2024. 3. 25

▲ 전기전자/IT부품장비
Analyst **양승수**
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

세경하이테크 148150

돋보일 필름 장인의 질주

- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 13,000원으로 커버리지 개시
- ✓ 폴더블과 IT OLED향 매출 확대를 추가적인 밸류에이션 리레이팅 기대
- ✓ 1) 판가 상승, 독점적인 지위 유지 및 중화권향 공급 확대로 P, Q 측면에서 올해 폴더블 업체 중 올해 돋보이는 폴더블향 실적 성장 예상
- ✓ 2) IT OLED용 OCA 매출 확대와 2차전지 자회사 '세스맷'의 성장성에 주목
- ✓ 2024년 매출액 3,848억원(+26.4% YoY), 영업이익 541억원(+49.6% YoY) 전망

Buy(신규) 20 거래일 평균종가 대비 상승 여력

적정주가 (12 개월)	**13,000 원**
현재주가 (3.22)	**9,810 원**
상승여력	**32.5%**
KOSDAQ	903.98pt
시가총액	3,468억원
발행주식수	3,535만주
유동주식비율	77.54%
외국인비중	9.65%
52주 최고/최저가	9,900원/3,387원
평균거래대금	61.2억원
주요주주(%)	
에스지에이치홀딩스 외 1 인	21.16
이영민 외 6 인	12.91

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	28.1	117.9	79.4
상대주가	23.3	106.7	61.4

주가그래프

투자포인트1) 폴더블 내 독점적인 지위에 더해질 Q, P 동시 증가에 주목

동사의 폴더블용 보호필름은 다른 폴더블 스마트폰용 부품들과 달리 기술적인 경쟁력을 바탕으로 올해도 고객사 내 독점적인 지위가 기대된다. 이에 더해 1) 중화권 및 글로벌 스마트폰 세트사의 폴더블 스마트폰 출시 확대를 통한 Q 성장과 2) 소재 변경을 통한 P 상승의 동시 수혜를 예상한다. 제한된 전방시장의 성장 속에서, 폴더블 시장 내 동사의 투자 매력이 부각될 수 밖에 없다고 판단된다

투자포인트2) IT OLED 시장 확대의 숨은 수혜주

동사의 OCA 필름은 올해부터 스마트폰 외 고객사의 OLED 적용 태블릿에 추가 공급될 전망이다. 1) 다른 OLED 밸류체인 업체들과 일본 고객사로 납품되기 때문에 11인치, 12.9인치 물량 전부를 공급하고 2) 태블릿향 OLED의 경우 스마트폰과 달리 투스택 탠덤이 적용되기 때문에 2배의 OCA 필름이 사용될 전망이다. 즉 동사는 향후에도 국내 디스플레이 업체들의 엔드 유저 내 점유율 변화에 관계 없이 IT OLED 전환 사이클에서 안정적인 Q 성장이 기대된다. 또한 태블릿향 제품은 기존 제품 대비 면적 증가를 통한 3배 이상의 단가 상승이 예상된다

투자포인트3) 2차전지 자회사 '세스맷'의 성장성에 주목

동사는 작년 1월 26일 18억원을 투자, 2차전지용 단열화학소재 전문기업 세스맷의 지분 70%를 인수해 자회사에 편입시켰다. 기술적인 장점을 바탕으로 세스맷은 현재 국내·글로벌 다수의 배터리 셀 고객사와 적합성 테스트를 진행 중이다. 현재 긍정적인 피드백을 바탕으로 상반기 내 승인 가능성이 높아진 것으로 파악된다

투자의견 Buy, 적정주가 13,000원 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	260.7	8.0	16.5	465	-27.6	4,896	8.5	0.8	3.4	10.0	19.9
2023	304.5	36.2	35.0	859	83.7	4,064	7.5	1.6	3.0	18.7	50.7
2024E	384.8	54.1	44.0	1,244	44.8	4,744	7.9	2.1	3.3	20.3	54.8
2025E	414.0	60.5	50.2	1,419	14.0	5,549	6.9	1.8	2.6	19.8	50.4
2026E	446.3	64.9	53.5	1,513	6.6	6,422	6.5	1.5	2.0	18.1	47.0

Part 1. 기업개요

IT용 필름가공 전문업체 세경하이테크

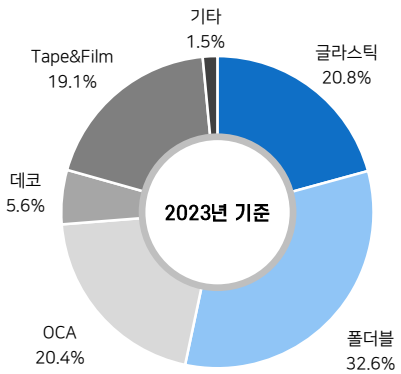
세경하이테크는 2006년 설립, 2019년에 코스닥 시장에 상장한 IT용 필름가공 전문업체이다. 2006년부터 축적한 필름가공 기술력을 바탕으로 국내외 스마트폰 제조사 및 디스플레이 업체에게 Protect&사출필름, 광학필름, 데코필름&글라스틱 등을 공급 중이다. 2023년 매출액 3,044억원 기준 각각 25.9%, 44.0%, 28.1%의 매출 비중을 기록하였다.

상장 전후 동사의 매출 성장을 견인한 제품은 데코필름이다. 데코필름은 글라스 또는 플라스틱 하우징 제품 표면에 텍스트나 색상을 입히기 위해 제조하는 필름으로 스마트폰 전후면 장식으로 활용된다. 동사의 데코필름은 2016년 삼성전자 갤럭시 S7 핑크골드 색상에 첫 적용된 후 Oppo의 중저가 모델인 Reno Series에 채택되어 매출이 대폭 증가하였다. 다만 2019년 1,395억원 매출을 정점으로, 코로나로 인한 베트남 2공장의 셧다운과 주 고객사인 Oppo의 출하량 감소가 겹치며 2020년 466억원, 2021년 577억원으로 매출이 대폭 감소하였다.

현재 동사의 실적 성장을 주도하는 제품은 글라스틱과 광학필름이다. 이 중 글라스틱은 두개의 플라스틱 재료(PC+PMMA)를 결합시켜 복층 가공함으로써 표면경도 향상과 내스크래치성을 향상시킨 제품이다. 글라스틱은 낮은 가격으로 유리와 유사한 질감을 구현하기 때문에 중저가 스마트폰 내 유리의 대체재로써 활용도가 높아지고 있다.

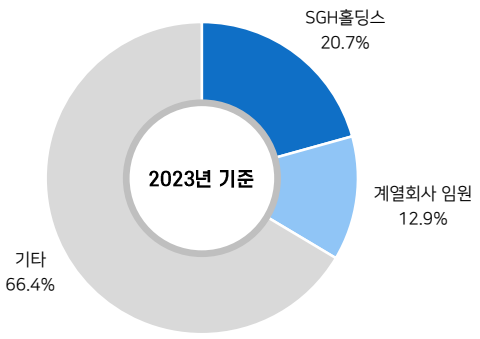
동사의 광학필름 매출은 폴더블용 특수보호필름(Cover Film Window, 이상 CFW)과 OLED 패널과 글라스의 접착 역할을 담당하는 OCA 필름으로 구성된다. 이 중 CFW은 폴더블 내 UTG(Ultra Thin Glass)을 보호하는 역할을 담당하며, 폴더블 스마트폰 시장 성장과 동행하는 외형 성장을 기록 중이다. OCA 필름은 북미 스마트폰 세트사의 스마트폰 위주로 탑재되며 점진적으로 고객사 내 점유율 확대 및 OLED 적용 제품군 확대를 통한 매출 성장이 기대된다.

