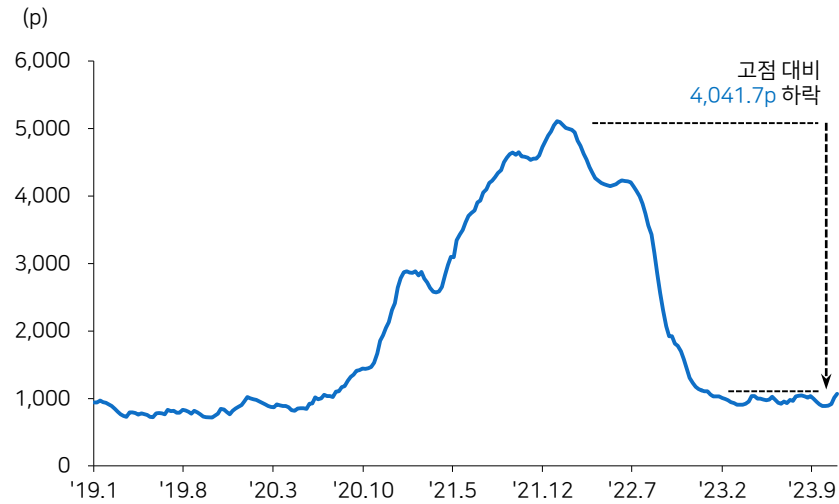
# LG전자 실적 테이블

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,269	1,315	1,311	1,331	1,290	1,306	1,298
연결 매출액	<b>20,969.0</b>	<b>19,464.0</b>	<b>21,176.8</b>	<b>21,859.7</b>	<b>20,415.9</b>	<b>19,998.8</b>	<b>20,709.4</b>	<b>22,547.9</b>	<b>83,469.5</b>	<b>83,672.0</b>	<b>88,753.0</b>
(% QoQ)	0.9%	-7.2%	8.8%	3.2%	-6.6%	-2.0%	3.6%	8.9%			
(% YoY)	17.7%	16.2%	14.1%	5.2%	-2.6%	2.7%	-2.2%	3.1%	12.9%	0.2%	6.1%
별도 매출액	<b>17,234.8</b>	<b>15,984.3</b>	<b>16,018.2</b>	<b>15,472.5</b>	<b>16,261.4</b>	<b>16,352.2</b>	<b>16,206.6</b>	<b>15,747.2</b>	<b>64,709.8</b>	<b>64,567.4</b>	<b>68,588.2</b>
H&A 매출액	7,970.4	8,067.6	7,473.0	6,384.5	8,021.7	7,985.5	7,457.4	6,729.9	29,895.5	30,194.5	30,587.0
HE 매출액	4,065.1	3,457.8	3,712.1	4,491.7	3,359.6	3,146.7	3,568.6	4,263.2	15,726.7	14,338.1	15,871.5
VS 매출액	1,877.6	2,030.5	2,345.4	2,396.0	2,386.5	2,664.5	2,503.5	2,589.3	8,649.5	10,143.8	12,214.2
BS 매출액	1,873.8	1,538.1	1,429.2	1,249.2	1,479.6	1,332.7	1,330.9	1,338.1	6,090.3	5,481.3	5,563.5
기타 매출액	1,447.9	890.3	1,058.5	951.1	1,014.0	1,222.8	1,346.2	826.7	4,347.8	4,409.7	4,352.0
LGI 매출액	3,951.7	3,702.6	5,387.4	6,547.7	4,375.8	3,907.6	4,763.6	7,084.7	19,589.4	20,131.7	21,282.5
영업이익	<b>1,942.9</b>	<b>792.3</b>	<b>746.6</b>	<b>69.3</b>	<b>1,497.4</b>	<b>741.9</b>	<b>996.7</b>	<b>859.0</b>	<b>3,551.0</b>	<b>4,095.0</b>	<b>4,555.1</b>
(% QoQ)	160.7%	-59.2%	-5.8%	-90.7%	2060.8%	-50.5%	34.3%	-13.8%			
(% YoY)	9.9%	-16.5%	25.1%	-90.7%	-22.9%	-6.4%	33.5%	1139.6%	-12.5%	15.3%	11.2%
별도 영업이익	<b>1,598.0</b>	<b>515.1</b>	<b>311.6</b>	<b>-104.2</b>	<b>1,358.2</b>	<b>738.9</b>	<b>823.5</b>	<b>371.4</b>	<b>2,320.5</b>	<b>3,292.0</b>	<b>3,445.4</b>
H&A 영업이익	445.6	432.2	228.3	23.6	1,018.8	600.1	504.5	179.7	1,129.7	2,303.0	2,106.5
HE 영업이익	187.2	-18.9	-55.4	-107.5	200.3	123.6	110.7	61.0	5.3	495.6	552.3
VS 영업이익	-6.7	50.0	96.1	30.2	54.0	-61.2	134.9	92.8	169.7	220.6	475.1
BS 영업이익	103.1	14.3	-14.4	-77.8	65.7	2.6	-20.5	-4.5	25.2	43.4	86.1
기타 영업이익	868.8	37.5	57.0	27.3	19.4	73.8	93.9	42.4	990.6	229.5	225.4
LGI 영업이익	367.1	289.9	444.8	170.0	145.3	18.4	183.4	496.3	1,271.7	843.4	1,155.8
연결 영업이익률 (%)	<b>9.3%</b>	<b>4.1%</b>	<b>3.5%</b>	<b>0.3%</b>	<b>7.3%</b>	<b>3.7%</b>	<b>4.8%</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.1%</b>
별도 영업이익률	9.3%	3.2%	1.9%	-0.7%	8.4%	4.5%	5.1%	2.4%	3.6%	5.1%	5.0%
H&A 영업이익률	5.6%	5.4%	3.1%	0.4%	12.7%	7.5%	6.8%	2.7%	3.8%	7.6%	6.9%
HE 영업이익률	4.6%	-0.5%	-1.5%	-2.4%	6.0%	3.9%	3.1%	1.4%	0.0%	3.5%	3.5%
VS 영업이익률	-0.4%	2.5%	4.1%	1.3%	2.3%	-2.3%	5.4%	3.6%	2.0%	2.2%	3.9%
BS 영업이익률	5.5%	0.9%	-1.0%	-6.2%	4.4%	0.2%	-1.5%	-0.3%	0.4%	0.8%	1.5%
기타 영업이익률	60.0%	4.2%	5.4%	2.9%	1.9%	6.0%	7.0%	5.1%	22.8%	5.2%	5.2%
LGI 영업이익률	9.3%	7.8%	8.3%	2.6%	3.3%	0.5%	3.9%	7.0%	6.5%	4.2%	5.4%
세전이익	2,066.0	604.2	485.3	-562.3	934.4	387.4	649.0	663.5	2,350.7	2,634.3	4,404.0
지배주주순이익	1,226.6	193.0	122.7	-345.9	471.3	162.1	385.4	216.2	1,196.4	1,234.9	2,064.5
지배주주순이익률 (%)	5.8%	1.0%	0.6%	-1.6%	2.3%	0.8%	1.9%	1.0%	1.4%	1.5%	2.3%

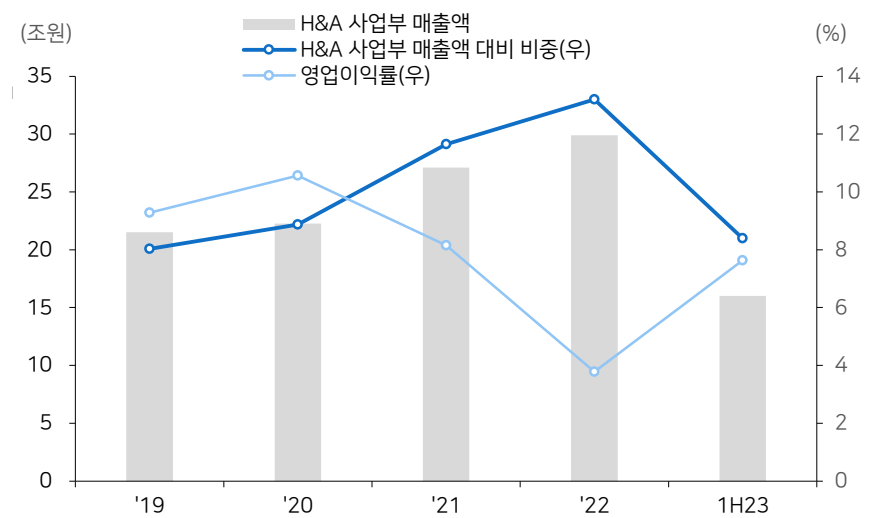
주: 2022년 2분기부터 태양광 패널 사업 종료로 인해 과거 손익계산서 재작성  
자료: LG전자, 메리츠증권 리서치센터

## 상하이컨테이너운임지수 추이



자료: Kcla, 메리츠증권 리서치센터

## LG전자 물류비 추이



자료: LG전자, 메리츠증권 리서치센터

# LG전자 적정주가 산출

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

(십억원)	적정가치	EBITDA	배수	비고
<b>영업가치</b>	<b>30,537</b>			
H&A	20,008	3,335	6.0	글로벌 가전업체 평균
HE	5,598	861	6.5	글로벌 TV세트업체 평균
VS	4,031	806	5.0	발레오, 만도, Continental, Denso, Borgwarner 평균
BS	900	180	5.0	글로벌 IT세트업체 평균
<b>비영업가치</b>	<b>2,951</b>			
LG디스플레이	1,316			현재 시총에 지분 37.90% 적용 후 30% 할인
LG이노텍	1,635			현재 시총에 지분 40.79% 적용 후 30% 할인
순차입금	6,270			1Q23말 순차입금 적용
우선주 시총	807			
적정가치	26,411			
주식수(백만주)	164			
<b>주당 적정가치 (원)</b>	<b>161,392</b>			
<b>적정주가 (원)</b>	<b>160,000</b>			
현재주가 (원)	105,300			
상승여력 (%)	51.9%			

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
영업이익	H&A	1,448.8	1,545.0	1,996.2	2,352.5	2,209.2	1,129.7	2,303.0
	HE	1,336.5	1,506.7	789.0	931.3	1,099.8	5.3	495.6
	VS	-106.9	-119.8	-195.0	-380.3	-932.9	169.7	220.6
	BS	151.9	167.8	485.9	360.8	321.8	25.2	43.4
유/무형 감가상각비	H&A	452.4	464.6	606.9	679.5	764.5	884.0	1,031.7
	HE	305.7	273.4	329.8	272.6	372.7	372.0	365.6
	VS	172.4	313.4	433.6	502.3	529.4	521.2	585.6
	BS	172.2	180.2	170.6	225.0	227.6	111.2	136.6
EBITDA	H&A	1,901.2	2,009.6	2,603.0	3,032.0	2,973.7	2,013.7	3,334.7
	HE	1,642.2	1,780.1	1,118.8	1,203.9	1,472.6	377.3	861.2
	VS	65.5	193.6	238.6	122.0	-403.5	690.8	806.2
	BS	324.1	348.0	656.5	585.8	549.4	136.4	180.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

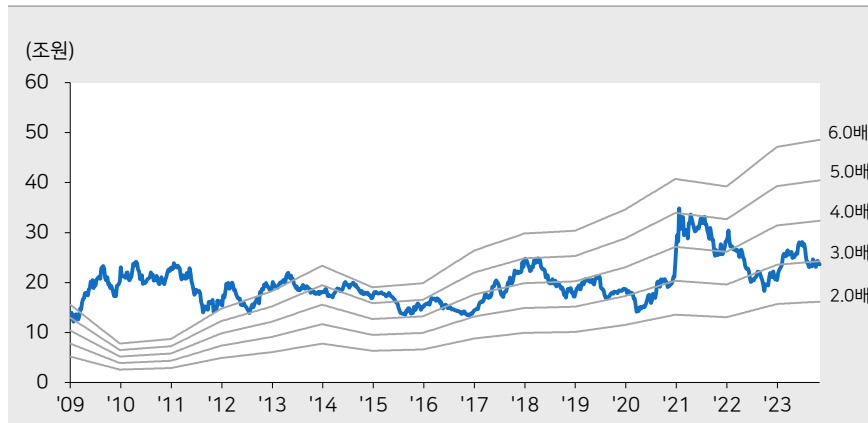
# LG전자 밸류에이션 테이블

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

(배)			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
주가 (원)	High		94,300	91,800	79,600	64,300	66,100	109,500	114,500	83,400	136,500	193,000	150,500	128,200
	Low		55,800	64,600	58,200	39,300	44,700	51,200	58,800	58,500	41,600	115,000	77,200	85,700
	Average		73,605	74,500	68,187	52,875	54,306	77,170	86,194	70,583	73,627	147,087	103,870	109,384
확정치	PBR	High	1.4	1.4	1.2	1.0	1.0	1.5	1.5	1.1	1.6	2.0	1.4	1.2
		Low	0.9	1.0	0.9	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	1.2	0.7	0.8
		Average	1.1	1.1	1.1	0.8	0.8	1.1	1.1	0.9	0.9	1.5	1.0	1.0
	BPS	(원)	65,248	64,917	64,808	64,294	66,288	73,129	78,820	79,245	85,368	95,284	105,025	112,308
	ROE	(%)	0.7	1.5	3.4	1.1	0.7	13.7	9.0	0.2	13.2	6.3	6.6	7.3
컨센서스	PBR	High	1.3	1.3	1.2	1.0	1.0	1.4	1.4	1.0	1.5	2.0	1.4	1.1
		Low	0.8	0.9	0.9	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	1.2	0.7	0.7
		Average	1.0	1.1	1.0	0.8	0.8	1.0	1.1	0.8	0.8	1.6	0.9	1.0
	BPS	(원)	74,032	68,765	68,245	67,143	65,662	76,315	81,830	83,796	89,580	94,768	110,175	114,916
	ROE	(%)	4.7	2.9	6.5	3.3	3.7	14.3	11.1	5.9	13.2	9.5	9.0	7.7

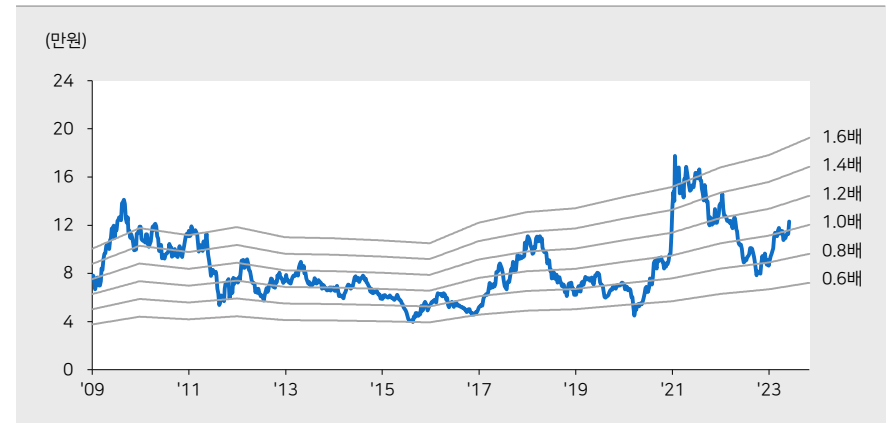
자료: 메리츠증권 리서치센터

## LG전자 EV/EBITDA 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

## LG전자 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

# LG전자 (066570)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>73,908.0</b>	<b>83,467.3</b>	<b>83,731.8</b>	<b>88,974.7</b>	<b>95,203.0</b>
매출액증가율(%)	27.3	12.9	0.3	6.3	7.0
매출원가	55,010.8	63,231.1	62,830.0	66,230.9	70,867.1
매출총이익	18,897.2	20,236.2	20,901.8	22,743.9	24,335.9
판매비와관리비	14,839.2	16,685.3	16,802.9	18,174.8	19,447.1
<b>영업이익</b>	<b>4,058.0</b>	<b>3,551.0</b>	<b>4,098.9</b>	<b>4,569.0</b>	<b>4,888.9</b>
영업이익률(%)	5.5	4.3	4.9	5.1	5.1
금융손익	-71.7	-193.7	-286.0	-200.6	-101.9
중속/관계기업관련손익	448.9	-1,168.0	-1,095.2	187.9	217.9
기타영업외손익	-596.3	350.6	-80.5	-142.1	-111.0
세전계속사업이익	3,838.9	2,539.8	2,637.1	4,414.2	4,893.8
법인세비용	1,057.8	532.3	791.1	1,324.3	1,348.2
<b>당기순이익</b>	<b>1,415.0</b>	<b>1,863.1</b>	<b>1,846.0</b>	<b>3,090.0</b>	<b>3,545.7</b>
지배주주지분 순이익	1,031.7	1,196.4	1,185.5	1,984.3	2,276.9
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	27,487.8	27,488.2	29,397.3	33,326.0	37,721.0
현금및현금성자산	6,051.5	6,322.4	8,164.3	10,763.6	13,579.2
매출채권	8,166.5	8,216.5	8,242.6	8,758.7	9,371.8
재고자산	9,754.0	9,388.8	9,418.6	10,008.3	10,708.9
비유동자산	25,993.7	27,667.9	26,642.3	26,017.2	25,810.8
유형자산	14,700.8	15,831.8	14,814.4	14,012.9	13,639.5
무형자산	2,443.3	2,454.8	2,432.8	2,334.6	2,175.3
투자자산	5,558.5	4,596.6	4,610.4	4,885.1	5,211.3
<b>자산총계</b>	<b>53,481.5</b>	<b>55,156.1</b>	<b>56,039.6</b>	<b>59,343.3</b>	<b>63,531.8</b>
유동부채	23,619.9	22,332.6	22,411.4	23,437.1	24,736.1
매입채무	8,741.9	8,212.4	8,238.4	8,754.3	9,367.1
단기차입금	330.1	885.9	1,385.9	1,335.9	1,285.9
유동성장기부채	1,565.5	1,401.6	916.9	733.5	586.8
비유동부채	9,763.6	10,331.6	9,417.1	8,732.0	8,202.8
사채	4,893.1	4,173.1	4,173.1	4,173.1	4,173.1
장기차입금	3,142.9	4,584.6	3,667.7	2,934.1	2,347.3
<b>부채총계</b>	<b>33,383.5</b>	<b>32,664.1</b>	<b>31,828.5</b>	<b>32,169.1</b>	<b>32,938.9</b>
자본금	904.2	904.2	904.2	904.2	904.2
자본잉여금	3,044.4	3,048.4	3,048.4	3,048.4	3,048.4
기타포괄이익누계액	-1,106.6	-749.5	-749.5	-749.5	-749.5
이익잉여금	14,433.6	15,834.0	16,892.6	18,749.9	20,899.9
비지배주주지분	2,867.4	3,499.9	4,160.4	5,266.1	6,534.9
<b>자본총계</b>	<b>20,098.0</b>	<b>22,492.0</b>	<b>24,211.1</b>	<b>27,174.1</b>	<b>30,592.9</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>2,677.4</b>	<b>3,107.8</b>	<b>6,721.7</b>	<b>6,391.8</b>	<b>6,648.7</b>
당기순이익(손실)	1,415.0	1,863.1	1,846.0	3,090.0	3,545.7
유형자산감가상각비	2,238.3	2,506.7	3,147.6	2,909.3	2,788.8
무형자산상각비	491.1	478.4	522.0	498.2	459.3
운전자본의 증감	-5,415.4	-3,722.9	-1.5	-29.2	-34.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-2,465.5</b>	<b>-3,227.6</b>	<b>-3,852.2</b>	<b>-2,718.5</b>	<b>-2,946.1</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,648.1	-3,116.8	-2,130.2	-2,107.7	-2,415.4
투자자산의 감소(증가)	-309.8	-206.2	-1,109.1	-86.8	-108.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-282.3</b>	<b>448.3</b>	<b>-1,027.5</b>	<b>-1,074.1</b>	<b>-887.0</b>
차입금증감	-24.0	1,206.8	-900.6	-947.2	-760.1
자본의증감	121.1	4.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>155.2</b>	<b>270.8</b>	<b>1,842.0</b>	<b>2,599.3</b>	<b>2,815.6</b>
기초현금	5,896.3	6,051.5	6,322.4	8,164.3	10,763.6
기말현금	6,051.5	6,322.4	8,164.3	10,763.6	13,579.2
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	451,628	510,042	511,659	543,697	581,755
EPS(지배주주)	6,210	7,232	7,165	12,047	13,835
CFPS	55,001	49,292	47,031	47,925	49,094
EBITDAPS	41,475	39,940	47,471	48,742	49,723
BPS	95,284	105,025	110,879	121,150	133,040
DPS	850	700	700	700	700
배당수익률(%)	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	22.2	12.0	14.7	8.7	7.6
PCR	2.5	1.8	2.2	2.2	2.1
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	1.4	0.8	0.9	0.9	0.8
EBITDA	6,787.3	6,536.1	7,768.6	7,976.5	8,137.0
EV/EBITDA	4.6	3.7	3.2	2.8	2.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	6.3	6.6	6.1	9.5	9.9
EBITDA이익률	9.2	7.8	9.3	9.0	8.5
부채비율	166.1	145.2	131.5	118.4	107.7
금융비용부담률	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
이자보상배율(x)	17.0	9.8	11.1	13.5	15.6
매출채권회전율(x)	9.6	10.2	10.2	10.5	10.5
재고자산회전율(x)	8.6	8.7	8.9		

# 뉴프렉스 (085670) VR이 아닌 폴디드줌 관련주

Analyst 양승수 02.6454-4875  
Seungsoo.yang@meritz.co.kr

**Buy** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	7,300원
현재주가 (11.6)	4,405원
상승여력	65.7%
KOSDAQ	839.45pt
시가총액	1,077억원
발행주식수	2,445만주
유동주식비율	68.32%
외국인비중	0.80%
52주 최고/최저가	8,100원/3,800원
평균거래대금	13.9억원
<b>주요주주(%)</b>	
임우현 외 4인	31.68

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.5	-31.3	-18.4
상대주가	-6.2	-30.8	-32.6

## 주가그래프



## 3Q23 OP 32억원(흑전 QoQ, +7.0% YoY) 전망

- 3Q23 Quest3형 카메라모듈 FPCB 공급(대당 6개)과 중화권향 폴디드줌 카메라모듈 FPCB 공급 확대를 통한 실적 호조 예상. 폴디드줌의 경우 국내 전략 거래선향 FPCB 솔벤더로 향후 폴디드줌 채택 확대에 따른 수혜 기대
- 4Q23에도 S24 조기 양산 및 폴디드줌이 채택되는 울트라 모델의 생산 증량에 따른 QoQ 실적 성장 예상
- 종합적으로 2H23 영업이익은 74억원(+15.1% YoY)을 기록, 1H23 영업적자 6억원에서의 가파른 실적 반등 전망

## 2024년 OP 183억원(+163.8% YoY) 전망

- 1) 2024년 북미 고객사가 출시할 예정인 VR 보급형 신모델을 통한 VR향 매출 확대 기대
- 2) 베트남 내 배터리용 FPCB 전용 공장 증설을 10~11월에 시작할 계획. 완공 후 예상되는 매출액은 250억원 수준
- 3) 국내 고객사와 일회용 바이오기기용 FPCB 공급을 논의 중. S24 조기 양산에 따라 계절적 비수기로 전환된 1분기 공급이 유력.

