글로벌 투자 파트너 –
MIRAE ASSET
미래에셋증권

전기/전자부품 (비중확대/Initiate)

스마트폰, 자세히 보아야 예쁘다

차유미
yumi_cha@miraeasset.com



CONTENTS

I. Executive Summary 3
부품 업체에 높아진 기대. 부담스럽지만 못할 것도 없다 3

II. 프리미엄 적자생존 4
1. 22년 IT 하드웨어 전망 4
2. 스마트폰 양극화 배경 7

III. 2H22이 기대되는 플래그십 스마트폰 라인업 11
1. 독보적인 글로벌 1위 스마트폰. 애플의 아이폰 11
2. 폴더블은 삼성전자 12

IV. 글로벌 Peer Group 18
1. 스마트폰 부품 업체 18
2. IT 첨단소재 업체 19

Top Picks 및 관심종목 20
비에이치 (090460) 21
KH바텍 (060720) 30
이녹스첨단소재 (272290) 39

I. Executive Summary

부품 업체에 높아진 기대. 부담스럽지만 못할 것도 없다

22년 스마트폰 부품 업체들의 실적에 주목해야한다. 글로벌 스마트폰 산업 성장 둔화에도 프리미엄 업체들은 호실적을 기록하고 있다. 플래그십 스마트폰은 1)인플레이션 압력에도 가격 전가가 가능하기 때문에 출하량 감소가 중저가 제품 대비 제한적일 것으로 예상하며, 2)2H22 출시 예정인 프리미엄 스마트폰들의 스펙 업그레이드로 견조한 출하량이 지속될 수 있을 것으로 예상한다.

22년 전반적인 IT 업체들의 성장은 제한적일 것으로 판단한다. 팬데믹 기간 내 재택 근무, 홈스쿨링 등 집에 머무르는 시간이 증가하며 TV, PC, 가전 관련 매출이 큰 폭으로 성장하였다. 올해는 해외 여행, 아웃도어 활동 등 일상 생활로 돌아오며 의류, 화장품 등 관련 지출 비용이 증가할 것으로 예상한다. 이에 따라 IT 스펜딩에 예산은 축소될 수 밖에 없다.

반면, 스마트폰은 상대적으로 양호한 출하량 기록이 가능할 것으로 예상한다. TV 및 PC는 팬데믹 기간 수요가 폭발적으로 증가하며 중단기 수요를 선제적으로 반영하였다고 판단한다. 스마트폰은 동기간 내 사용 시간은 증가하였지만 **1)제한적인 외부와의 접촉으로 교체 요구가 상대적으로 높지 않았으며, 2)22년 새로운 폼펙터 제품인 폴더블의 가격의 대중화와 3)고객 로열티가 높은 애플의 아이폰 카메라 스펙이 7년만에 업그레이드되며 교체 수요에 대한 트리거로 작용할 수 있을 것**이기 때문이다.

올해는 업황보다 시황이다. **변수가 많은 시장에서 가장 중요한 것은 결국 실적 가시성이 높은 업체**이다. 22년 스마트폰 업체는 1)아이폰, 폴더블 등 프리미엄 스마트폰향 비중이 높을수록, 2)유럽, 중국향 매출 비중이 낮을수록 실적 가시성이 높을 것으로 판단한다. 중국 지역 코로나 봉쇄 강도 심화, 러시아-우크라이나 전쟁 등으로 아직은 매크로 리스크가 높기 때문이다. 다만 중국 지역의 경우, 내수 시장 활성화를 위한 보조 지원금 등 정부 주도에 의한 수요 반등 가능성은 존재한다.

22년 프리미엄 스마트폰의 견조한 출하량에 따른 실적 호조가 예상되는 **비에이치(090460), KH바텍(060720), 이녹스첨단소재(272290)에 대한 커버리지를 개시**하며 **업종 내 Top Pick으로는 LG이노텍(유지), 비에이치(신규) 제시**한다.

표 1. 전기전자/부품 업종 국내 주요 커버리지 종목

기업	시가총액	종목코드	투자의견	목표주가	상승여력	투자포인트
LG이노텍	8.8조원	011070 KS	매수	490,000원	29.8%	- 업종 내 Top Pick 유지 - 제품 생산 차질, 신제품 출시 연기 등의 리스크는 여전히 존재하나, - 22년 변수가 많을 시장에서 변수가 가장 적을 실적을 보여줄 수 있는 업체 - 7년만의 아이폰 카메라 스펙 업그레이드로 22년에도 수익성 개선이 지속될 것으로 예상
비에이치	9,668억원	090460 KQ	매수	40,000원	41.6%	- 업종 내 Top Pick 제시 - 프리미엄 스마트폰향 실적 훈풍은 22년 내 지속될 것으로 기대 - 5G 통신 대역폭이 기존 Sub6에서 mmWave까지 확대되며 안테나용 PCB 매출 증가 예상 - 전기차용 PCB 수요처 확대로 중장기 경쟁력 확보 기대
LG전자	16.9조원	066570 KS	매수	190,000원	79.2%	- TV 수요 둔화에 지나치게 훼손된 본업(H&A)과 신사업(VS)의 가치 - 22년 VS 사업부 흑자전환. IT용 제품 수요 둔화로 차량용 반도체 수급 완화 기대
삼성전기	11.2조원	009150 KS	매수	256,000원	66.8%	- 산업용/전장용 MLCC 비중 확대. Blended ASP 상승으로 스마트폰 수요 둔화 상쇄 - 하반기 스마트폰 수요 회복으로 전사 매출은 2분기 저점을 기록한 이후 반등할 수 있을 것으로 기대하나, 중국 스마트폰 OEM 매출향 비중이 높아 22년 큰 폭의 반등을 기대하기는 어려울 것
이녹스첨단소재	8,714억원	272290 KQ	매수	65,000원	46.1%	- 대형/중소형 OLED 시장 성장에 따른 동사의 수혜 기대 - 저수익성 사업부 매출 비중 축소와 고객사의 OLED 라인 가동률 상승으로 수익성 개선 효과 예상
KH바텍	5,280억원	060720 KQ	매수	30,000원	33.6%	- 2H22 폴더블 제품 출시 모멘텀. 폴더블 출하량 성장시 대표 수혜 종목 - 제품 이원화 이슈에도 고객사 물량 독점하며 기술 경쟁력에 대한 방증

주: 상승여력은 22년 5월 30일 종가 기준
자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. 프리미엄 적자생존

1. 22년 IT 하드웨어 전망

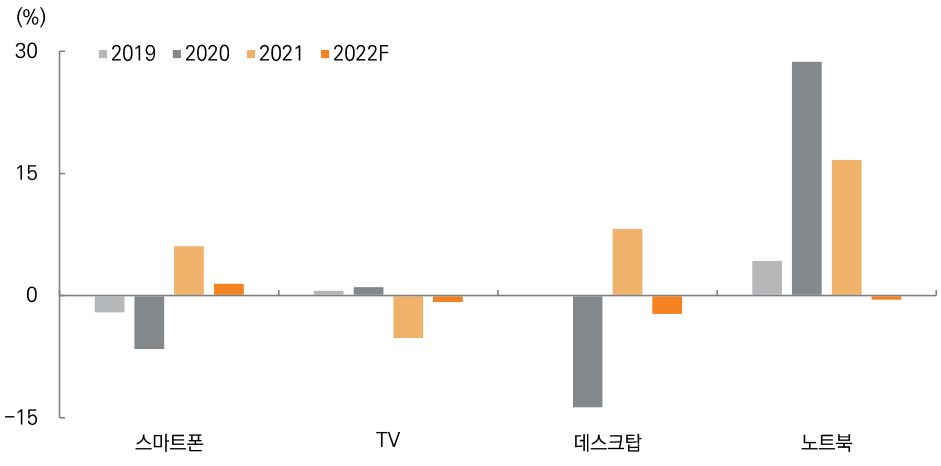
1) 스마트폰 〉 TV, PC

22년 IT 하드웨어 업체들에 대한 눈높이 조정이 필요하다고 판단한다. 팬데믹에 대한 공포가 가장 높았던 20년 3월 이후 글로벌 IT 업체들의 실적은 지속적으로 상향 조정되는 모습을 보였다. 재택근무, 홈스쿨링 확대 등 TV와 PC 수요가 단기간 내 폭발적인 성장을 기록하였기 때문이다. 20년과 21년의 호실적으로 높아진 기대치에 부합할 수 있는 업체는 제한적일 것으로 판단한다.

스마트폰〉 TV, PC 순에 관련 서플라이 체인을 선호한다. 팬데믹 기간동안 TV와 PC는 높은 출하량을 기록하며 교체 수요를 포함한 중단기 수요를 선제적으로 반영하였다고 판단한다. 반면 스마트폰은 1)수혜 강도가 제한적이였기 때문에 수요에 대한 욕구가 존재한다고 판단하며, 2)글로벌 스마트폰 수요 둔화와는 별개로 프리미엄 스마트폰 업체들의 점유율은 여전히 성장 중이기 때문이다. 프리미엄 스마트폰 수요를 촉진할 수 있을 것으로 예상되는 폴더블 출시, 7년만의 아이폰 카메라 스펙 업그레이드 등의 하반기 모멘텀 역시 긍정적이다.

중국 정부의 봉쇄 강화 정책으로 생산 차질, 글로벌 물류 이슈 등의 리스크는 하반기 기대감과 함께 공존할 것이다. 다만 프리미엄 스마트폰 업체와 관련 서플라이 체인 업체들에 가져올 변수는 중저가 스마트폰 업체 대비 상대적으로 제한적일 것으로 예상한다. 위기 속에서 부각될 프리미엄 경쟁력이다.

그림 1. IT 하드웨어별 연간 성장률 추이 및 전망



자료: IDC, Omdia, 미래에셋증권 리서치센터

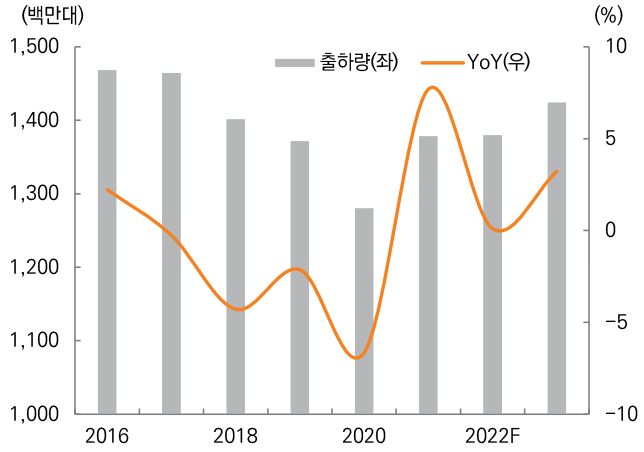
2) 스마트폰 시장도 밝지만은 못하다

22년 스마트폰 출하량은 약 13.8억대로 전년대비 플랫 수준 성장할 것으로 전망한다. 전체 스마트폰 시장 물량의 35~40%를 차지하고 있는 인도와 중국 중심의 수요가 불안정하다. 하지만 **프리미엄 스마트폰 출하량의 호조세가 지속되며 역성장에 대한 하방 지지가 가능할 것**으로 판단한다.

스마트폰 산업에 대한 우려는 지속될 것으로 판단한다. 모바일 시장은 2007년 아이폰 3 출시 이후 미국, 유럽 등 선진국을 시작으로 스마트폰 침투율이 빠르게 증가하며 6년만인 2013년 피쳐폰 출하량을 넘어섰다. 스마트폰 출하량은 16년 역대 최대인 14.7억대에 도달한 이후 연간 평균 14억대 수준의 판매량을 기록하고 있다. 17년 중국 지역 스마트폰 보급률이 포화 상태에 도달하며 현재 스마트폰 산업은 교체 수요만이 존재한다.

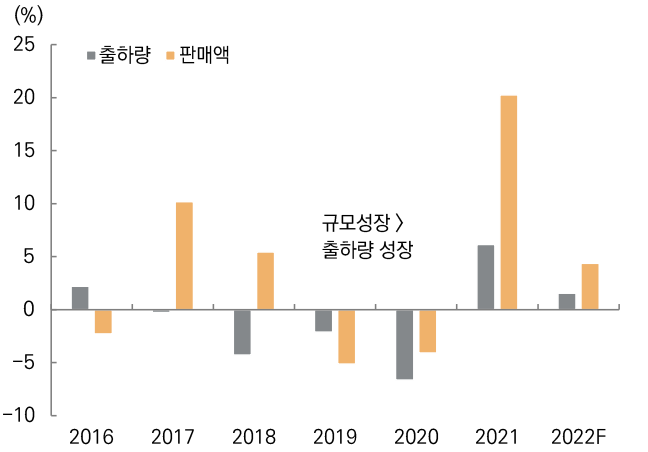
향후 기대되는 지역은 인도이다. 인도 지역의 연간 출하량은 약 1.5억대에 소폭 못 미치는 수준으로 전체 시장에서 10% 이상의 비중을 차지한다. 온라인 판매 비중이 낮아 팬데믹 기간동안 출하량이 급감했던만큼 최근 빠른 회복세를 기록하고 있다. **22년은 낮은 기저에 대한 기대감과 향후 중장기 성장성이 모두 기대되는 지역**이다. 다만 코로나 종식 이전까지 물류 및 생산 차질 리스크에 취약할 것으로 예상되기 때문에 인도 스마트폰 시장 성장에 대한 단기적인 기대치는 보수적일 필요가 있다고 판단한다.