그림1 세경하이테크 매출액 구성



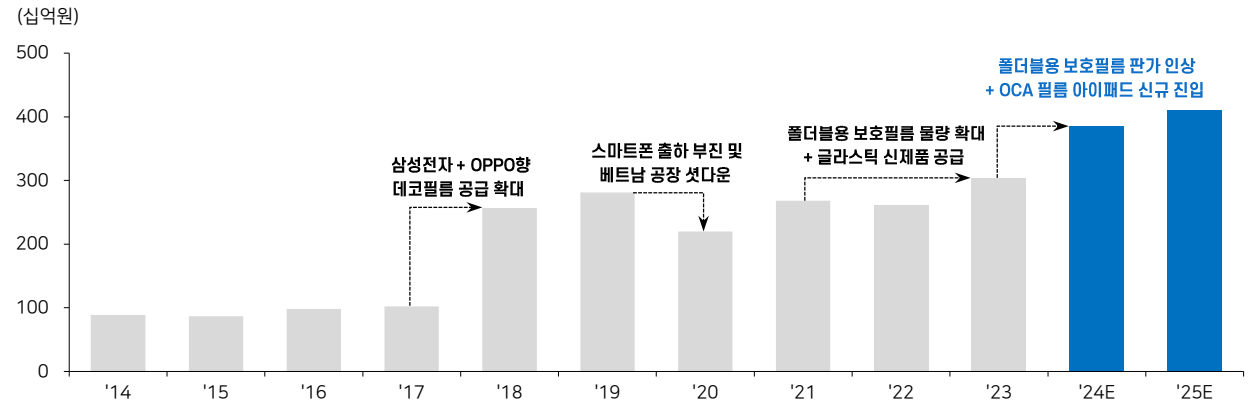
자료: 세경하이테크, 메리츠증권 리서치센터

그림2 세경하이테크 주주 구성



자료: 세경하이테크, 메리츠증권 리서치센터

그림3 세경하이테크 매출액 추이

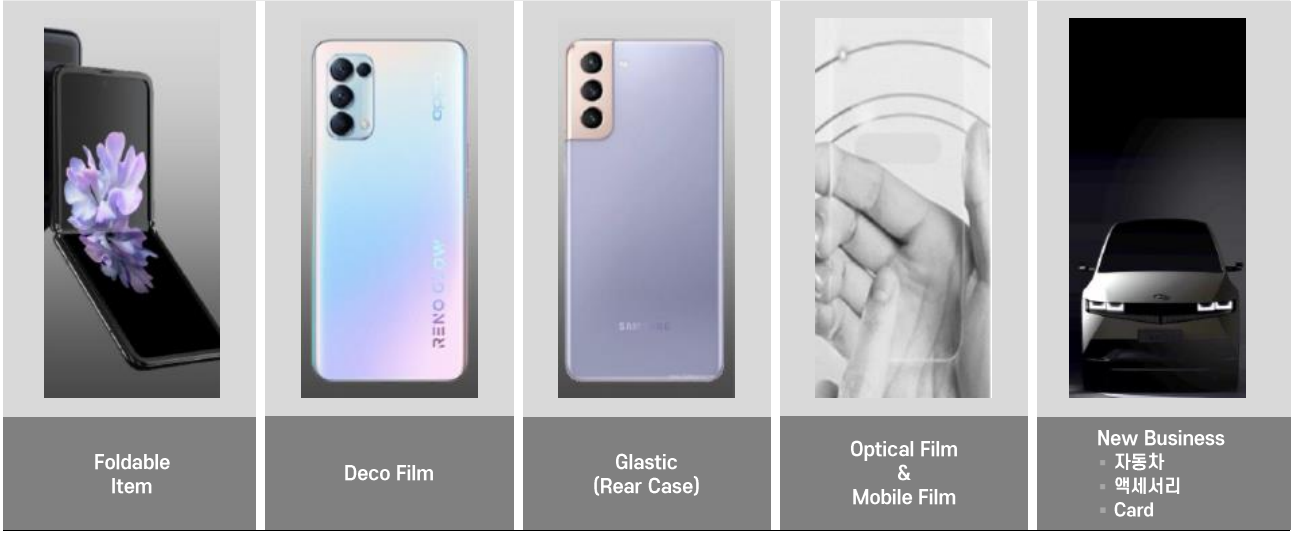


자료: 세경하이테크, 메리츠증권 리서치센터

그림4 세경하이테크 주가 추이

자료: 세경하이테크, 메리츠증권 리서치센터

그림5 세경하이테크 제품 라인업



자료: 세경하이테크, 메리츠증권 리서치센터

Part 2. 투자포인트

1) 폴더블 시장 내 독점적인 지위 + Q, P 동시 증가에 주목

올해 폴더블 시장 내 세경하이테크의 차별점
1) 독점적인 지위
2) 중화권 공급 확대
3) P 상승

올해 폴더블 업종 내 세경하이테크의 차별화된 실적을 전망한다. UTG를 보호하는 용도로 활용되는 동사의 CFW는 국내 디스플레이 고객사를 통해 다수의 스마트폰 세트사에게 공급되고 있다. 다른 폴더블 스마트폰용 부품들과 달리 올해도 고객사 내 독점적인 지위가 기대되는 상황에서, 1) 중화권 및 글로벌 스마트폰 세트사의 폴더블 스마트폰 출시 확대를 통한 안정적인 Q 성장과 2) 소재 변경을 통한 P 상승의 동시 수혜를 예상한다.

폴더블 스마트폰 시장은 새로운 모바일 시대를 개척할 것이라는 초기 기대와 다르게 제한적인 출하 성장이 지속되고 있다. 특히 폴더블 스마트폰 시대에 가장 주목받았던 삼성전자의 폴더블 스마트폰 출하량이 3년 연속 정체구간을 벗어나지 못하고 있다. 이는 지속적인 이원화 리스크가 존재하는 부품/소재사들의 입장에서 점진적인 공급 물량 감소가 불가피함을 의미함과 동시에 높은 멀티플을 적용 받을 수 없는 핵심 논리로 작용하고 있다.

기술적인 경쟁력으로 고객사 내 독점적인 지위가 유지되는 CFW

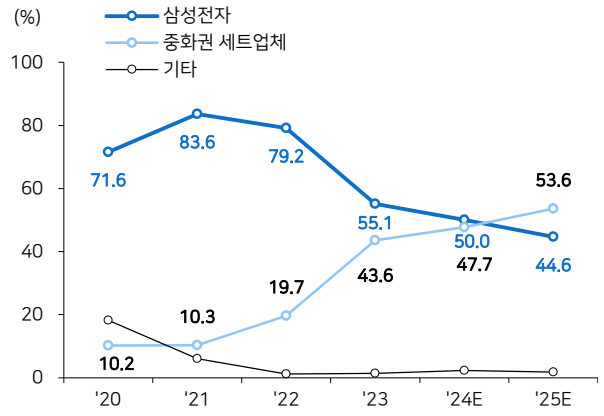
다만 UTG, 내장힌지, 외장힌지, 디지타이저 등 다른 폴더블용 핵심 부품/소재와 다르게 동사의 폴더블용 보호 필름은 디스플레이 고객사 내 독점적인 지위가 유지되고 있다. 1) 동사의 폴더블용 생산설비가 경쟁사들과 다르게 롤투롤로 인한 자동화가 선제적으로 이뤄졌기 때문에 원가와 생산 속도 측면에서 앞서 있고, 2) 얇은 베젤 인쇄를 위해 사용되는 MDD 공법을 일본 장비업체와의 공동개발을 통해 독점사용하고 있기 때문이다. 다른 폴더블 부품/소재 업체들은 제한된 성장 속 이원화를 통한 물량 감소가 불가피하지만 동사는 독점적 지위 유지를 통해 상대적인 물량 방어가 용이할 전망이다. 전방 시장 성장에 대한 기대감이 위축된 현시점에서, 독점적 납품이라는 동사의 프리미엄이 더 부각될 수 있을 것으로 기대한다.