## 투자의견 Buy, 적정주가 7,300원 유지

- 12개월 선행 EPS(609원) X 12.1배(2021년 이후 저점 평균 멀티플)
- 현 주가는 2024년 PER ~~배로, 하반기부터 시작될 실적 개선에 초점을 둔다면 매력적인 주가 수준

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	171.7	1.5	2.4	105	흑전	2,107	74.5	3.7	22.4	5.4	214.6
2022	260.3	17.9	14.4	595	417.2	2,704	12.5	2.7	7.6	24.8	162.3
2023E	211.1	6.9	7.1	293	-50.8	2,969	15.0	1.5	6.8	10.3	190.3
2024E	257.4	18.0	16.6	680	132.2	3,649	6.5	1.2	4.3	20.5	157.4
2025E	281.1	20.6	19.2	785	15.5	4,434	5.6	1.0	3.4	19.4	127.2

# 뉴프렉스 실적 테이블

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,315	1,311	1,331	1,290	1,308	1,298
<b>매출액</b>	<b>66.2</b>	<b>63.3</b>	<b>64.6</b>	<b>66.2</b>	<b>53.5</b>	<b>38.5</b>	<b>55.6</b>	<b>64.1</b>	<b>260.3</b>	<b>211.7</b>	<b>259.6</b>
(% QoQ)	13.6%	-4.4%	2.0%	2.6%	-19.2%	-28.1%	44.6%	15.1%			
(% YoY)	99.4%	102.1%	32.2%	13.6%	-19.3%	-39.2%	-13.8%	-3.2%	51.6%	-18.7%	22.7%
<b>영업이익</b>	<b>6.6</b>	<b>4.9</b>	<b>3.0</b>	<b>3.4</b>	<b>1.4</b>	<b>-1.9</b>	<b>3.2</b>	<b>4.3</b>	<b>17.9</b>	<b>6.9</b>	<b>18.3</b>
(% QoQ)	269.6%	-25.8%	-38.7%	14.5%	-60.0%	적전	흑전	34.2%			
(% YoY)	흑전	흑전	-10.0%	92.7%	-79.1%	적전	7.0%	25.5%	1065.3%	-61.2%	163.8%
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>9.9%</b>	<b>7.7%</b>	<b>4.6%</b>	<b>5.2%</b>	<b>2.6%</b>	<b>-5.1%</b>	<b>5.8%</b>	<b>6.7%</b>	<b>6.9%</b>	<b>3.3%</b>	<b>7.1%</b>
세전이익	7.9	6.5	6.2	-3.6	2.1	-3.1	3.6	5.4	17.0	8.0	19.9
지배주주순이익	7.4	6.0	5.4	-4.3	2.0	-2.7	3.1	4.9	14.4	7.2	16.9
지배주주순이익률 (%)	11.1%	9.4%	8.4%	-6.5%	3.7%	-7.0%	5.5%	7.6%	5.5%	3.4%	6.5%

자료: 뉴프렉스, 메리츠증권 리서치센터



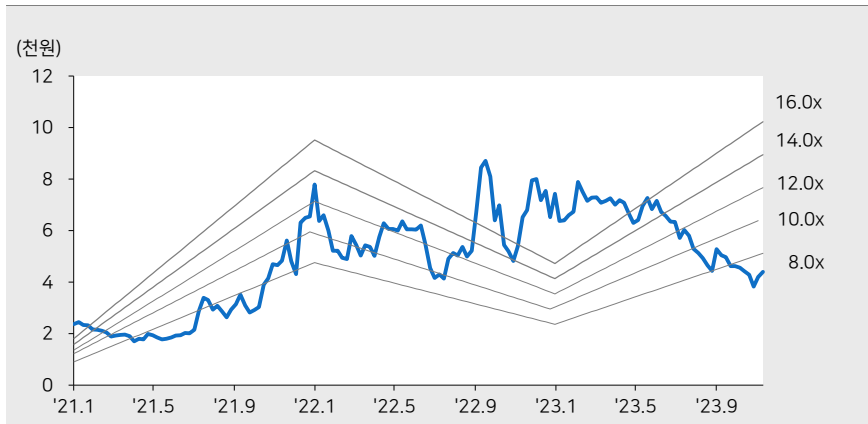
# 뉴프렉스 밸류에이션 테이블

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

(배)			2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
주가 (원)	High		2,250	2,793	3,587	4,400	3,933	3,840	2,850	7,940	9,720	7,900	
	Low		1,047	1,027	1,267	2,147	1,920	1,550	902	1,555	3,850	3,800	
	Average		1,596	1,549	2,057	2,852	3,172	2,555	1,831	3,007	5,925	6,094	
확정치	PER	High	19.7	nm	nm	22.1	11.5	nm	nm	76.0	16.3	26.7	
		Low	9.2	nm	nm	10.8	5.6	nm	nm	14.9	6.5	12.9	
		Average	14.0	nm	nm	14.3	9.3	nm	nm	28.8	10.0	20.6	
	EPS	(원)	114	-97	-143	199	343	-455	-439	105	595	296	693
		Growth (%)	흑전	적전	적확	흑전	72.3	적전	적축	흑전	469.7	-50.3	134.4

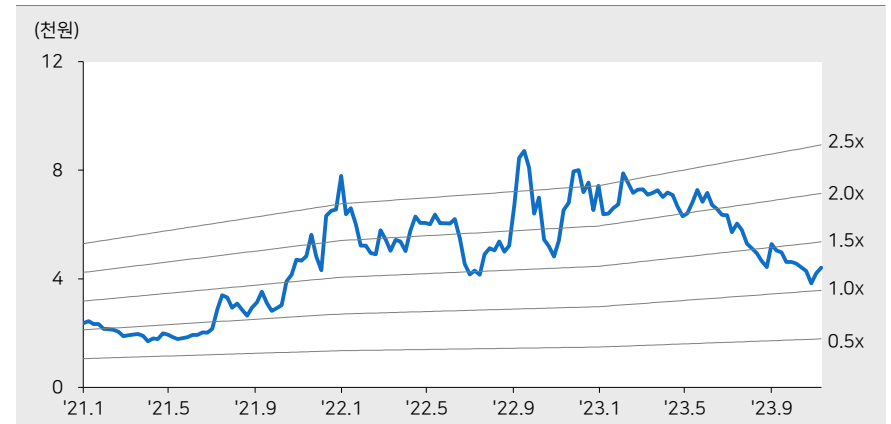
주: 2023년 주가는 1월 2일 ~ 11월 6일 기준  
자료: 메리츠증권 리서치센터

## 뉴프렉스 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 뉴프렉스 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	171.7	260.3	211.1	257.4	281.1
매출액증가율(%)	15.5	51.6	-18.9	21.9	9.2
매출원가	155.5	224.5	187.5	219.1	239.2
매출총이익	16.2	35.8	23.6	38.2	41.9
판매비와관리비	14.7	17.9	16.7	20.2	21.3
영업이익	1.5	17.9	6.9	18.0	20.6
영업이익률(%)	0.9	6.9	3.3	7.0	7.3
금융손익	0.9	-1.1	1.1	0.5	1.0
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.2	0.0	1.0	1.0
세전계속사업이익	2.8	17.0	7.9	19.6	22.6
법인세비용	0.2	2.6	0.8	2.9	3.4
당기순이익	2.7	14.4	7.1	16.6	19.2
지배주주지분 순이익	2.4	14.4	7.1	16.6	19.2
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	66.7	75.7	114.4	126.5	146.3
현금및현금성자산	1.3	8.8	60.1	60.3	74.0
매출채권	38.4	36.2	29.4	35.8	39.1
재고자산	21.2	19.4	15.7	19.2	20.9
비유동자산	97.9	99.4	100.2	106.5	103.0
유형자산	95.5	97.0	97.4	103.3	99.6
무형자산	0.9	0.7	1.2	1.4	1.6
투자자산	0.3	0.8	0.6	0.8	0.8
자산총계	164.6	175.1	214.6	232.9	249.3
유동부채	102.6	98.9	134.9	136.8	134.6
매입채무	36.0	30.9	25.1	30.5	33.3
단기차입금	53.2	55.1	99.1	95.1	89.1
유동성장기부채	6.8	2.8	2.5	1.2	1.2
비유동부채	9.7	9.4	5.8	5.6	5.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	6.6	3.5	1.0	-0.2	-1.4
부채총계	112.3	108.3	140.7	142.5	139.6
자본금	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1
자본잉여금	20.6	20.6	20.6	20.6	20.6
기타포괄이익누계액	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9
이익잉여금	6.6	21.0	28.2	44.8	64.0
비지배주주지분	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
자본총계	52.3	66.8	73.9	90.5	109.7

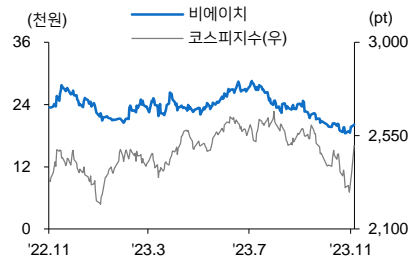
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	7.7	23.8	21.6	24.6	28.4
당기순이익(손실)	2.7	14.4	7.1	16.6	19.2
유형자산감가상각비	9.6	12.1	14.5	14.1	13.7
무형자산상각비	0.3	0.3	0.6	0.7	0.8
운전자본의 증감	-5.8	-12.8	3.3	-3.1	-1.6
투자활동 현금흐름	-13.1	-10.7	-11.4	-17.8	-7.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-13.9	-8.1	-15.0	-20.0	-10.0
투자자산의 감소(증가)	-0.2	-0.4	0.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	0.8	-5.6	41.2	-6.5	-7.2
차입금증감	-3.6	-5.1	41.2	-6.5	-7.2
자본의증가	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-4.3	7.5	51.3	0.3	13.6
기초현금	5.6	1.3	8.8	60.1	60.3
기말현금	1.3	8.8	60.1	60.3	74.0
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	7,467	10,752	8,659	10,526	11,495
EPS(지배주주)	105	595	293	680	785
CFPS	655	1,598	901	1,386	1,476
EBITDAPS	493	1,250	901	1,345	1,435
BPS	2,107	2,704	2,969	3,649	4,434
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	74.5	12.5	15.0	6.5	5.6
PCR	11.9	4.6	4.9	3.2	3.0
PSR	1.0	0.7	0.5	0.4	0.4
PBR	3.7	2.7	1.5	1.2	1.0
EBITDA	11.3	30.3	22.0	32.9	35.1
EV/EBITDA	22.4	7.6	6.8	4.3	3.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.4	24.8	10.3	20.5	19.4
EBITDA이익률	6.6	11.6	10.4	12.8	12.5
부채비율	214.6	162.3	190.3	157.4	127.2
금융비용부담률	1.1	1.0	1.7	1.9	1.6
이자보상배율(x)	0.8	7.2	1.9	3.7	4.5
매출채권회전율(x)	5.6	7.0	6.4	7.9	7.5
재고자산회전율(x)	9.5	12.8	12.0	14.8	14.9

# 비에이치 (090460) 우려는 반영, 기대감은 미반영

Analyst 양승수 02.6454-4875  
seungsoo.yang@meritz.co.kr

**Buy** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	31,000원
현재주가 (11.6)	20,100원
상승여력	54.2%
KOSPI	2,502.37pt
시가총액	6,927억원
발행주식수	3,446만주
유동주식비율	70.91%
외국인비중	9.22%
52주 최고/최저가	28,550원/18,460원
평균거래대금	88.1억원
<b>주요주주(%)</b>	
이경환 외 3인	21.00
국민연금공단	5.02
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b> <b>6개월</b> <b>12개월</b>
절대주가	1.7 -8.8 -14.3
상대주가	-2.1 -8.9 -19.6
<b>주가그래프</b>	



## 4Q23 매출액 5,161억원(+13.2% QoQ, +2.7% YoY), OP 476억원(-6.3% QoQ, +84.5% YoY) 전망

- 매출액은 북미 고객사향 RF-PCB 추가 생산과 함께 국내 고객사향 플래그십 신모델 조기 생산에 따른 반등을 예상
- 영업이익은 믹스 악화 및 일회성 비용 반영으로 QoQ 기준 부진한 수익성 예상

## 2024년 영업이익 1,348억원(+15.2% YoY)로 증익 Cycle 재진입 전망

- 1) 계절적 비수기인 1H24에 북미 고객사향 IT OLED용 HDI 납품 예정
- 2) 3분기 흑자 전환에 성공한 BH EVS의 점진적인 매출 및 이익 기여 확대 전망
- IT 수요 둔화 환경 속에서 신규 어플리케이션 공급 및 전장 매출 확대를 통해 증익 Cycle에 재진입한다는 점이 동사의 차별화 포인트로 부각될 전망

## 투자의견 Buy, 적정주가 31,000원 유지

- 12개월 선행 EPS(3,082원) X 9.0배(컨센서스 기준 최근 5개년 평균 멀티플)
- 동사 현재 주가는 12개월 선행 P/E 기준 5.9배, P/B 기준 0.9배로 현저한 저평가 국면
- 실적 개선의 방향성과 비즈니스 다각화 측면에서 하방 우려 대비 열려 있는 주가의 상방 가능성에 주목할 시점

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,037.0	71.1	81.7	2,428	210.6	12,067	9.6	1.9	7.9	22.5	94.5
2022	1,681.1	131.3	143.9	4,206	69.3	16,270	5.3	1.4	4.8	29.7	74.3
2023E	1,591.3	117.0	110.8	3,215	-23.6	19,255	6.3	1.0	3.7	18.1	78.2
2024E	1,715.5	134.8	117.4	3,408	6.0	22,433	5.9	0.9	2.9	16.3	69.3
2025E	1,805.3	140.0	125.7	3,647	7.0	25,850	5.5	0.8	2.3	15.1	60.9

# 비에이치 실적 테이블

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2023E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,315	1,311	1,331	1,290	1,308	1,298
<b>매출액</b>	<b>366.2</b>	<b>342.0</b>	<b>474.9</b>	<b>502.6</b>	<b>313.9</b>	<b>305.3</b>	<b>456.0</b>	<b>516.1</b>	<b>1,685.7</b>	<b>1,591.3</b>	<b>1,715.5</b>
(% QoQ)	-8.9%	-6.6%	38.9%	5.8%	-37.5%	-2.7%	49.4%	13.2%			
(% YoY)	163.9%	110.6%	42.3%	25.0%	-14.3%	-10.7%	-4.0%	2.7%	62.6%	-5.6%	7.8%
Display (애플)	260.5	238.2	363.5	355.0	156.6	161.1	311.8	342.3	1,217.2	971.8	1,033.7
Display (애플 외)	62.1	61.1	67.4	51.0	55.9	40.7	31.6	66.1	241.6	194.3	224.3
안테나	13.5	14.4	14.1	11.0	9.0	9.1	6.2	10.2	53.0	34.5	44.8
Battery	16.8	12.0	13.0	10.5	9.2	8.4	5.4	8.9	52.3	31.9	32.1
전장(EV, BMS Cable)	8.5	8.0	12.1	12.0	10.9	10.2	11.7	11.8	40.6	44.6	64.0
BH EVS	0.0	0.0	0.0	61.1	70.3	75.1	88.8	76.6	0.0	310.8	314.0
기타 매출	4.8	5.3	3.1	2.0	1.0	0.6	0.5	0.3	2.4	2.5	2.6
<b>영업이익</b>	<b>22.4</b>	<b>24.1</b>	<b>59.0</b>	<b>25.8</b>	<b>8.9</b>	<b>9.7</b>	<b>50.8</b>	<b>47.6</b>	<b>131.3</b>	<b>117.0</b>	<b>134.8</b>
(% QoQ)	94.0%	7.4%	145.4%	-56.3%	-65.4%	8.9%	423.5%	-6.3%			
(% YoY)	흑전	흑전	35.0%	-40.6%	-60.2%	-59.6%	-13.9%	84.5%	84.7%	-10.8%	15.2%
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>6.1%</b>	<b>7.0%</b>	<b>12.4%</b>	<b>5.1%</b>	<b>2.8%</b>	<b>3.2%</b>	<b>11.1%</b>	<b>9.2%</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.4%</b>	<b>7.9%</b>
세전이익	33.6	43.3	78.9	8.7	26.1	2.5	55.0	51.6	164.5	135.2	141.2
지배주주순이익	29.4	33.0	67.8	13.7	25.4	3.9	44.9	36.7	143.9	110.8	117.4
지배주주순이익률 (%)	8.0%	9.7%	14.3%	2.7%	8.1%	1.3%	9.8%	7.1%	8.5%	7.0%	6.8%

자료: 비에이치, 머릿츠증권 리서치센터

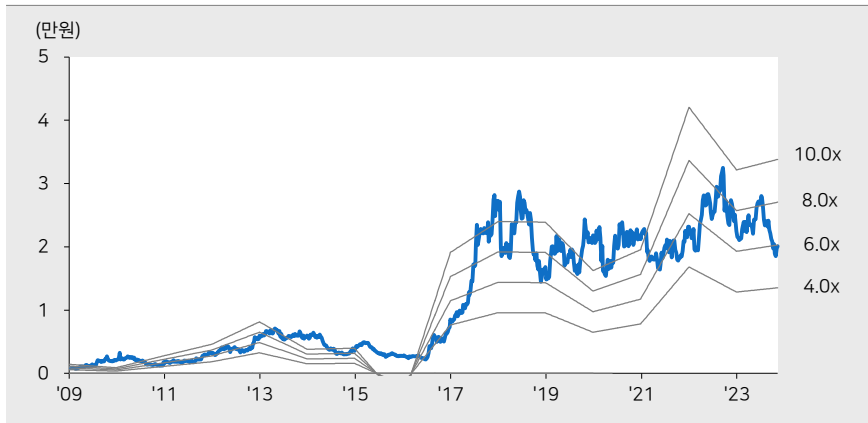
# 비에이치 밸류에이션 테이블

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

(배)		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	
주가 (원)	High	14,900	12,950	10,300	17,300	31,750	29,750	25,150	26,950	24,600	33,900	28,500		
	Low	9,130	5,650	4,945	4,100	14,850	13,750	14,050	12,150	15,750	18,600	18,460		
	Average	12,157	8,647	7,141	7,935	21,696	21,482	19,046	20,393	19,633	25,424	23,352		
확정치	PER (배)	High	20.7	31.8	37.1	nm	21.4	11.1	14.2	34.5	10.1	8.1	8.9	
		Low	12.7	13.9	17.8	nm	10.0	5.1	7.9	15.5	6.5	4.4	5.7	
		Average	16.9	21.3	25.7	nm	14.6	8.0	10.8	26.1	8.1	6.0	7.3	
	EPS (원)	EPS	720	407	278	-783	1,483	2,682	1,770	782	2,428	4,206	3,215	3,408
		Growth (%)	50.9	-43.5	-31.7	nm	nm	80.8	-34.0	-55.8	210.6	73.2	-23.6	6.0
컨센서스	PER (배)	High	18.3	34.0	25.9	nm	16.6	12.4	10.5	16.6	12.6	7.6	8.8	
		Low	11.2	14.8	12.4	nm	7.8	5.7	5.9	7.5	8.1	4.2	5.7	
		Average	14.9	22.7	17.9	nm	11.3	9.0	8.0	12.5	10.0	5.7	7.2	
	EPS (원)	EPS	815	381	398	-458	1,912	2,399	2,390	1,625	1,955	4,449	3,249	3,630
		growth (%)	70.8	-47.1	-2.1	nm	nm	61.7	-0.4	-32.0	20.3	127.6	-22.7	11.7

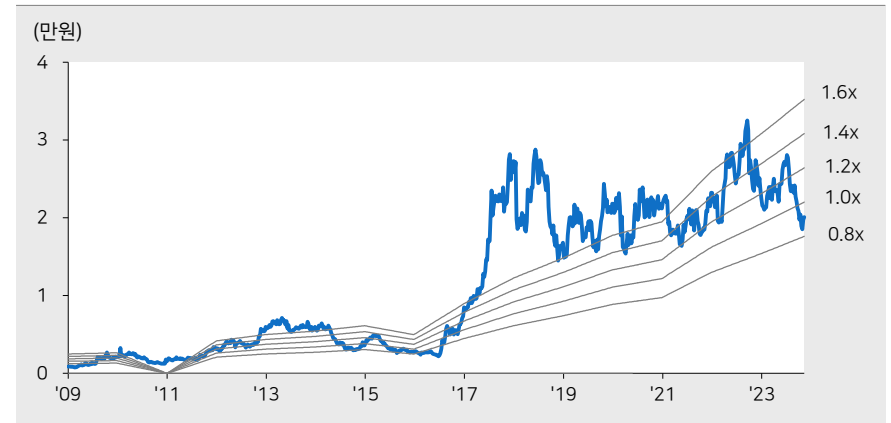
주: 2023년 주가는 1월 2일 ~ 11월 6일 기준  
자료: 메리츠증권 리서치센터

## 비에이치 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 비에이치 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

# 비에이치 (090460)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>1,037.0</b>	<b>1,681.1</b>	<b>1,591.3</b>	<b>1,715.5</b>	<b>1,805.3</b>
매출액증가율(%)	43.8	62.1	-5.3	7.8	5.2
매출원가	936.5	1,488.2	1,412.2	1,519.9	1,602.5
매출총이익	100.5	192.9	179.1	195.6	202.8
판매관리비	29.4	61.6	62.1	60.8	62.8
<b>영업이익</b>	<b>71.1</b>	<b>131.3</b>	<b>117.0</b>	<b>134.8</b>	<b>140.0</b>
영업이익률(%)	6.9	7.8	7.4	7.9	7.8
금융손익	0.2	-1.8	5.1	-3.0	0.3
종속/관계기업손익	2.3	4.9	4.9	4.9	4.9
기타영업외손익	30.8	30.2	8.2	4.5	4.2
세전계속사업이익	104.4	164.5	135.2	141.2	149.3
법인세비용	22.7	23.8	26.9	26.4	26.4
<b>당기순이익</b>	<b>81.7</b>	<b>140.7</b>	<b>108.3</b>	<b>114.8</b>	<b>122.8</b>
지배주주지분 손이익	81.7	143.9	110.8	117.4	125.7
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	505.0	529.2	747.0	863.8	987.2
현금및현금성자산	98.2	89.9	331.0	415.4	515.3
매출채권	217.3	128.8	122.0	131.5	138.3
재고자산	114.4	99.7	94.4	101.7	107.1
비유동자산	288.4	478.1	462.2	466.0	461.2
유형자산	240.6	263.2	254.0	259.2	256.2
무형자산	4.0	124.4	119.8	115.5	111.5
투자자산	32.1	60.3	58.2	61.2	63.3
<b>자산총계</b>	<b>793.4</b>	<b>1,007.3</b>	<b>1,209.2</b>	<b>1,329.8</b>	<b>1,448.3</b>
유동부채	371.5	412.1	514.3	527.0	529.8
매입채무	174.7	173.5	164.2	177.1	186.3
단기차입금	138.6	172.3	287.3	282.3	272.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	13.9	17.3	16.5	17.6	18.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>부채총계</b>	<b>385.4</b>	<b>429.3</b>	<b>530.8</b>	<b>544.5</b>	<b>548.1</b>
자본금	16.9	17.2	17.2	17.2	17.2
자본잉여금	75.4	90.8	90.8	90.8	90.8
기타포괄이익누계액	15.3	19.3	19.3	19.3	19.3
이익잉여금	350.3	487.9	590.8	700.3	818.1
비지배주주지분	0.0	17.3	14.7	12.1	9.3
<b>자본총계</b>	<b>408.0</b>	<b>578.0</b>	<b>678.4</b>	<b>785.2</b>	<b>900.2</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>33.1</b>	<b>197.4</b>	<b>149.6</b>	<b>147.0</b>	<b>156.2</b>
당기순이익(손실)	81.7	140.7	108.3	114.8	122.8
유형자산상각비	34.7	42.2	49.2	44.8	42.9
무형자산상각비	0.2	1.9	4.6	4.3	4.0
운전자본의 증감	-99.2	9.5	8.0	-11.1	-8.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-35.3</b>	<b>-240.0</b>	<b>-15.5</b>	<b>-49.8</b>	<b>-38.4</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-41.2	-66.5	-40.0	-50.0	-40.0
투자자산의 감소(증가)	-5.0	-28.3	2.1	-2.9	-2.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>36.3</b>	<b>35.1</b>	<b>107.0</b>	<b>-12.9</b>	<b>-17.9</b>
차입금의 증감	46.1	22.8	115.0	-4.9	-10.0
자본의 증가	4.6	15.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	34.1	-8.3	241.2	84.4	99.9
기초현금	64.0	98.2	89.9	331.0	415.4
기말현금	98.2	89.9	331.0	415.4	515.3
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	30,806	49,127	46,173	49,775	52,380
EPS(지배주주)	2,428	4,206	3,215	3,408	3,647
CFPS	4,109	6,438	4,929	5,310	5,397
EBITDAPS	3,150	5,124	4,956	5,337	5,424
BPS	12,067	16,270	19,255	22,433	25,850
DPS	250	250	250	250	250
배당수익률(%)	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	9.6	5.3	6.3	5.9	5.5
PCR	5.6	3.5	4.1	3.8	3.7
PSR	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR	1.9	1.4	1.0	0.9	0.8
EBITDA(십억원)	106.0	175.3	170.8	183.9	186.9
EV/EBITDA	7.9	4.8	3.7	2.9	2.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	22.5	29.7	18.1	16.3	15.1
EBITDA 이익률	10.2	10.4	10.7	10.7	10.4
부채비율	94.5	74.3	78.2	69.3	60.9
금융비용부담률	0.3	0.3	0.5	0.6	0.6
이자보상배율(x)	19.7	24.6	13.4	12.5	13.3
매출채권회전율(x)	6.3	9.7	12.7	13.5	13.4
재고자산회전율(x)	10.1	15.7	16.4		