그림 2. 글로벌 스마트폰 출하량 추이 및 전망



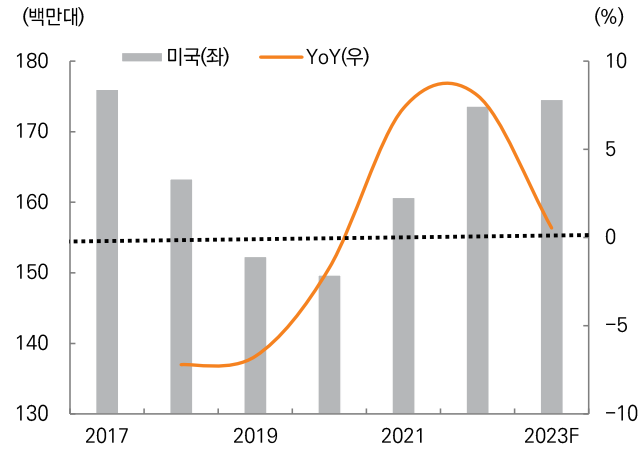
자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 스마트폰 출하량, 시장 규모 추이 및 전망



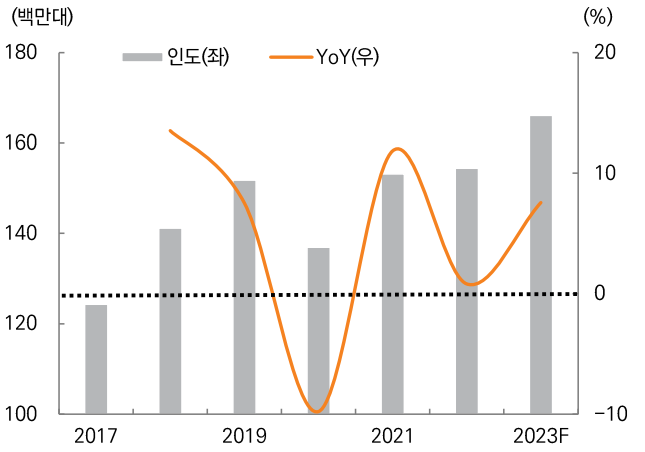
자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 미국 스마트폰 출하량 및 출하 성장률



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 인도 스마트폰 출하량 및 출하 성장률



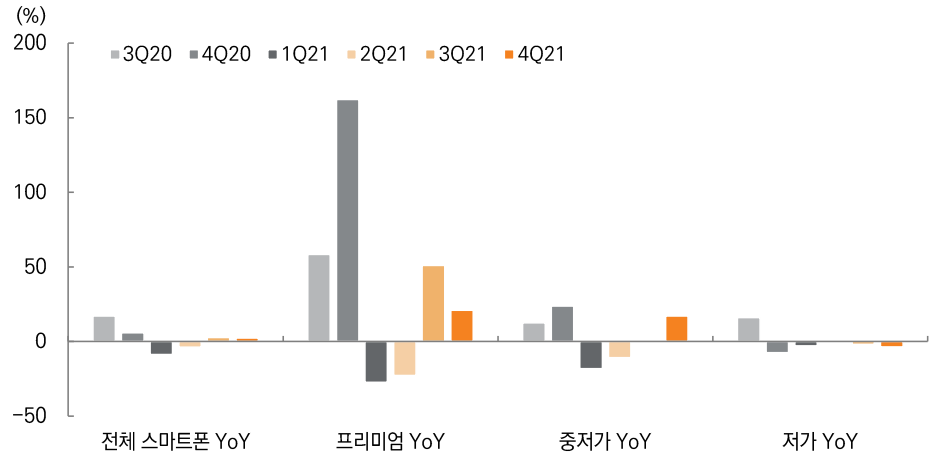
자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

3) 스마트폰 시장 양극화 확대

전체 스마트폰 시장 출하량의 성장을 큰 폭으로 상회하는 프리미엄 스마트폰의 판매 호조가 지속되고 있는 것으로 판단한다. 프리미엄 스마트폰의 가격대는 $800 이상으로 애플의 아이폰과 삼성전자 갤럭시 S, 폴더블 시리즈가 주요 제품이다. 팬데믹, 러시아-우크라이나 사태, 인플레이션 등과 같은 불안정한 상황에서 중저가 스마트폰 OEM 업체 대비 피해가 제한적인 것으로 판단한다.

스마트폰 OEM별 양극화 현상은 지속해서 확대될 것으로 예상한다. 중저가 OEM은 프리미엄 OEM 대비 1)소비자 가격에 전가할 수 있는 부분이 제한적이고, 2)주요 고객층은 인플레이션 압박에 더 취약하며, 3)부품 조달 측면에서도 불리하여 생산 차질 리스크가 더 크게 작용할 수 밖에 없기 때문이다. 수요와 공급에 동시 차질로 실적 전망이 불확실한 상황이 지속될 것으로 전망한다.

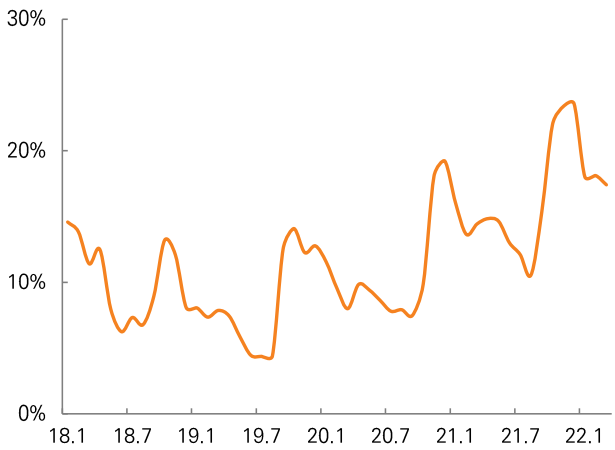
그림 6. 팬데믹 기간 내 스마트폰 가격대별 출하량 추이: 중저가 스마트폰의 타격이 더 크게 나타남



주: 프리미엄 스마트폰: $800 이상, 중저가: $400이상 $800 미만. 저가: $400 미만
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

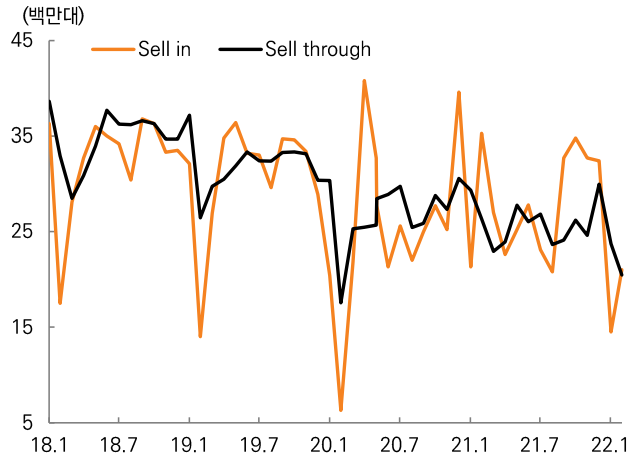
특히 중국 모바일 시장 수요 반등은 2H22에도 제한적일 것으로 판단한다. 1)강도 높은 중국 내 주요 지역 봉쇄로 내수 경기의 성장을 기대하기 힘든 상황이며, 2)80% 수준의 높은 5G 스마트폰 보급률로 정부 보조금이 22년에는 제한적일 것으로 예상하고, 중장기적으로는 3) 스마트폰의 교체 주기가 길어지는 현상이 맞물릴 것으로 판단하기 때문이다. 또한 수요 반등 이전에 회복에 대한 시그널이 필요한 상황이다. 채널 내 여전히 고객사 재고가 쌓여있는 것으로 판단하기 때문이다. 다만 내수 시장 활성화를 위한 보조 지원금 등 중국 정부에 의한 수요 반등 가능성은 존재한다.

그림 7. 중국 스마트폰 시장 점유율 추이: 애플 M/S 상승 추이



자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 로컬 OEM 출하량 추이



자료: Counterpoint, CAICT, 미래에셋증권 리서치센터

2. 스마트폰 양극화 배경

1) 중산층 비중 확대 → 프리미엄 선호 심리 확대

OECD는 가구 소득 기준 중위소득의 75~200%인 가구를 중산층으로 정의한다.

프리미엄 기업이 주력으로 공략해야 하는 고객층은 중산층이다. 1)가장 높은 인구 비중을 차지하고 있으며, 2) 경기에 민감하게 반응하여 지출을 관리한다. 대내외 환경 상황에 따라 소비 편차가 심한 계층이기 때문이다. 그럼에도 불구하고 중산층은 '지속적인' 규모 확대와 '안정적인' 소비 능력의 증대가 가능하기 때문에 소비 시장의 성장의 핵심 동력일 수밖에 없다.

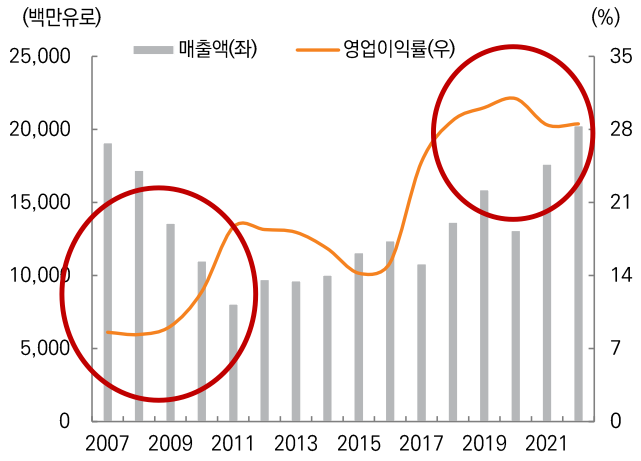
저소득층은 제한된 예산 내에서 제한된 소비 지출을 하기 때문에 저렴한 제품을 선호한다. 불필요한 소비를 최소한으로 하기 때문에 프리미엄 시장에서 차지하는 비중이 미미하다. 고소득층은 금액 측면 절대적인 비중을 차지하는 중요한 고객이며, 외부 변수에 민감도가 매우 낮다. 글로벌 경기 상황에 무관하게 비용을 지출하며, 소비 지출의 변동성이 매우 작다.

중산층의 소비 패턴은 경제 상황에 따라 변동성이 크며, 변동성은 업체에게 새로운 기회이다. 중산층은 경기 활황에서는 오버 슈팅을, 불황에서는 가치 소비를 보인다. 중산층이 정의하는 가치 소비란 필수 소비재가 아니라면 때를 기다리는 것을 포함한다. 지금 당장 구매해야 하는 물건이 아니라면, 예산에 여유가 있을 때까지 기다리는 것 또한 중산층의 소비 패턴 중 하나이다.

중산층의 비중이 확대되며 소비 패턴도 변화하고 있다. 비쌀수록 잘 팔리는 시대다. 샤넬 오픈런, 명품 리셀 플랫폼인 네이버 '크림'과 무신사의 '솔드아웃' 등이 예이다. 2021년 해당 플랫폼과 회사의 실적은 팬데믹 이전 대비 크게 성장하며, 불황에도 흔들리지 않는 프리미엄 고객층의 소비력을 증명하였다.

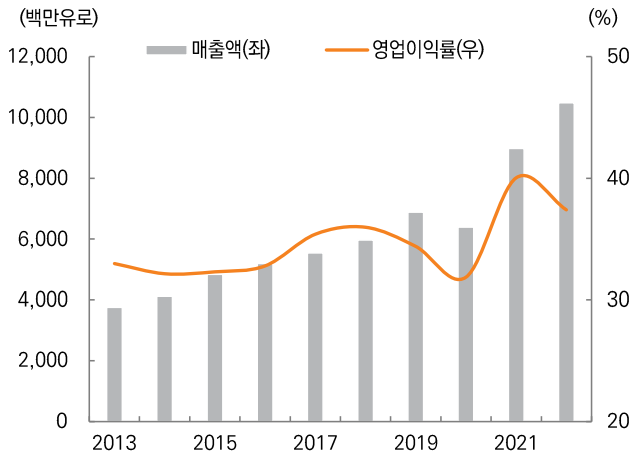
2008년 금융위기도 마찬가지이다. 2009년 글로벌 금융 위기 여파로 업체들의 실적 부진은 불가피하였다. 대표적으로 소비재, 식료품 등의 필수 소비재 업종의 실적이 부진하였다. 구찌, 발렌시아가, 보테가베네타 등의 브랜드를 보유하고 있는 Kering 그룹 역시 매출 감소가 불가피하였으나, 제품 믹스로 큰 폭의 영업이익 개선이 가능하였다.

그림 9. Kering 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. Hermes 실적 추이 및 전망

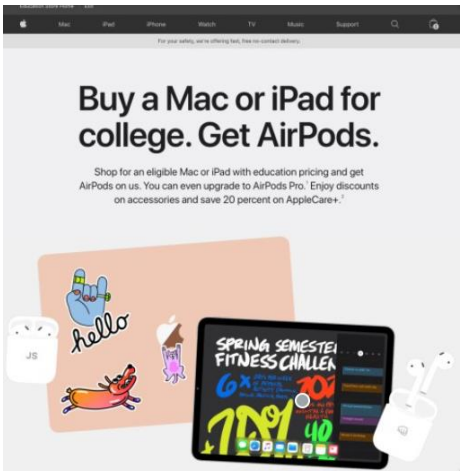


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

프리미엄 스마트폰 선호 추이는 전 연령대에서 나타나고 있으며 십대 고객에 미치는 파급력이 더 높다. 스마트폰도 프리미엄이다. 명품을 구매하는 이유는 크게 1)자기 과시와 2)자기 만족이다. 특히 청소년에게 또래 사이에서 자기 과시와 자기 만족을 극대화할 수 있는 제품 중 하나가 스마트폰으로, 10대 고객의 아이폰 선호도는 타연령 대비 압도적으로 높다. 실제 애플은 매년 입학 시즌에 아이폰 뿐만 아니라 애플 제품 할인을 진행하여 청소년기의 고객을 선제적으로 유치하려고 한다. 애플은 타브랜드 대비 고객 로열티가 높기 때문에 청소년 시기에 유입된 고객은 애플에 큰 자산이다.

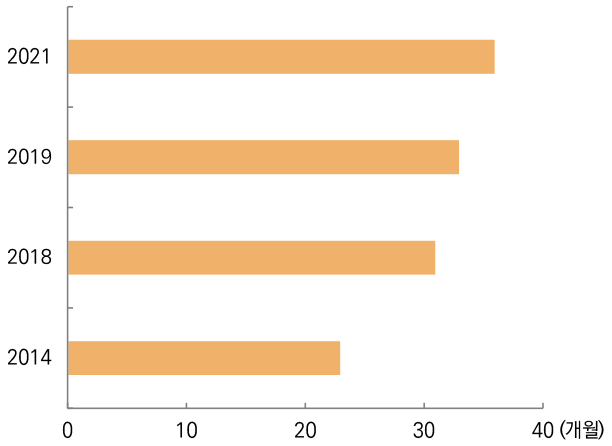
길어지는 스마트폰 교체 주기 역시 프리미엄 제품에는 긍정적이다. 스마트폰의 평균 교체주기가 길어지며 가격에 대한 저항성이 낮아지고 있기 때문에 프리미엄 제품을 구매하여 오래 사용하려는 추이가 강해지고 있는 것으로 판단하기 때문이다.

그림 11. 애플 공식 홈페이지 개강 맞이 학생 특별 할인 행사



자료: Apple, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 스마트폰 평균 교체 주기



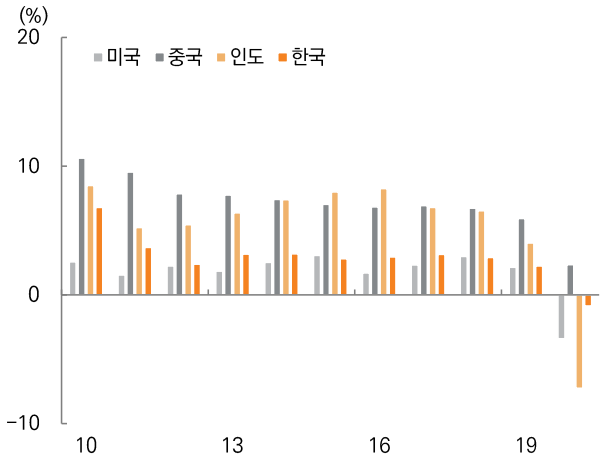
자료: 베이스트리트 리서치, 미래에셋증권 리서치센터

2) 중장기 성장은 인도

인도 지역의 중산층 인구 확대는 중장기 스마트폰 시장 성장 동력이다. 스마트폰 세트 업체들이 주목하는 시장은 인도이다. 1)14억명의 인구 대국으로 중국과 비슷한 수준인 반면 2)스마트폰 보급률이 40% 미만으로 판매 성장에 있어 수요 성장 잠재력이 높으며, 3) 중산층의 비중이 빠르게 증가하고 있기 때문이다.