이에 더해 중화권 세트업체들의 적극적인 신규 폴더블 스마트폰 모델출시로, 작년부터 폴더블 시장의 중심축이 급격하게 중화권으로 이동하고 있다. 실제로 2021년 83.7%, 2022년 79.2%로 독보적인 위치를 유지하던 삼성전자의 폴더블 시장 내 점유율은 작년 기준 55.1%까지 감소하였다. 반대로 작년 폴더블 시장 내 중화권 세트업체의 점유율은 43.6%까지 상승하였고, 중국 내 폴더블 스마트폰 출하량은 2022년 대비 +114.5% 성장한 700만대를 기록하였다. 그럼에도 아직 중국 전체 출하량(2.8억대) 내 2.5%의 낮은 비중을 차지하고 있기 때문에, 향후 가파른 출하 성장을 예상한다.

독점적인 지위 + 중화권 공급 확대 = Q 측면에서 안정적인 성장 기대

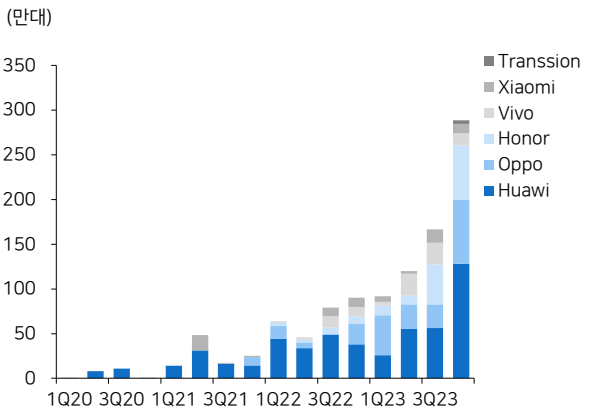
동사의 CFW은 디스플레이 고객사를 통해 중화권으로도 공급이 동시에 이뤄지고 있다. 2022년 10%에서 2023년 24%로 성장한 동사 폴더블 매출액 내 중국 세트사 매출 비중은 올해 약 31%까지 확대될 전망이다. 종합적으로 독점적인 지위 유지와 중화권향 공급 확대로 동사가 Q 측면에서 올해 폴더블 부품 업체 중 성장 가능성이 가장 큰 업체라고 판단한다.

그림6 삼성전자 폴더블 시장 점유율 추이 및 전망



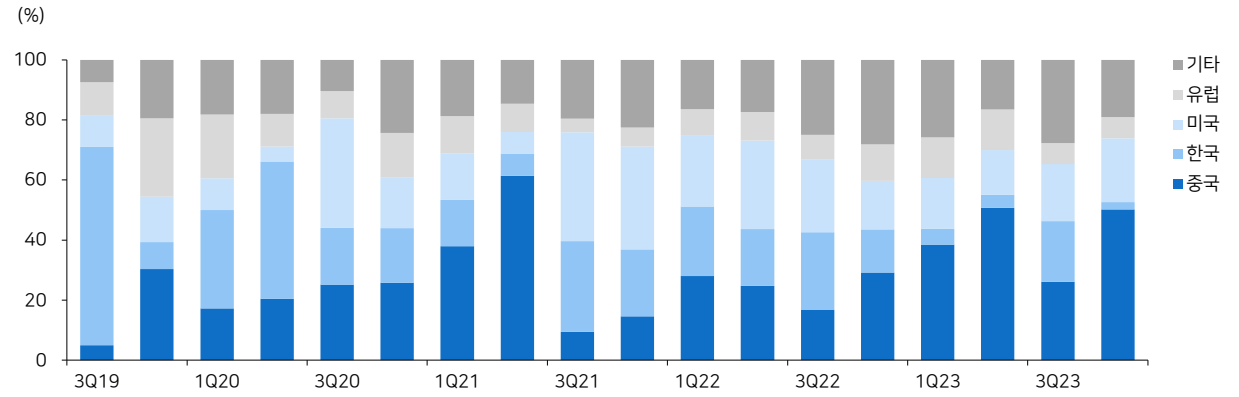
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 중화권 세트업체 폴더블 출하량 추이



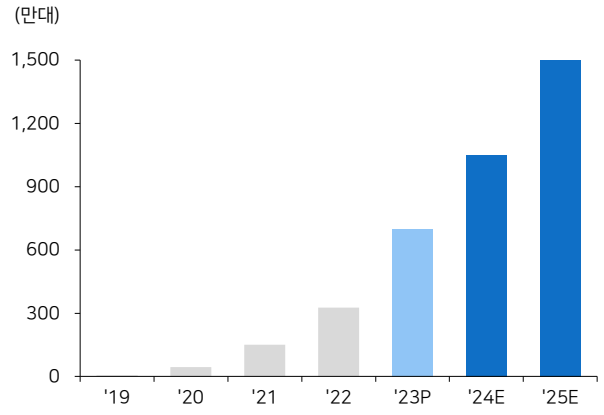
자료: DSCC, 메리츠증권 리서치센터

그림8 폴더블 스마트폰 지역별 출하량 (중국 비중 상승)



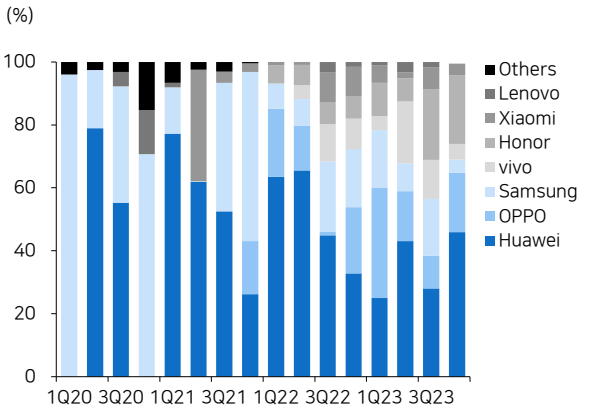
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 중국 내 폴더블 스마트폰 출하량 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 중국 내 폴더블 스마트폰 시장 점유율 추이



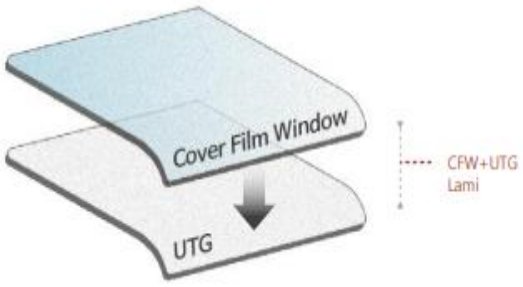
자료: 메리츠증권 리서치센터

CFW의 경쟁력이 부각될 2024년 → 새로운 소재 추가을 통한 P상승 예상

통상적으로 고객사인 세트 업체와 부품업체간의 CR(단가인하)은 고객사가 주도권을 가지고 매 분기마다 진행된다. 다만 부품 업체 입장에서 신제품 내 새로운 기술 적용 혹은 소재 변경이 발생할 경우 새로운 판가 협상을 통해 ASP 상승을 인정받는 경우가 종종 발생한다. 폴더블 스마트폰의 경우 작년에 적용된 플렉스 힌지(물방울 힌지)가 대표적인 예시이다.