# 티엘비 (356860) 메모리 반등 Cycle의 기판 최대 수혜주

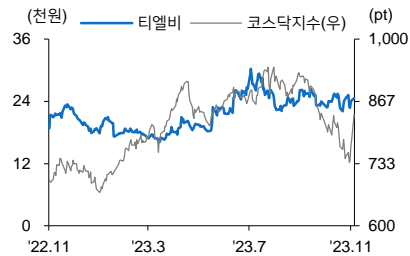
Analyst 양승수 02.6454-4875  
seungsoo.yang@meritz.co.kr

**Buy** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	30,000원
현재주가 (11.6)	24,600원
상승여력	22.0%
KOSDAQ	839.45pt
시가총액	2,419억원
발행주식수	983만주
유동주식비율	68.41%
외국인비중	1.32%
52주 최고/최저가	30,300원/16,130원
평균거래대금	46.2억원
주요주주(%)	
백성현 외 9인	30.60

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.3	28.6	15.1
상대주가	-0.5	29.5	-4.9

## 주가그래프



## 3Q23 OP 4억원(-76.3% QoQ, -97.0% YoY, OPM: 0.8%) 예상

- 3Q23 주요 고객사의 감산기조 및 고부가가치 서버용 SSD의 매출 감소로 수익성 부진 예상
- 8월 중순부터 DDR5향 매출 수주가 증가했으나 리드 타임을 감안했을 때, 4분기에 집중 반영될 전망

## 3Q23 바닥 → 4Q23 ~ 1H24 가파른 실적 반등이 가능한 이유

- 동사는 2Q23 ~ 3Q23 강도 높은 재고 조정과 가동률 하락으로 시장 기대 이하의 실적을 기록
- 다만 당사는 전방 메모리 업황의 가파른 회복을 통해 4Q23 ~ 1H24 는 메모리 기판 위주의 출하량 반등을 예상
- 특히 메모리용 기판은 출하량 반등과 함께 서버용 디램의 고성장 및 2Q24E~3Q24E 내 시작될 서버용 DDR5 Cross-over를 통한 Blended ASP의 동반 상승이 기대
- 동사는 이에 더해 서버용 DDR5의 침투 가속화와 함께 개발이 완료된 동사 하이엔드용 메모리 모듈 PCB의 수주 확대가 이뤄질 수 있다는 모멘텀도 보유
- 종합적으로 2024년 매출액 2,209억원(+24.9% YoY), 영업이익 246억원(+275.2% YoY)의 실적 반등을 예상

## 투자의견 Buy, 적정주가 30,000원 제시

- 적정주가는 실적 반등이 이뤄지는 '24년 EPS(2,151원) X 13.9배(2022년 고점 멀티플 적용)
- 동사는 타 기판 업체 대비 메모리 위주 반등 Cycle에서 수혜 강도가 크고 DDR5 매출 비중이 높다는 장점을 보유
- 4Q24 ~ 1H24 실적 개선에 대한 가시성이 매우 높기 때문에 '22년 고점 멀티플 적용이 적합하다고 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	178.1	13.4	12.4	1,262	-13.3	8,465	16.1	2.4	11.8	16.1	50.2
2022	221.6	38.5	30.6	3,108	146.2	11,424	6.0	1.6	4.0	31.3	46.8
2023E	176.8	6.5	5.8	591	-81.0	11,717	41.6	2.1	15.9	5.1	39.0
2024E	220.9	24.6	21.2	2,151	263.9	13,569	11.4	1.8	6.5	17.0	37.7
2025E	248.0	31.1	26.6	2,704	25.7	15,975	9.1	1.5	4.6	18.3	34.1

# 티엘비 실적 테이블

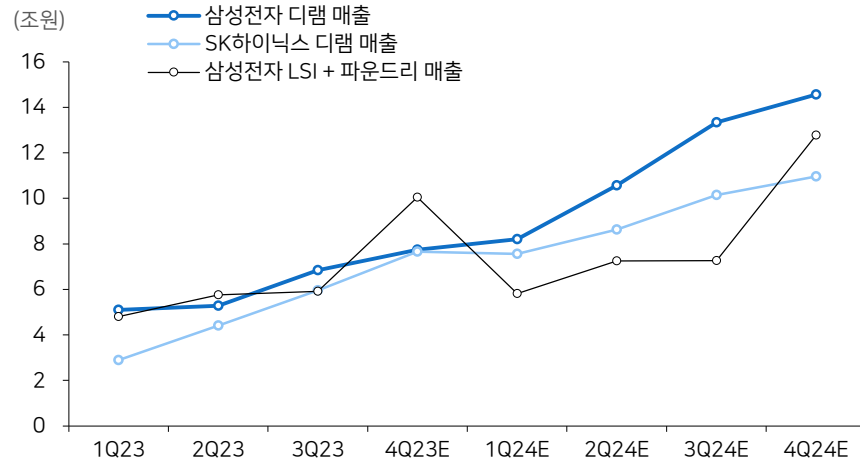
2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,315	1,311	1,331	1,290	1,231	1,220
매출액	51.8	58.3	56.8	54.6	41.5	42.4	43.8	49.1	221.5	176.8	220.9
(% QoQ)	1.7%	12.6%	-2.7%	-3.8%	-24.0%	2.2%	3.4%	12.0%			
(% YoY)	22.2%	44.3%	28.2%	7.1%	-20.0%	-27.3%	-22.8%	-10.1%	24.4%	-20.2%	24.9%
SSD	21.8	30.9	29.5	25.7	21.2	18.2	17.5	16.9	107.9	73.9	0.0
R-DIMM	17.1	17.5	15.9	18.0	7.9	5.9	4.4	4.2	68.5	22.4	0.0
ETC	4.7	4.7	4.5	2.7	2.9	3.0	3.1	3.4	16.6	12.4	0.0
DDR5	8.8	5.3	6.8	8.2	9.5	15.3	18.8	24.6	29.1	68.2	0.0
영업이익	9.1	10.0	12.0	7.4	1.5	1.5	0.4	3.1	38.5	6.6	24.6
(% QoQ)	119.9%	10.5%	19.7%	-38.2%	-79.2%	-2.1%	-76.3%	779.6%			
(% YoY)	413.7%	267.0%	151.4%	79.7%	-83.0%	-84.9%	-97.0%	-57.5%	187.5%	-83.0%	275.2%
영업이익률 (%)	17.5	17.2	21.1	13.6	3.7	3.6	0.8	6.4	17.4	3.7	11.1
세전이익	9.3	10.2	13.7	5.1	2.3	1.5	0.2	3.0	38.2	7.0	25.4
지배주주순이익	7.7	8.4	11.3	3.1	1.8	1.2	0.0	2.8	30.6	5.8	21.1
지배주주순이익률 (%)	14.9%	14.4%	19.8%	5.7%	4.4%	2.8%	0.0%	5.6%	13.8%	3.3%	9.6%

자료: 티엘비, 머릿츠증권 리서치센터

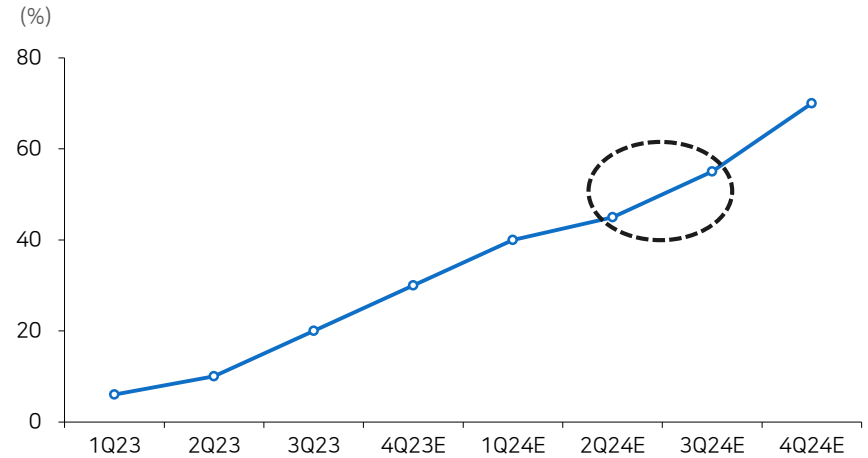


### 디램 vs LSI+파운드리 매출 비교 (메모리 위주의 반등 Cycle)



자료: 삼성전자, SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

### 서버용 DDR5 침투율 추이 (2Q24E ~ 3Q24E에 Cross - Over 예상)



자료: Trendforce, 메리츠증권 리서치센터

# 티엘비 밸류에이션 테이블

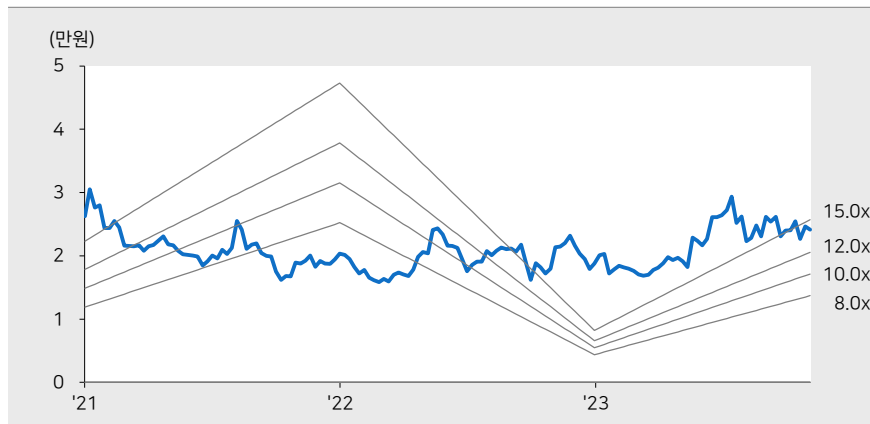
2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

## 티엘비 PER 밸류에이션 테이블

(배)			2020	2021	2022	2023E	2024E
주가 (원)	High		76,100	72,000	50,000		
	Low		45,600	30,600	17,500		
	Average		52,396	42,286	36,204		
확정치	PER (배)	High	52.6	56.3	15.9		
		Low	31.5	23.9	5.5		
		Average	36.2	33.1	11.5		
	EPS (원)	EPS	1,455	1,262	3,108	591	2,151
		Growth (%)	35.0	-13.3	146.2	-81.0	263.9
컨센서스	PER (배)	High	47.2	54.8	13.9		
		Low	28.3	23.3	4.9		
		Average	32.5	32.2	10.0		
	EPS (원)	EPS	1,613	1,315	3,607	946	2,100
		growth (%)	49.6	-9.6	185.8	-69.6	255.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 티엘비 PER 밴드



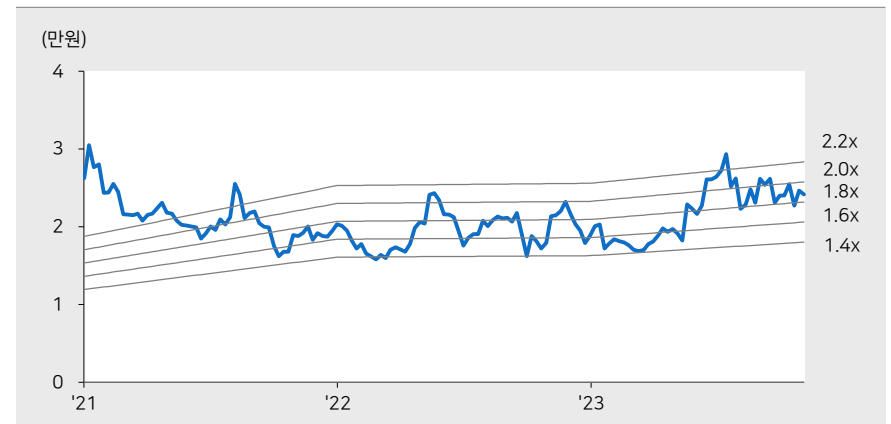
자료: 메리츠증권 리서치센터

## 티엘비 적정주가 산정표

	Fair Value(원)	비고
EPS	2,151	2024년 EPS
적정배수(배)	13.9	2022년 고정 멀티플 적용
적정가치 (원)	29,982	
적정주가 (원)	30,000	
현재주가 (원)	24,600	
상승여력 (%)	22.0%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 티엘비 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

# 티엘비 (356860)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	178.1	221.6	194.0	224.1	235.2
매출액증가율(%)	-3.3	24.4	-12.5	15.6	4.9
매출원가	155.7	175.2	170.5	180.6	187.7
매출총이익	22.4	46.4	23.4	43.5	47.5
판매비와관리비	9.0	7.5	9.5	11.7	12.4
영업이익	13.4	38.8	13.9	31.8	35.1
영업이익률(%)	7.5	17.5	7.2	14.2	14.9
금융손익	-0.1	-0.3	0.0	0.5	1.2
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.7	0.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	15.0	38.6	13.9	32.4	36.3
법인세비용	2.5	7.6	2.3	5.5	6.5
당기순이익	12.6	31.0	11.6	26.8	29.8
지배주주지분 순이익	12.6	31.0	11.6	26.8	29.8
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	54.5	78.3	81.3	110.0	142.4
현금및현금성자산	14.5	31.2	43.6	63.0	89.6
매출채권	13.0	19.1	15.3	19.1	21.4
재고자산	23.2	20.6	16.4	20.5	23.0
비유동자산	70.6	86.6	78.9	73.6	68.2
유형자산	65.2	73.4	66.3	60.6	54.9
무형자산	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
투자자산	0.2	2.4	1.9	2.4	2.7
자산총계	125.0	164.9	160.2	183.7	210.6
유동부채	28.0	28.7	21.1	26.3	29.5
매입채무	13.5	11.2	9.0	11.2	12.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	7.3	2.3	0.0	0.0	0.0
비유동부채	13.7	24.0	23.9	24.0	24.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	13.0	23.6	23.6	23.6	23.6
부채총계	41.8	52.6	45.0	50.3	53.5
자본금	2.5	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	33.2	30.7	30.7	30.7	30.7
기타포괄이익누계액	-0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	47.6	76.6	79.4	97.7	121.3
비지배주주지분	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
자본총계	83.2	112.3	115.2	133.4	157.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동동 현금흐름	-0.5	35.4	15.6	23.2	29.8
당기순이익(손실)	12.4	30.6	5.8	21.1	26.6
유형자산감가상각비	3.9	5.2	7.1	5.7	5.7
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-16.1	-6.4	3.2	-3.1	-1.9
투자활동 현금흐름	-8.3	-23.3	2.1	-0.9	-0.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-27.9	-19.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	1.7	-2.5	0.5	-0.5	-0.3
재무활동 현금흐름	2.6	4.1	-5.3	-2.9	-2.9
차입금증감	2.9	5.4	-2.3	0.1	0.0
자본의증가	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-5.6	16.7	12.5	19.4	26.6
기초현금	20.1	14.5	31.2	43.6	63.0
기말현금	14.5	31.2	43.6	63.0	89.6
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	18,113	22,532	17,982	22,462	25,224
EPS(지배주주)	1,262	3,108	591	2,151	2,704
CFPS	1,852	4,495	1,395	3,088	3,748
EBITDAPS	1,772	4,448	1,395	3,088	3,748
BPS	8,465	11,424	11,717	13,569	15,975
DPS	125	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.6	1.6	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	16.1	6.0	41.6	11.4	9.1
PCR	11.0	4.2	17.6	8.0	6.6
PSR	1.1	0.8	1.4	1.1	1.0
PBR	2.4	1.6	2.1	1.8	1.5
EBITDA	17.4	43.7	13.7	30.4	36.9
EV/EBITDA	11.8	4.0	15.9	6.5	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.1	31.3	5.1	17.0	18.3
EBITDA이익률	9.8	19.7	7.8	13.7	14.9
부채비율	50.2	46.8	39.0	37.7	34.1
금융비용부담률	0.2	0.4	0.6	0.4	0.4
이자보상배율(x)	40.9	42.0	6.7	26.4	33.3
매출채권회전율(x)	18.3	13.8	10.3	12.9	12.2
재고자산회전율(x)	8.6	10.1	9.6	12.0	11.4

# 엠씨넥스 (097520) 이겨낸 성장통

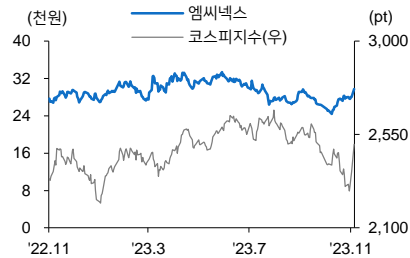
Analyst 양승수 02.6454-4875  
seungsoo.yang@meritz.co.kr

**Buy** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	40,000원
현재주가 (11.6)	29,750원
상승여력	34.5%
KOSPI	2,502.37pt
시가총액	5,348억원
발행주식수	1,798만주
유동주식비율	69.52%
외국인비중	9.68%
52주 최고/최저가	33,350원/24,400원
평균거래대금	17.1억원
<b>주요주주(%)</b>	
민동욱 외 6인	28.43

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	18.3	-5.7	9.6
상대주가	13.9	-5.8	2.8

## 주가그래프



## 3Q23 매출액(2,364억원), 영업이익(104억원) 컨센서스 각각 5.6%, 23.2% 상회

- 3Q23 모바일은 갤럭시S3 FE 양산 물량이 반영되며 매출 및 수익성 회복에 성공
- 전장사업부는 현대차 직납 개시 및 옵션 채택률 상승에 따른 차량 대당 ASP 증가의 영향으로 매출 증대 지속
- 환율 연동 판가 협의 완료에 따라 2Q 대비 수익성 측면에서 개선에 성공

## 4Q23 매출액 2,561억원(+8.4% QoQ, +3.4% YoY), 영업이익 92억원 (-11.7% QoQ, +283.9% YoY) 전망

- 모바일 매출액 1,865억원(+11.1% QoQ), 전장사업부 매출액 669억원(-1.3% QoQ) 전망
- A시리즈 물량 감소에 따른 지문인식 센서의 매출 감소가 예상되나, S시리즈 조기 양산 및 폴디드줌 구동계 잔입에 따른 카메라모듈과 구동계 매출의 QoQ 증가 전망
- 전장 사업부는 현대차량 물량기 기대되나 유럽 완성차량 600만 화소 전방 센싱카메라의 양산이 내년으로 지연됨에 따라 소폭의 매출 둔화 예상

## ‘실적 전망치 상향과 2024년의 비중확대를 반영, 적정주가 40,000원으로 +8.1% 상향 제시

- 12개월 선행 EPS(2,096원) X 19.1배(전장에 대한 기대감이 반영되기 시작한 ‘20~’21년 평균 멀티플)
- 현 주가는 전장 카메라의 성장성이 부각된 2020년 이후 저점 평균(13.4배)을 소폭 상회하는 수준에서 거래 중
- 점진적인 전장 사업부의 매출 확대와 모바일 사업부의 수익성 회복을 고려 시, 비중확대가 유효한 시점

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
(십억원)											
2021	1,009.3	23.9	39.5	2,206	2.5	16,634	26.1	3.5	13.7	14.3	75.8
2022	1,108.6	10.7	23.0	1,278	-42.1	17,192	21.8	1.6	8.3	7.6	74.4
2023E	933.3	19.8	29.5	1,638	28.2	18,340	18.2	1.6	6.9	9.2	55.8
2024E	1,065.7	38.6	39.3	2,187	33.5	20,037	13.6	1.5	5.5	11.4	52.7
2025E	1,179.7	45.6	45.1	2,507	14.7	22,055	11.9	1.3	4.8	11.9	61.4

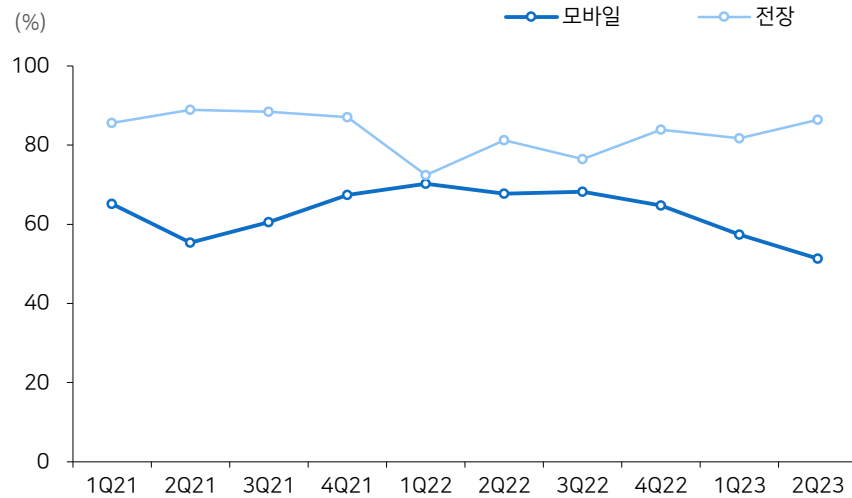
# 엠씨넥스 실적 테이블

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,195	1,260	1,338	1,359	1,276	1,315	1,311	1,331	1,288	1,308	1,298
매출액	301.7	280.9	278.3	247.8	251.0	192.2	236.4	253.8	1,108.6	933.3	1,065.6
(% QoQ)	-5.9%	-6.9%	-0.9%	-11.0%	1.3%	-23.4%	23.0%	7.4%			
(% YoY)	18.3%	48.7%	13.7%	-22.7%	-16.8%	-31.6%	-15.1%	2.4%	9.8%	-15.8%	14.2%
모바일	266.3	232.1	231.3	200.4	200.2	126.8	167.8	186.5	930.1	681.2	712.4
자동차	32.7	48.5	46.9	47.2	50.5	64.3	67.8	66.9	175.4	249.6	350.7
기타	2.7	0.2	0.1	0.1	0.3	1.1	0.8	0.4	3.1	2.6	2.5
전방시장별 매출 비중											
모바일	88.3	82.6	83.1	80.9	79.8	66.0	71.0	73.5	83.9	73.0	66.9
자동차	10.9	17.3	16.8	19.1	20.1	33.5	28.7	26.4	15.8	26.7	32.9
기타	0.9	0.1	0.0	0.0	0.1	0.6	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2
영업이익	4.0	4.2	0.1	2.4	2.8	-2.3	10.4	8.9	10.7	19.8	38.6
(% QoQ)	-68.3%	5.5%	-97.8%	2499.9%	18.0%	n/a	n/a	-13.9%			
(% YoY)	-10.5%	흑전	-98.8%	-81.1%	-29.7%	-154.2%	11206.8%	274.5%	-55.2%	85.3%	94.6%
영업이익률 (%)	1.3	1.5	0.0	1.0	1.1	-1.2	4.4	3.5	1.0	2.1	3.6
세전이익	8.6	19.4	14.3	-13.1	9.0	0.8	14.9	13.3	29.2	38.1	50.9
지배주주순이익	7.1	14.1	9.1	-7.4	8.2	3.8	9.6	7.9	23.0	29.5	39.3
지배주주순이익률 (%)	2.4%	5.0%	3.3%	-3.0%	3.3%	2.0%	4.1%	3.1%	2.1%	3.2%	3.7%