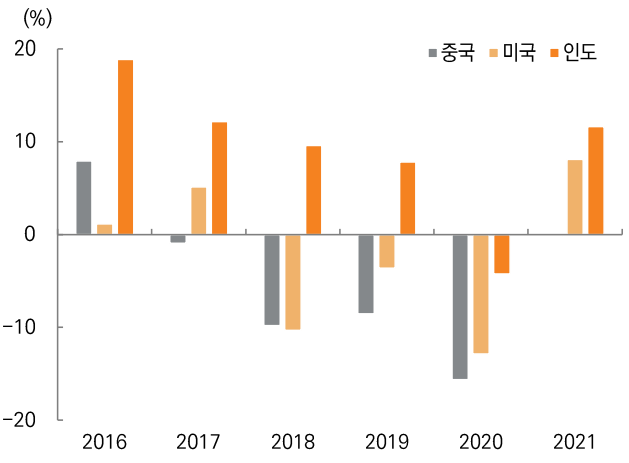
2000년대 초반 중국은 1인당 소득 수준이 크게 향상되며 중산층의 규모가 확대되었다. 중국 국민 당총소득은 매년 10% 이상의 성장률을 기록하며 스마트폰의 출하량이 가파르게 성장하였다. 2010년 이후 성장률이 감소하며, 스마트폰 출하량의 성장도 정체하기 시작하며 스마트폰 산업의 성장을 주도하였던 중국 스마트폰 시장은 2017년 처음으로 역성장을 기록하였다. 중국 이후 스마트폰 OEM이 기대하는 지역은 인도이다.

그림 13. 지역별 GDP YoY 성장률 추이



자료: 국제통화기금(IMF), 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 지역별 연간 스마트폰 출하량 YoY 추이



자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

중저가 스마트폰을 주력으로 하여 인도 스마트폰 시장 성장이 기대된다. 프리미엄 스마트폰에만 주로 적용됐던 5G를 중저가폰으로 확대 적용하며 인도 소비자들을 흡수하고 있다. 5G 이외에도 카메라, 배터리, 프로세서 등 중저가 스마트폰에 탑재되는 주요 부품의 스펙이 고사양화되며 삼성전자, OPPO, Vivo 등의 인도 매출이 빠르게 확대되고 있다.

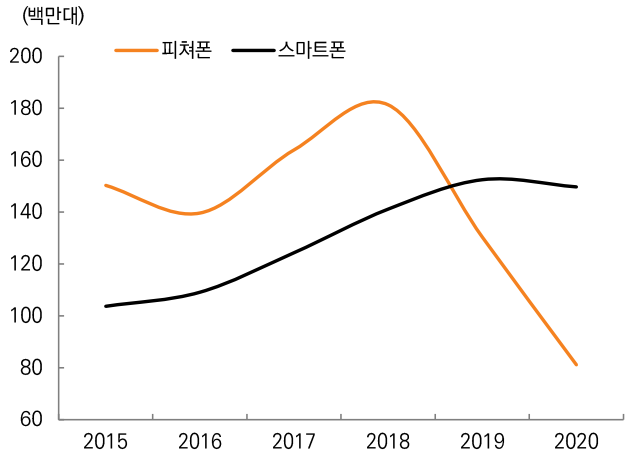
이에 피쳐폰 유저→중저가 스마트폰 유저로의 전환에 따른 중저가 스마트폰 중심의 수량 성장이 동반될 것으로 기대된다. 인도 피쳐폰의 연간 출하량은 약 1.2억대로 글로벌 피쳐폰 시장 내 인도 마켓 점유율은 55%다. 피쳐폰을 사용하는 인구의 수는 중저가 스마트폰 업체의 잠재 고객이다.

인도 스마트폰 시장의 폭발적인 성장이 가능할 것으로 기대한다. 인도 1인당 소득 수준이 크게 향상되며 중산층의 비중이 확대되고 있다. 21년 인도 GDP는 2조 5,000억달러로 전년대비 약 -7% 감소하였다. 팬데믹이 발병하기 이전 2019년 기준 연평균 성장률은 5%('15년~'19년)로 중국과 같은 수준이다. 동기간 미국과 국내 GDP 연평균 성장률은 각 2%였다.

중산층 비중 증가에 따른 프리미엄 스마트폰 판매 증가가 유의미하게 나타날 것으로 기대한다. 스마트폰 시장에서 인도 시장이 차지하는 비중은 10% 수준으로 단일 국가 출하 물량 기준 중국에 이어 두 번째 규모이다. 엄청난 규모의 시장 성장의 질이 향상되고 있다.

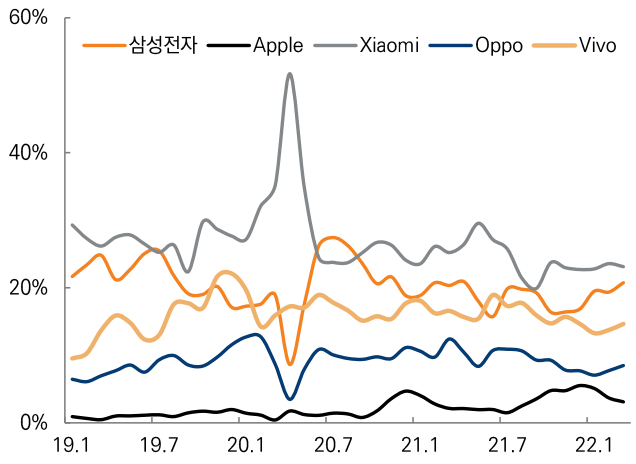
인도는 아직까지 특정 브랜드에 대한 선호도 및 로열티가 크지 않아 주요 OEM 업체간 M/S 변동이 매년 크게 나타나고 있다. 중저가 OEM의 시장 점유율이 압도적이긴 하지만 매년 애플의 아이폰 물량도 빠르게 증가하며 인도 프리미엄 스마트폰 시장 성장을 견인하고 있는 것으로 판단한다.

그림 15. 인도 지역 스마트폰 및 피쳐폰 출하량 추이



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 인도 지역 스마트폰 OEM 시장 점유율



자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

III. 2H22이 기대되는 플래그십 스마트폰 라인업

1. 독보적인 글로벌 1위 스마트폰. 애플의 아이폰

1) 7년만의 스펙 업그레이드

스마트폰 시장 경쟁의 핵심 요소로 '카메라'가 지속적으로 부각되고 있다. 사용자가 가장 민감하게 체감할 수 있는 스펙 차별성이 카메라에 있기 때문이다. 렌즈 수, 화질 및 광학줌 기능 강화 등 업체별 경쟁이 심화되고 있다.

22년 하반기 출시 예정인 아이폰의 카메라 스펙 업그레이드는 교체 수요에 강한 트리거가 될 것으로 기대한다. 주요 경쟁 모델인 삼성전자의 갤럭시 S22와 S22+ 울트라 모델의 스펙은 각 5,000만화소와 1억화소이다. Xiaomi의 12 Pro와 Redmi Note11 카메라 스펙 역시 5,000만화소로 애플의 아이폰 13과 아이폰 13프로(1,200만화소) 대비 네 배 이상의 고화질이다.

아이폰 유저들의 카메라 화소 개선에 대한 높은 요구는 교체 수요를 자극하는 트리거가 될 것으로 판단한다. 경쟁사의 카메라 스펙은 지속해서 신제품 출시와 함께 개선되어 왔다. 반면 아이폰은 2015년 출시한 아이폰 6S의 카메라 스펙이 계속해서 유지되어 왔기 때문이다.

카메라 스펙 이외의 4년만의 부품 스펙 업그레이드도 기대해볼만하다. 상위 아이폰 14 라인업에 A16 프로칩과 LRDDR5 6GB 램이 탑재될 것으로 예상한다. 5년만의 스펙 체인지로 아이폰 14 시리즈의 전력 효율 개선이 가능할 것으로 예상한다.

애플의 아이폰은 유의미한 출하 성장이 올해 하반기에도 지속되며 부품 업체들의 수혜가 기대된다. 불안정한 매크로 상황과 스마트폰 시장의 전반적인 수요가 둔화되는 부정적인 상황에도 아이폰 출하량 호조에 따른 서플라이 체인 업체들의 견조한 실적은 22년에도 지속될 것으로 판단한다. 특히 7년만의 아이폰 카메라 스펙 업그레이드로 카메라 업체의 수혜 폭은 더 클 것으로 예상한다. 견조한 매출에 수익성 개선이 동반될 것으로 기대되는 부품 업체는 LG이노텍, 자화전자, 하이비젼시스템 등이다.

표 2. 프리미엄 스마트폰 후면(메인) 카메라 스펙 비교

	삼성전자		애플			Xiaomi	
	S22	S22+ 울트라	아이폰 13	아이폰 13 프로 (맥스)	12 Pro	Redmi Note 11	Redmi 10
카메라탑재대수	3	4	2	4	3	4	2
화소	50MP+10MP+12MP	108MP+10MP +10MP+12MP	12MP+12MP	12MP+12MP+ 12MP+ToF 3D LiDAR	12MP+12MP+12MP	50MP+8MP +2MP+2MP	50MP+2MP
OIS 탑재	O	O	O	O	O	X	X
ToF 탑재	X	X	X	O	X	X	X

주: Xiaomi Remi10은 22년 5월 출시 예정
자료: GSMArena, 미래에셋증권 리서치센터

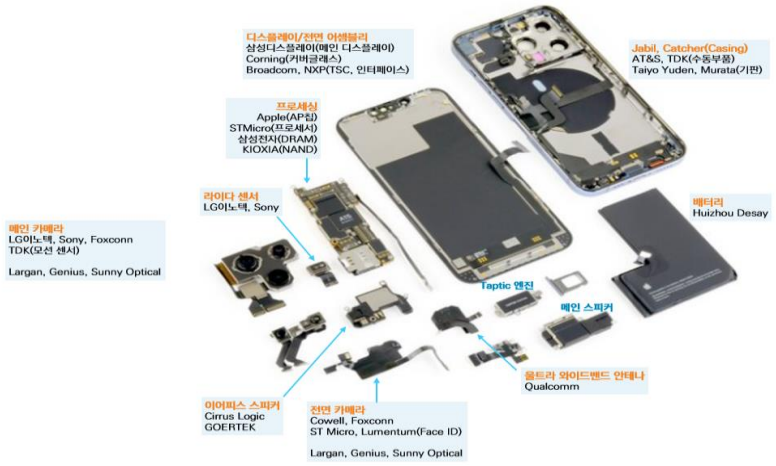
2) 스마트하게 구독하는 시대

하드웨어 렌탈 구독 서비스 런칭으로 중장기 아이폰 출하량 또한 견조할 것으로 기대한다. 자세한 서비스 내용은 아직 논의 중이나 런칭 시기는 2H22에서 1H23일 것으로 예상된다.

애플에서 하드웨어 렌탈 구독 서비스 런칭은 스마트폰 시장에 혁신적인 트렌드가 될 것으로 기대한다. 애플은 서비스 런칭을 통해 1)새로운 고객층의 유입과 2)기존 고객 Lock-In 효과 강화, 3)구형 제품의 재활용, 4)안정적인 매출 확보를 통한 실적 계절성 완화, 5)애플 페이, 애플 TV등의 생태계 강화 등의 효과가 가능할 것으로 판단한다.

아이폰 구독 서비스로 기대할 수 있는 효과는 하드웨어 매출 의존도 감소와 신규 고객층 확보 효과이다. 애플의 신제품은 매년 9월에 출시되기 때문에 비수기에도 안정적인 매출이 가능할 것으로 판단한다. 또한 기존 고객층이 B2C 소비자 위주에서 법인 및 학교 등 B2B로 확장되며 강력한 락인 효과가 가능할 것으로 판단한다. OS에 익숙해진 사용자가 계속해서 애플 제품을 사게 되는 선순환이 기대되기 때문이다.

그림 17. 아이폰 주요 부품 서플라이 체인



자료: counterpoint, E&T, 미래에셋증권 리서치센터

2. 폴더블은 삼성전자

1) 폼펙터의 변경

모바일 시장에서 스마트폰 침투 속도는 빠르게 나타났다. 2007년 아이폰3 출시 이후, 스마트폰의 출하량은 3년만인 2009년 피쳐폰의 출하량을 넘어섰다. **피처폰 대비 세 배 이상의 가격에도 스마트폰이 소비자에게 주는 밸류가 분명했기 때문**이다. 소비자에게 'OS 소프트웨어'는 세 배 이상의 프리미엄을 지불할만한 가치가 있는 변화였다.

폼펙터의 변경은 천편일률적인 스마트폰 디자인에 익숙해진 소비자에게 새로운 밸류를 줄 수 있을 것으로 판단한다. 25년 예상 폴더블폰의 출하량은 2,760만대 수준으로 약 70%의 높은 연평균 성장률을 기록할 것으로 기대한다. 22년 중국 OEM 업체들의 폴더블 제품 출시가 본격화되고, 중장기적으로는 애플이 폴더블 시장에 진입하게 된다면 폴더블 시장의 성장은 중장기적으로 높은 성장률을 지속할 수 있을 것으로 기대한다.