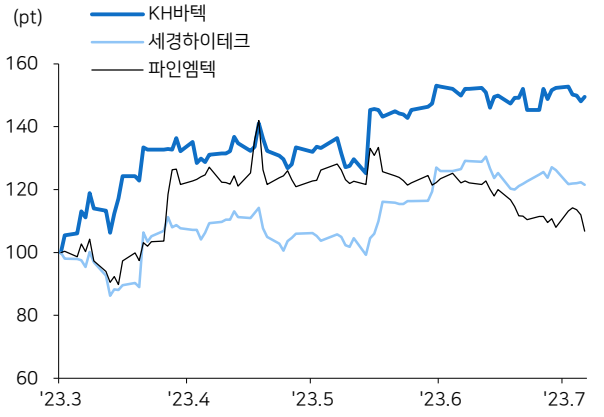
작년의 주인공이 외장한지였다면 올해의 주인공은 동사의 CFW가 될 전망이다. UTG는 기존 스마트폰용 유리(0.4mm~1mm) 대비 얇은 유리(통상 0.03mm)로 제조되기 때문에 내구성 측면에서 단점이 존재한다. 이런 단점을 보완하기 위해 동사의 CFW이 부착되어 외부 충격과 손상으로부터 UTG를 보호함과 동시에 터치감 향상, 지문 방지 등의 기능을 부여하고 있다. 이에 더해 올해는 내충격 강화를 위한 새로운 소재가 CFW에 적용되기 때문에 추가적인 가격 인상이 기대된다. 원재료와 공법 변화로 CFW의 제조 비용과 난이도가 동시에 상승하기 때문에 판가 인상의 가능성이 높다고 판단한다. 판가 인상이 이뤄질 경우 올해는 Q, P 측면에서 폴더블 시장 내 동사의 투자 매력이 부각될 수 밖에 없다고 판단된다.

그림11 세경하이테크 Cover Film Window



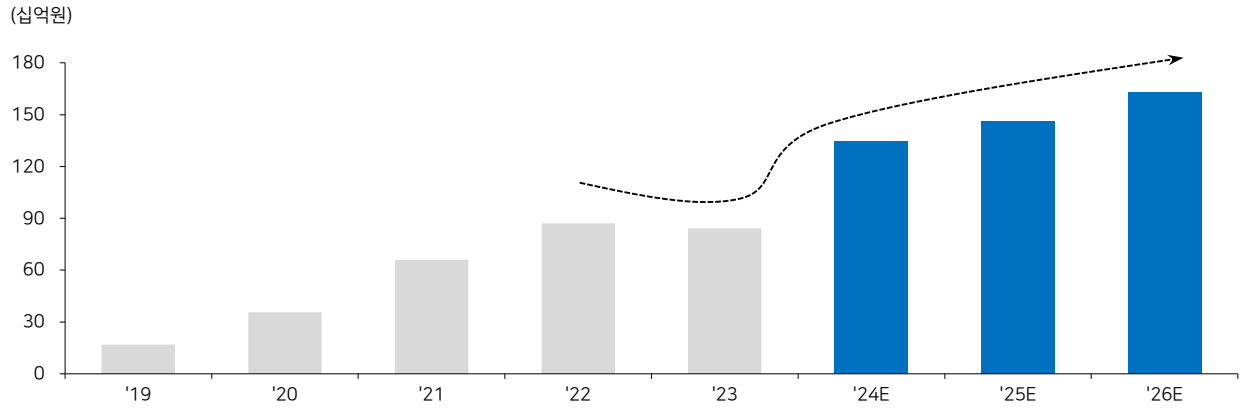
자료: 세경하이테크

그림12 작년 단가 상승으로 Outperform한 KH바텍 주가



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림13 세경하이테크 폴더블 매출액 추이 및 전망



자료: 세경하이테크, 메리츠증권 리서치센터

2) IT OLED 시장 확대의 숨은 수혜주

디스플레이 내 커버글라스와 디스플레이를 합지하는 역할로 사용되는 OCA 필름

OCA필름은 터치스크린패널(TSP)의 각 레이어(Layer) 또는 커버글라스와 디스플레이를 합지하기 위해 사용되는 광학적으로 투명한 점착필름이다. 디스플레이 내 여러 부품의 부착으로 인해 발생하는 빛의 손실이나 반사를 최소화하는 역할을 담당한다. 동사의 OCA필름은 일본의 Nitto Denko의 원단에 부착되어 국내 디스플레이 고객사에게 공급된다. 최종 엔드 유저는 북미 스마트폰 세트사이다. 작년 기준 고객사인 Nitto Denko의 경쟁사 3M의 수율 이슈로, 북미 스마트폰 세트사 내 동사의 OCA 점유율이 약 90%까지 증가된 것으로 파악된다. 다른 고객사보다 더 수율 및 납기에 민감하게 대응하는 북미 스마트폰 세트사의 특성상, 향후에도 동사의 고객사 및 동사의 북미 고객사 내 높은 점유율이 기대된다.

OLED 태블릿향 OCA 신규진입

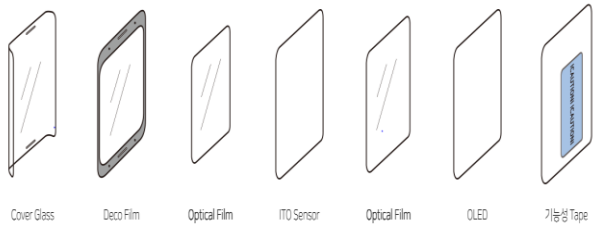
이에 더해 올해 북미 스마트폰 세트사는 OLED를 탑재한 신형 태블릿을 3월 말 공개, 4월 초 출시할 예정이다. 당사 예상 초도 물량은 850만대로 삼성디스플레이가 11인치 400만대, LG디스플레이가 12.9인치 450만대의 물량을 담당하는 것으로 파악된다. 주목할 점은 1) 국내 다른 OLED 밸류체인 업체들과 다르게 동사의 경우 일본 고객사로 납품되기 때문에 11인치, 12.9인치 물량 전부를 공급한다는 점이다. 2) 태블릿향 OLED의 경우 스마트폰과 달리 투스택 탠덤이 적용되기 때문에 2배의 OCA 필름이 필요하다. 이에 따라 고객사의 50%의 점유율을 가정해도 850만개의 필름을 공급할 전망이다. 종합적으로 동사는 향후에도 국내 디스플레이 업체들의 엔드 유저 내 점유율 변화에 관계 없이 IT OLED 전환 사이클에서 Q 측면에서 국내 부품 업체 중 가장 안정적인 매출 창출이 가능하다고 판단된다.

또한 태블릿향 제품은 기존 제품 대비 면적 증가를 통한 3배 이상의 단가 상승이 예상된다. 즉 앞서 언급한 850만개 기준 스마트폰 2,550만대와 동일한 효과를 기대할 수 있다. 이를 바탕으로 올해 동사의 태블릿향 OCA 매출은 약 98억원을 예상한다. 향후 점진적인 북미 세트사의 OLED 전환에 따른 지속적인 수혜가 기대되기 때문에 2023년 기준 499억원의 동사 OCA필름 매출은 2026년 약 667억원으로 연평균 10.1% 성장할 전망이다.