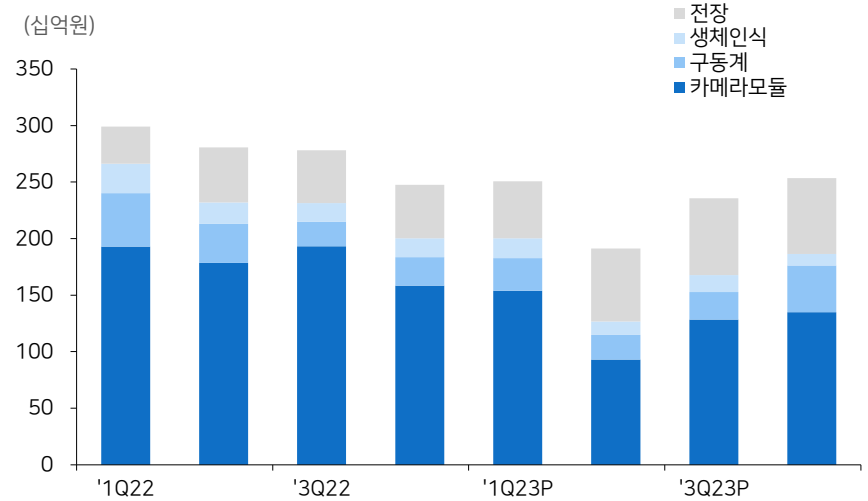
자료: 엠씨넥스, 메리츠증권 리서치센터

### 엠씨넥스 사업부별 가동률 추이



자료: 엠씨넥스, 메리츠증권 리서치센터

### 엠씨넥스 제품군별 매출 추이



자료: 엠씨넥스, 메리츠증권 리서치센터

# 엠씨넥스 밸류에이션

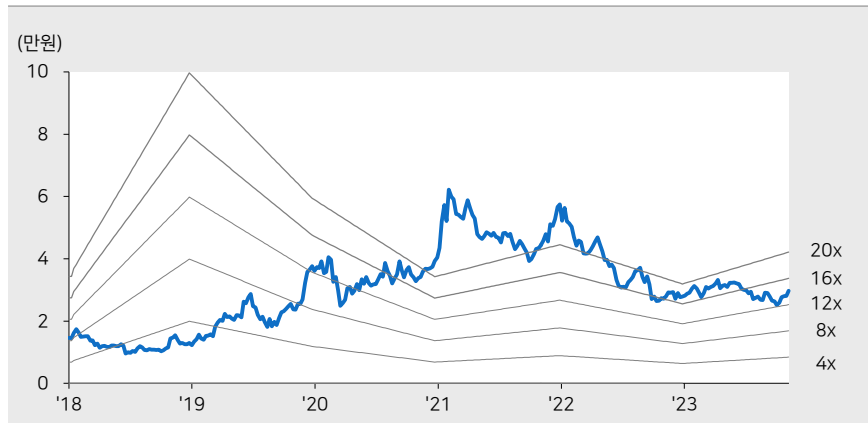
2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

## 엠씨넥스 PER 밸류에이션 테이블

(배)		2018	2019	2020	2021	2022	2023E	
주가 (원)	High	27,300	38,300	44,150	66,500	58,300	33,350	
	Low	11,200	12,000	21,000	36,600	25,900	24,400	
	Average	17,441	21,906	34,191	49,104	36,834	29,462	
확정치	PER (배)	High	13.0	7.5	20.5	30.1	45.6	20.4
		Low	5.4	2.4	9.8	16.6	20.3	14.9
		Average	8.3	4.3	15.9	22.3	28.8	18.0
	EPS (원)	EPS	2,092	5,079	2,152	2,206	1,278	1,638
		Growth (%)	흑전	142.8	-57.6	2.5	-42.1	28.2
컨센서스	PER (배)	High	16.5	7.7	14.9	38.8	26.2	20.9
		Low	6.8	2.4	7.1	21.4	11.6	15.3
		Average	10.6	4.4	11.5	28.7	16.5	18.5
	EPS (원)	EPS	1,653	4,985	2,973	1,712	2,227	1,595
		growth (%)	흑전	138.3	-41.5	-42.4	0.19	24.8

주: 2023년 주가는 1월 2일 ~ 11월 6일 기준  
자료: 메리츠증권 리서치센터

## 엠씨넥스 PER 밴드



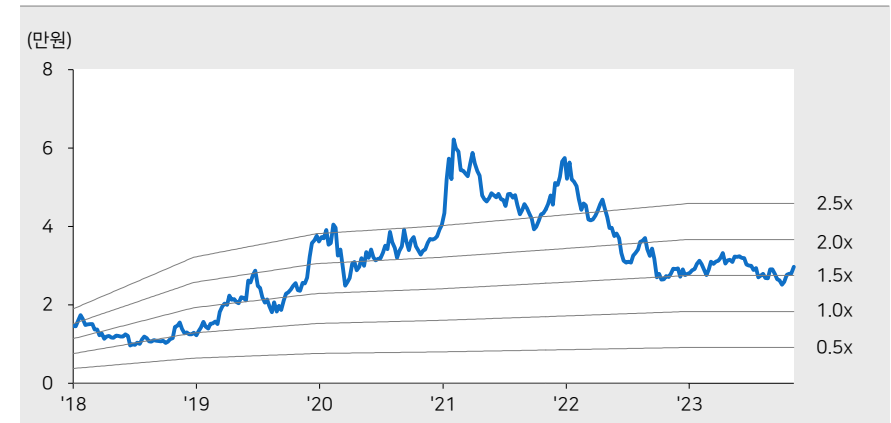
자료: 메리츠증권 리서치센터

## 엠씨넥스 적정주가 산정표

(십억원)	가치	비고
EPS	2,096	12개월 선행 기준
적정배수(배)	19.1	20년 ~ '21년 평균 멀티플
적정가치 (원)	39,971	
적정주가 (원)	40,000	
현재주가 (원)	29,750	
상승여력 (%)	34.5%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 엠씨넥스 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

# 엠시넥스 (097520)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,009.3	1,108.6	933.3	1,065.7	1,179.7
매출액증가율(%)	-23.0	9.8	-15.8	14.2	10.7
매출원가	920.6	1,034.0	856.3	960.3	1,062.2
매출총이익	88.6	74.6	77.0	105.4	117.5
판매관리비	64.8	63.9	57.2	66.8	71.9
영업이익	23.9	10.7	19.8	38.6	45.6
영업이익률(%)	2.4	1.0	2.1	3.6	3.9
금융손익	-1.2	-3.9	-2.8	-1.1	-0.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	27.6	22.4	21.1	13.4	12.9
세전계속사업이익	50.3	29.2	38.1	50.9	58.0
법인세비용	10.8	6.2	8.6	11.6	12.9
당기순이익	39.5	23.0	29.5	39.3	45.1
지배주주지분 손이익	39.5	23.0	29.5	39.3	45.1
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	277.3	247.6	238.4	281.6	380.4
현금및현금성자산	20.3	43.5	66.6	85.5	163.3
매출채권	152.0	102.6	86.4	98.6	109.2
재고자산	95.7	93.3	78.6	89.7	99.3
비유동자산	248.3	291.3	275.1	268.4	259.3
유형자산	198.9	234.3	218.8	212.6	204.1
무형자산	4.0	4.7	4.0	3.4	3.0
투자자산	3.0	7.6	7.5	7.6	7.6
자산총계	525.5	538.9	513.6	550.0	639.8
유동부채	209.5	198.0	152.3	163.3	222.0
매입채무	136.6	124.3	104.7	119.5	132.3
단기차입금	35.5	42.0	26.3	14.1	57.3
유동성장기부채	14.5	6.2	0.0	5.3	5.3
비유동부채	17.1	31.9	31.5	26.5	21.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	15.8	29.4	29.4	24.1	18.7
부채총계	226.6	229.8	183.8	189.8	243.3
자본금	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
자본잉여금	58.6	56.9	56.9	56.9	56.9
기타포괄이익누계액	4.8	7.6	7.6	7.6	7.6
이익잉여금	228.0	241.9	262.6	293.1	329.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	299.0	309.1	329.7	360.2	396.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	92.8	122.3	75.6	72.6	76.3
당기순이익(손실)	39.5	23.0	29.5	39.3	45.1
유형자산상각비	54.4	53.3	55.5	51.2	48.6
무형자산상각비	0.5	0.6	0.7	0.6	0.5
운전자본의 증감	1.9	27.6	8.3	-6.3	-5.4
투자활동 현금흐름	-67.5	-93.5	-17.5	-29.4	-23.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-38.9	-115.5	-40.0	-45.0	-40.0
투자자산의 감소(증가)	0.3	-4.6	0.1	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	-23.8	-5.4	-35.0	-24.4	24.9
차입금의 증감	-15.7	11.4	-22.0	-12.2	37.9
자본의 증가	6.2	-1.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	2.5	23.2	23.1	18.8	77.8
기초현금	17.8	20.3	43.5	66.6	85.5
기말현금	20.3	43.5	66.6	85.5	163.3
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	56,362	61,672	51,915	59,276	65,618
EPS(지배주주)	2,206	1,278	1,638	2,187	2,507
CFPS	5,864	5,504	4,225	5,028	5,262
EBITDAPS	4,395	3,593	4,225	5,028	5,262
BPS	16,634	17,192	18,340	20,037	22,055
DPS	500	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.9	1.8	1.7	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	26.1	21.8	18.2	13.6	11.9
PCR	9.8	5.1	7.0	5.9	5.7
PSR	1.0	0.5	0.6	0.5	0.5
PBR	3.5	1.6	1.6	1.5	1.3
EBITDA(십억원)	78.7	64.6	76.0	90.4	94.6
EV/EBITDA	13.7	8.3	6.9	5.5	4.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.3	7.6	9.2	11.4	11.9
EBITDA 이익률	7.8	5.8	8.1	8.5	8.0
부채비율	75.8	74.4	55.8	52.7	61.4
금융비용부담률	0.1	0.4	0.4	0.3	0.4
이자보상배율(x)	15.9	2.6	4.7	11.5	10.8
매출채권회전율(x)	7.2	8.7	9.9	11.5	11.4
재고자산회전율(x)	11.5	11.7	10.9		



# 아바텍 (149950) 손뼉을 마주칠 시간

Analyst 양승수 02.6454-4875  
seungsoo.yang@meritz.co.kr

**Buy** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	23,000원		
현재주가 (11.6)	14,100원		
상승여력	63.1%		
KOSDAQ	839.45pt		
시가총액	2,201억원		
발행주식수	1,561만주		
유동주식비율	52.69%		
외국인비중	0.80%		
52주 최고/최저가	19,700원/12,000원		
평균거래대금	4.1억원		
<b>주요주주(%)</b>			
위재곤 외 6인	36.10		
박창환 외 3인	15.10		
엘지디스플레이	12.81		
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	7.6	-7.5	-25.2
상대주가	4.6	-6.9	-38.2
<b>주가그래프</b>			



## 3Q23 영업이익 27억원의 서프라이즈 실적 기록

- 3Q23 실적은 2Q23에 이월된 S사향 MLCC 물량이 집중적으로 반영되며 영업이익 기준 당사 추정치를 크게 상회
- 또한 LCD 식각/코팅 물량은 여전히 부진했으나, 2Q23에 이어 수익성 높은 OLED향 식각 샘플 매출이 반영되며 흑자 기초를 유지한 것으로 파악

## MLCC와 디스플레이 동반 성장으로 '24년 매출액 1,538억원(+95.9% YoY), 영업이익 168억원(+534.2% YoY) 전망

- 최근 동사는 S사향 MLCC 공급 물량을 올해 10억개 → '24년 25억개로 확대 계약에 성공. S사향 물량 공급 만으로도 2024년 약 600억원 수준의 매출 달성 전망
- 최근 S사의 재고 문제에 대한 우려가 존재하나, 동사의 경우 가격경쟁력을 기반으로 내부적으로 점유율이 확대되고 있어 우려대비 출하량이 양호
- 이에 더해 내년부터 증설 물량을 기반으로 한 신규 고객사 확보 + 국내 IT 고객사향 물량 확대를 통한 매출 성장 기대
- 2024년 북미 고객사 IT OLED 전환 물량은 약 1,000만대(Pro 11인치 +12.9인치 모델 합산)로 예상하며 동사 고객사의 예상 생산 물량은 500만대 수준
- 이에 따라 기대되는 동사의 예상 매출은 500억원 수준으로, OLED 식각이기 때문에 기존 LCD 식각 대비 상대적 고수익성을 전망

## 투자의견 Buy, 적정주가 23,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	80.8	-2.4	0.1	6	-98.3	9,063	3,580.4	2.2	51.8	0.1	8.4
2022	73.2	-5.4	-4.3	-277	적전	8,762	-54.2	1.7	77.1	-3.1	9.6
2023E	78.5	0.4	2.4	154	흑전	11,104	91.8	1.3	21.2	1.5	13.9
2024E	153.8	14.7	15.4	988	543.4	12,092	14.3	1.2	6.7	8.5	30.5
2025E	180.4	21.3	21.0	1,343	35.9	13,436	10.5	1.0	5.0	10.5	27.4

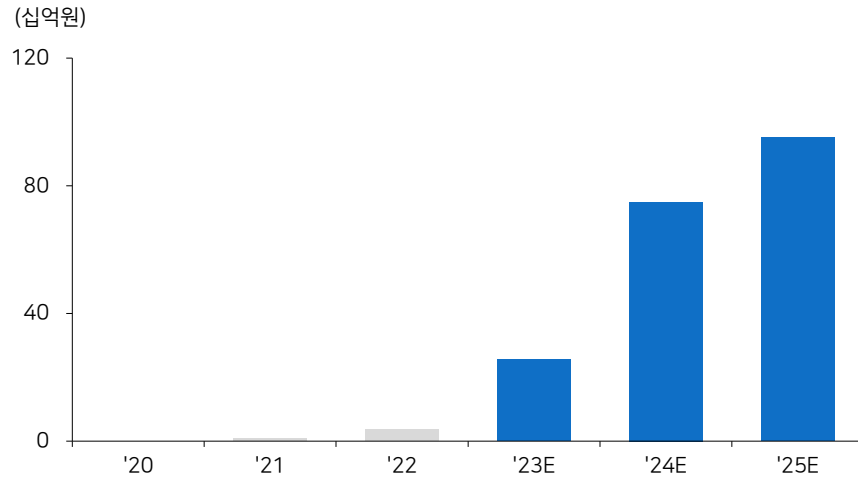
# 아바텍 실적 테이블

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,315	1,311	1,331	1,290	1,308	1,175
<b>매출액</b>	<b>18.8</b>	<b>15.0</b>	<b>18.7</b>	<b>20.7</b>	<b>16.7</b>	<b>17.6</b>	<b>23.4</b>	<b>20.8</b>	<b>73.2</b>	<b>78.5</b>	<b>153.8</b>
(% QoQ)	-12.1%	-19.9%	24.3%	10.7%	-19.1%	5.0%	33.4%	-11.3%			
(% YoY)	-5.5%	-20.8%	-9.1%	-3.1%	-10.9%	16.8%	25.4%	0.5%	-9.4%	7.3%	95.9%
Display 매출액	18.7	15.0	18.7	17.2	10.3	13.4	12.8	14.2	69.6	50.8	79.0
MLCC 매출액	0.0	0.0	0.0	3.5	6.4	4.2	8.4	6.6	3.6	25.5	74.8
<b>영업이익</b>	<b>-1.2</b>	<b>-2.1</b>	<b>-0.6</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.5</b>	<b>0.6</b>	<b>2.7</b>	<b>0.9</b>	<b>-5.4</b>	<b>2.6</b>	<b>16.8</b>
(% QoQ)	적축	적확	적축	적확	적축	흑전	376.7%	-68.8%			
(% YoY)	적전	적확	적확	적확	적확	흑전	흑전	흑전	적확	적축	534.2%
영업이익률 (%)	<b>-6.5%</b>	<b>-13.7%</b>	<b>-3.2%</b>	<b>-7.1%</b>	<b>-9.1%</b>	<b>3.3%</b>	<b>11.7%</b>	<b>4.1%</b>	<b>-7.3%</b>	<b>3.4%</b>	<b>10.9%</b>
세전이익	-1.0	-2.7	-0.6	-0.4	-0.4	1.8	3.4	-2.2	-4.7	2.7	17.5
지배주주순이익	-0.7	-1.9	-0.1	-1.6	-1.0	1.7	3.6	-1.9	-4.3	2.4	15.4
지배주주순이익률 (%)	-3.6%	-12.9%	-0.7%	-7.5%	-6.2%	9.8%	15.6%	-9.3%	-5.9%	3.1%	10.0%

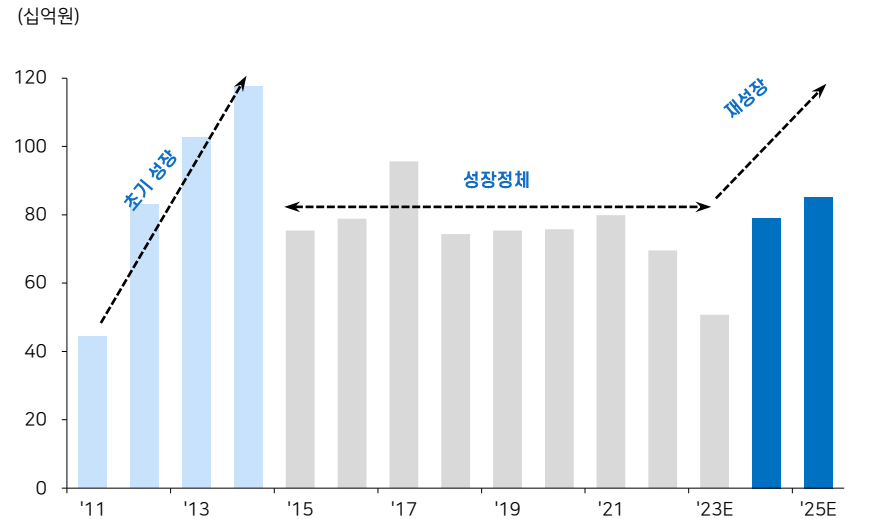
자료: 아바텍, 메리츠증권 리서치센터

## 아바텍 MLCC 매출액 추이 및 전망



자료: 아바텍, 메리츠증권 리서치센터

## 아바텍 디스플레이 매출액 추이 및 전망



자료: 아바텍, 메리츠증권 리서치센터

# 아바텍 (149950)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>80.8</b>	<b>73.2</b>	<b>78.5</b>	<b>153.8</b>	<b>180.4</b>
매출액증가율(%)	6.6	-9.4	7.3	95.9	17.2
매출원가	76.9	72.0	71.1	125.5	143.1
매출총이익	3.9	1.2	7.4	28.4	37.3
판매비와관리비	6.2	6.5	7.0	13.7	16.0
<b>영업이익</b>	<b>-2.4</b>	<b>-5.4</b>	<b>0.4</b>	<b>14.7</b>	<b>21.3</b>
영업이익률(%)	-3.0	-7.3	0.5	9.6	11.8
금융손익	1.1	0.5	2.3	2.8	3.4
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	-1.4	-4.8	2.7	17.5	24.7
법인세비용	-1.5	-0.4	0.3	2.1	3.7
<b>당기순이익</b>	<b>0.1</b>	<b>-4.3</b>	<b>2.4</b>	<b>15.4</b>	<b>21.0</b>
지배주주지분 순이익	0.1	-4.3	2.4	15.4	21.0

Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>43.4</b>	<b>56.3</b>	<b>61.5</b>	<b>93.7</b>	<b>104.5</b>
현금및현금성자산	19.5	11.2	15.2	33.8	39.1
매출채권	3.3	7.2	7.7	13.5	15.9
재고자산	5.2	8.6	9.3	16.3	19.1
비유동자산	109.9	93.6	135.9	152.6	162.5
유형자산	63.7	76.0	127.7	144.5	154.4
무형자산	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
투자자산	39.3	9.3	0.0	0.0	0.0
<b>자산총계</b>	<b>153.3</b>	<b>149.9</b>	<b>197.4</b>	<b>246.3</b>	<b>267.1</b>

<b>유동부채</b>	<b>10.7</b>	<b>12.8</b>	<b>23.7</b>	<b>46.9</b>	<b>46.5</b>
매입채무	2.9	2.2	2.3	4.6	5.4
단기차입금	0.0	0.0	10.0	20.0	15.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1.2	0.3	0.4	10.7	10.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	10.0	10.0
<b>부채총계</b>	<b>11.9</b>	<b>13.1</b>	<b>24.1</b>	<b>57.6</b>	<b>57.4</b>
<b>자본금</b>	<b>8.2</b>	<b>8.2</b>	<b>8.7</b>	<b>8.7</b>	<b>8.7</b>
자본잉여금	33.2	33.2	52.7	52.7	52.7
기타포괄이익누계액	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
이익잉여금	110.6	106.9	109.3	124.7	145.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>141.5</b>	<b>136.8</b>	<b>173.3</b>	<b>188.7</b>	<b>209.7</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>4.5</b>	<b>-2.0</b>	<b>10.5</b>	<b>28.6</b>	<b>34.4</b>
당기순이익(손실)	0.1	-4.3	2.4	15.4	21.0
유형자산감가상각비	7.7	7.8	8.4	13.2	14.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-10.5	-11.1	-0.2	-0.1	-0.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-0.6</b>	<b>-6.2</b>	<b>-50.7</b>	<b>-30.1</b>	<b>-24.0</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-6.0	-20.6	-60.0	-30.0	-24.0
투자자산의 감소(증가)	-0.7	29.9	9.3	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.2</b>	<b>44.2</b>	<b>20.0</b>	<b>-5.0</b>
차입금증감	0.0	0.0	10.0	20.0	-5.0
자본의증가	0.0	0.0	20.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>3.4</b>	<b>-8.3</b>	<b>4.0</b>	<b>18.5</b>	<b>5.4</b>
기초현금	16.1	19.5	11.2	15.2	33.8
기말현금	19.5	11.2	15.2	33.8	39.1

Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	5,174	4,689	5,031	9,857	11,557
EPS(지배주주)	6	-277	154	988	1,343
CFPS	881	471	564	1,791	2,262
EBITDAPS	345	161	564	1,791	2,262
BPS	9,063	8,762	11,104	12,092	13,436
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	3,580.4	-54.2	91.8	14.3	10.5
PCR	22.8	31.8	25.0	7.9	6.2
PSR	3.9	3.2	2.8	1.4	1.2
PBR	2.2	1.7	1.3	1.2	1.0
EBITDA	5.4	2.5	8.8	28.0	35.3
EV/EBITDA	51.8	77.1	21.2	6.7	5.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	0.1	-3.1	1.5	8.5	10.5
EBITDA이익률	6.7	3.4	11.2	18.2	19.6
부채비율	8.4	9.6	13.9	30.5	27.4
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)					
매출채권회전율(x)	26.6	14.1	10.6	14.5	12.3
재고자산회전율(x)	26.5	10.6	8.8	12.0	10.4

# LG이노텍 (011070) 역대 최고 실적과 상충되는 아쉬운 흥행성적

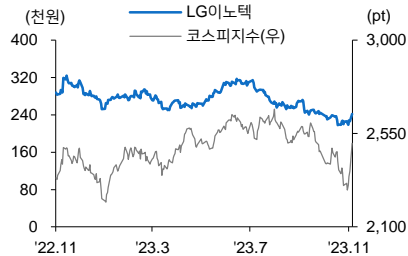
Analyst 양승수 02. 6454-4875  
seungsoo.yang@meritz.co.kr

**Buy** (20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	320,000원
현재주가 (11. 7)	242,000원
상승여력	32.2%
KOSPI	2,502.37pt
시가총액	57,274억원
발행주식수	2,367만주
유동주식비율	59.19%
외국인비중	20.85%
52주 최고/최저가	324,000원/218,000원
평균거래대금	421.5억원
<b>주요주주(%)</b>	
LG전자 외 1인	40.80
국민연금공단	10.76

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	5.2	-6.7	-14.8
상대주가	1.3	-6.8	-20.0

## 주가그래프



## 4Q23 매출액(7.1조)와 영업이익(4,963억원)은 컨센서스를 각각 2.0%, 6.4% 하회할 전망

- 4Q23 매출액은 이연된 신모델 물량으로 역대 최고 분기 실적이 예상되나 중국 내 판매 부진, 프로맥스 제외 모델의 판매 부진, 전장/전자 부품 사업부의 실적 둔화로 기대 대비 부진할 전망
- 판매 둔화 가능성을 반영, 올해 3,4분기 아이폰15 출하량을 기존 7,850만대에서 7,520만대로 3.5% 소폭 하향 조정
- 수익성 측면에서는 3분기 수율 이슈 해소를 위한 고정비 증가가 4분기에도 영향이 존재할 것으로 추정

## 아이폰 이상의 무언가가 필요하나..

- 지난 3년간 정점을 찍었던 아이폰 수요도 점진적으로 둔화. 동시에 올해 아이폰15의 가격동결을 고객사가 결정하면서 향후 모델부터의 고객사의 원가 절감 노력이 확대될 가능성이 부각.
- 동사의 경우 코로나 이슈 및 경쟁사의 공급망 제외 후 고객사 내 유의미한 점유율을 유지하고 있었기 때문에 고객사의 원가 절감 노력에 직접적인 타격이 예상
- 아이폰 이상의 무언가가 동사의 새로운 성장 동력으로 필요한 시점. 다만 현재 동사 매출 내 고객사의 높은 점유율을 감안했을 때, 시간적으로 긴 시간이 소요될 전망

## 투자의견 Buy, 적정주가 320,000원 유지

- 광학솔루션 6.8조, 기판소재 2.6조, 전장부품 0.3조, 순차입금 2.0조 → 적정시총 7.7조(주당 320,000원)
- 현재 주가는 12개월 선행 PER 7.1배, PBR 1.06배 수준으로 밸류에이션 부담은 없으나 숏커버를 제외한 주가 반등 트리거가 부재하다고 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2022	19,589.4	1,271.8	979.9	41,401	10.3	180,241	6.1	1.4	3.4	25.9	129.6
2023E	20,131.3	843.4	611.2	25,827	-37.6	201,919	9.4	1.2	4.1	13.5	116.3
2024E	21,282.5	1,155.8	832.1	35,159	36.1	232,928	6.9	1.0	3.3	16.2	105.2
2025E	22,073.7	1,289.4	976.3	41,253	17.3	270,032	5.9	0.9	2.9	16.4	91.2

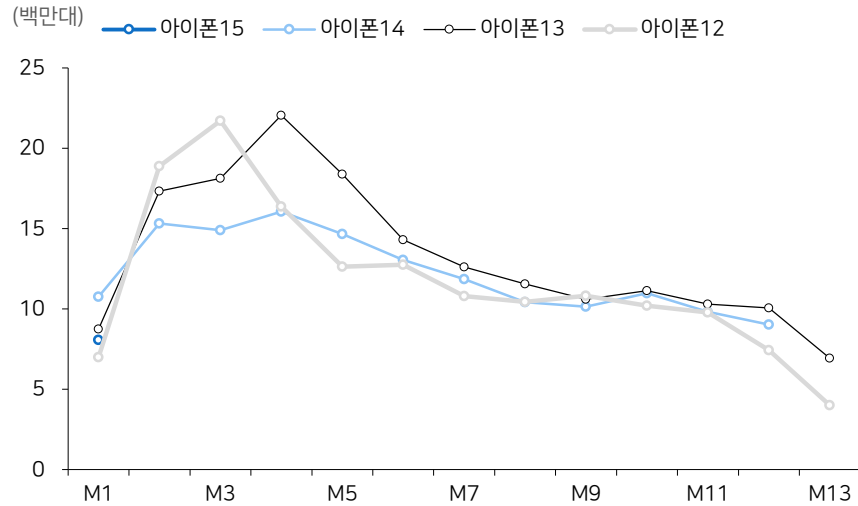
# LG이노텍 실적 테이블

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
<b>환율 (원)</b>	<b>1,205</b>	<b>1,260</b>	<b>1,338</b>	<b>1,359</b>	<b>1,276</b>	<b>1,315</b>	<b>1,311</b>	<b>1,331</b>	<b>1,290</b>	<b>1,308</b>	<b>1,240</b>
<b>매출액</b>	<b>3,951.7</b>	<b>3,702.6</b>	<b>5,387.4</b>	<b>6,547.7</b>	<b>4,375.8</b>	<b>3,907.2</b>	<b>4,763.6</b>	<b>7,084.7</b>	<b>19,589.4</b>	<b>20,131.3</b>	<b>21,282.5</b>
(% QoQ)	-31.0%	-6.3%	45.5%	21.5%	-33.2%	-10.7%	21.9%	48.7%			
(% YoY)	28.7%	57.2%	41.9%	14.4%	10.7%	5.5%	-11.6%	8.2%	31.1%	2.8%	5.7%
광학솔루션	3,088.5	2,803.5	4,439.5	5,633.5	3,544.7	3,082.0	3,906.6	6,237.6	15,965	16,771	17,488
전장부품	313.8	330.5	380.8	421.4	381.6	390.0	412.0	391.2	1,446	1,575	1,791
기판소재	415.0	451.7	435.6	391.5	330.2	335.5	328.9	363.6	1,694	1,358	1,603
기타	134.5	116.9	131.5	101.3	119.3	99.7	116.1	92.3	484	427	417
<b>영업이익</b>	<b>367.1</b>	<b>289.9</b>	<b>444.8</b>	<b>170.0</b>	<b>145.3</b>	<b>18.4</b>	<b>183.4</b>	<b>496.3</b>	<b>1,271.8</b>	<b>843.4</b>	<b>1,155.8</b>
(% QoQ)	-14.6%	-21.0%	53.4%	-61.8%	-14.5%	-87.4%	898.9%	170.6%			
(% YoY)	5.8%	90.8%	32.5%	-60.4%	-60.4%	-93.7%	-58.8%	192.0%	0.6%	-33.7%	37.0%
광학솔루션	249.2	167.2	314.7	146.1	103.7	-28.0	138.5	448.1	877.1	662.3	890.7
전장부품	-1.0	-8.5	2.2	-9.2	4.7	-6.9	5.4	2.6	-16.6	5.8	14.7
기판소재	107.1	123.7	116.9	28.6	25.9	44.5	23.6	40.2	376.2	134.1	211.1
기타	11.9	7.5	11.1	4.4	11.0	8.7	16.0	5.4	35.0	41.1	39.2
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>9.3%</b>	<b>7.8%</b>	<b>8.3%</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.3%</b>	<b>0.5%</b>	<b>3.9%</b>	<b>7.0%</b>	<b>6.5%</b>	<b>4.2%</b>	<b>5.4%</b>
광학솔루션	8.1%	6.0%	7.1%	2.6%	2.9%	-0.9%	3.5%	7.2%	5.5%	3.9%	5.1%
전장부품	-0.3%	-2.6%	0.6%	-2.2%	1.2%	-1.8%	1.3%	0.7%	-1.1%	0.4%	0.8%
기판소재	25.8%	27.4%	26.8%	7.3%	7.8%	13.3%	7.2%	11.0%	22.2%	9.9%	13.2%
기타	8.8%	6.4%	8.5%	4.4%	9.2%	8.8%	13.8%	5.9%	7.2%	9.6%	9.4%
세전이익	360.9	275.7	410.5	90.9	111.0	3.3	146.4	449.3	1,140.7	709.9	1,014.8
지배주주 순이익	267.5	206.3	302.1	203.9	83.3	2.1	129.1	396.8	979.8	611.2	832.1
지배주주 순이익률 (%)	6.8%	5.6%	5.6%	3.1%	1.9%	0.1%	2.7%	5.6%	5.0%	3.0%	3.9%

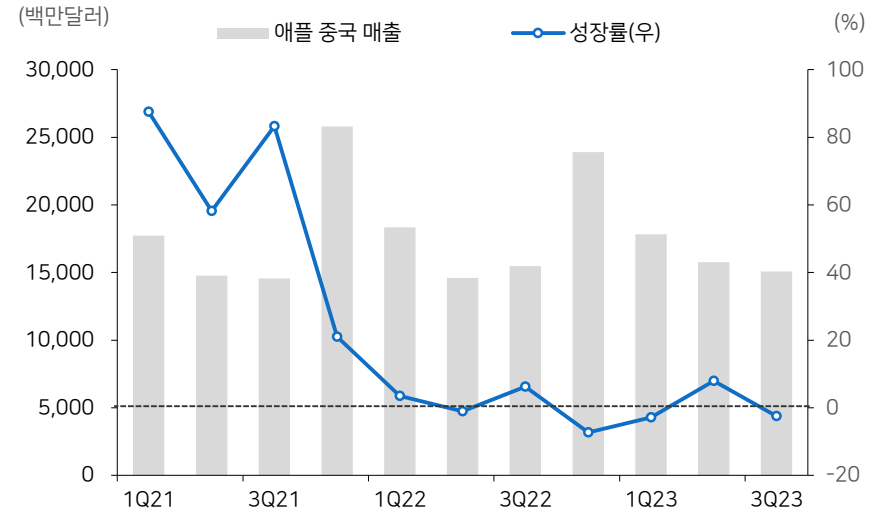
자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

## 아이폰 모델별 판매량 비교



자료: 아바텍, 메리츠증권 리서치센터

## Apple 중국 매출 추이



자료: Apple, 메리츠증권 리서치센터

# 아이폰 카메라 스펙 변화 예상 (메리트 추정)

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

**2021**

Sensor-shift triple (LG이노텍+샤프)  
전면 3D 모듈 일체형 (LG이노텍+CMBU)  
ToF (LG이노텍)

Sensor-shift triple (LG이노텍+샤프)  
전면 3D 모듈 일체형 (LG이노텍+CMBU)  
ToF (LG이노텍)

Sensor-shift dual (LG이노텍+샤프)  
전면 3D 모듈 일체형 (LG이노텍+CMBU)

Sensor-shift dual (LG이노텍+샤프)  
전면 3D 모듈 일체형 (LG이노텍+CMBU)

**2022**

Sensor-shift triple (LG이노텍+샤프)  
전면 AF 카메라 (LG이노텍+코웰)  
전면 3D 모듈 일체형 (LG이노텍+CMBU)  
ToF (LG이노텍)

Sensor-shift triple (LG이노텍+샤프)  
전면 AF 카메라 (LG이노텍+코웰)  
전면 3D 모듈 일체형 (LG이노텍+CMBU)  
ToF (LG이노텍)

Sensor-shift dual (LG이노텍+샤프+CMBU)  
전면 AF 카메라 (LG이노텍+코웰)  
전면 3D 모듈 일체형 (LG이노텍+CMBU)

Sensor-shift dual (LG이노텍+샤프+CMBU)  
전면 AF 카메라 (LG이노텍+코웰)  
전면 3D 모듈 일체형 (LG이노텍+CMBU)

**2023**

Folded zoom (LG이노텍)  
Sensor-shift triple (LG이노텍+샤프)  
전면 AF 카메라 (LG이노텍+코웰)  
전면 3D 모듈 일체형 (LG이노텍+CMBU)  
ToF (LG이노텍)

Sensor-shift triple (LG이노텍+샤프)  
전면 AF 카메라 (LG이노텍+코웰)  
전면 3D 모듈 일체형 (LG이노텍+CMBU)  
ToF (LG이노텍)

Sensor-shift dual (LG이노텍+샤프+CMBU)  
전면 AF 카메라 (LG이노텍+코웰)  
전면 3D 모듈 일체형 (LG이노텍+CMBU)

Sensor-shift dual (LG이노텍+샤프+CMBU)  
전면 AF 카메라 (LG이노텍+코웰)  
전면 3D 모듈 일체형 (LG이노텍+CMBU)

**2024E**

Folded zoom (LG이노텍)  
Sensor-shift triple (LG이노텍+샤프+경쟁사)  
전면 AF 카메라 (LG이노텍+코웰)  
전면 3D 모듈 일체형 (LG이노텍+CMBU)  
ToF (LG이노텍)

Folded zoom (LG이노텍)  
Sensor-shift triple (LG이노텍+샤프+경쟁사)  
전면 AF 카메라 (LG이노텍+코웰)  
전면 3D 모듈 일체형 (LG이노텍+CMBU)  
ToF (LG이노텍)

Sensor-shift dual (LG이노텍+경쟁사+CMBU)  
전면 AF 카메라 (LG이노텍+코웰)  
전면 3D 모듈 일체형 (LG이노텍+CMBU)

Sensor-shift dual (LG이노텍+경쟁사+CMBU)  
전면 AF 카메라 (LG이노텍+코웰)  
전면 3D 모듈 일체형 (LG이노텍+CMBU)

자료: 메리트증권 리서치센터



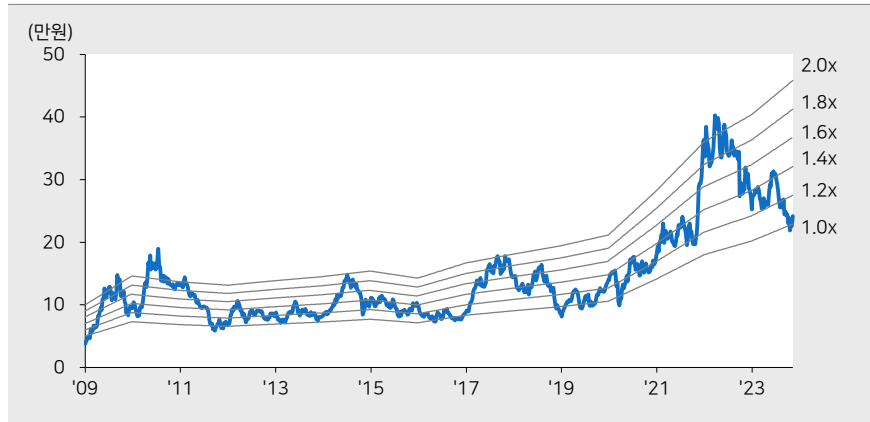
# LG이노텍 밸류에이션 테이블

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

(배)			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
주가 (원)	High		109,000	109,000	151,000	119,500	98,500	188,000	170,000	140,000	208,500	375,000	414,500	317,000
	Low		67,200	68,800	80,100	78,600	70,500	84,700	83,500	80,000	75,700	180,000	249,000	218,000
	Average		85,745	84,813	112,653	98,340	82,506	144,530	130,508	110,413	150,799	224,690	335,939	270,014
확정치	PBR	High	1.7	1.7	2.1	1.6	1.3	2.3	1.9	1.5	2.0	2.7	2.3	1.6
		Low	1.1	1.1	1.1	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9	0.7	1.3	1.4	1.1
		Average	1.4	1.3	1.6	1.3	1.1	1.8	1.5	1.2	1.5	1.6	1.9	1.3
	BPS	(원)	62,876	65,287	71,681	74,578	75,145	82,426	89,501	93,151	102,576	140,034	180,241	201,918
	ROE	(%)	-1.9	1.2	7.5	5.5	0.3	9.4	8.0	4.7	10.2	30.9	25.9	13.5
	컨센서스	PBR	High	1.7	1.6	2.1	1.6	1.4	2.3	1.9	1.4	2.0	2.7	2.2
Low			1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7	1.3	1.3	1.1
Average			1.3	1.2	1.6	1.3	1.2	1.7	1.4	1.1	1.4	1.6	1.8	1.3
BPS		(원)	65,709	69,299	72,561	77,015	71,321	83,448	90,546	97,221	105,821	140,761	186,240	202,535
ROE		(%)	0.6	2.9	10.0	6.9	-1.7	10.8	9.5	8.3	12.9	30.8	27.6	13.2

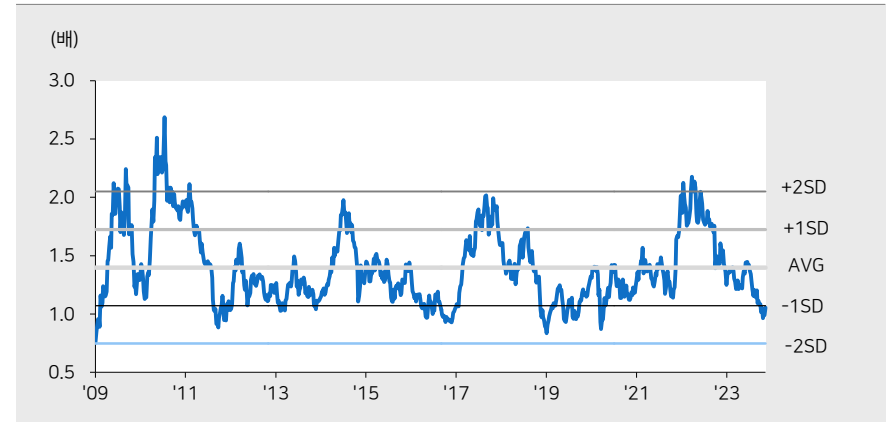
주: 2023년 주가는 1월 2일 ~ 11월 7일 기준  
자료: 메리츠증권 리서치센터

## LG이노텍 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

## LG이노텍 PBR 변화 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

# LG이노텍 밸류에이션 테이블 (2)

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

(배)			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	
주가 (원)	High		109,000	109,000	151,000	119,500	98,500	188,000	170,000	140,000	208,500	375,000	414,500	317,000	
	Low		67,200	68,800	80,100	78,600	70,500	84,700	83,500	80,000	75,700	180,000	249,000	218,000	
	Average		85,745	84,813	112,653	98,340	82,506	144,530	130,508	110,413	150,799	224,690	335,939	270,014	
확정치	PER	High	nm	141.5	30.1	29.7	470.7	25.5	24.7	32.4	20.9	10.0	10.0	12.3	
		Low	nm	89.3	16.0	19.6	336.9	11.5	12.1	18.5	7.6	4.8	6.0	8.4	
		Average	nm	110.1	22.4	24.5	394.2	19.6	18.9	25.5	15.1	6.0	8.1	10.5	
	EPS	(원)		-1,237	770	5,020	4,018	209	7,385	6,891	4,323	9,977	37,532	41,401	25,827
		Growth (%)		-82.9	-162.3	551.5	-20.0	-94.8	3,428.8	-6.7	-37.3	130.8	276.2	10.3	-37.6
컨센서스	PER	High	269.1	56.9	22.3	23.3	nm	22.0	20.8	18.1	16.2	10.0	9.2	12.6	
		Low	165.9	35.9	11.8	15.3	nm	9.9	10.2	10.4	5.9	4.8	5.5	8.7	
		Average	211.7	44.2	16.6	19.2	nm	16.9	16.0	14.3	11.7	6.0	7.5	10.7	
	EPS	(원)		405	1,917	6,766	5,128	-1,272	8,564	8,178	7,728	12,867	37,504	45,048	25,194
		Growth (%)		흑전	흑전	778.2	2.2	-131.7	3,992.2	10.7	12.1	197.7	275.9	20.0	-39.1

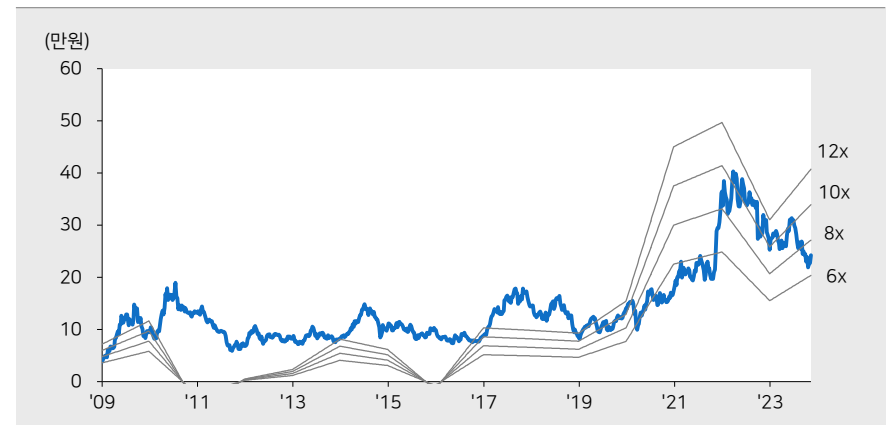
주: 2023년 주가는 1월 2일 ~ 11월 7일 기준  
자료: 메리츠증권 리서치센터

## LG이노텍 적정주가 산정표

(십억원)	가치	EBITDA	배수	비고
<b>영업가치</b>	<b>11,079</b>			
광학솔루션	6,826	1,437	4.8	2014년, 2017년, 2020년, 2020년 평균
기판소재	2,642	294	9.0	Nanya PCB, Kinsus, Unimicron 평균
전장부품	261	57	4.6	만도 EV/EBITDA
<b>비영업가치</b>	<b>0</b>			
순차입금	2,040			3Q23말 기준
주주가치	7,689			
주식수 (백만주)	24			
주당적정가치 (원)	324,870			
<b>적정주가 (원)</b>	<b>320,000</b>			
<b>현재주가 (원)</b>	<b>242,000</b>			
상승여력 (%)	32.2%			