표 3. 폴더블 스마트폰 제품별 스펙

	갤럭시 Z 폴드 1세대 (삼성전자)	Mate X (화웨이)	Razr 2019 (모토로라)
			
출시 일자	2019-09-06	2019-11-15	2020-02-06
디스플레이	7.3" (커버: 4.6")	8" (커버: 6.6")	6.2" (커버: 2.7")
폴딩방식	인폴딩	아웃폴딩	인폴딩(클램쉘)
시스템	스냅드래곤 855 / 7nm / 램: 12GB	Kirin 980 / 7nm / 램: 8GB	스냅드래곤 710 / 10nm / 램: 6GB
카메라	후면: 16MP+12MP+12MP, OIS, AF 전면: 10MP+10MP+8MP	후면: 40MP+16MP+8MP+ToF 3D, AF 전면: 후면카메라 사용	후면: 16MP+ToF 3D, EIS, AF 전면: 5MP
배터리	4,235mAh	4,500mAh	2,510mAh
	갤럭시 Z 플립 1세대 (삼성전자)	**Mate Xs (화웨이)**	**Razr 5G (모토로라)**
			
출시 일자	2020-02-14	2020-03-05	2020-09-15
디스플레이	6.7" (커버: 1.1")	8" (커버: 6.6")	6.2" (커버: 2.7")
폴딩방식	인폴딩(클램쉘)	아웃폴딩	인폴딩(클램쉘)
시스템	스냅드래곤865+ / 7nm+ / 램: 8GB	Kirin 990 / 7nm+ / 램: 8GB	스냅드래곤 765G 5G / 램: 8GB
카메라	후면: 12MP+12MP, OIS, AF 전면: 10MP	후면: 40MP+16MP+8MP+ToF 3D, OIS+AIS, AF 전면: 후면카메라 사용	후면: 48MP, OIS+EIS, AF 전면: 20MP
배터리	3,300mAh	4,500mAh	2,800mAh
	갤럭시 Z폴드 2세대 (삼성전자)	**Mate X2 (화웨이)**	**Mi Mix Fold (샤오미)**
			
출시 일자	2020-09-18	2021-02-25	2021-04-16
디스플레이	7.6" (커버: 6.23")	8" (커버: 6.45")	8.01" (커버: 6.52")
폴딩방식	인폴딩	인폴딩	인폴딩
시스템	스냅드래곤865+ / 7nm+ / 램:12GB	Kirin 9000/ 5nm / 램: 8GB, 12GB	스냅드래곤 888 5G / 5nm / 램: 12GB, 16GB
카메라	후면: 12MP+12MP+12MP, OIS+EIS, AF, 전면: 10MP, EIS	후면: 50MP+16MP+12MP+8MP, OIS+EIS, AF 전면: 16MP	후면: 108MP+13MP+8MP, EIS, AF, 전면: 20MP
배터리	4,500mAh	4,500mAh	5,020mAh

자료: 미래에셋증권 리서치센터

	Mate X2 4G (화웨이)	갤럭시 Z폴드 3세대 (삼성전자)	갤럭시 Z플립 3(2세대) (삼성전자)
			
출시 일자	2021-07-15	2021-08-27	2021-08-27
디스플레이	8" (커버: 6.45")	7.6" (커버: 6.2")	6.7" (커버: 1.9")
폴딩방식	인폴딩	인폴딩	인폴딩(클램쉘)
시스템	Kirin 9000 / 5nm / 램: 8GB, 12GB	스냅드래곤 888 5G / 5nm / 램: 12GB	스냅드래곤 888 5G / 5nm / 램: 8GB
카메라	후면: 50MP+16MP+12MP+8MP, OIS+EIS, AF 전면: 16MP	후면: 12MP+12MP+12MP, OIS+EIS, AF 전면: 4MP / 커버: 10MP, EIS	후면: 12MP+12MP, OIS, AF 전면: 10MP
배터리	4,500mAh	4,400mAh	3,300mAh
	Find N (오포)	**P50 Pocket (화웨이)**	**Magic V (아너)**
			
출시 일자	2021-12-17	2021-12-23	2022-01-18
디스플레이	7.1" (커버: 5.49")	6.9" (커버: 1.04")	7.9" (커버: 6.45")
폴딩방식	인폴딩	인폴딩(클램쉘)	인폴딩
시스템	스냅드래곤 888 5G / 5nm / 램: 8GB, 12GB	스냅드래곤 888 4G / 5nm / 램: 8GB, 12GB	스냅드래곤 8 Gen 1 / 4nm / 램: 12GB
카메라	후면: 50MP+16MP+13MP, EIS+OIS, AF 전면: 32MP, EIS	40MP+32MP+13MP, EIS, AF 전면: 10.7MP	후면: 50MP+50MP+50MP, EIS, AF 전면: 42MP
배터리	4,500mAh	4,000mAh	4,750mAh
	X Fold (비보)	**Mate Xs 2 (화웨이)**	**갤럭시 Z플립 4(3세대) (삼성전자)**
			
출시 일자	2022-04-22	2022-05-07	N/A(2022년 8월 말 전망)
디스플레이	8.03" (커버: 6.53")	7.8" (커버: 6.5")	6.7" (커버: 2.3")
폴딩방식	인폴딩	아웃폴딩	인폴딩(클램쉘)
시스템	스냅드래곤 8 Gen 1 / 4nm / 램: 12GB	스냅드래곤 888 4G / 5nm / 램: 8GB, 12GB	스냅드래곤 8 Gen 1+ / 4nm / 램: 8GB
카메라	후면: 50MP+48MP+12MP+8MP, OIS+EIS, AF 전면: 16MP	후면: 50MP+13MP+8MP, OIS, AF 전면: 10.7MP	후면: 12MP+12MP, OIS, AF 전면: 10MP
배터리	4,600mAh	4,600mAh	3,700mAh

자료: 미래에셋증권 리서치센터

2) 펼칠수록 커지는 폴더블 시장

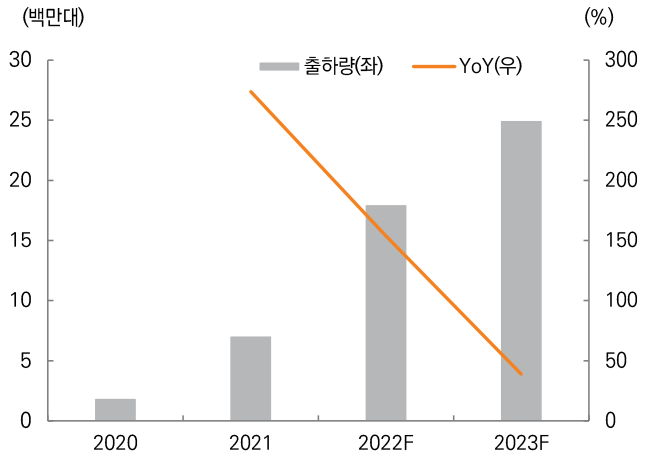
글로벌 스마트폰 수요 둔화 우려 속에서도 새로운 폼펙터인 폴더블 스마트폰 시장은 빠르게 확대되고 있다. 2019년 삼성전자가 처음으로 출시한 갤럭시 폴드 이후 폴더블 스마트폰 출하량은 19년 50만대 →20년 190만대(+274% YoY) →21년 710만대(+80% YoY)로 빠르게 성장했다. 폴더블 제품이 전체 모바일 시장에서 차지하는 비중은 1% 미만이다.

중국 스마트폰 업체들의 폴더블 제품 출시가 더욱 활발해지며, 시장 성장이 본격화될 것으로 전망한다. 폴더블 시장 초기 단계로 출하 물량이 많지 않아 중국 OEM이 강점으로 하는 가격 경쟁력에 불리한 상황이다. 하지만 OPPO는 2H22 출시 예정인 OPPO의 폴더블 제품 가격이 5,000위안(약 94만원)수준까지 떨어질 것으로 예상되며 가격 경쟁력을 확보해가고 있다. 또한 지난 3월 Vivo가 출시한 'X폴드'는 힌지 내구성 인증을 받았으며, 폴더블폰 최초로 온스크린 지문인식을 탑재하며 기술력 또한 삼성전자를 위협할만한 수준이다.

22년 중국 OEM 출시 예정인 폴더블은 유의미한 실적 기여보다는 폴더블 기술력 향상 및 가능성에 대한 맛보기 물량일 것으로 예상한다. 중국 OEM의 예상 폴더블 스마트폰 출하량은 230만대 수준이다. 22년 출시 예정인 주요 폴더블 제품은 Xiaomi의 '미 믹스 폴드 2'(22년 6월), 삼성전자의 '갤폴드4 및 Z플립4'(22년 8월), OPPO의 클램쉘 타입 폴더블폰(날짜 미정) 등이다.

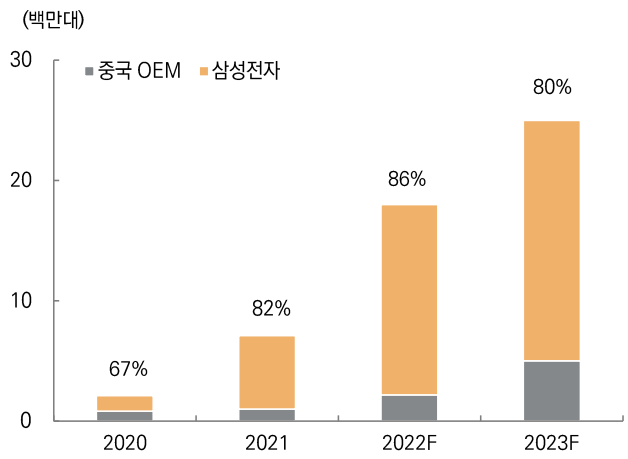
올해 4분기 출시 예정이었던 구글의 '픽셀 폴드'는 출시 일정이 다시 한 번 연기될 것으로 예상한다. 21년 원가 및 기술력 미흡으로 연기되었던 출시 일정이 재연기되며 삼성전자의 폴더블 기술 우위에 대한 방증이라고 판단한다.

그림 18. 폴더블 스마트폰 출하량 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 폴더블 스마트폰 시장 삼성전자 M/S



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

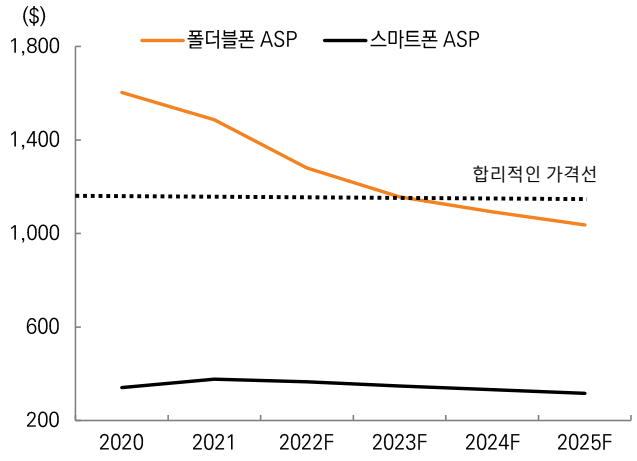
3) 폴더블은 삼성전자

22년 삼성전자는 폴더블 중심의 프리미엄 스마트폰 시장 점유율 회복이 기대된다. 21년 아이폰 13시리즈는 역대 최대 판매량을 기록하며 팬데믹 기간에도 실적이 큰 폭으로 성장하였다. 반면, 삼성전자는 갤럭시 노트 시리즈 단종 및 갤럭시 S21의 판매 부진으로 2Q21 시장점유율은 Xiaomi에도 밀린 3위를 기록하였다. 팬데믹 재확산과 GOS사태로 올해 초 출시하였던 A시리즈(A33과 A53)와 S22 출하량은 시장에 기대에 못미치는 수준이였다. 삼성전자가 하반기 출시 예정인 폴더블 시리즈에 거는 기대감이 더 커지고 있다.

22년 삼성전자 폴더블 출하량이 천만대 이상을 기록하며 수량이 수반되는 원년이 될 것으로 기대한다. 21년 단종되었던 갤럭시 노트 시리즈의 연평균 출하량이 약 900만대 수준이였음을 감안하면 이를 대체할 수 있을 정도의 유의미한 출하량이다. 중국 OEM의 시장 진입에도 M/S 70% 이상을 차지하며 초기 시장의 주도가 가능할 것으로 예상한다. 출하량의 관전 포인트는 가격과 상향된 스펙이다.

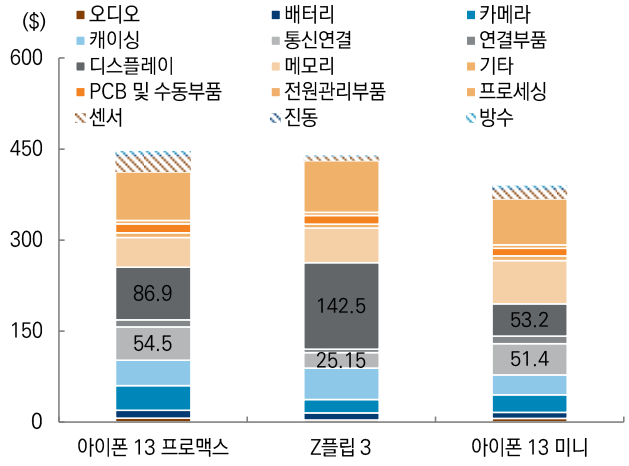
폴더블 스마트폰 출하량의 핵심은 '가격'이다. 폴더블 스마트폰의 평균판매가격(ASP)는 20년 $1,604 →21년 $1,487→ 22년 예상 $1,280로 낮아지고 있는 추이이다. 전체 스마트폰 ASP $341과 프리미엄 스마트폰 가격선인 $800~1,000 대비 여전히 높은 수준이지만 24년 $1,100 미만으로 낮아지며 프리미엄 스마트폰 상단에 부합하는 합리적인 가격대가 가능할 것으로 예상한다.

그림 20. 스마트폰 ASP 추이 및 전망



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 스마트폰 BOM Cost 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터

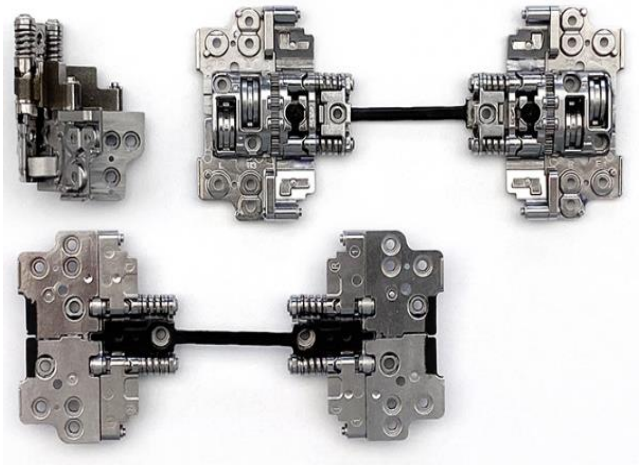
8월 출시 예정인 Z폴드4와 Z플립4을 포함한 22년 삼성전자의 예상 출하량은 약 1,510만대로, 성능 개선과 출고가 인하가 동반된다면 1,800만대 수준의 출하도 가능할 것으로 기대한다. 21년 출하량이였던 710만대에서 100% 이상 성장 가능할 것으로 전망한다. 출하량을 견인할 것으로 예상하는 모델은 단연 플립이다. 1)100만원 초반의 출고가로 상대적으로 가격이 낮아 21년 폴더블의 대중화를 견인하였으며, 2)22년 출시 예정인 Z플립4는 배터리, 카메라, 커버 디스플레이 화면 크기 개선 등의 큰 변화가 기대되기 때문이다.

또한 갤럭시 Z폴드4에 S펜이 내장 탑재된다면 기존 노트 유저 고객층의 유입이 본격적으로 더해지며 전작 대비 큰 폭의 출하 성장이 가능할 것으로 판단한다. S펜은 경쟁사 모델에서 찾아볼 수 없는 갤럭시 노트의 가장 큰 장점으로 유저층이 견고했던 노트만의 차별된 스펙이다. S펜이 내장 탑재되었던 노트 모델은 20년에 출시했던 갤럭시 노트 20이 마지막이다.

4) 폴더블 스마트폰 서플라이 체인

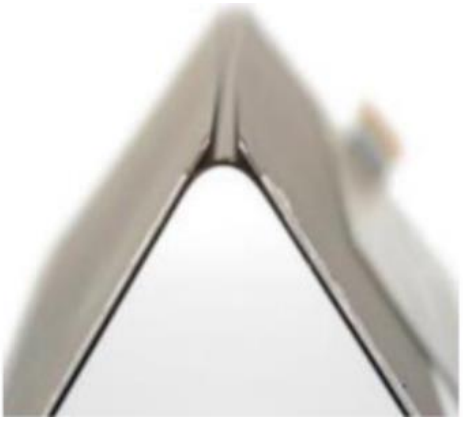
22년 삼성전자 폴더블 제품 출하량은 1,500만대 이상을 기록하며 관련 부품 업체들의 높은 실적 성장이 가능할 것으로 판단한다. 수혜가 기대되는 부품은 디스플레이 패널 대면적화에 따른 OLED 용 RF-PCB, 보호필름과 디지타이저, 폴더블 제품용 핵심 부품인 내장 힌지(파인테크닉스), 외장 힌지(KH바텍), UTG, CPI 등 폴더블에 특화된 전용 부품이다. 특히 디스플레이 관련 부품 업체들의 경우 기존 면적의 약 두 배 정도에 해당하는 면적 확대가 가능해지며 수혜 폭이 크게 나타날 것으로 기대한다.