그림14 세경하이테크의 OCA 필름

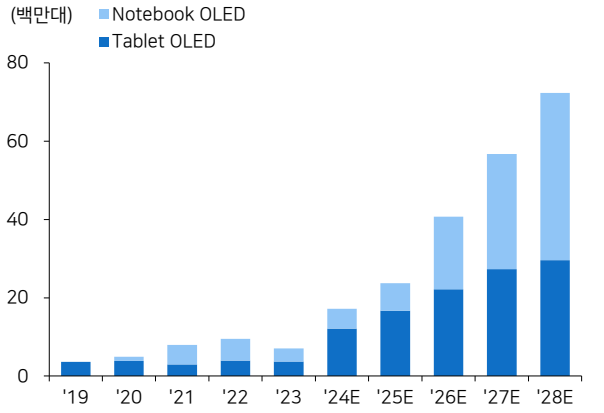
자료: 세경하이테크

그림15 OCA 필름 사용 예시



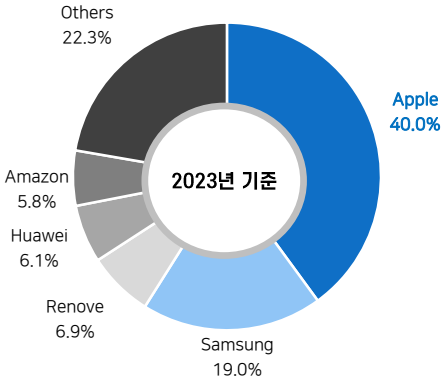
자료: 세경하이테크

그림16 IT용 OLED 시장 전망



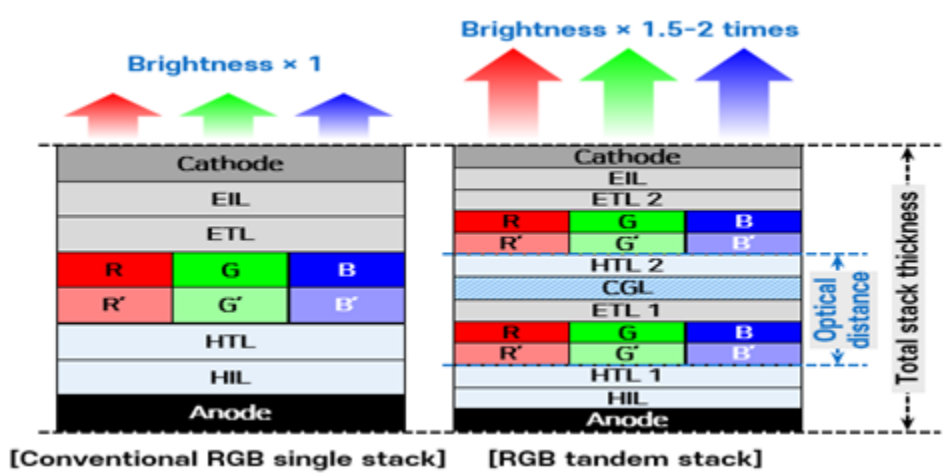
자료: OMDIA, 메리츠증권 리서치센터

그림17 2023년 Tablet 시장 점유율



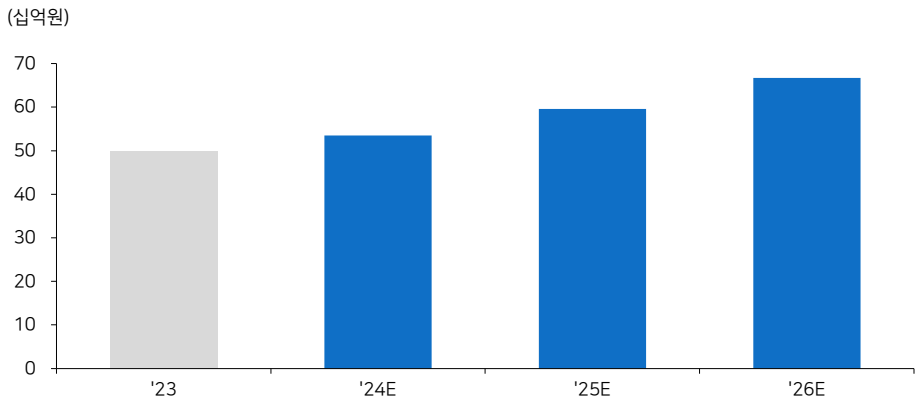
자료: Canalys, 메리츠증권 리서치센터

그림18 '투스택 탠덤' 구조로 진화하는 OLED, 두배의 OCA 필름 필요



자료: Omdia, 메리츠증권 리서치센터

그림19 세경하이테크 OCA 매출액 전망



자료: 세경하이테크, 메리츠증권 리서치센터

3) 2차전지 자회사 '세스맷'의 성장성

자회사 세스맷의 단열재 경쟁력
1. 소화기능 2. 셀에 위치
3. 얇은 두께

동사는 작년 1월 26일 18억원을 투자, 2차전지용 단열화학소재 전문기업 세스맷의 지분 70%를 인수해 자회사에 편입시켰다. 세스맷은 배터리에 사용되는 단열재 개발에 성공, 2022년 설립 후 올해 상용화를 목표로 하고 있다. 다른 단열재와 세스맷 단열재의 차별적인 경쟁력은 소화 기능이 추가되었다는 점이다. 이를 통해 세스맷 단열재가 적용된 전기차는 화재가 발생하면 소화 기능이 작용, 연쇄 폭발을 방지할 수 있다. 또한 현재 대부분의 리튬이온 배터리는 단열을 위해 팩 혹은 모듈 단위에 코팅 하는 기술이 활용된다. 이에 반해 세스맷의 단열재는 셀과 셀 사이에 위치해 원천적으로 셀에서 화재가 나는 걸 방지할 수 있다는 장점을 보유하고 있다. 다른 단열소재 대비 두께도 얇아, 배터리 무게를 낮추는데도 기여한다.

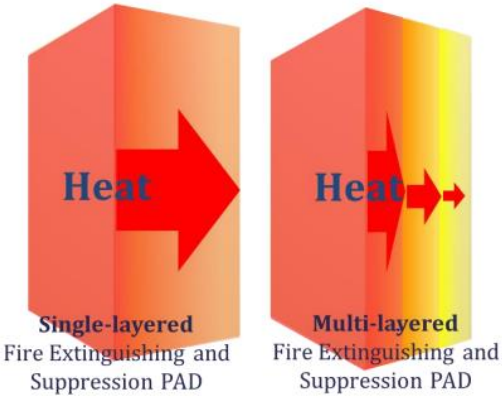
기술적인 장점을 바탕으로 세스맷은 현재 국내·글로벌 다수의 배터리 셀 고객사와 적합성 테스트를 진행 중이다. 현재 고객사의 긍정적인 피드백을 바탕으로 상반기 내 승인 가능성이 높아진 것으로 파악된다. 동사 또한 세스맷을 지원하기 위해 승인을 대비한 설비투자를 고려하고 있다. 승인 및 설비투자가 현실화될 경우, 연말 내 매출 발생 가능성이 높아질 전망이다. 고객사의 요구에 맞춰 EV용 외에 ESS용으로도 개발이 진행중인만큼, 상용화 시 매출 잠재력이 크다고 판단된다

표1 배터리용 단열 소재 비교

분류	MICA	실리카 에어로겔	세스멧 소재
단열 성능	보통	높음	높음
소화 기능	X	X	O
가격	낮음	높음	보통
유연성	낮음	보통	높음
수명	좋음	좋음	좋음
가공성	낮음	보통	높음
제품 두께	3mm	2 ~ 3mm	3mm 이하
응용처	저가 및 중가 ESS	고가 ESS	리튬 이온 배터리를 사용하는 전 범위에 적용 예상