자료: 메리츠증권 리서치센터

## LG이노텍 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

# LG이노텍 (011070)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	14,945.6	19,589.4	20,131.3	21,282.5	22,073.7
매출액증가율(%)	56.6	31.1	2.8	5.7	3.7
매출원가	12,815.1	17,215.0	17,733.4	18,095.9	18,768.6
매출총이익	2,130.5	2,374.4	2,397.9	3,186.7	3,305.1
판매비와관리비	866.3	1,102.7	1,554.5	2,030.9	2,015.8
영업이익	1,264.2	1,271.8	843.4	1,155.8	1,289.4
영업이익률(%)	8.5	6.5	4.2	5.4	5.8
금융손익	-40.9	-122.9	-118.1	-120.4	-117.5
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-30.1	-13.8	-15.4	-20.6	-19.8
세전계속사업이익	1,193.2	1,135.1	709.9	1,014.8	1,152.1
법인세비용	314.3	158.2	98.7	182.7	175.8
당기순이익	888.3	979.9	611.2	832.1	976.3
지배주주지분 손이익	888.3	979.9	611.2	832.1	976.3
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	4,113.4	4,713.8	4,198.9	4,400.3	4,607.0
현금및현금성자산	565.9	577.9	2.4	8.5	51.9
매출채권	1,895.4	1,792.9	1,788.7	1,846.3	1,914.9
재고자산	1,392.0	1,978.8	2,033.5	2,149.8	2,229.7
비유동자산	3,628.0	5,079.8	6,137.8	6,914.5	7,614.1
유형자산	3,146.4	4,131.0	5,224.8	6,025.3	6,744.0
무형자산	198.1	204.5	165.9	136.1	113.0
투자자산	57.0	118.6	121.4	127.3	131.4
자산총계	7,741.4	9,793.6	10,336.8	11,314.7	12,221.1
유동부채	3,310.3	4,270.4	4,189.7	4,440.4	4,585.9
매입채무	1,565.9	1,992.4	2,127.2	2,312.6	2,398.6
단기차입금	1.3	207.6	207.6	207.6	207.6
유동성장기부채	414.9	446.6	190.3	168.9	168.9
비유동부채	1,116.9	1,257.4	1,368.2	1,361.6	1,244.3
사채	457.8	292.4	352.8	340.9	269.0
장기차입금	615.1	921.9	971.3	974.2	927.1
부채총계	4,427.2	5,527.8	5,557.9	5,802.0	5,830.2
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	14.4	45.0	45.0	45.0	45.0
이익잉여금	2,048.1	2,969.2	3,482.2	4,216.1	5,094.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,314.2	4,265.8	4,778.8	5,512.7	6,390.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,177.6	1,515.0	1,690.0	1,999.2	2,171.6
당기순이익(손실)	888.3	979.9	611.2	832.1	976.3
유형자산감가상각비	723.8	840.9	956.2	1,088.0	1,218.6
무형자산상각비	45.8	44.9	48.6	39.8	33.1
운전자본의 증감	-845.0	-403.1	116.0	79.1	-16.2
투자활동 현금흐름	-1,008.3	-1,996.7	-2,020.9	-1,865.0	-1,911.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,010.4	-1,716.9	-2,050.0	-1,888.6	-1,937.3
투자자산의 감소(증가)	-3.1	-61.6	-2.8	-5.9	-4.1
재무활동 현금흐름	-309.6	441.4	-244.6	-128.1	-216.8
차입금증감	-248.2	524.4	-146.4	-29.9	-118.6
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-128.7	12.0	-575.5	6.1	43.5
기초현금	694.6	565.9	577.9	2.4	8.5
기말현금	565.9	577.9	2.4	8.5	51.9
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	631,493	827,706	850,604	899,245	932,676
EPS(지배주주)	37,532	41,401	25,827	35,159	41,253
CFPS	81,048	90,559	73,236	91,634	102,514
EBITDAPS	85,932	91,159	78,090	96,488	107,368
BPS	140,034	180,241	201,919	232,928	270,032
DPS	3,000	4,150	4,150	4,150	4,150
배당수익률(%)	0.8	1.6	1.7	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	9.7	6.1	9.4	6.9	5.9
PCR	4.5	2.8	3.3	2.6	2.4
PSR	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	2.6	1.4	1.2	1.0	0.9
EBITDA	2,033.8	2,157.5	1,848.2	2,283.6	2,541.1
EV/EBITDA	4.7	3.4	4.1	3.3	2.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	30.9	25.9	13.5	16.2	16.4
EBITDA이익률	13.6	11.0	9.2	10.7	11.5
부채비율	133.6	129.6	116.3	105.2	91.2
금융비용부담률	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	30.8	23.6	12.1	17.4	20.2
매출채권회전율(x)	9.9	10.6	11.2	11.7	11.7
재고자산회전율(x)	13.3	11.6	10.0	10.2	10.1

# 해성디에스 (195870) 불황 속 내실 강화 중

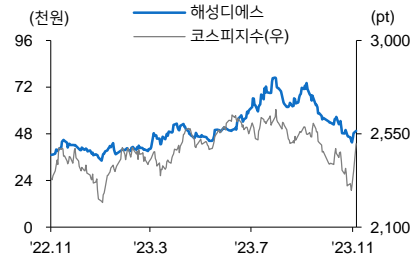
Analyst 양승수 02. 6454-4875  
seungsoo.yang@meritz.co.kr

**Buy** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	65,000원
현재주가 (5.24)	49,950원
상승여력	31.2%
KOSPI	2,502.37pt
시가총액	8,424억원
발행주식수	1,700만주
유동주식비율	61.34%
외국인비중	20.04%
52주 최고/최저가	77,000원/34,300원
평균거래대금	87.9억원
<b>주요주주(%)</b>	
해성산업 외 3 인	36.31
국민연금공단	9.91

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-7.9	6.0	32.5
상대주가	-11.3	5.9	24.3

**주가그래프**



## 4Q23 OP 216억원(+11.1% QoQ, -51.7% YoY, OPM: 13.3%) 예상

- 3Q23 대비 소폭의 실적 성장을 예상하는 이유는 10~11월 Osat 업체들의 일부 주문 물량 증가가 이뤄졌기 때문
- 다만 12~2월 계절적 비수기에 진입함에 따라 실적 반등의 폭은 제한적일 전망
- DDR5의 성장세는 지속되나, 예상보다 부진한 DDR4향 수주의 영향도 존재

## 증설을 통한 점진적인 외형 확대 기대감 유호

- 업황 불황에도 동사는 약 3,880억원 규모의 금액을 투입해 패키지기판과 전장용 리드프레임 공장 증설을 진행 중
- 증설 물량이 온기로 반영되는 2026년에는 현재 9,000억원 수준의 동사 Capa가 1.1조원 이상으로 확대될 전망
- 전장 시장 둔화에 대한 우려가 존재하지만, 동사 최대 고객사인 인피니온, ST마이크로 또한 각각 말레이시아, 태국에 신공장 증설을 발표. 2024년 증설 완료 후 동사의 공급 물량 확대 기대

## 투자의견 Buy, 적정주가 65,000원 유지

- 12개월 선행 EPS(6,386원) X 10.2배(2019~2021년 평균 멀티플)
- 동사 현재 주가는 12개월 선행 P/E 기준 7.6배로 밸류에이션 매력은 확보한 상황
- 올해 입증된 이익 체력을 바탕으로 내년 업황 회복 국면에서는 증설 물량 반영과 함께 경쟁사 대비 탄력적인 실적·주가 동반 회복 흐름을 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	655.4	86.3	71.3	4,192	136.9	17,313	11.7	2.8	7.4	27.1	61.4
2022	839.4	204.4	159.4	9,376	124.3	26,312	3.8	1.4	2.4	43.0	47.5
2023E	688.8	108.4	91.8	5,400	-42.4	30,812	9.2	1.6	4.8	18.9	40.3
2024E	766.0	133.5	111.6	6,565	21.6	36,477	7.5	1.4	4.0	19.5	36.8
2025E	914.8	171.2	139.8	8,223	25.2	43,799	6.0	1.1	2.9	20.5	32.0

# 해성디에스 실적 테이블

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

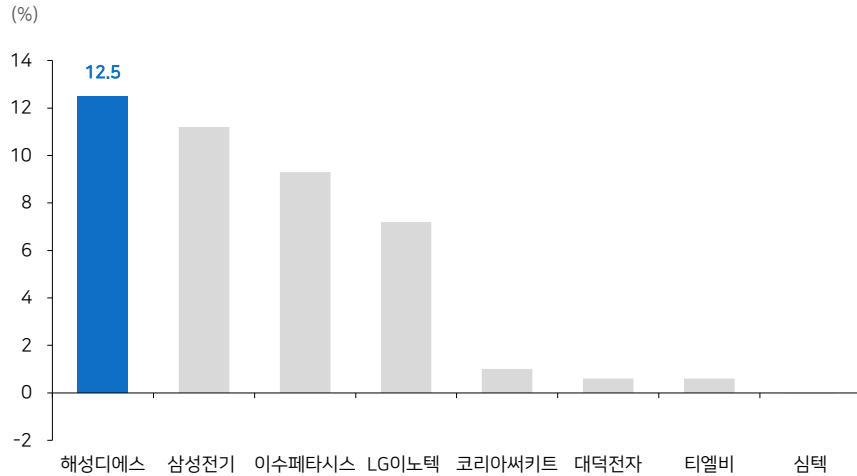
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
<b>환율 (원)</b>	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,315	1,313	1,331	1,290	1,309	1,298
<b>매출액</b>	<b>199.6</b>	<b>216.2</b>	<b>224.3</b>	<b>199.2</b>	<b>192.4</b>	<b>179.2</b>	<b>155.5</b>	<b>161.7</b>	<b>839.3</b>	<b>688.8</b>	<b>766.0</b>
(% QoQ)	6.5%	8.3%	3.7%	-11.2%	-3.4%	-6.9%	-13.2%	4.0%			
(% YoY)	45.2%	35.6%	31.2%	6.2%	-3.6%	-17.1%	-30.7%	-18.8%	28.1%	-17.9%	11.2%
Leadframe	131.8	142.0	143.8	121.3	124.6	111.7	98.9	101.4	538.9	436.6	488.9
전장용	65.7	73.5	77.8	74.3	75.6	70.1	61.1	65.4	291.3	272.2	305.4
IT용	66.1	68.5	66.0	47.0	49.0	41.6	37.8	36.0	<b>247.5</b>	<b>164.4</b>	<b>183.5</b>
Package Substrate	67.9	74.2	80.5	77.9	67.8	67.5	56.5	60.3	300.5	245.7	277.1
<b>영업이익</b>	<b>48.3</b>	<b>54.1</b>	<b>57.4</b>	<b>44.6</b>	<b>31.1</b>	<b>35.7</b>	<b>19.4</b>	<b>21.6</b>	<b>204.4</b>	<b>107.8</b>	<b>133.5</b>
(% QoQ)	61.6%	11.9%	6.1%	-22.3%	-30.3%	14.8%	-45.7%	11.1%			
(% YoY)	375.6%	196.5%	104.9%	49.1%	-35.7%	-34.0%	-66.2%	-51.7%	136.8%	-47.3%	23.9%
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>24.2%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.6%</b>	<b>22.4%</b>	<b>16.2%</b>	<b>19.9%</b>	<b>12.5%</b>	<b>13.3%</b>	<b>24.4%</b>	<b>15.6%</b>	<b>17.4%</b>
세전이익	51.2	59.3	66.8	28.1	35.4	36.2	22.3	23.1	205.3	116.9	140.4
지배주주순이익	39.8	45.8	51.5	22.4	27.3	29.4	17.2	17.9	159.4	91.8	111.6
지배주주순이익률 (%)	19.9%	21.2%	22.9%	11.2%	14.2%	16.4%	11.1%	11.1%	19.0%	13.3%	14.6%

자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

# 해성디에스 핵심차트

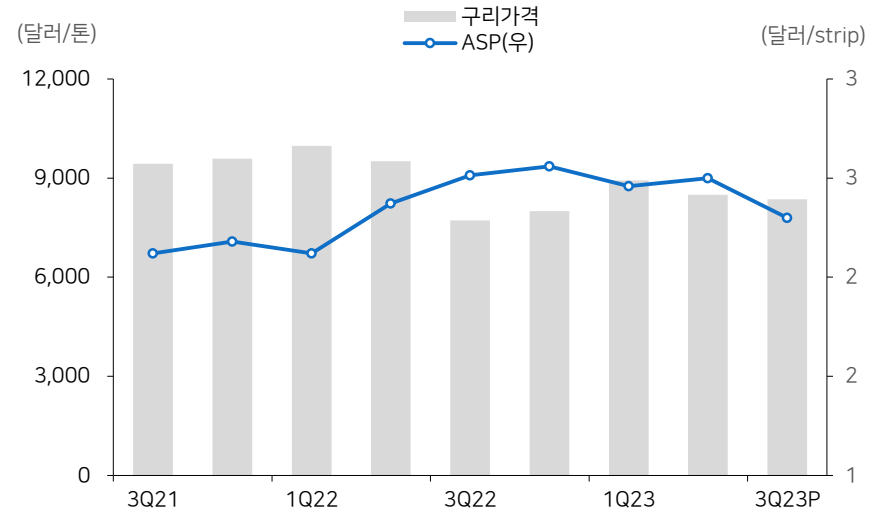
2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

국내 기관 업체들 3Q23 영업이익률 비교



주: 삼성전기는 패키지솔루션, LG이노텍은 기판소재 사업부 기준. 티엘비는 당사 추정치, 미발표된 기업은 컨센서스를 반영  
자료: Quantiverse, 메리츠증권 리서치센터

해성디에스 Blended ASP 추이



자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

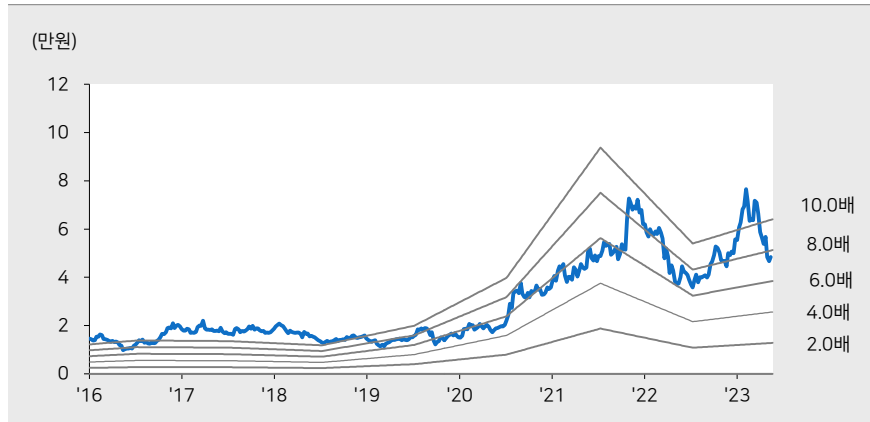
# 해성디에스 밸류에이션 테이블

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

(배)			2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
주가 (원)	High		22,500	21,400	18,700	24,500	53,200	74,700	77,700	
	Low		12,250	12,400	10,750	10,800	23,200	35,100	34,300	
	Average		17,046	17,454	14,017	17,719	38,961	53,124	52,800	
확정치	PER	High	16.0	17.5	17.3	13.9	12.7	8.0	14.3	
		Low	8.7	10.1	10.0	6.1	5.5	3.7	6.4	
		Average	12.1	14.2	13.0	10.0	9.3	5.7	9.8	
	EPS	(원)	1,410	1,226	1,078	1,764	4,192	9,376	5,400	6,565
		Growth (%)	20.1	-13.1	-12.1	63.6	137.6	123.7	-42.4	21.6
컨센서스	PER	High	16.3	15.8	15.9	12.3	13.4	7.2	14.4	
		Low	8.9	9.2	9.1	5.4	5.8	3.4	6.4	
		Average	12.3	12.9	11.9	8.9	9.8	5.1	9.9	
	EPS	(원)	1,382	1,354	1,179	1,991	3,973	10,345	5,334	6,182
		Growth (%)	17.7	-4.0	-3.8	84.6	125.2	146.8	-43.1	14.5

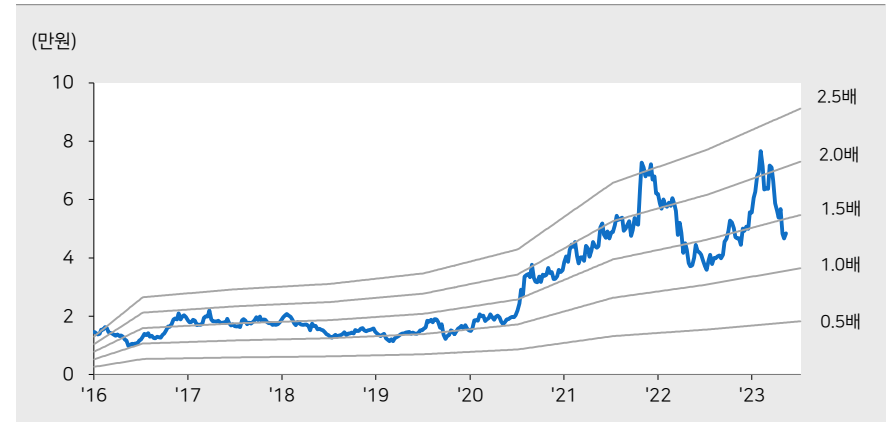
주: 2023년 주가는 1월 2일 ~ 11월 6일 기준  
자료: 메리츠증권 리서치센터

## 해성디에스 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 해성디에스 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

# 해성디에스 (195870)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>655.4</b>	<b>839.4</b>	<b>688.8</b>	<b>766.0</b>	<b>914.8</b>
매출액증가율(%)	42.9	28.1	-17.9	11.2	19.4
매출원가	519.7	574.1	524.6	578.1	674.9
매출총이익	135.7	265.2	164.3	187.9	239.9
판매관리비	49.3	60.8	55.9	54.4	68.7
<b>영업이익</b>	<b>86.3</b>	<b>204.4</b>	<b>108.4</b>	<b>133.5</b>	<b>171.2</b>
영업이익률(%)	13.2	24.4	15.7	17.4	18.7
금융손익	-1.1	-0.4	1.3	2.3	3.6
중속/관계기업손익	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	5.1	1.3	7.2	4.7	4.5
세전계속사업이익	89.5	205.3	117.0	140.4	179.2
법인세비용	18.5	45.9	25.1	28.8	39.4
<b>당기순이익</b>	<b>71.1</b>	<b>159.4</b>	<b>91.8</b>	<b>111.6</b>	<b>139.8</b>
지배주주지분 손이익	71.3	159.4	91.8	111.6	139.8
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>256.0</b>	<b>371.3</b>	<b>404.1</b>	<b>449.3</b>	<b>560.4</b>
현금및현금성자산	29.3	76.3	161.9	180.0	238.9
매출채권	130.4	137.4	112.7	125.3	149.7
재고자산	88.7	115.6	94.9	105.5	126.0
<b>비유동자산</b>	<b>219.0</b>	<b>288.3</b>	<b>330.7</b>	<b>399.3</b>	<b>422.5</b>
유형자산	207.8	253.6	296.1	364.5	387.2
무형자산	6.1	20.1	20.0	20.2	20.6
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자산총계</b>	<b>475.0</b>	<b>659.6</b>	<b>734.7</b>	<b>848.6</b>	<b>982.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>154.8</b>	<b>196.5</b>	<b>170.6</b>	<b>192.3</b>	<b>222.3</b>
매입채무	33.2	27.8	22.8	25.4	30.3
단기차입금	41.0	41.2	61.2	66.2	56.2
유동성장기부채	14.3	21.9	0.0	4.4	20.8
<b>비유동부채</b>	<b>25.8</b>	<b>15.9</b>	<b>40.3</b>	<b>36.2</b>	<b>16.0</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	22.6	8.4	33.4	29.0	8.2
<b>부채총계</b>	<b>180.6</b>	<b>212.3</b>	<b>210.9</b>	<b>228.5</b>	<b>238.3</b>
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	187.5	340.5	417.0	513.3	637.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>294.3</b>	<b>447.3</b>	<b>523.8</b>	<b>620.1</b>	<b>744.6</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>57.1</b>	<b>196.9</b>	<b>156.4</b>	<b>148.1</b>	<b>171.2</b>
당기순이익(손실)	71.1	159.4	91.8	111.6	139.8
유형자산상각비	32.4	38.0	47.5	51.6	57.3
무형자산상각비	0.6	1.0	1.3	1.3	1.4
운전자본의 증감	-62.5	-40.4	23.0	-11.8	-22.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-33.5</b>	<b>-122.5</b>	<b>-78.6</b>	<b>-119.7</b>	<b>-82.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-27.6	-78.1	-90.0	-120.0	-80.0
투자자산의감소(증가)	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-17.8</b>	<b>-27.3</b>	<b>7.8</b>	<b>-10.3</b>	<b>-29.7</b>
차입금의 증감	-8.2	-2.2	23.1	5.0	-14.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	5.9	47.0	85.6	18.1	58.8
기초현금	23.4	29.3	76.3	161.9	180.0
기말현금	29.3	76.3	161.9	180.0	238.9
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	38,551	49,374	40,520	45,058	53,812
EPS(지배주주)	4,192	9,376	5,400	6,565	8,223
CFPS	7,652	15,424	9,247	10,966	13,522
EBITDAPS	7,016	14,320	9,247	10,966	13,522
BPS	17,313	26,312	30,812	36,477	43,799
DPS	600	900	900	900	900
배당수익률(%)	1.2	2.5	1.8	1.8	1.8
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	11.7	3.8	9.2	7.5	6.0
PCR	6.4	2.3	5.4	4.5	3.7
PSR	1.3	0.7	1.2	1.1	0.9
PBR	2.8	1.4	1.6	1.4	1.1
EBITDA(십억원)	119.3	243.4	157.2	186.4	229.9
EV/EBITDA	7.4	2.4	4.8	4.0	2.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	27.1	43.0	18.9	19.5	20.5
EBITDA 이익률	18.2	29.0	22.8	24.3	25.1
부채비율	61.4	47.5	40.3	36.8	32.0
금융비용부담률	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3
이자보상배율(x)	61.1	105.8	41.2	43.7	58.8
매출채권회전율(x)	6.3	6.3	5.5	6.4	6.7
재고자산회전율(x)	8.5	8.2	6.5	6.5	6.5



# 파인애플 (441270) 중화권 폴더블 시장 성장 기대감 유효

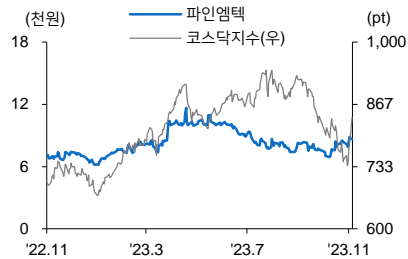
Analyst 양승수 02. 6454-4875  
seungsoo.yang@meritz.co.kr

**Buy** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	10,000원
현재주가 (11. 6)	8,650원
상승여력	15.6%
KOSDAQ	839.45pt
시가총액	3,150억원
발행주식수	3,659만주
유동주식비율	64.51%
외국인비중	1.37%
52주 최고/최저가	11,670원/6,160원
평균거래대금	20.5억원
<b>주요주주(%)</b>	
홍성천 외 15인	35.44

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	23.6	-16.6	27.2
상대주가	20.2	-16.0	5.1

## 주가그래프



## 3Q23 OP 130억원으로 컨센서스 26.5% 하회

- 3Q23 실적 부진의 원인은 올해 폴더블 신작의 흥행 실패로 인해 9월부터 부품 주문량이 급감했기 때문
- 또한 물량 감소와 함께 동사의 신규 공급이 예상되었던 외장хин지 신규 진입도 4Q23으로 지연
- 이에 따라 외장хин지 Capa를 선투자해놓은 VINA CNS의 고정비 부담이 심화

## 중화권 폴더블 스마트폰 시장 성장 + 폴더블 생태계 확대에 거는 기대

- 국내 고객사의 폴더블 신작은 흥행에 실패했으나, 중화권 세트업체들의 적극적인 폴더블 신작 출시로 중국 내 폴더블 스마트폰 수요는 흥행에 성공
- 중국 내 폴더블 스마트폰 출하량은 '21년 150만대 → 2024년 약 920만대로의 가파른 성장을 예상
- 동사는 국내 디스플레이 고객사로 통해 중화권으로도 공급을 진행 중. 작년 동사 전체 폴더블 매출액에 10% 비중이 불과했던 중화권향 물량은 올해 20%, 내년 30% 이상으로 확대될 전망
- 또한 동사는 내장хин지 관련 노트북 및 태블릿 제품으로의 폴더블 적용확대를 위한 선제적인 기술 개발을 진행 중
- 동사 입장에서 모바일에서 노트북 및 태블릿 제품으로 내장хин지가 확대될 경우, 제품의 사이즈 확대와 소재 변화를 통한 단가 상승이 기대
- 올해 물량이 미미했던 외장хин지도 내년 신모델향 공급 확대를 통한 본격적인 매출 성장 기대