그림 22. 외장 힌지



자료: KH바텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 내장 힌지



자료: 파인테크닉스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 폴더블 주요 부품 서플라이 체인



자료: counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 글로벌 Peer Group

1. 스마트폰 부품 업체

표 4. 스마트폰 부품 업체 실적 관련 지표 (십억원, %)

회사명	주가상승률		시가총액	매출액		영업이익		영업이익률		순이익	
	-1M	-3M		2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
비에이치	3.9	47.3	963	1,526	1,558	138	139	9.0	8.9	127	116
KH바텍	10.6	2.3	532	452	526	41	52	9.1	9.9	35	43
대덕전자	6.2	30.8	1,606	1,310	1,516	192	238	14.7	15.7	155	191
파인테크닉스	6.1	8.1	633	664	788	61	73	9.1	9.2	50	63
코리아써키트	-12.5	-19.0	604	1,754	2,056	154	195	8.8	9.5	106	135
이수페타시스	1.3	9.6	500	569	598	80	90	14.0	15.0	60	68
노바텍	-9.2	-9.4	371	107	116	41	43	38.4	37.0	38	38
인터플렉스	-8.3	-23.0	359	606	745	44	55	7.2	7.3	35	48
유티아이	17.4	36.6	290	178	-	40	-	22.4	-	29	-
세경하이테크	0.0	-5.6	267	339	401	35	51	10.2	12.7	32	44
아비코전자	7.0	26.3	172	191	231	14	24	7.5	10.2	13	21
스마트폰 부품 평균	**2.0**	**9.4**						**13.7**	**13.5**		

자료: Bloomberg, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 스마트폰 부품 업체 주가 관련 지표 (배, %)

회사명	ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
비에이치	27.2	20.1	7.6	8.3	1.7	1.4	5.2	4.6
KH바텍	14.9	16.3	15.3	12.3	2.0	1.8	8.1	6.1
대덕전자	20.6	21.0	10.7	8.7	2.0	1.7	4.9	3.7
파인테크닉스	31.5	29.2	9.6	3.4	1.2	0.9	7.2	5.7
코리아써키트	23.0	23.1	6.8	5.4	1.4	1.1	-3.0	-4.5
이수페타시스	41.0	34.0	8.5	7.5	3.0	2.2	6.8	5.5
노바텍	28.5	23.4	11.5	11.4	2.8	2.4	7.3	6.3
인터플렉스	18.0	20.3	10.6	7.7	1.8	1.4	5.5	4.1
유티아이	35.2	-	9.7	-	2.8	-	5.3	-
세경하이테크	18.4	21.3	8.4	6.0	1.4	1.2	3.7	2.5
아비코전자	11.8	15.9	13.0	8.4	1.5	1.2	6.0	3.6
스마트폰 부품 평균	**24.5**	**22.5**	**10.2**	**7.9**	**2.0**	**1.5**	**5.2**	**3.8**

자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

2. IT 첨단소재 업체

표 3. IT 첨단소재 업체 실적 관련 지표 (십억원, %)

회사명	주가상승률		시가총액	매출액		영업이익		영업이익률		순이익	
	-1M	-3M		2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
이녹스첨단소재	-10.2	3.2	896	553	594	124	120	22.5	20.2	99	95
Nitto Denko	4.1	9.1	13,413	8,731	8,951	1,438	1,484	16.5	16.6	1,041	1,086
UDC	0.9	-16.8	7,605	817	922	345	406	42.2	44.1	277	331
PI첨단소재	0.3	11.0	1,413	355	404	85	103	24.1	25.4	67	79
덕산네오룩스	-2.5	5.7	1,016	209	262	59	74	28.1	28.2	53	65
비에이치	4.2	47.3	967	1,435	1,574	134	149	9.3	9.5	112	120
원익머트리얼즈	2.0	8.7	480	398	430	64	67	16.1	15.6	53	55
인터플렉스	-8.3	-23.0	359	606	745	44	55	7.2	7.3	35	48
에스케이머티리얼즈	-	-	-	1,349	1,521	373	427	27.7	28.1	247	283
IT 첨단소재 평균	**-1.2**	**5.6**						**21.5**	**21.7**		

자료: Bloomberg, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. IT 첨단소재 업체 주가 관련 지표 (배, %)

회사명	ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
이녹스첨단소재	27.9	21.2	9.0	9.4	2.2	1.8	5.2	4.8
Nitto Denko	12.2	11.7	13.1	12.6	1.6	1.4	5.6	5.4
UDC	17.7	17.7	27.8	23.8	4.8	4.0	17.1	14.7
PI첨단소재	19.6	20.4	20.9	17.7	3.9	3.4	12.3	10.1
덕산네오룩스	17.0	17.8	19.2	15.6	3.0	2.6	13.0	9.9
비에이치	24.4	21.1	8.6	8.0	1.7	1.4	5.5	4.6
원익머트리얼즈	12.8	11.9	9.2	8.8	1.1	1.0	4.7	4.2
인터플렉스	18.0	20.3	10.6	7.7	1.8	1.4	5.5	4.1
에스케이머티리얼즈	32.6	28.9	-	-	-	-	-	-
IT 첨단소재 평균	20.2	19.0	14.8	13.0	2.5	2.1	8.6	7.2

자료: Bloomberg, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Top Picks 및 관심종목

비에이치 (090460/매수) 잘 키운 FPCB. 열 개 부품 안부럽다

KH바텍 (060720/매수) 힌지: 과거의 영광을 찾아서

이녹스첨단소재 (272290/매수) 날아라 OLED

COMPANY ANALYSIS

비에이치 (090460)

2022.5.30

잘 키운 FPCB. 열 개 부품 안부럽다

매수
(신규)

목표가: 40,000원
상승여력: 41.6%

차유미 yumi_cha@miraeasset.com

투자의견 및 Valuation

업종 내 Top Pick. 목표주가 '40,000원'으로 커버리지 개시

- 목표 주가는 22년 예상 EPS에 Target P/E 11배를 적용하여 산출. 주요 경쟁사인 인터플렉스, 대덕전자, 이수페타시스, 코리아써키트 평균 P/E에 10% 프리미엄 적용
- 인플레이션 압박의 타격은 중저가 〉 플래그십 스마트폰으로 더 크게 나타날 것이며
- 동사는 플래그십 스마트폰 세트 업체향 매출액 비중이 높고, 고객사가 국내와 북미로 분산되어 있어 안정적인 수익성 창출이 가능할 것으로 예상되기 때문
- 5G와 전기차 시장 성장으로 FPCB 수요처 확대에 따른 중장기 실적 가시성 확보

투자포인트

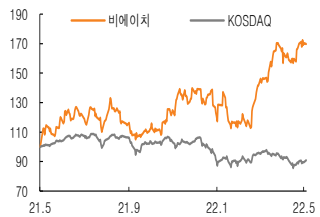
스마트폰용 부품 실적 훈풍은 22년 내 지속될 것으로 기대

- 22년 국내+북미 디스플레이용 FPCB 실적은 1조 3,454억원(+54% YoY) 예상
- 2H22 주요 고객사의 프리미엄 신모델 출시에 따른 수혜 기대
- 폴더블 제품은 FPCB 탑재 면적도 두배. 22년 국내 전략 거래선의 폴더블 제품 예상 출하량은 약 1,510만대로 전년대비 약 두 배 수준의 출하 성장
- 폴더블용 디지타이저 공급망 재합류. 시장 파이 성장에 따른 매출 기여도 상승 긍정적

중장기로 봐도 탄탄할 실적. 5G, 전기차용 PCB 매출 비중 확대

- 5G 통신 대역폭이 기존 Sub6→mmWave로 진화함에 따라 23년 안테나용 FPCB 매출액은 전년대비 +10% 성장한 635억원 기록할 것으로 예상
- 팬데믹 영향으로 통신설비 업체들의 5G 인프라 투자가 지연되고 있으나, 23년 이후 유의미한 매출 성장을 기대할 수 있을 것으로 예상
- EV용 FPCB는 스마트폰용 FPCB 대비 크기가 다섯 배 이상으로 탑라인 성장에 긍정적이며, 고객사 전방이 스마트폰 이외로 다각화될 수 있을 것으로 기대

Key data



현재주가(22/5/30,원)	28,250	시가총액(십억원)	963
영업이익(22F,십억원)	138	발행주식수(백만주)	34
Consensus 영업이익(22F,십억원)	134	유동주식비율(%)	70.6
EPS 성장률(22F,%)	53.6	외국인 보유비중(%)	22.1
P/E(22F,x)	7.6	베타(12M) 일간수익률	1.16
MKT P/E(22F,x)	10.1	52주 최저가(원)	17,250
KOSDAQ	886.44	52주 최고가(원)	28,700

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.9	33.9	63.8
상대주가	6.0	45.8	80.6

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액 (십억원)	768	655	721	1,037	1,526	1,558
영업이익 (십억원)	91	63	34	71	138	139
영업이익률 (%)	11.8	9.6	4.7	6.8	9.0	8.9
순이익 (십억원)	84	57	26	82	127	116
EPS (원)	2,682	1,770	782	2,428	3,730	3,414
ROE (%)	49.3	24.2	8.7	22.5	27.2	20.1
P/E (배)	6.3	12.4	28.1	9.6	7.6	8.3
P/B (배)	2.2	2.2	2.0	1.7	1.7	1.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	1.1	1.1	0.9	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 비에이치, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋증권

I. 실적 전망 및 밸류에이션

커버리지 Top Pick. 투자의견 '매수' 및 목표주가 '40,000원' 제시

투자의견 '매수' 및 목표주가 '40,000원'으로 비에이치를 커버리지 개시하며 업종 내 Top Pick으로 제시한다. 적정 주가는 22년 예상 EPS 3,686원에 Target P/E 11x를 적용하여 산출하였다. Target P/E 11배는 스마트폰 부품 주요 경쟁사인 인터플렉스, 대덕전자, 이수페타시스, 코리아써키트 평균 P/E 9.6x에 10% 프리미엄을 적용하였다. 스마트폰 세트 고객사가 국내와 북미로 분산되어 있어 경쟁사 대비 안정적인 수익성 창출이 가능할 것으로 예상되기 때문이다.

2022년 비에이치는 매출액 1.5조원(+47% YoY) 및 영업이익 1,380억원(+94% YoY)을 기록할 것으로 예상한다. 투자 포인트는 **1) 2H22 국내 및 북미향 주요 고객사의 프리미엄 신모델 출시에 따른 수혜 기대, 2) 5G 통신 대역폭이 기존 sub6→mmWave로 진화함에 따른 안테나용 FPCB 매출 증가와 3) 전기차용 FPCB 수요처 확대에 따른 중장기 경쟁력 확보**이다.

결국은 실적이다. 최근 중국 지역 코로나 봉쇄 강화에 따른 고객사의 생산 차질 및 신제품 출시 지연 등의 악재와 인플레이션 압박 등 매크로 이슈가 지속해서 나오고 있다. 팬데믹의 영향으로 2020년 출시한 아이폰 12 시리즈 제품 출시 지연, 13시리즈 생산 차질 등의 이슈가 있었으나, 두 시리즈 모두 역대 출하량을 기록하며 관련 부품 업체들의 실적은 크게 성장하였다. 높아지는 인플레이션 압박 또한 중저가 스마트폰에는 큰 타격일 수 있으나, 플래그십 스마트폰에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상한다. 플래그십 스마트폰 세트 업체에 FPCB를 공급하는 비에이치의 안정적인 22년 실적 성장세가 기대된다.

표 6. 비에이치 Valuation (원, x, %)

	2022F	Note
EPS	3,686	22년 예상 EPS
Target P/E	11.0	인터플렉스, 대덕전자, 이수페타시스, 코리아써키트의 평균 P/E 9.6배에 10% 프리미엄
적정가치	40,546	
목표주가	40,000	
현재주가	28,250	2022년 5월 30일 기준
상승여력	41.6	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 비에이치 실적 추이 및 전망 (십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	139	162	334	402	366	286	456	418	1,037	1,526	1,558
국내 Display FPCB	50	46	63	72	62	57	91	76	231	286	314
북미 Display FPCB	50	74	230	292	261	188	315	296	646	1,060	1,027
안테나용 FPCB	17	14	14	10	12	14	20	12	55	58	64
PCM	13	15	15	14	16	13	12	16	57	58	59
EV	4	8	7	8	9	8	12	14	27	42	72
LCM&TSP	4	4	3	5	2	3	4	3	15	12	12
기타	2	2	2	1	5	2	3	1	7	11	12
영업이익	-15	-1	44	43	22	16	56	44	71	138	139
YoY	*적전*	*적지*	*44*	*1,610*	*흑전*	*흑전*	*29*	*1*	*109*	*94*	*1*
QoQ	*적전*	*적지*	*흑전*	*-1*	*-48*	*-31*	*262*	*-23*			
영업이익률	-	-	13.1	10.8	6.1	5.4	12.4	10.5	6.9	9.0	8.9

자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. 투자포인트

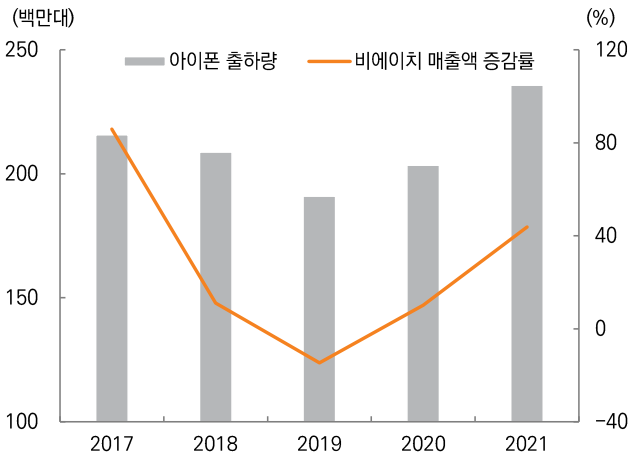
1. 22년 한 번 더 프리미엄

1) 22년 스마트폰 양극화 확대에 수혜

프리미엄 스마트폰 판매 확대에 따른 비에이치의 수혜가 가능할 것으로 예상한다. 22년 동사의 프리미엄 스마트폰향 매출 비중은 약 85% 수준까지 성장 가능할 것으로 판단한다.