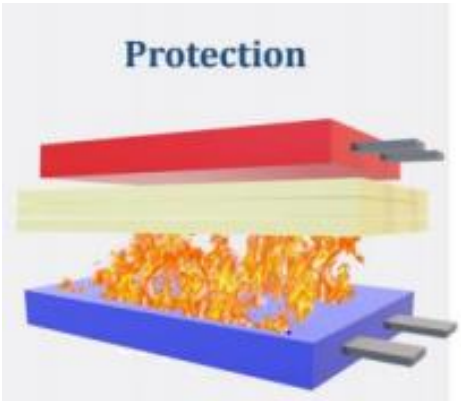
자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

그림20 세스멧 방열패드 기술적 특성



자료: 세경하이테크

그림21 세스멧 방열패드 사용 예시



자료: 세경하이테크

Part 3. 실적 전망 및 Valuation

포트폴리오 다변화 + 비용 구조 개선으로 지속적인 실적 우상향 흐름 예상

1Q24E 매출액 686억원(+15.3% YoY), 영업이익 91억원(+98.5% YoY, Opm: 13.3%)을 전망한다. A시리즈 출하 호조에 따른 글라스틱 판매 상승과 중국 Vivo향 CFW 필름 판매 확대 영향이다. 특히 과거 30% 이하의 낮은 수율로 수익성을 악화시켰던 글라스틱의 경우 90%이상 개선된 수율과 함께 동사의 높은 수익성에 기여하는 것으로 파악된다. 또한 1분기부터 시작된 태블릿향 OCA 공급도 일정부분 동사의 비수기를 상쇄시킬 전망이다.

2024년 매출액은 3,848억원(+26.4% YoY), 영업이익은 541억원(+49.6% YoY)을 전망한다. 2분기부터 공급하는 폴더블향 CFW 필름의 판가 상승과 중화권향 데코필름 확대, 북미 고객사 내 높은 OCA 공급 점유율 유지의 영향이다. 수익성 측면에서도 지속적인 수율 개선 및 공장 자동화의 영향으로 큰 폭의 개선이 예상된다. 종합적으로 포트폴리오 다변화를 통한 매출 확대에 더해지는 비용 구조의 개선으로 동사의 실적 우상향 흐름이 지속될 전망이다.

표2 세경하이테크 1Q24 Preview

(십억원)	1Q24E	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	68.6	59.5	15.3%	78.8	-12.9%	69.1	-0.7%
영업이익	9.1	4.6	98.5%	12.2	-25.6%	9.5	-4.1%
세전이익	8.8	5.5	61.2%	19.2	-54.0%	10.2	-13.6%
지배주주순이익	6.4	5.5	17.8%	22.3	-71.2%	8.1	-20.6%
영업이익률(%)	13.3%	7.7%		15.5%		13.7%	
지배주주순이익률(%)	9.4%	9.2%		28.4%		11.7%	

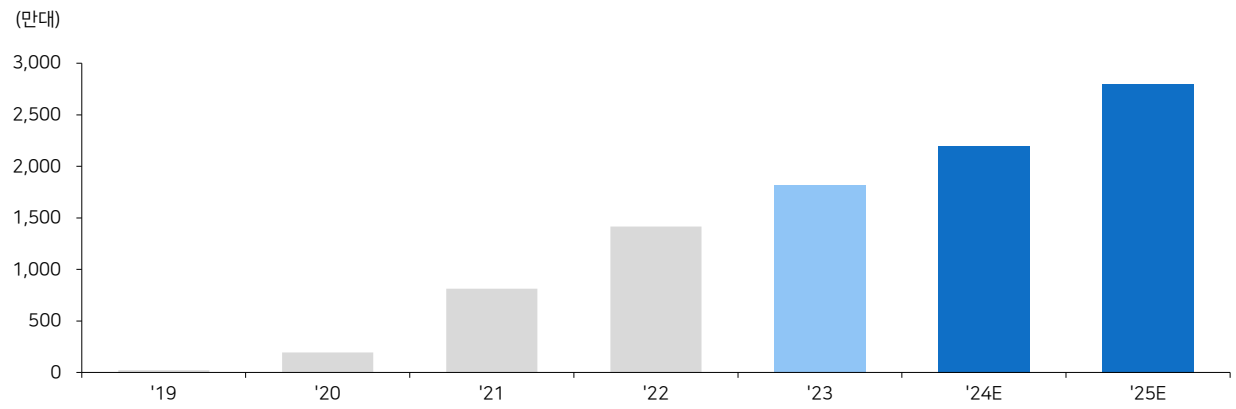
자료: 세경하이테크, 메리츠증권 리서치센터

표3 세경하이테크 실적 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
환율(원/달러)	**1,276**	**1,315**	**1,311**	**1,331**	**1,320**	**1,310**	**1,315**	**1,320**	**1,308**	**1,316**	**1,290**
매출액	**59.5**	**67.9**	**98.3**	**78.8**	**68.6**	**92.7**	**122.8**	**100.7**	**304.5**	**384.8**	**414.0**
(%, QoQ)	-8.3%	14.0%	44.8%	-19.9%	-12.9%	35.1%	32.4%	-18.0%			
(%, YoY)	8.2%	24.8%	13.9%	21.3%	15.3%	36.6%	24.9%	27.8%	16.8%	26.4%	7.6%
데코&글락스틱	17.3	20.4	22.6	25.2	31.8	27.6	28.3	28.5	85.4	116.2	126.4
광학필름	20.2	31.2	51.1	31.5	21.5	55.0	64.8	46.9	134.1	188.2	205.6
모바일테잎&필름	20.8	15.6	22.6	19.7	14.2	9.2	28.3	23.1	78.7	74.7	76.0
기타	1.2	0.7	2.0	2.4	1.2	0.9	1.4	2.2	6.2	5.8	6.0
영업이익	**4.6**	**5.7**	**13.7**	**12.2**	**9.1**	**13.2**	**18.2**	**13.5**	**36.2**	**54.1**	**60.5**
(%, QoQ)	158.5%	23.5%	141.1%	-10.4%	-25.6%	45.3%	37.7%	-25.7%			
(%, YoY)	-500.0%	-276.2%	29.1%	589.4%	98.5%	133.5%	33.4%	10.6%	352.4%	49.6%	11.7%
영업이익률	**7.7**	**8.4**	**13.9**	**15.5**	**13.3**	**14.3**	**14.9**	**13.5**	**11.9**	**14.1**	**14.6**
세전이익	5.5	-5.7	15.0	19.2	8.8	12.9	17.9	13.2	33.9	53.0	60.4
지배주주순이익	5.5	-5.3	12.4	22.3	6.4	10.6	15.6	10.9	34.9	44.0	50.2
지배주주순이익률	9.2%	-7.8%	12.6%	28.4%	9.4%	11.4%	12.7%	10.8%	11.5%	11.4%	12.1%