## 투자 의견 Buy, 적정주가 10,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021							0.0	0.0	0.0		
2022	116.4	5.4	-7.5	-710		3,447	-8.7	1.8	30.2	-6.7	91.2
2023E	412.0	22.6	19.3	550	흑전	3,610	15.7	2.4	10.0	15.9	78.3
2024E	627.2	41.0	35.1	932		4,651	9.3	1.9	6.1	22.9	81.1
2025E	761.5	52.9	45.5	1,211		5,862	7.1	1.5	4.7	23.0	69.9

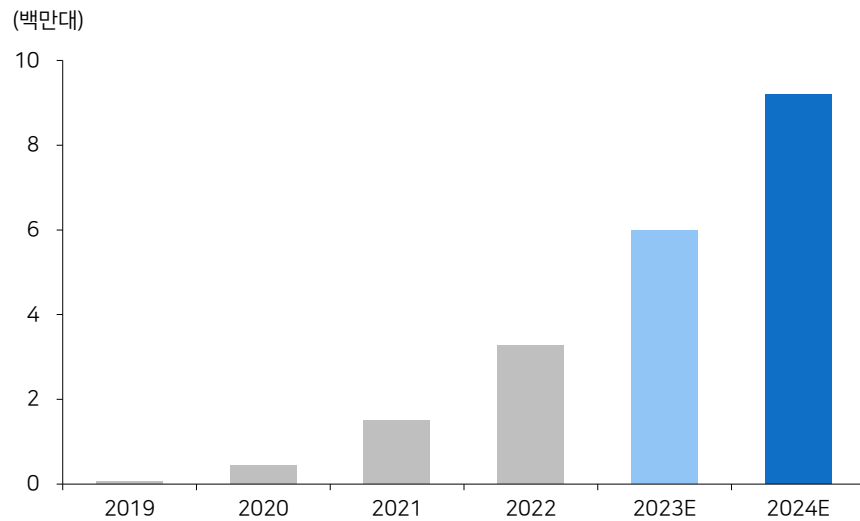
# 중국 내 폴더블 스마트폰의 성장

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

중국 내 폴더블 스마트폰  
성장은 하이엔드 세그먼트 내  
교체수요를 자극 중

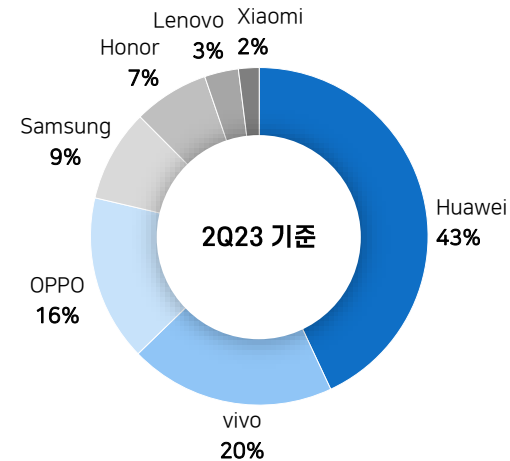
- 중화권 세트업체들의 적극적인 폴더블 신작 출시로, 중국 내 폴더블 스마트폰 수요는 흥행에 성공
- 중국 내 폴더블 스마트폰 출하량은 '21년 150만대 → 2024년 약 920만대로의 성장이 예상됨
- Oppo에 의하면 자체 판매 데이터를 분석했을 때 아시아 - 태평양 시장에 출시된 이전 오포 플립 폴더블폰의 경우 구매자의 30%가 이전 삼성 사용자, 30%가 애플 사용자로 일정 부분 교체수요에 기여하고 있음을 밝힘
- 아직 전체 출하량 내 비중은 미미하나, 중국 내 하이엔드 세그먼트 내 교체수요를 자극하고 있다는 점에서 긍정적

중국 내 연도별 폴더블 스마트폰 출하량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

2Q23 기준 중국 내 폴더블 스마트폰 출하량 점유율



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

# 파인애플 실적 테이블

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
<b>환율 (원)</b>	<b>1,195</b>	<b>1,260</b>	<b>1,338</b>	<b>1,359</b>	<b>1,276</b>	<b>1,315</b>	<b>1,300</b>	<b>1,320</b>	<b>1,288</b>	<b>1,303</b>	<b>1,270</b>
<b>매출액</b>	<b>74.0</b>	<b>81.4</b>	<b>199.1</b>	<b>62.6</b>	<b>51.2</b>	<b>109.6</b>	<b>160.2</b>	<b>91.1</b>	<b>417.1</b>	<b>412.0</b>	<b>627.2</b>
(% QoQ)	N/A	10.0%	144.6%	-68.6%	-18.3%	114.2%	46.2%	-43.1%			
(% YoY)	N/A	N/A	N/A	N/A	-30.9%	34.6%	-19.6%	45.5%	48.1%	-1.2%	52.2%
알루미늄 캐스팅	70.7	77.2	194.9	57.6	49.5	107.0	156.8	81.7	400.4	407.7	567.2
조립모듈(현지)	3.3	4.2	4.2	5.0	1.7	2.6	3.4	9.4	16.7	17.0	60.0
<b>영업이익</b>	<b>5.3</b>	<b>8.5</b>	<b>16.9</b>	<b>0.8</b>	<b>1.1</b>	<b>8.2</b>	<b>13.0</b>	<b>2.5</b>	<b>31.5</b>	<b>24.7</b>	<b>41.0</b>
(% QoQ)	N/A	60.4%	98.8%	-95.1%	27.1%	676.3%	58.9%	-80.9%			
(% YoY)	N/A	N/A	N/A	N/A	-80.1%	-3.7%	-23.0%	199.4%	N/A	-21.4%	65.7%
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>7.2%</b>	<b>10.4%</b>	<b>8.5%</b>	<b>1.3%</b>	<b>2.1%</b>	<b>7.5%</b>	<b>8.1%</b>	<b>2.7%</b>	<b>7.5%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.5%</b>
세전이익	0.0	0.0	8.9	-16.0	-1.8	1.9	12.2	10.5	15.0	22.8	41.3
지배주주순이익	0.0	0.0	6.8	-14.3	-0.3	-0.1	11.6	8.2	12.1	18.2	33.1
지배주주순이익률 (%)	0.0%	0.0%	3.4%	-22.8%	-0.6%	-0.1%	7.2%	9.0%	2.9%	4.4%	5.3%

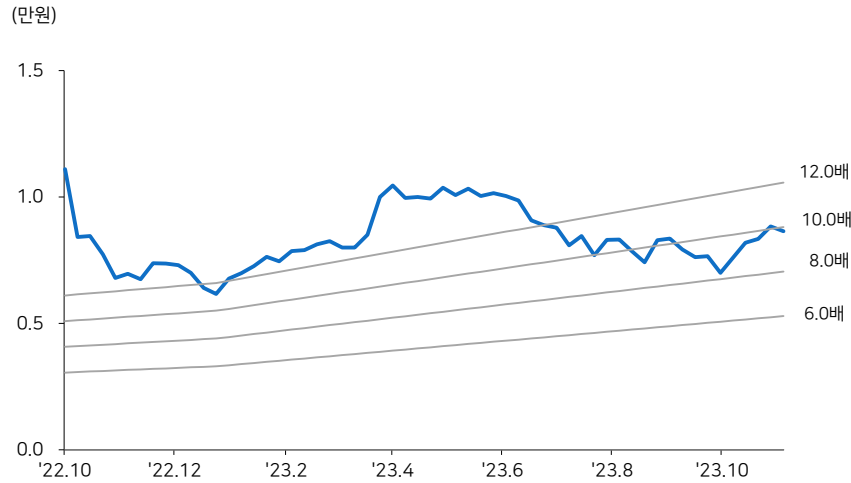
주: '22년 실적은 분할 기일(22년 9월 1일) 이전 실적 합산 반영

자료: 파인애플, 머릿츠증권 리서치센터

# 파인애플 Band Chart

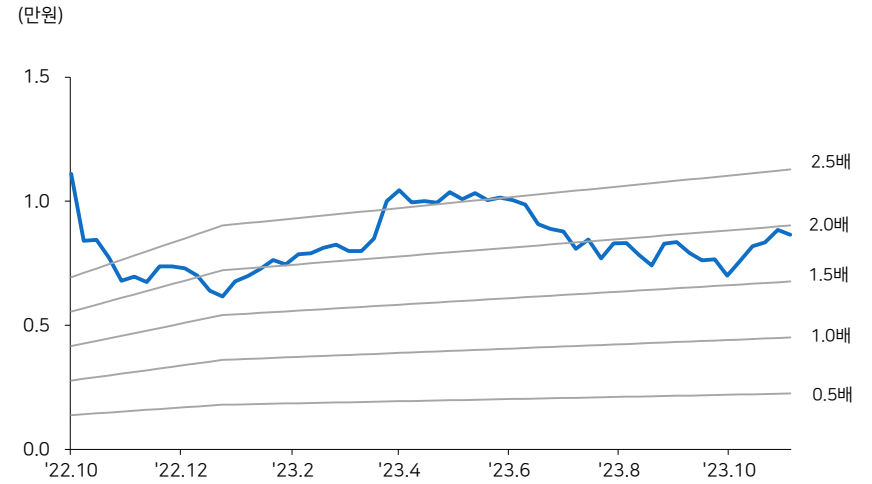
2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

## 파인애플 인적분할 이후 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

## 파인애플 인적분할 이후 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

# 파인애플 (441270)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>0.0</b>	<b>116.4</b>	<b>412.0</b>	<b>627.2</b>	<b>761.5</b>
매출액증가율(%)			254.0	52.2	21.4
매출원가	0.0	102.9	360.6	548.8	665.5
매출총이익	0.0	13.4	51.4	78.4	96.1
판매비와관리비	0.0	8.0	28.9	37.4	43.1
<b>영업이익</b>	<b>0.0</b>	<b>5.4</b>	<b>22.6</b>	<b>41.0</b>	<b>52.9</b>
영업이익률(%)	0.0	4.7	5.5	6.5	7.0
금융손익	0.0	-14.8	-0.6	-0.5	-0.0
중속/관계기업관련손익	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	2.2	0.9	0.8	0.8
세전계속사업이익	0.0	-7.2	22.8	41.4	53.7
법인세비용	0.0	-0.2	4.6	8.3	10.8
<b>당기순이익</b>	<b>0.0</b>	<b>-7.0</b>	<b>18.3</b>	<b>33.1</b>	<b>43.0</b>
지배주주지분 손이익	0.0	-7.5	19.3	35.1	45.5
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>0.0</b>	<b>106.1</b>	<b>107.1</b>	<b>153.5</b>	<b>189.2</b>
현금및현금성자산	0.0	37.8	39.5	52.6	66.7
매출채권	0.0	19.5	19.3	27.4	33.3
재고자산	0.0	17.1	16.9	25.8	31.3
비유동자산	0.0	166.5	179.6	212.8	227.6
유형자산	0.0	131.1	144.4	170.8	181.3
무형자산	0.0	10.2	10.2	10.2	10.2
투자자산	0.0	19.4	19.2	26.0	30.3
<b>자산총계</b>	<b>0.0</b>	<b>272.6</b>	<b>286.7</b>	<b>366.3</b>	<b>416.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>0.0</b>	<b>88.5</b>	<b>84.4</b>	<b>119.5</b>	<b>125.2</b>
매입채무	0.0	28.4	28.0	42.6	51.8
단기차입금	0.0	8.0	8.0	18.0	8.0
유동성장기부채	0.0	3.5	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.0	41.6	41.5	44.5	46.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	35.8	35.8	35.8	35.8
<b>부채총계</b>	<b>0.0</b>	<b>130.1</b>	<b>125.9</b>	<b>164.0</b>	<b>171.5</b>
자본금	0.0	16.3	16.3	16.9	16.9
자본잉여금	0.0	99.9	99.9	107.7	107.7
기타포괄이익누계액	0.0	3.3	3.3	3.3	3.3
이익잉여금	0.0	-7.1	12.2	47.3	92.8
비지배주주지분	0.0	30.4	29.4	27.4	24.8
<b>자본총계</b>	<b>0.0</b>	<b>142.6</b>	<b>160.8</b>	<b>202.3</b>	<b>245.3</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>9.0</b>	<b>31.8</b>	<b>47.3</b>	<b>58.5</b>
당기순이익(손실)	0.0	-7.0	18.3	33.1	43.0
유형자산감가상각비	0.0	3.3	14.7	18.7	19.5
무형자산상각비	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	0.0	1.0	0.1	-3.1	-2.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>-18.3</b>	<b>-26.4</b>	<b>-57.4</b>	<b>-37.3</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	0.0	-10.1	-28.0	-45.0	-30.0
투자자산의 감소(증가)	0.0	-19.4	0.2	-6.8	-4.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>14.0</b>	<b>-3.6</b>	<b>23.1</b>	<b>-7.1</b>
차입금증감	0.0	84.7	-3.6	14.7	-7.1
자본의증가	0.0	116.1	0.0	8.4	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>0.0</b>	<b>3.7</b>	<b>1.8</b>	<b>13.1</b>	<b>14.1</b>
기초현금	0.0	34.1	37.8	39.5	52.6
기말현금	0.0	37.8	39.5	52.6	66.7
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS		11,071	11,715	16,679	20,250
EPS(지배주주)		-710	550	932	1,211
CFPS		890	1,059	1,586	1,925
EBITDAPS		834	1,059	1,586	1,925
BPS		3,447	3,610	4,651	5,862
DPS		0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	0.0	-8.7	15.7	9.3	7.1
PCR	0.0	6.9	8.2	5.5	4.5
PSR	0.0	0.6	0.7	0.5	0.4
PBR	0.0	1.8	2.4	1.9	1.5
EBITDA	0.0	8.8	37.3	59.6	72.4
EV/EBITDA	0.0	30.2	10.0	6.1	4.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)		-6.7	15.9	22.9	23.0
EBITDA이익률		7.5	9.0	9.5	9.5
부채비율		91.2	78.3	81.1	69.9
금융비용부담률		1.1	0.6	0.4	0.4
이자보상배율(x)		4.1	8.7	14.9	18.4
매출채권회전율(x)		6.0	21.2	26.9	25.1
재고자산회전율(x)		6.8	24.2	29.4	26.7

# 대덕전자 (353200) 비메모리 반등의 시점에 대한 고민

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

**Hold** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	27,000원
현재주가 (11.6)	23,450원
상승여력	15.1%
KOSPI	2,502.37pt
시가총액	11,588억원
발행주식수	4,942만주
유동주식비율	67.19%
외국인비중	10.35%
52주 최고/최저가	38,400원/18,350원
평균거래대금	173.9억원
<b>주요주주(%)</b>	
대덕 외 9 인	32.84
국민연금공단	11.84

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-5.6	12.2	-3.5
상대주가	-9.2	12.1	-9.4

**주가그래프**



## 4Q23 매출액 2,455억원(+3.3% QoQ, -17.2% YoY), OP 110억원(+679.9% QoQ, -77.1% YoY) 예상

- 전방 수요 둔화로 인해 비메모리향 매출액의 경우 4분기에도 재고조정이 지속될 전망
- 다만 DDR5 공급 확대에 따른 메모리향 매출 확대에 외형성장 및 수익성 개선 기대
- DDR5의 경우 4분기부터 국내 메이저 고객사향 추가 공급으로 700억원 수준의 매출 달성 예상

## 비메모리 반등 시점에 대한 고민

- 동사의 비메모리향 주력 제품(FC-BGA)의 재고 조정은 올해 2분기부터 시작
- 고객사들이 급격하게 적정 재고 수준을 감축함에 따라, 매출 악화에 따른 수익성 부진이 심화
- 메모리향 기판의 경우 재고조정 후 재고 충당을 통한 수요회복까지 약 일년 정도 시간이 소요
- 비메모리향 기판 역시 QoQ로 점진적인 매출 회복이 예상되나 본격적인 재고 충당 수요 발생 시점은 내년 2분기 이후를 예상

## 투자의견 Hold, 적정주가 27,000원 유지

- 2024년 EPS(2,107원) X 13.0배(대만 ABF 반도체 기판 업체 평균 멀티플)
- 단기적으로 업황 부진의 지속이 예상되고 실적 회복 시점이 지연되는 점을 반영해 투자의견 Hold를 유지

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,000.9	72.5	63.0	1,263	흑전	13,237	19.7	1.9	6.8	9.6	38.0
2022	1,316.2	232.5	183.9	3,705	193.4	16,598	5.1	1.1	2.4	23.9	39.4
2023E	920.9	28.4	33.3	675	-81.8	16,286	34.8	1.4	6.4	3.9	28.2
2024E	1,139.3	118.3	104.1	2,107	212.4	17,348	11.1	1.4	3.9	12.0	32.3
2025E	1,290.1	163.7	140.2	2,836	34.6	19,109	8.3	1.2	3.2	14.9	32.9

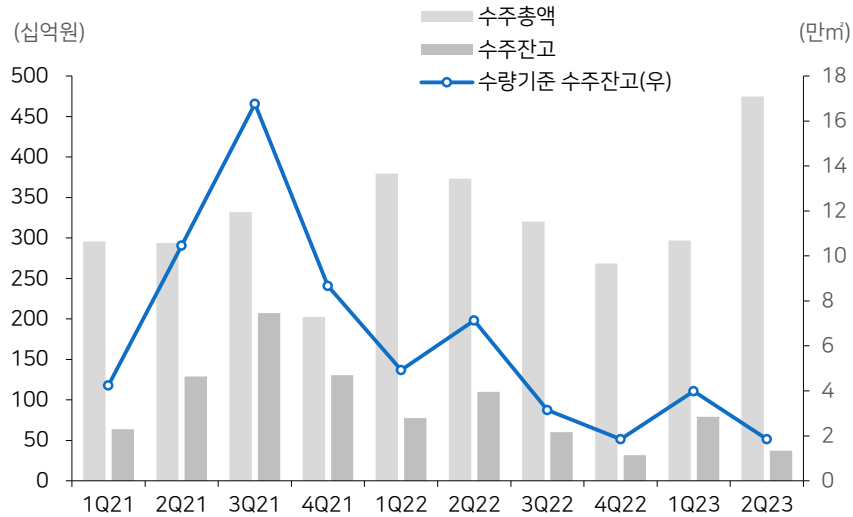
# 대덕전자 실적 테이블

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,315	1,311	1,331	1,290	1,308	1,298
<b>매출액</b>	<b>305.4</b>	<b>343.0</b>	<b>371.4</b>	<b>296.4</b>	<b>217.7</b>	<b>219.9</b>	<b>237.8</b>	<b>245.5</b>	<b>1,316.1</b>	<b>920.9</b>	<b>1,139.3</b>
(% QoQ)	8.7%	12.3%	8.3%	-20.2%	-26.6%	1.0%	8.1%	3.3%			
(% YoY)	30.7%	48.7%	45.3%	5.5%	-28.7%	-35.9%	-36.0%	-17.2%	31.5%	-30.0%	23.7%
<b>패키지기간</b>	<b>251.9</b>	<b>291.7</b>	<b>330.9</b>	<b>254.1</b>	<b>180.8</b>	<b>191.3</b>	<b>213.6</b>	<b>213.9</b>	<b>1,128.6</b>	<b>799.6</b>	<b>1,022.1</b>
Memory	156.3	178.2	188.2	132.5	88.0	115.9	131.4	140.2	655.2	475.5	646.5
Non-Memory	95.7	113.6	142.6	121.5	92.7	75.4	82.2	73.8	473.4	324.1	375.6
MLB기판	30.3	34.5	34.7	39.5	35.4	28.1	23.6	31.6	139.0	118.7	117.2
FPCB	23.2	16.8	5.8	2.8	1.5	0.5	0.0	0.0	48.6	2.0	0.0
<b>영업이익</b>	<b>44.8</b>	<b>61.9</b>	<b>77.5</b>	<b>48.3</b>	<b>10.3</b>	<b>5.6</b>	<b>1.4</b>	<b>11.0</b>	<b>232.5</b>	<b>28.3</b>	<b>118.7</b>
(% QoQ)	67.0%	38.2%	25.3%	-37.7%	-78.7%	-45.4%	-74.8%	679.9%			
(% YoY)	-51.0%	366.0%	202.0%	80.2%	-77.1%	-90.9%	-98.2%	-77.1%	220.8%	-87.8%	318.9%
영업이익률 (%)	<b>14.7%</b>	<b>18.0%</b>	<b>20.9%</b>	<b>16.3%</b>	<b>4.7%</b>	<b>2.6%</b>	<b>0.6%</b>	<b>4.5%</b>	<b>17.7%</b>	<b>3.1%</b>	<b>10.4%</b>
세전이익	48.0	72.0	95.7	28.8	14.1	5.2	4.6	19.4	244.5	43.3	135.2
지배주주순이익	36.4	54.8	70.5	22.2	11.2	4.3	3.8	14.0	183.9	33.3	104.1
지배주주순이익률 (%)	<b>11.9%</b>	<b>16.0%</b>	<b>19.0%</b>	<b>7.5%</b>	<b>5.2%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.6%</b>	<b>5.7%</b>	<b>14.0%</b>	<b>3.6%</b>	<b>9.1%</b>
주요지표											
FC-BGA 매출액	44.8	56.9	87.8	83.4	70.4	50.2	54.0	45.5	272.9	220.1	266.6
패키지기간 내 비중 (%)	17.8%	19.5%	26.5%	32.8%	38.9%	26.2%	25.3%	21.3%	24.2%	27.5%	26.1%

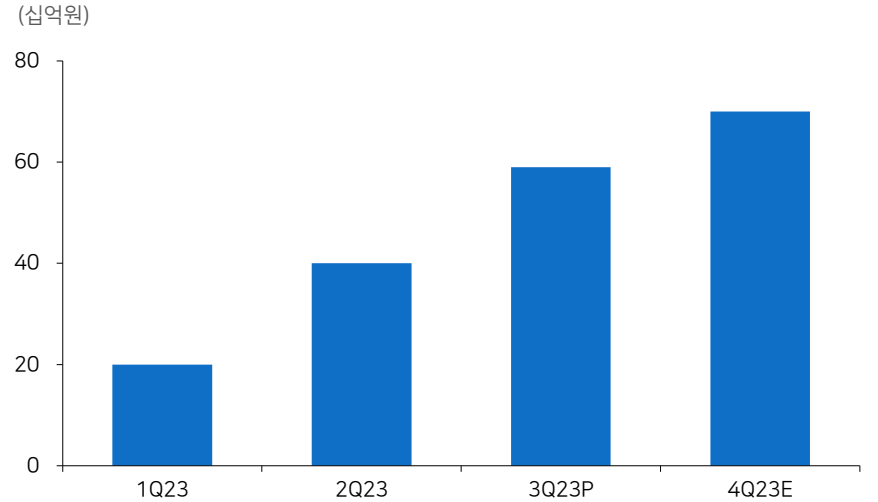
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