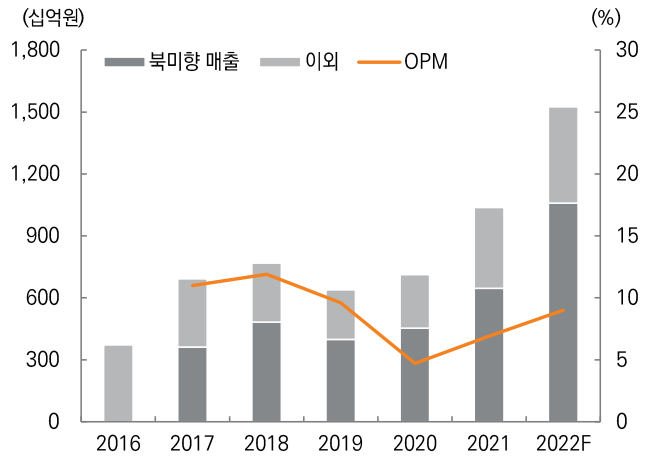
북미 고객사향 매출액이 전사에서 차지하는 비중은 약 65% 수준으로 납품 물량의 비중이 지속적으로 증가하며 매출액과 영업이익의 동반 성장이 가능할 것으로 예상한다. 북미 고객사에 납품하는 FPCB는 비에이치가 직접 회로를 설계하고 칩을 실장하여 조립하기 때문에 수익성 개선에 더욱 효과적이다. 2016년 -258억원의 영업적자를 기록하였던 비에이치는 17년 북미 고객사향 FPCB 납품을 시작하며 당해 영업이익은 757억원의 흑자전환이 가능하였다. 11%의 안정적인 영업이익률로 북미 고객사를 신규 고객에 추가하며 큰 폭의 수익성 개선이 가능하였다.

그림 25. 아이폰 출하량에 따른 비에이치 실적 추이



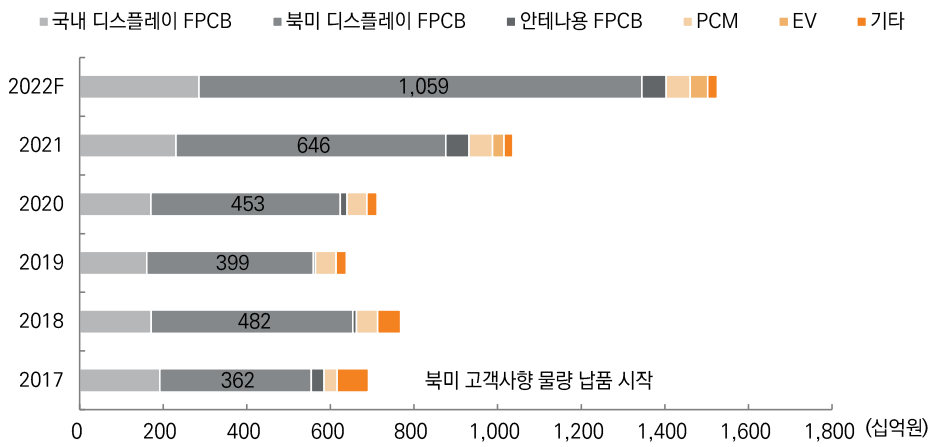
자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 북미향 매출 비중 및 전사 영업이익률 추이



자료: 비에이치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 비에이치 실적 breakdown



자료: 비에이치, 미래에셋증권 리서치센터

22년 국내 전략 거래선은 폴더블 제품 중심의 프리미엄 스마트폰 시장 점유율 회복이 기대된다. 21년 북미 고객사의 신모델은 역대 최대 판매량을 기록하며 팬데믹 기간에도 견조한 실적을 기록하였다. 반면, 국내 주요 스마트폰 OEM은 갤럭시 노트 시리즈 단종 및 갤럭시 S21의 판매 부진으로 점유율 하락이 불가피하였다. 팬데믹 재확산과 GOS 사태로 22년 상반기도 시장 기대에 못 미치는 출하량을 기록하고 있는 것으로 추정한다. 이에 하반기 출시 예정인 폴더블 시리즈에 거는 기대감이 더 커지고 있다.

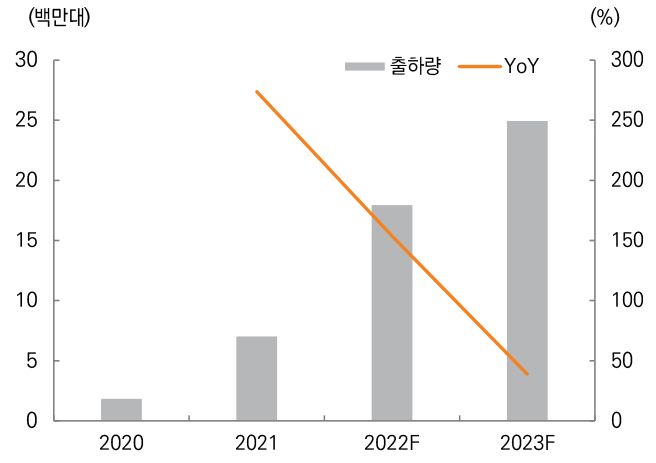
22년 폴더블의 출하 성장이 본격화되며 동사의 국내 디스플레이 업체향 FPCB 실적 성장이 가능할 것으로 판단한다. 2H22 출시 예정인 폴더블의 출하량은 약 1,510만대로, 성능 개선과 출고가 인하가 동반된다면 1,800만대 수준의 출하도 가능할 것으로 기대한다. 전년대비 100% 이상 성장한 수준이다.

22년 고객사의 폴더블 출하량 성장이 본격화되며 비에이치의 매출과 수익성 측면 동반 성장이 가능할 것으로 기대된다. 국내 디스플레이 고객사향 FPCB 사업부의 22년 예상 매출액은 2,859억원으로 전년대비 24% 성장한 실적이다. 폴더블 제품의 평균판매가격은 고객사의 타 모델 대비 약 2배~10배 이상 높기 때문에 1)수익성 측면에서 긍정적이며, 2)영업 레버리지 효과가 크다.

고객사 폴더블 제품용 디지타이저 공급망 재합류도 긍정적이다. 폴더블 시장이 빠르게 성장하고 있는 것을 고려한 세트업체의 벤더 다변화이다. 디지타이저는 입력장치 기능을 탑재한 FPCB로 갤럭시 S펜 적용을 위한 필수 부품이다. 비에이치는 20년 출시하였던 갤럭시노트에 디지타이저를 공급하였다. 갤럭시노트의 단종으로 동사의 디지타이저용 매출이 급감하였다.

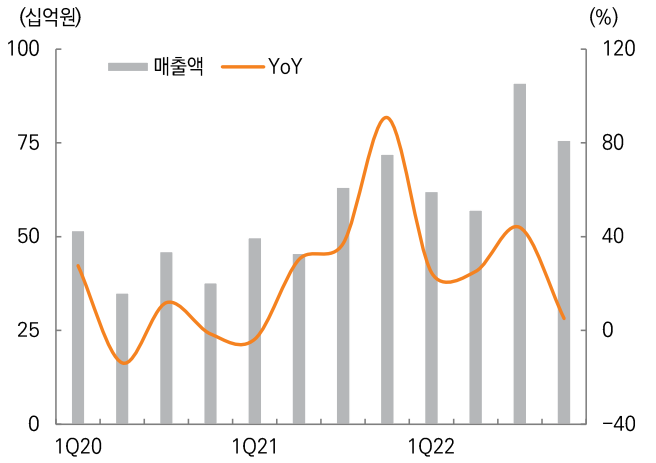
유의미한 매출 증가는 아니지만 폴더블 시장은 이제 시작이다. 갤럭시Z폴드4 디지타이저향 물량의 70% 이상은 기존 경쟁 업체가 납품할 것으로 예상한다. 22년 제한적인 시장 파이와 고객사 내 시장 점유율로 디지타이저가 동사에 미치는 매출 기여는 제한적일 것으로 예상한다. 다만 시장의 파이가 빠르게 성장하고 있는 것을 고려했을 때 중장기 매출 규모 성장에 유리할 것으로 판단한다.

그림 28. 삼성전자 폴더블 출하량 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 국내 전략 거래선향 FPCB 사업부 실적 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

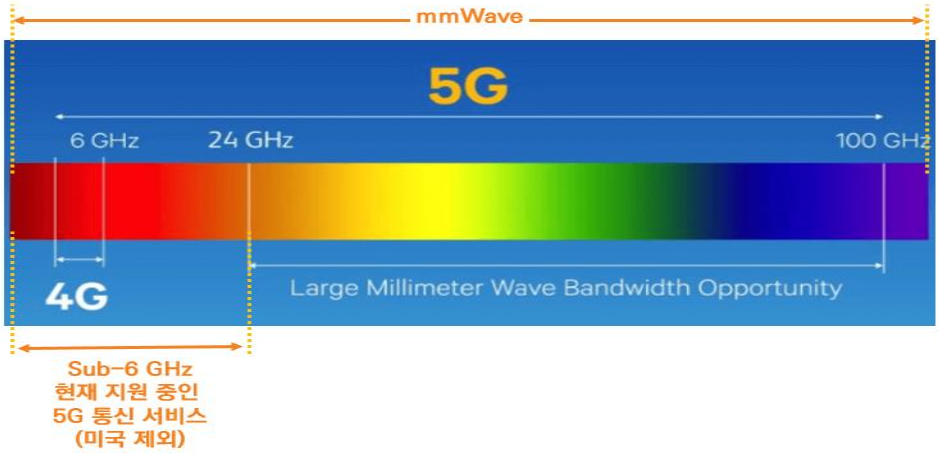
2. 5G 어디까지 왔니?

5G 통신 서비스 기술 발전에 따른 동사의 수혜가 가능할 것으로 기대한다. 21년 통신 기술이 LTE에서 5G로 전환하며 비에이치의 안테나용 FPCB 매출액은 553억원을 기록하였다. 전년 대비 세 배 이상 성장한 수준이다. 그럼에도 5G mmWave를 지원하는 모델은 20년 출시한 아이폰 12프로와 21년 출시한 아이폰 13뿐이다. 5G mmWave가 탑재된 5G 스마트폰은 극히 일부이다.

mmWave 네트워크 서비스를 지원하는 국가는 미국에 국한되어 있으며 서비스 지원이 가능한 스마트폰 모델도 아이폰13 미국 모델뿐이다. 현재 상용화중인 5G 기술은 sub-6GHz로 mmWave 주파수를 사용하는 부품 대비 가격이 저렴하며, 회절성이 좋아 적은 수의 캐리어만 설치해도 안정적인 커버리지 확대가 가능하다. 하지만 sub-6GHz는 데이터 교환시 최고 속도가 LTE와 두 배 수준밖에 차이 나지 않기 때문에 사용자의 만족감이 낮다.

5G 네트워크 기술은 두 개의 대역폭(sub-6GHz와 mmWave)으로 구분할 수 있다. mmWave는 28GHz 이상의 고주파수로 대역폭이 넓어 빠른 속도의 통신 교환이 가능하다. Sub-6GHz 대비 6배, LTE 대비 20배 이상 빠른 수준이다. 반면 고주파일수록 직진성이 강하여 빠른 속도 지원이 가능하지만 회절성이 낮기 때문에 캐리어의 보완이 필요하다. 회절성이란 전파가 벽, 나무, 건물 등의 장애물을 돌아가는 능력이다.

그림 30. 통신 네트워크 주파수 대역폭



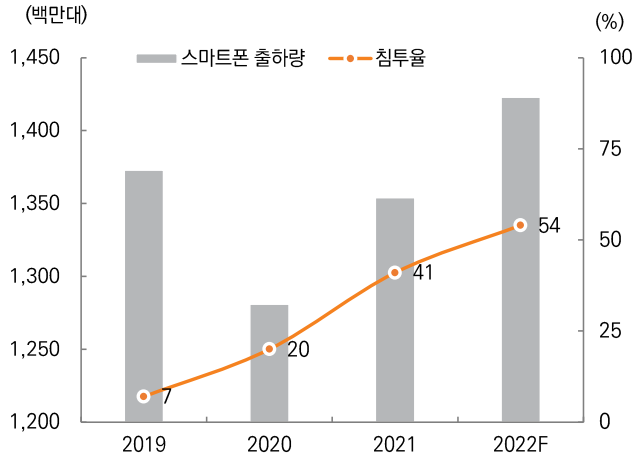
자료: 미래에셋증권 리서치센터

22년 비에이치 안테나용 FPCB 매출은 577억원 수준으로 전년대비 약 5% 성장할 것으로 예상한다. 5G향 매출 확대에도 22년 동사의 안테나용 FPCB 사업부 성장이 10%에 못미치는 원인은 팬데믹 영향으로 5G 관련 유선/무선 설비 업체들의 인프라 투자가 지연되고 있기 때문이다. 유의미한 매출 성장이 가능할 것으로 예상하는 시점은 23년 이후일 것으로 판단한다.

결국은 mmWave이다. 5G mmWave 기기 비율 증가에 따른 안테나용 FPCB 채택이 증가할 것으로 기대된다. 4G 통신에서 스마트폰에 탑재되는 안테나의 개수는 2개 이하이다. Sub 6GHz 이하의 저주파 영역에서는 주파수의 굴절이 가능했기 때문이다. 그러나 mmWave 이상의 고주파는 직진성이 강하기 때문에 약 6개 이상의 안테나 탑재가 요구된다. 안테나를 6개 이상 탑재할 경우 스마트폰의 무게와 크기가 커질 수밖에 없다. 이에 등장한 해결책이 AiP(Antenna in PCB)이다.

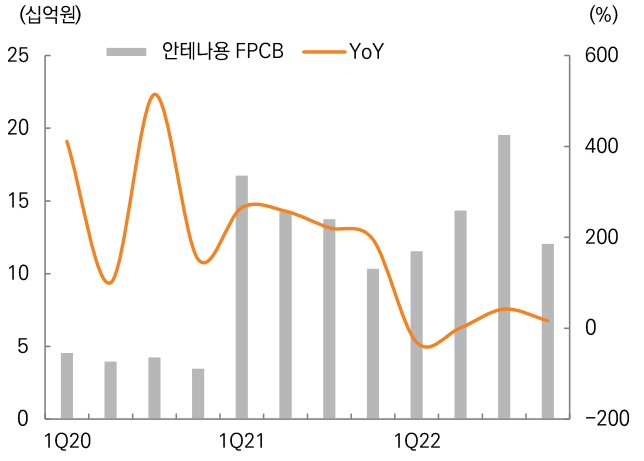
23년 안테나용 FPCB 예상 매출은 635억원(+10% YoY)으로 높은 수준의 성장이 가능할 것으로 판단한다. 지난달 삼성전자가 공개한 엑시노스1280에 sub-6GHz와 더불어 mmWave를 모두 지원하는 5G 모뎀 기술이 탑재되었다. AR, VR, 고화질 영상 스트리밍, 자율주행 등이 상용화되기 위해서는 넓은 대역폭의 통신 네트워크 지원이 필수적일 수 밖에 없다. 4G에서 5G로 기술 발전에 따라 비에이치의 AiP 대당 탑재 수가 세 배 이상 증가하는 것이다.