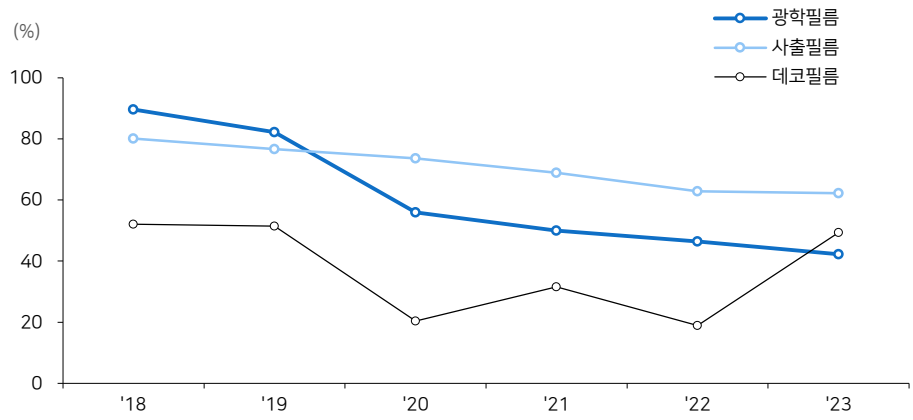
자료: 세경하이테크, 메리츠증권 리서치센터

그림22 글로벌 폴더블 시장 전망



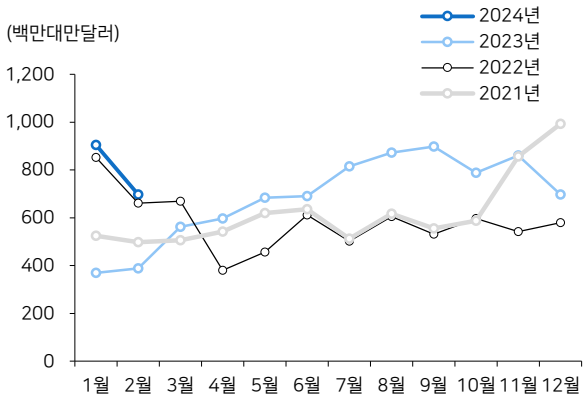
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림23 제품별 가동률 추이



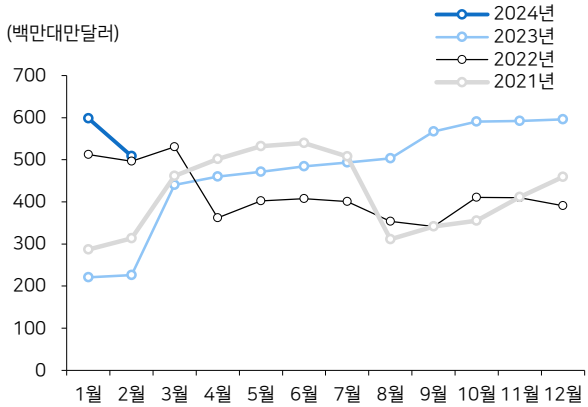
자료: 세경하이테크, 메리츠증권 리서치센터

그림24 대만 Jarllytec 월별 매출액 (중국 폴더블 벤더)



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림25 대만 Fositek 월별 매출액 (중국 폴더블 벤더)



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

투자의견 Buy
적정주가 13,000원 제시

세경하이테크에 대한 투자의견 Buy, 적정주가 13,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 당사 추정 12MF EPS 1,251원에 10.3배의 멀티플을 적용했다. 10.3배는 동사가 폴더블로 주가와 실적 반등에 성공했던 2021년의 저점 멀티플이다. 앞서 언급했듯이 동사는 판가 상승, 독점적인 지위 유지 및 중화권향 공급 확대로 P, Q 측면에서 올해 폴더블 업체 중 가장 돋보이는 폴더블향 실적 성장이 기대된다. 즉 올해는 2021년과 매우 유사하다. 다만 3년 연속 흥행 실패로 올해 또한 폴더블 흥행에 대한 시장의 의구심이 존재하기 때문에 보수적인 관점에서 2021년의 저점 멀티플을 부여해 적정주가를 도출하였다.

최근 주가 상승에도 동사 주가는 12개월 선행 P/E 7.6배로, '21년 이후 평균 대비 할인되어 거래 중

동사 현재 주가는 최근 주가 상승에도 12개월 선행 P/E 7.6배로, 흑자전환에 성공한 '21년 이후 12개월 P/E 평균(9.6배) 대비 할인돼서 거래되고 있다. 현재 동사는 상장 후 '21~'22년 기록한 지속적인 실적 악화로 인해 밸류에이션 할인을 받는 것으로 보여진다. 그러나 당사는 동사 실적 악화의 주원인이었던 글라스틱의 수율 상승과 더불어 폴더블 실적 상승, OCA 필름 태블릿향 공급 확대 등 안정적인 우상향 실적 흐름을 예상한다. 높은 수익성이 확보된 상황에서, 과거와 달리 중장기 안정적인 실적 성장 가시성이 높기 때문에 아직도 동사의 주가는 저평가 국면이라고 판단한다. 오히려 폴더블과 IT OLED 생태계 확장을 통한 추가적인 밸류에이션 리레이팅을 기대할 수 있는 시점이다.

표4 세경하이테크 적정주가 산정

	Fair Value(원)	비고
EPS	1,284	12개월 선행 기준
적정배수 (배)	10.3	'21년 저점 멀티플
적정가치	13,270	
적정주가	**13,000**	
공모주가 (5.11)	9,810	
상승여력 (%)	32.5%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 세경하이테크 밸류에이션 테이블

(배)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
주가 (원)						
High	23,267	13,583	11,533	9,567	7,050	
Low	9,600	5,683	6,633	3,567	3,387	
Average	14,162	8,942	7,757	6,305	5,235	
확정치 기준 PER						
High	34.7	N/A	17.9	20.6	8.2	
Low	14.3	N/A	10.3	7.7	3.9	
Average	21.1	N/A	12.1	13.5	6.1	
EPS (원)	670	-107	643	465	859	1,244
EPS Growth (%)	-42.7	적전	흑전	-27.6	84.6	44.8

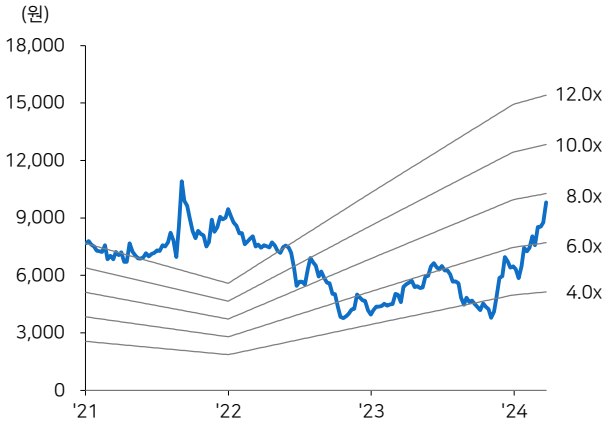
주: 2024년은 당사 추정치 기준
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표6 국내 폴더블 Peer valuation

국내 기판	PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		매출액		영업이익		시가총액
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	(십억원)
세경하이테크	**7.9**	**6.9**	**2.1**	**1.8**	**20.3**	**19.8**	**384.8**	**414.0**	**54.1**	**60.5**	**346.8**
KH바텍	9.0	6.3	1.2	1.0	14.3	18.0	469.0	663.2	47.8	68.5	359.7
파인엠텍	9.1	7.2	1.9	1.5	22.1	22.6	581.2	725.2	38.9	54.9	328.3
인터플렉스	7.4	7.0	1.2	1.0	17.3	15.2	531.1	564.8	39.2	41.0	315.9