## 대덕전자 신규수주, 수주잔고 추이



자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

## 대덕전자 DDR5 매출액 추이 및 전망



자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터



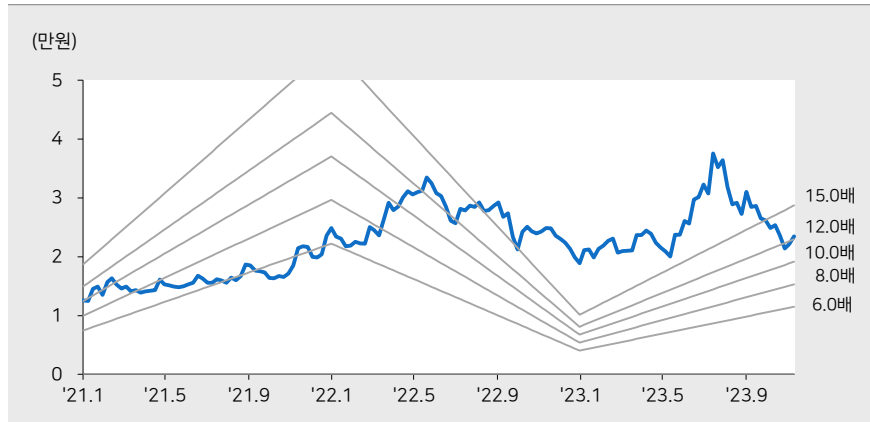
# 대덕전자 밸류에이션 테이블

2024년 전망 시리즈 12  
전기전자/IT부품장비

(배)			2020	2021	2022	2023E	2024E
주가 (원)		High	14,900	25,450	34,100	38,400	
		Low	7,720	11,800	18,700	18,350	
		Average	10,659	16,558	26,165	25,418	
확정치	PER	High	nm	20.2	9.2	56.9	
		Low	nm	9.3	5.0	27.2	
		Average	nm	13.1	7.1	37.7	
	EPS	(원)	-284	1,262	3,705	675	2,107
	Growth (%)	Nm	흑전	193.4	-81.8	212.4	
컨센서스	PER	High	nm	21.2	8.6	63.2	
		Low	nm	9.8	4.7	30.2	
		Average	nm	13.8	6.6	41.8	
	EPS	(원)	-874	1,200	3,980	608	1,841
	Growth (%)	Nm	흑전	231.7	-83.6	172.9	

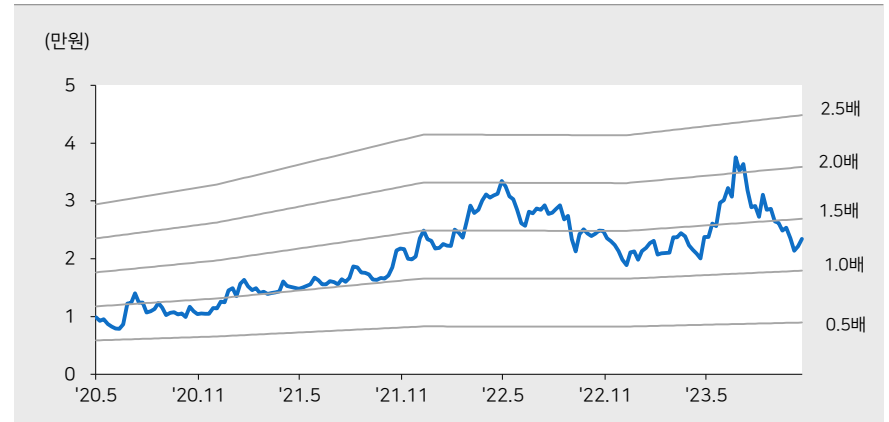
자료: 메리츠증권 리서치센터

## 대덕전자 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 대덕전자 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

# 대덕전자 (353200)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,000.9	1,316.2	920.9	1,139.3	1,290.1
매출액증가율(%)	63.8	31.5	-30.0	23.7	13.2
매출원가	883.3	1,019.3	841.1	946.4	1,034.0
매출총이익	117.7	296.9	79.8	192.9	256.1
판매비와관리비	45.2	64.3	51.5	74.6	92.4
영업이익	72.5	232.5	28.4	118.3	163.7
영업이익률(%)	7.2	17.7	3.1	10.4	12.7
금융손익	7.4	9.4	14.9	16.9	18.3
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.0	2.6	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	79.9	244.5	43.3	135.3	182.0
법인세비용	12.4	60.6	10.0	31.1	41.9
당기순이익	63.0	183.9	33.3	104.1	140.2
지배주주지분 순이익	63.0	183.9	33.3	104.1	140.2
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	372.8	498.1	410.9	523.9	615.4
현금및현금성자산	76.7	122.4	148.0	198.6	247.1
매출채권	167.5	189.0	132.2	163.6	185.3
재고자산	110.8	120.2	84.1	104.1	117.9
비유동자산	568.2	693.7	665.0	658.1	692.9
유형자산	539.3	641.4	616.1	611.4	647.6
무형자산	13.4	12.1	8.8	6.6	5.1
투자자산	0.1	6.0	6.0	6.0	6.0
자산총계	941.0	1,191.8	1,075.8	1,182.0	1,308.3
유동부채	182.4	265.0	181.0	223.6	253.1
매입채무	65.8	37.0	25.9	32.1	36.3
단기차입금	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
유동성장기부채	0.0	6.8	0.0	0.0	0.0
비유동부채	76.8	71.7	56.0	64.7	70.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	19.0	19.0	19.0	19.0
부채총계	259.1	336.8	236.9	288.3	323.8
자본금	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8
자본잉여금	545.1	545.1	545.1	545.1	545.1
기타포괄이익누계액	0.2	1.0	1.0	1.0	1.0
이익잉여금	110.8	283.1	267.0	321.8	412.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	681.9	855.0	838.9	893.6	984.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2025E	2025E
영업활동현금흐름	203.8	293.6	128.0	218.5	244.2
당기순이익(손실)	63.0	183.9	33.3	104.1	140.2
유형자산감가상각비	97.3	100.4	125.4	124.7	113.8
무형자산상각비	3.7	4.4	4.3	3.2	2.5
운전자본의 증감	-5.9	-63.2	-24.0	-2.7	-1.8
투자활동 현금흐름	-133.5	-258.8	-74.9	-118.5	-146.4
유형자산의 증가 (CAPEX)	-129.5	-204.8	-100.0	-120.0	-150.0
투자자산의 감소(증가)	0.2	-5.9	0.1	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	-16.4	12.2	-27.5	-49.4	-49.4
차입금증감	-12.4	25.9	-6.9	0.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	54.0	45.7	25.6	50.6	48.4
기초현금	22.6	76.7	122.4	148.0	198.6
기말현금	76.7	122.4	148.0	198.6	247.0

Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	20,255	26,634	18,635	23,055	26,107
EPS(지배주주)	1,263	3,705	675	2,107	2,836
CFPS	4,281	7,815	3,198	4,982	5,665
EBITDAPS	3,511	6,826	3,198	4,982	5,665
BPS	13,237	16,598	16,286	17,348	19,109
DPS	300	400	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	1.2	2.1	4.3	4.3	4.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	19.7	5.1	34.8	11.1	8.3
PCR	5.8	2.4	7.3	4.7	4.1
PSR	1.2	0.7	1.3	1.0	0.9
PBR	1.9	1.1	1.4	1.4	1.2
EBITDA	173.5	337.3	158.0	246.2	280.0
EV/EBITDA	6.8	2.4	6.4	3.9	3.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	9.6	23.9	3.9	12.0	14.9
EBITDA이익률	17.3	25.6	17.2	21.6	21.7
부채비율	38.0	39.4	28.2	32.3	32.9
금융비용부담률	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	126.8	362.8	24.0	106.1	146.6
매출채권회전율(x)	6.6	7.4	5.7	7.7	7.4
재고자산회전율(x)	9.8	11.4	9.0	12.1	11.6

## 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 추천 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

### 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

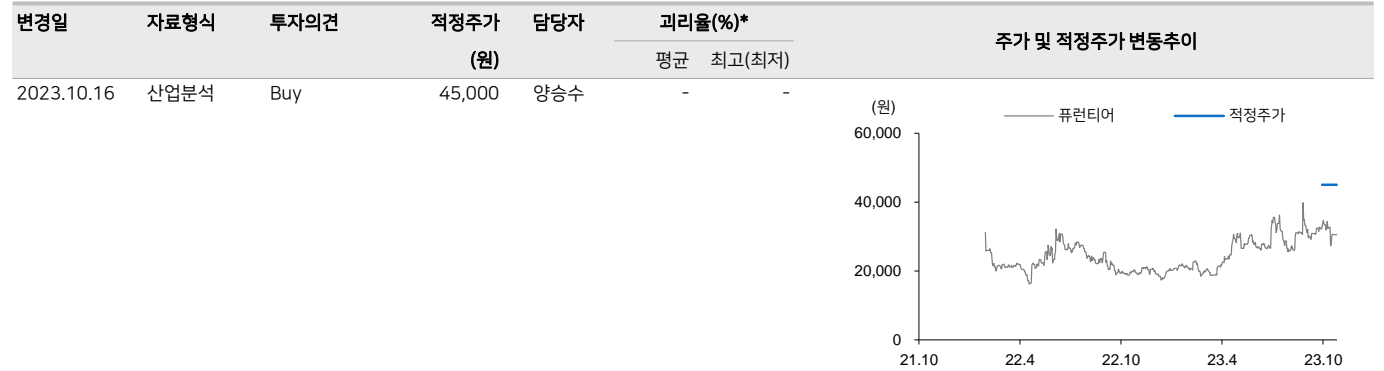
### 삼성전기 (009150) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.05.25	산업분석	Buy	240,000	주민우	-28.1	-17.7	
2022.05.25	1년 경과				-44.5	-35.6	
2022.11.09	산업분석	Buy	160,000	양승수	-14.1	-9.4	
2023.01.06	기업브리프	Buy	175,000	양승수	-15.5	-12.6	
2023.03.14	기업브리프	Buy	180,000	양승수	-18.4	-12.3	
2023.05.25	산업분석	Buy	170,000	양승수	-14.1	-12.0	
2023.07.07	기업브리프	Buy	180,000	양승수	-	-	

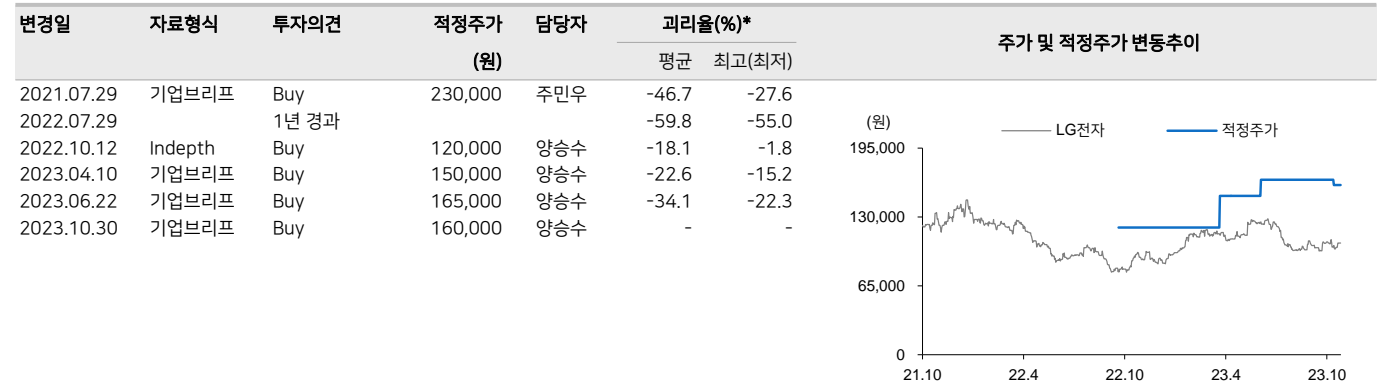
### 퓨런티어 (370090) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



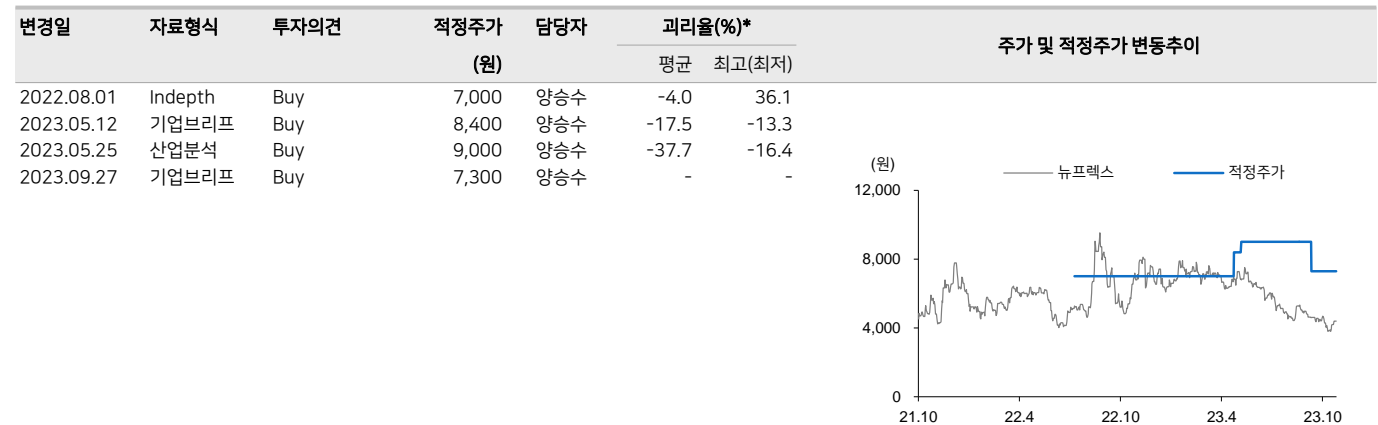
### LG전자 (066570) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



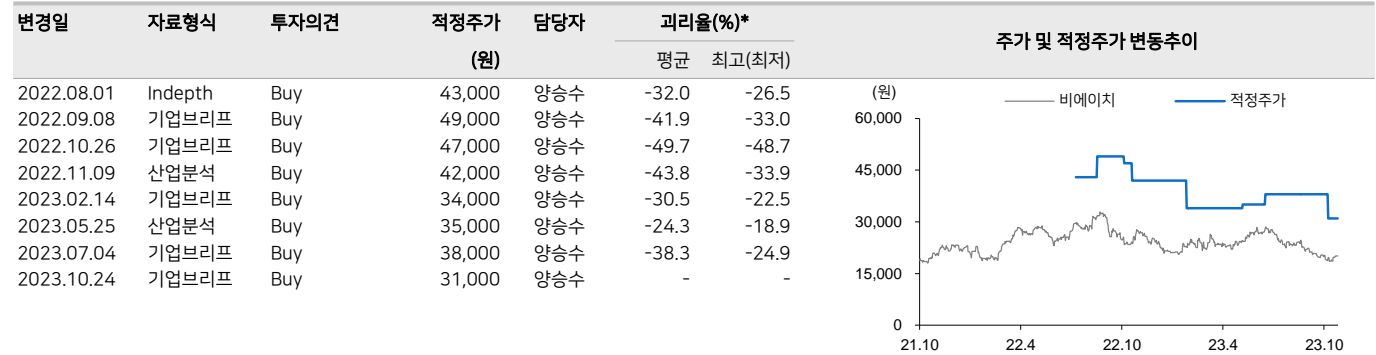
### 뉴프렉스 (085670) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



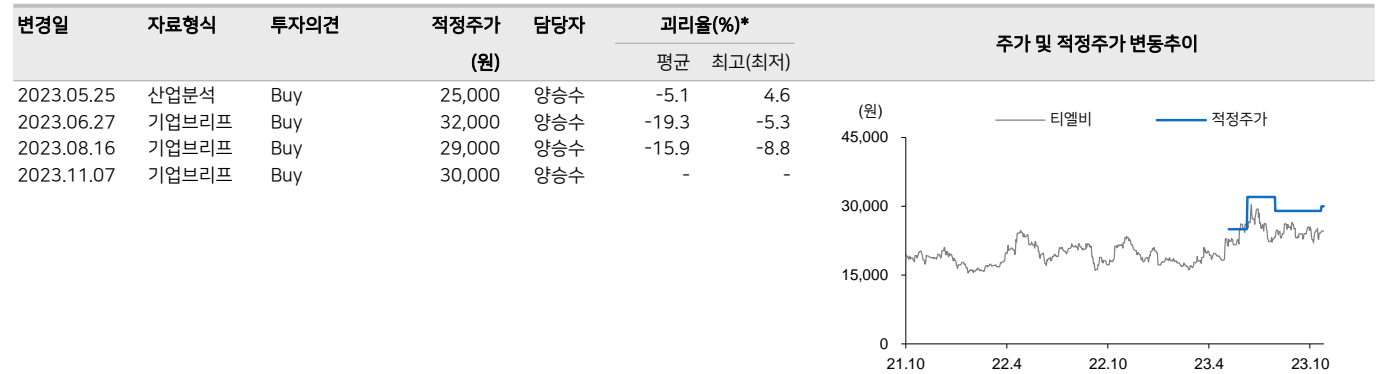
### 비에이치 (090460) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



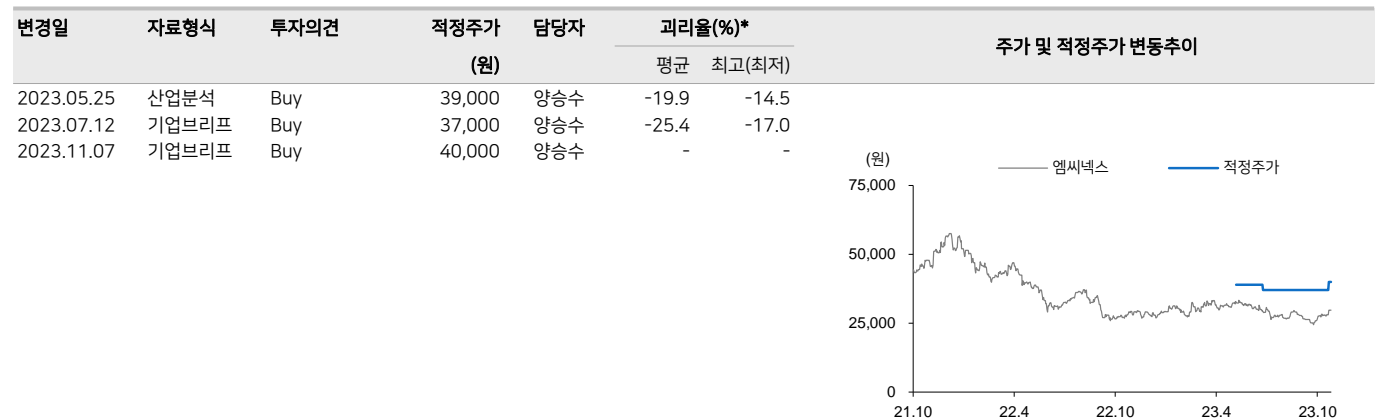
### 티엘비 (356860) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



### 엠씨넥스 (097520) 투자등급변경 내용

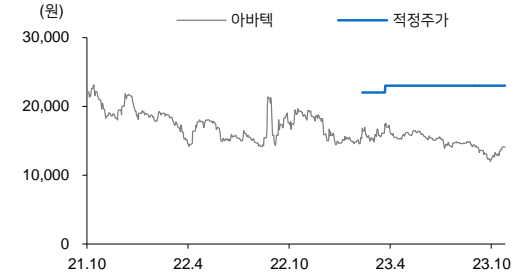
\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



### 아바텍 (149950) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

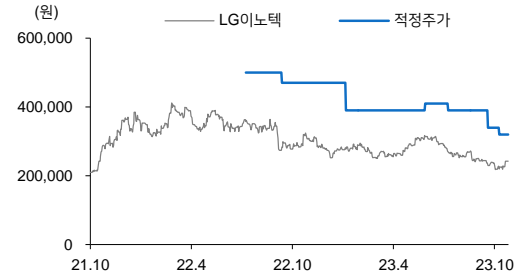
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.03.02	기업분석	Buy	22,000	양승수	-27.7	-20.7	
2023.04.12	기업브리프	Buy	23,000	양승수	-	-	



### LG이노텍 (011070) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

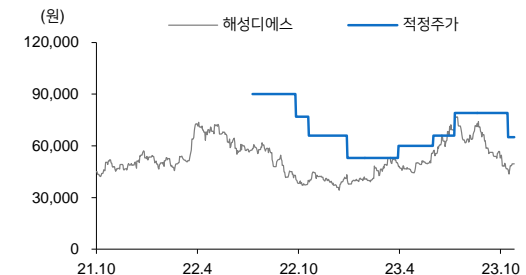
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.06.21	기업브리프	Buy	265,000	주민우	11.2	55.3	
2022.06.21	1년 경과				29.8	37.2	
2022.08.01	Indepth	Buy	500,000	양승수	-32.7	-27.2	
2022.10.04	기업브리프	Buy	470,000	양승수	-39.0	-31.1	
2023.01.26	기업브리프	Buy	390,000	양승수	-29.2	-18.7	
2023.06.16	기업브리프	Buy	410,000	양승수	-27.0	-23.3	
2023.07.27	기업브리프	Buy	390,000	양승수	-34.3	-30.3	
2023.10.06	기업브리프	Buy	340,000	양승수	-32.3	-29.6	
2023.10.26	기업브리프	Buy	320,000	양승수	-	-	



### 해성디에스 (195870) 투자등급변경 내용

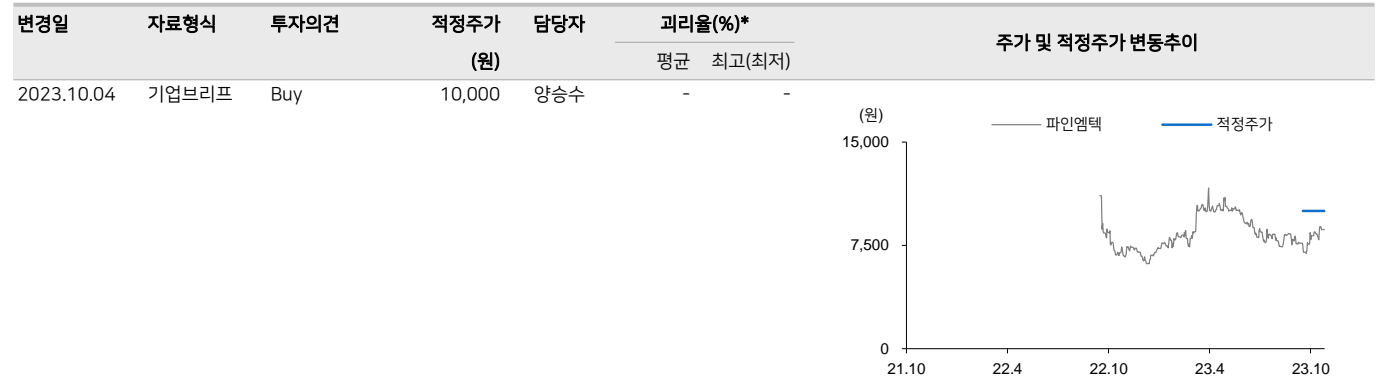
\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.08.01	Indepth	Buy	90,000	양승수	-41.6	-31.3	
2022.10.17	기업브리프	Buy	77,000	양승수	-50.0	-47.5	
2022.11.09	산업분석	Buy	66,000	양승수	-39.0	-32.0	
2023.01.17	기업브리프	Buy	53,000	양승수	-16.2	0.6	
2023.04.18	기업브리프	Buy	60,000	양승수	-19.3	-7.2	
2023.06.19	기업브리프	Buy	66,000	양승수	-4.5	9.5	
2023.07.27	기업브리프	Buy	79,000	양승수	-20.8	-2.5	
2023.10.30	기업브리프	Buy	65,000	양승수	-	-	



### 파인애플 (441270) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



### 대덕전자 (353200) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