그림 31. 5G 스마트폰 침투율



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 안테나용 FPCB 실적 추이 및 전망



자료: 비에이치, 미래에셋증권 리서치센터

3. 전기차용 FPCB로 사업 다각화

1) 전장용 FPCB 필요성이 더욱 높아지며 동사의 수혜 기대

전기차 배터리용 FPCB 납품을 통해 실적 성장이 기대된다. 전기차의 시장 침투율이 빠르게 증가하며 전기차 배터리팩 보호회로 모듈 등 전기차 관련 부품은 동사의 새로운 먹거리가 될 수 있을 것으로 판단한다. 또한 전기차에 탑재되는 배터리용 FPCB는 스마트폰용 FPCB 크기가 다섯 배 이상이기 때문에 탑라인 성장에 매우 긍정적이다.

FPCB가 탑재되는 애플리케이션이 스마트폰에서 전기차로 확대되며 포트폴리오 다각화를 통한 안정적인 성장이 가능할 것으로 예상한다. 자동차 OEM업체로의 전장용 FPCB 납품이 이미 진행 중이며, 관련 매출은 전방 산업 확대로 점진적인 증가가 가능할 것으로 판단한다. 전기차 배터리 케이블로 사용되는 FPCB는 기존 구리 케이블의 역할을 대체할 수 있을 것이다. 주행거리를 높이고, 배터리의 효율성을 향상하기 위한 전기차 업체들의 부품 경량화는 지속 해결해야하는 과제이다.

전장용 FPCB가 하네스를 대체할 수 있을 것으로 예상하는 이유는 디자인 향상과 부품 경량화다. FPCB의 구부리거나 접을 수 있는 특성은 전기차 내부 설계 및 디자인 측면에서 유리하다. 전장용 FPCB는 1)하네스 대비 무게가 가벼우며, 2)하네스와 함께 탑재되는 과충전 방지 센서의 탑재 수를 줄일 수 있어 차체 경량화가 가능하다. 전장용 FPCB를 탑재함으로써 전기차 배터리의 전류 효율과 내구성을 높일 수 있다. FPCB화된 하네스는 기존 와이어 하네스 대비 최대 20% 경량 감소가 가능하다.

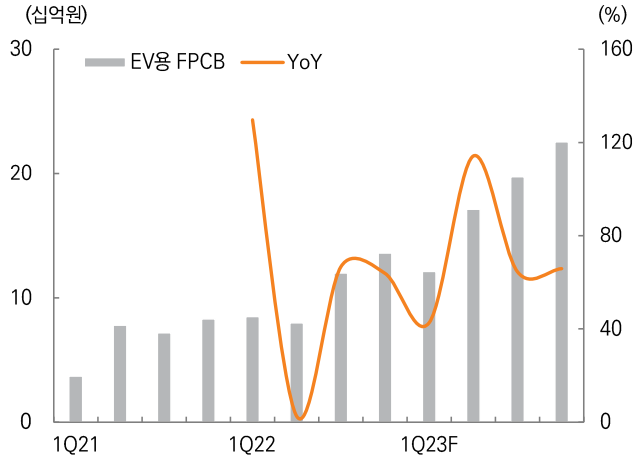
애플리케이션 확대에 따른 대응이 가능할 것으로 기대된다. 선제적 투자를 통해 국내 FPCB 기업 중 글로벌 최대 생산 능력을 기확보하였기 때문이다. 최근 비에이치는 베트남 중심으로 연간 평균 350억원 수준의 캐파를 증설하였다. 21년 6월 베트남 공장용 500억원 규모의 캐파를 추가 증설하였으며, 2H22 양산을 개시할 수 있을 것으로 전망한다. 베트남 공장 캐파 증설에 대한 수율 개선이 빠르게 나타나며 분기마다 수익성 개선이 나타나고 있다는 점도 긍정적이다.

그림 33. 스마트폰용 FPCB(좌)와 EV용 FPCB(우)



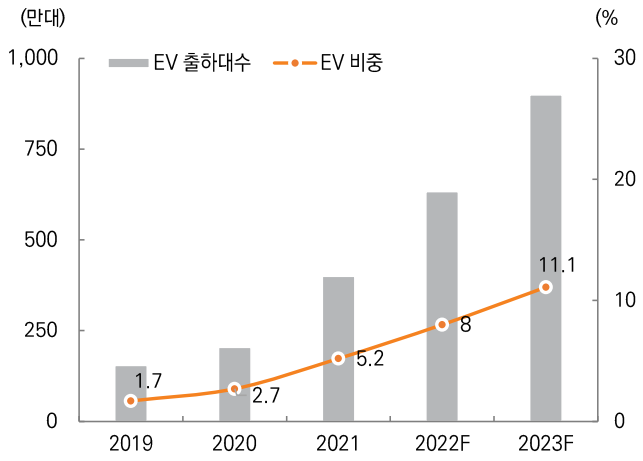
자료: 비에이치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 전기차용 FPCB 사업부 실적 추이 및 전망



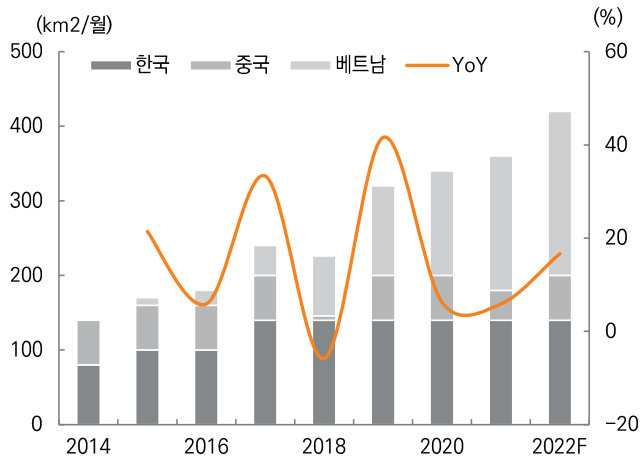
자료: 비에이치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. EV 침투율 추이 및 전망



자료: EV Sales, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 비에이치 생산능력 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

III. 글로벌 Peer Group

스마트폰 부품 업체

표 8. 스마트폰 부품 업체 실적 관련 지표 (십억원, %)

회사명	주가상승률		시가총액	매출액		영업이익		영업이익률		순이익	
	-1M	-3M		2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
비에이치	3.9	47.3	963	1,526	1,558	138	139	9.0	8.9	127	116
대덕전자	6.2	30.8	1,606	1,310	1,516	192	238	14.7	15.7	155	191
파인테크닉스	6.1	8.1	633	664	788	61	73	9.1	9.2	50	63
코리아써키트	-12.5	-19.0	604	1,754	2,056	154	195	8.8	9.5	106	135
KH바텍	10.6	2.3	532	452	526	41	52	9.1	9.9	35	43
이수페타시스	1.3	9.6	500	569	598	80	90	14.0	15.0	60	68
노바텍	-9.2	-9.4	371	107	116	41	43	38.4	37.0	38	38
인터플렉스	-8.3	-23.0	359	606	745	44	55	7.2	7.3	35	48
유티아이	17.4	36.6	290	178	-	40	-	22.4	-	29	-
세경하이테크	0.0	-5.6	267	339	401	35	51	10.2	12.7	32	44
아비코전자	7.0	26.3	172	191	231	14	24	7.5	10.2	13	21
스마트폰 부품 평균	**2.0**	**9.4**						**13.7**	**13.5**		

자료: Bloomberg, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 스마트폰 부품 업체 주가 관련 지표 (배, %)

회사명	ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
비에이치	27.2	20.1	7.6	8.3	1.7	1.4	5.2	4.6
대덕전자	20.6	21.0	10.7	8.7	2.0	1.7	4.9	3.7
파인테크닉스	31.5	29.2	9.6	3.4	1.2	0.9	7.2	5.7
코리아써키트	23.0	23.1	6.8	5.4	1.4	1.1	-3.0	-4.5
KH바텍	14.9	16.3	15.3	12.3	2.0	1.8	8.1	6.1
이수페타시스	41.0	34.0	8.5	7.5	3.0	2.2	6.8	5.5
노바텍	28.5	23.4	11.5	11.4	2.8	2.4	7.3	6.3
인터플렉스	18.0	20.3	10.6	7.7	1.8	1.4	5.5	4.1
유티아이	35.2	-	9.7	-	2.8	-	5.3	-
세경하이테크	18.4	21.3	8.4	6.0	1.4	1.2	3.7	2.5
아비코전자	11.8	15.9	13.0	8.4	1.5	1.2	6.0	3.6
스마트폰 부품 평균	**24.5**	**22.5**	**10.2**	**7.9**	**2.0**	**1.5**	**5.2**	**3.8**

자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

비에이치 (090460)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	**721**	**1,037**	**1,526**	**1,558**
매출원가	**659**	**937**	**1,330**	**1,356**
매출총이익	**62**	**100**	**196**	**202**
판매비와관리비	**29**	**29**	**58**	**63**
조정영업이익	**34**	**71**	**138**	**139**
영업이익	**34**	**71**	**138**	**139**
비영업손익	**0**	**33**	**10**	**-2**
금융손익	-3	-3	-3	-4
관계기업등 투자손익	3	2	1	0
세전계속사업손익	34	104	148	137
계속사업법인세비용	8	23	21	20
계속사업이익	26	82	127	116
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**26**	**82**	**127**	**116**
지배주주	26	82	127	116
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**21**	**95**	**127**	**116**
지배주주	21	95	127	116
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	66	106	176	178
FCF	-36	-8	108	96
EBITDA 마진율 (%)	9.2	10.2	11.5	11.4
영업이익률 (%)	4.7	6.8	9.0	8.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.6	7.9	8.3	7.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
유동자산	**302**	**505**	**676**	**880**
현금 및 현금성자산	64	98	253	402
매출채권 및 기타채권	115	218	226	256
재고자산	91	114	119	135
기타유동자산	32	75	78	87
비유동자산	**259**	**288**	**292**	**292**
관계기업투자등	19	22	23	26
유형자산	214	241	243	240
무형자산	3	4	4	4
자산총계	**561**	**793**	**969**	**1,173**
유동부채	**227**	**371**	**428**	**521**
매입채무 및 기타채무	101	176	183	207
단기금융부채	105	154	201	265
기타유동부채	21	41	44	49
비유동부채	**18**	**14**	**14**	**16**
장기금융부채	3	0	0	0
기타비유동부채	15	14	14	16
부채총계	**244**	**385**	**442**	**538**
지배주주지분	**317**	**408**	**526**	**635**
자본금	17	17	17	17
자본잉여금	71	75	75	75
이익잉여금	279	350	469	578
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**317**	**408**	**526**	**635**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	**20**	**33**	**148**	**131**
당기순이익	26	82	127	116
비현금수익비용가감	51	57	59	62
유형자산감가상각비	32	35	38	38
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	19	22	21	24
영업활동으로인한자산및부채의변동	-46	-99	-11	-24
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-25	-94	-10	-30
재고자산 감소(증가)	-53	-28	6	-16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	44	67	5	24
법인세납부	-9	-4	-25	-20
투자활동으로 인한 현금흐름	**-39**	**-35**	**-39**	**-35**
유형자산처분(취득)	-52	-34	-39	-35
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	11	0	0	0
기타투자활동	2	-1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**24**	**36**	**46**	**56**
장단기금융부채의 증가(감소)	6	46	48	64
자본의 증가(감소)	17	5	0	0
배당금의 지급	0	-8	0	-8
기타재무활동	1	-7	-2	0
현금의 증가	**4**	**34**	**155**	**148**
기초현금	60	64	98	253
기말현금	64	98	253	402

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021	2022F	2023F
P/E (x)	28.1	9.6	7.6	8.3
P/CF (x)	9.5	5.6	5.2	5.4
P/B (x)	2.0	1.7	1.7	1.4
EV/EBITDA (x)	11.7	7.9	5.2	4.6
EPS (원)	782	2,428	3,730	3,414
CFPS (원)	2,311	4,109	5,471	5,240
BPS (원)	10,961	13,544	16,893	20,076
DPS (원)	250	250	250	250
배당성향 (%)	29.8	9.6	6.2	6.8
배당수익률 (%)	1.1	1.1	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	10.1	43.8	47.2	2.1
EBITDA증가율 (%)	-29.8	60.6	66.0	1.1
조정영업이익증가율 (%)	-46.0	108.8	94.4	0.7
EPS증가율 (%)	-55.8	210.5	53.6	-8.5
매출채권 회전율 (회)	7.1	6.3	6.9	6.5
재고자산 회전율 (회)	10.7	10.1	13.1	12.3
매입채무 회전율 (회)	8.4	6.8	7.5	7.0
ROA (%)	5.0	12.1	14.4	10.9
ROE (%)	8.7	22.5	27.2	20.1
ROIC (%)	8.3	14.4	26.8	26.0
부채비율 (%)	77.0	94.5	84.1	84.7
유동비율 (%)	133.3	135.9	158.0	168.8
순차입금/자기자본 (%)	13.2	13.3	-10.1	-21.8
조정영업이익/금융비용 (x)	8.6	19.7	30.0	21.8

자료: 비에이치, 미래에셋증권 리서치센터

COMPANY ANALYSIS

KH바텍 (060720)

힌지: 과거의 영광을 찾아서

2022.5.30

매수
(신규)

목표가: 30,000원
상승여력: 33.6%

차유미 yumi_cha@miraeasset.com

투자의견

투자의견 '매수' 및 목표주가 '30,000원'으로 커버리지 개시

- 목표 주가는 22년 예상 EPS에 국내 고객사의 폴더블 출하 기대감이 가장 높았던 21년 상단 P/E 20x를 적용하여 산출
- 작년 출하량의 두 배 이상을 상회하는 폴더블 시장의 볼륨 성장이 가능할 것으로 예상
- 22년 더 높아지는 폴더블 모멘텀. 2H22 출시 예정인 폴더블 제품의 성능 개선과 출고가 인하가 동반된다면 1,800만대의 추가 업사이드도 기대
- 다만 중장기적으로 국내 고객사 의존도가 높아 밸류이에션 프리미엄을 위해서는 스마트폰 이외 고객사 다변화가 필요하다고 판단

투자 포인트

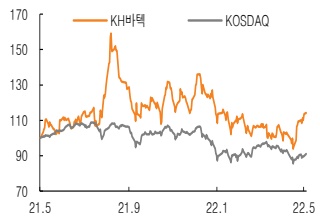
22년 폴더블 출하 물량이 본격적으로 확대되며 동사의 수혜 기대

- 22년 조립모듈 사업부 예상 매출액은 2,859억원(+37% YoY)
- 지속적인 부품 이원화 우려에도 22년 국내 전략 거래선향 외장힌지를 독점 공급 예정
- 폴더블전용 부품 수율 안정화 이슈로 스마트폰 경쟁사의 폴더블 출시 일정 연기. 기술력 우위를 바탕으로 고객사 내 높은 점유율이 지속 가능할 것으로 기대