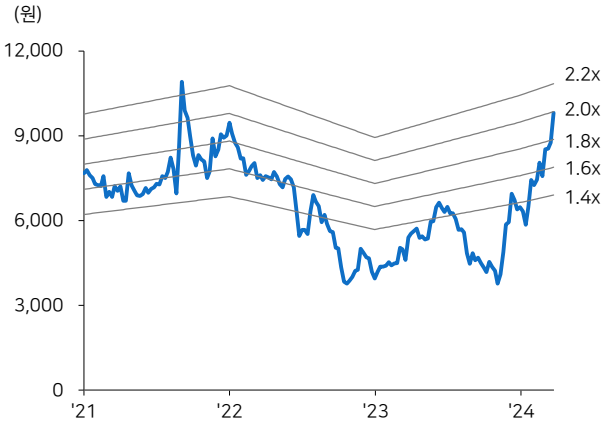
주: 매출액과 영업이익은 십억원 기준
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림26 세경하이테크 12개월 선행 PER 밴드



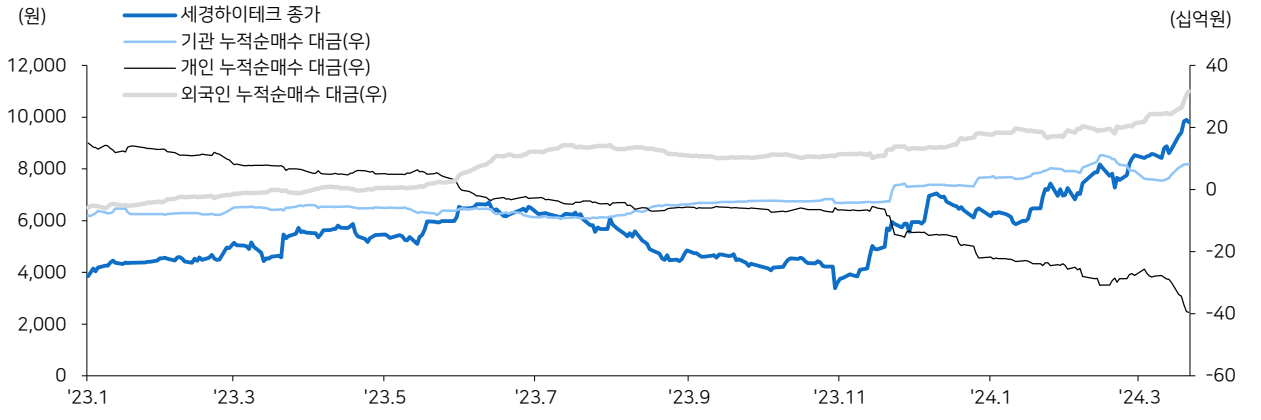
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림27 세경하이테크 12개월 선행 PBR 밴드



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림28 세경하이테크 수급 추이



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

세경하이테크 (148150)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**260.7**	**304.5**	**384.8**	**414.0**	**446.3**
매출액증가율(%)	-2.9	16.8	26.4	7.6	7.8
매출원가	201.4	206.1	260.5	273.8	295.2
매출총이익	59.3	98.3	124.3	140.2	151.1
판매관리비	51.3	62.2	70.2	79.7	86.3
영업이익	**8.0**	**36.2**	**54.1**	**60.5**	**64.9**
영업이익률(%)	3.1	11.9	14.1	14.6	14.5
금융손익	1.9	-1.8	-1.2	-0.1	-0.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	6.3	-0.5	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	16.2	33.9	53.0	60.4	64.4
법인세비용	-0.3	-1.0	9.0	10.3	11.0
당기순이익	**16.5**	**34.9**	**44.0**	**50.1**	**53.5**
지배주주지분 순이익	16.5	35.0	44.0	50.2	53.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**47.3**	**52.3**	**66.3**	**73.5**	**74.9**
당기순이익(손실)	16.5	34.9	44.0	50.1	53.5
유형자산상각비	26.6	25.3	24.5	22.3	20.8
무형자산상각비	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1
운전자본의 증감	2.3	-21.4	-3.5	-2.2	-2.4
투자활동 현금흐름	**1.5**	**-74.3**	**-32.4**	**-23.8**	**-25.3**
유형자산의증가(CAPEX)	-20.3	-15.2	-13.0	-14.0	-15.0
투자자산의감소(증가)	-0.6	-0.1	-0.4	-0.1	-0.2
재무활동 현금흐름	**-63.5**	**41.7**	**3.8**	**-4.4**	**-3.7**
차입금의 증감	-62.5	56.2	16.8	6.1	6.8
자본의 증가	-20.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-15.6	19.7	37.6	45.4	45.9
기초현금	40.0	24.3	44.0	81.6	126.9
기말현금	24.3	44.0	81.6	126.9	172.8

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	70.4	172.1	243.5	301.1	360.6
현금및현금성자산	24.3	44.0	81.6	126.9	172.8
매출채권	22.9	35.5	44.9	48.3	52.1
재고자산	13.9	21.2	26.8	28.8	31.1
비유동자산	138.4	132.2	120.9	112.6	106.8
유형자산	116.6	103.9	92.4	84.1	78.2
무형자산	2.1	2.4	2.3	2.1	2.0
투자자산	4.8	4.9	5.2	5.4	5.5
자산총계	**208.8**	**304.3**	**364.4**	**413.7**	**467.4**
유동부채	29.4	99.3	125.2	134.6	145.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	7.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	5.2	3.1	3.8	4.1	4.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
부채총계	**34.6**	**102.4**	**129.0**	**138.7**	**149.4**
자본금	5.9	17.7	17.7	17.7	17.7
자본잉여금	32.3	20.5	20.5	20.5	20.5
기타포괄이익누계액	1.1	1.8	1.8	1.8	1.8
이익잉여금	131.0	159.4	192.9	232.6	275.6
비지배주주지분	1.1	1.6	1.6	1.6	1.6
자본총계	**174.2**	**201.9**	**235.4**	**275.0**	**318.0**

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	7,373	8,613	10,885	11,710	12,625
EPS(지배주주)	465	859	1,244	1,419	1,513
CFPS	1,337	1,948	2,229	2,402	2,427
EBITDAPS	982	1,746	2,229	2,345	2,427
BPS	4,896	4,064	4,744	5,549	6,422
DPS	0	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.0	4.6	3.1	3.1	3.1
Valuation(Multiple)					
PER	8.5	7.5	7.9	6.9	6.5
PCR	3.0	3.3	4.4	4.1	4.0
PSR	0.5	0.8	0.9	0.8	0.8
PBR	0.8	1.6	2.1	1.8	1.5
EBITDA(십억원)	34.7	61.7	78.8	82.9	85.8
EV/EBITDA	3.4	3.0	3.3	2.6	2.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.0	18.7	20.3	19.8	18.1
EBITDA 이익률	13.3	20.3	20.5	20.0	19.2
부채비율	19.9	50.7	54.8	50.4	47.0
금융비용부담률	0.8	0.8	1.2	1.3	1.3
이자보상배율(x)	3.8	15.1	11.4	11.0	11.0
매출채권회전율(x)	9.9	10.4	9.6	8.9	8.9
재고자산회전율(x)	16.4	17.4	16.0	14.9	14.9

Compliance Notice

본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 양승수은(는) 의 세경하이테크 기업설명회에 세경하이테크의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.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 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

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

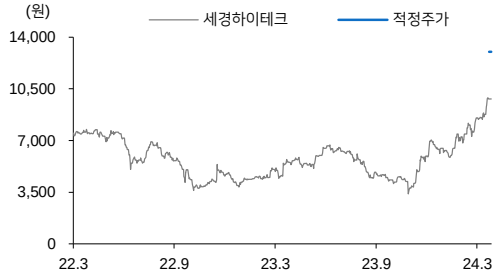
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

세경하이테크 (148150) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.03.25	기업브리프	Buy	13,000	양승수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이