인도 스마트폰 시장 회복에 따른 중저가 스마트폰용 부품 매출 회복 증가

- 브라켓 매출이 견인하는 AL캐스팅 사업부 예상 매출액은 1,085억원(+39% YoY)
- 브라켓 관련 부품 매출액은 전년대비 약 50% 성장하며 팬데믹 이전 수준의 매출 회복 가능할 것으로 기대. 동사의 상반기 비수기 계절성 상쇄 효과 가능할 것으로 판단
- 인도 지역 내 중저가 스마트폰 침투율이 빠르게 올라올 것으로 예상. 동사는 국내 전략 거래선이 인도에서 생산하는 중저가 스마트폰향 브라켓 물량을 전담하여 생산하기 때문에 이에 대한 수혜 전망

Key data



현재주가(22/5/30,원)	22,450	시가총액(십억원)	532
영업이익(22F,십억원)	41	발행주식수(백만주)	24
Consensus 영업이익(22F,십억원)	44	유동주식비율(%)	70.5
EPS 성장률(22F,%)	3.7	외국인 보유비중(%)	9.8
P/E(22F,x)	15.3	베타(12M) 일간수익률	1.29
MKT P/E(22F,x)	10.1	52주 최저가(원)	18,450
KOSDAQ	886.44	52주 최고가(원)	31,250

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.6	-0.4	13.4
상대주가	12.9	8.5	25.0

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액 (십억원)	166	204	185	340	452	526
영업이익 (십억원)	-7	7	4	27	41	52
영업이익률 (%)	-4.2	3.4	2.2	7.9	9.1	9.9
순이익 (십억원)	-39	-11	-14	33	35	43
EPS (원)	-1,935	-542	-582	1,411	1,463	1,818
ROE (%)	-20.3	-6.4	-7.6	16.9	14.9	16.3
P/E (배)	-	-	-	18.9	15.3	12.3
P/B (배)	0.9	2.7	2.5	2.7	2.0	1.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	1.1	1.3	1.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: KH바텍, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋증권

I. 실적 및 투자의견

커버리지 개시: 투자의견 '매수' 및 목표주가 '30,000원'

KH바텍에 대해 투자의견 '매수' 및 목표주가 '30,000원'으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 22년 예상 EPS 1,463원에 국내 고객사의 폴더블 출하 기대감이 가장 높았던 21년 상단 PER 20x을 적용하였다. 22년 1,000만대 이상의 출하량을 기록하며 작년 출하량의 두 배 이상을 상회하는 볼륨 성장이 가능할 것으로 판단한다. 폴더블 스마트폰의 연평균성장률은 70% 이상으로, IT 하드웨어 기기 중 압도적으로 높은 성장률이다. 중국 OEM, 북미 주요 스마트폰 업체의 시장 진입시 폴더블 시장의 성장은 가속화될 수 있을 것으로 기대한다.

KH바텍은 22년 매출액 4,508억원(+33% YoY) 및 영업이익 399억원(+48% YoY)의 기록이 가능할 것으로 판단한다. 컨센서스는 4,395억원 및 영업이익 441억원 수준이다. 22년 예상 폴더블 출하량은 약 1,500만대로, 하반기 출시하는 폴더블 제품의 성능 개선과 출고가 인하가 동반된다면 1,800만대 이상의 출하도 가능할 것으로 예상한다.

폴더블의 '20~'25년 연평균성장률은 약 70%로 폴더블 시장의 본격적인 성장과 함께 동사의 수혜가 기대된다. 힌지는 폴더블 스마트폰의 주요 제품으로 기술장벽이 높아 동사의 독점 공급이 가능할 것으로 판단한다. 부품 이원화 리스크는 존재하나, 기술 우위력을 기반으로 고객사 내 높은 점유율을 지속 유지할 수 있을 것으로 판단한다. 다만 중장기적으로 국내 고객사에 의존도가 높아 고객사 신제품 출하량이 전사 실적의 키로 작용하기 때문에 스마트폰 이외 매출 분산은 필요하다고 판단한다.

표 10. KH바텍 Valuation (원, x, %)

	2022F	Note
EPS	1,463	22년 예상 EPS
Target P/E	20	고객사 폴더블 출하 기대감이 높았던 21년 상단 PER 20x 적용
적정가치	29,593	
목표주가	30,000	
현재주가	22,450	2022년 5월 30일 기준
상승여력	33.6	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 11. KH바텍 실적 추이 및 전망 (십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	39	41	144	116	66	66	191	129	340	451	526
AL 캐스팅	18	18	21	21	37	28	24	20	78	109	106
조립모듈	8	14	107	79	17	27	148	94	208	286	363
기타	4	4	4	6	4	5	9	6	18	23	22
FPCB	8	5	12	10	9	6	11	8	35	34	34
영업이익	1	1	14	11	5	4	19	12	27	41	52
YoY	*-64*	*흑전*	*342*	*흑전*	*606*	*259*	*33*	*10*	*663*	*48*	*30*
QoQ	*흑전*	*62*	*1,150*	*-22*	*-55*	*-18*	*364*	*-36*			
영업이익률	1.8	2.7	9.8	9.5	7.5	6.2	9.9	9.4	7.9	9.1	9.8

자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. 투자포인트

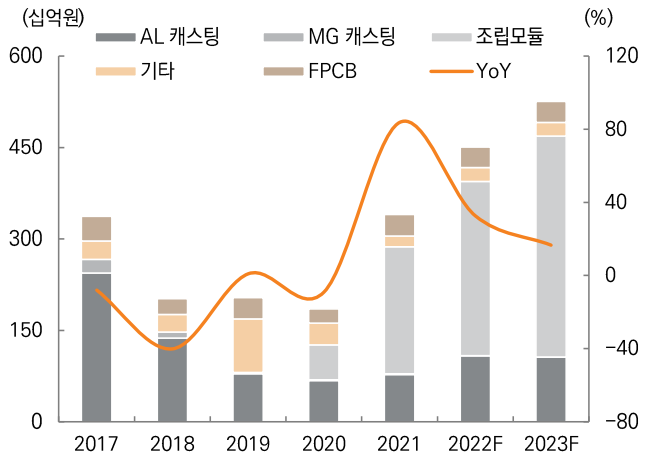
1. 뿌리 깊은 기술

1) 과거의 영광을 찾아서

KH바텍은 2000년대 국내 주요 거래선향 슬라이딩 힌지, 메탈 케이스 등을 납품하며 고객사 스마트폰 출하 성장에 따른 동반 성장이 가능하였다. 동사는 다이캐스팅 기술 기반의 다양한 스마트폰 관련 부품 제조가 가능하다.

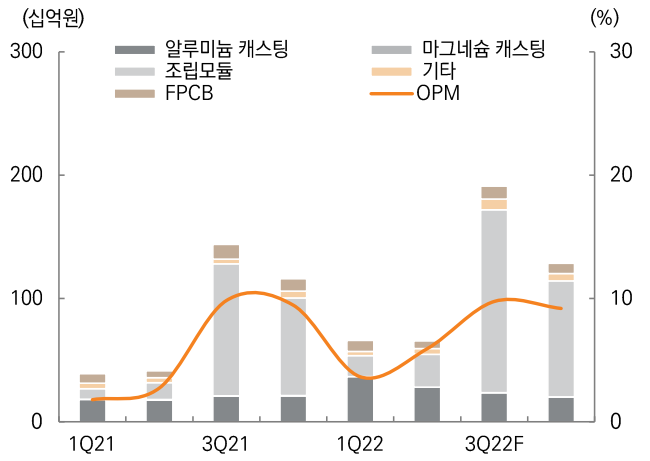
스마트폰 산업이 성수기에 진입하며 2016년 영업적자 전환하였다. 동사의 실적이 큰 폭으로 감소한 요인은 고객사가 원가 절감을 위해 동사의 메탈 케이스를 저렴한 플라스틱 케이스로 대체하였기 때문이다. 글로벌 스마트폰 수요 정체 상황 및 고객사의 원가 절감 노력이 지속되며 폴더블 제품 출시 이전인 2018년까지 적자 상황이 지속되었다. 폴더블 스마트폰용 힌지 부품을 국내 전략 거래선에 독점 공급하며 19년 흑자전환에 성공하였다.

그림 37. KH바텍 연간 실적 추이 및 전망



자료: KH바텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. KH바텍 분기 실적 추이 및 전망



자료: KH바텍, 미래에셋증권 리서치센터

2) 다이캐스팅 기반의 금속 가공 기술이 핵심

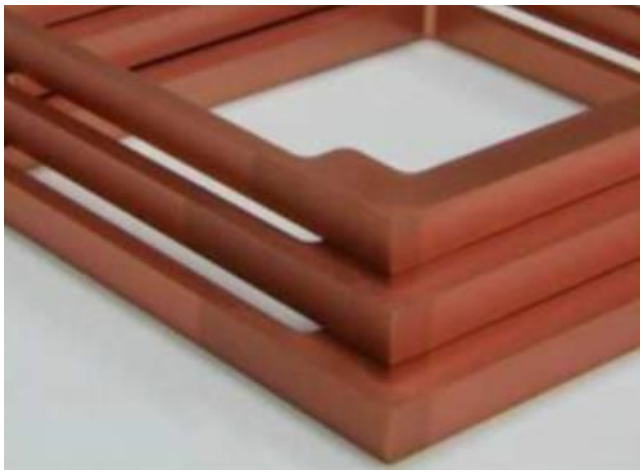
동사의 기술력은 다이캐스팅이다. 알루미늄, 마그네슘, 아연 등 첨단소재의 정밀 부품을 기타 부품과 모듈화하여 스마트폰 외장 힌지, 브라켓 등을 제조한다. 핵심 특허는 'ADC(Anodizable Die-Casting)'와 'IDC(Insert Die-Casting)'이다.

ADC은 다이캐스팅 공법에 아노다이징을 접목한 기술이다. 아노다이징이란 금속 표면을 의도적으로 산화 부식시켜 생긴 산화막 자체가 제품을 보호할 수 있게 하는 처리 방법이다.

프리미엄 스마트폰은 알루미늄을 CNC 가공한 후 표면처리를 하기 때문에 고급스러운 색감과 재질 구현이 가능하다. 반면, 중저가 스마트폰은 원가 절감을 위해 합금 기반의 다이캐스팅 케이스가 사용된다. 합금 기반의 다이캐스팅은 아노다이징 처리가 불가능하였으나, KH바텍이 합금 다이캐스팅에 아노다이징 처리 방법을 개발하였다.

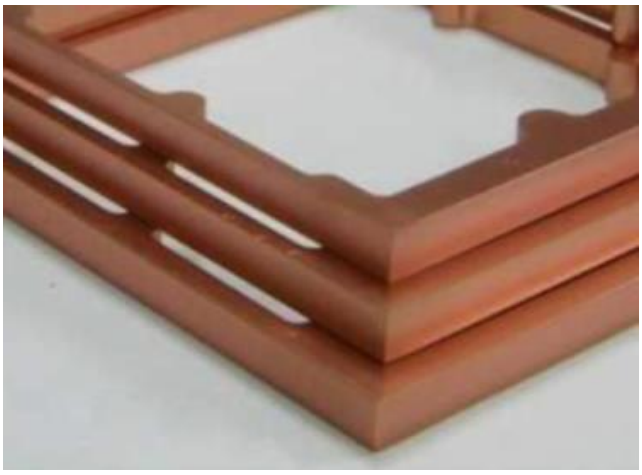
ADC 기술을 적용하여 연속 다이캐스팅을 통해 제조된 제품의 웰드 라인을 매끄럽게 압출할 수 있다. 웰드 라인이란 2개 이상의 소재가 만나는 표면에 생기는 가느다란 실 모양의 결함을 뜻한다. 이에 중저가 스마트폰에서도 고급스러운 색감과 재질 구현이 가능해졌다.

그림 39. 아노다이징이 처리되지 않은 케이스



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 아노다이징 처리된 케이스



자료: 미래에셋증권 리서치센터

IDC는 다이캐스팅을 이용하여 스마트폰 금속 프레임을 제조하는 과정에 공정 단계를 생략하여 원가를 절감하는 기술이다. 과거 금속 프레임 제조하는 주요 방법에는 CNC가 채택되었다. CNC 공정은 복잡하고, 비용이 많이 든다는 장점이 있지만 정밀 부품의 대량 생산이 가능하기 때문이다.

IDC 기술은 금속 블록을 통째로 가공하는 CNC공법과는 달리 외장면은 합금을 적용하여 아노다이징, 증착 등의 기술로 외장면을 처리하고, 내장 면은 알루미늄 다이캐스팅을 구현하였다.

KH바텍의 IDC 기술을 통해 높은 생산성과 원가 경쟁력 확보가 가능하다. 동사의 IDC 기술을 통해 1)공정 과정을 효율적으로 줄일 수 있으며, 2)금속 블록을 통째로 가공하는 공법 대비 소재의 다양성 확보가 가능하며 동시에 3) 최대 50%의 원가 절감이 가능하기 때문이다. IDC 기술을 CNC 가공에 필요한 금속 성형체 형성~제1 CNC 공정까지 다이캐스팅으로 대체가 가능하다.

그림 41. 다이캐스팅 과정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

2. 폴더블의 핵심 부품 힌지

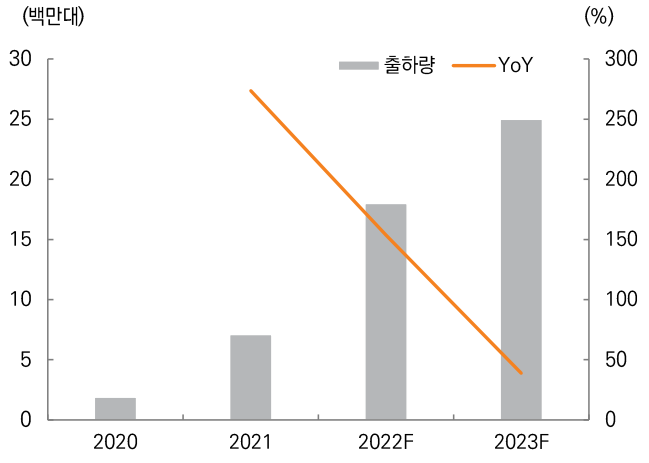
1) 폴더블과 다시 그때 그 시절

22년 국내 전략 거래선은 폴더블 제품 중심의 프리미엄 스마트폰 시장 점유율 회복이 기대된다. 21년 북미 고객사의 신모델은 역대 최대 판매량을 기록하며 팬데믹 기간에도 견조한 실적을 기록하였다. 반면, 국내 전략 스마트폰 OEM은 갤럭시 노트 시리즈 단종 및 갤럭시 S21의 판매 부진으로 점유율 하락이 불가피하였다. 팬데믹 재확산과 GOS 사태로 22년 상반기도 시장 기대에 못 미치는 출하량을 기록하고 있는 것으로 추정한다. 하반기 출시 예정인 폴더블 시리즈에 거는 기대감이 커지고 있다.

22년 폴더블의 출하 성장이 본격화되며 조립 모듈 사업부 실적 성장이 가능할 것으로 예상한다. 22년 예상 출하량은 1,510만대로, 성능 개선과 출고가 인하가 동반된다면 1,800만대 수준의 출하도 가능할 것으로 기대한다. 특히 힌지는 스마트폰의 타 부품 대비 마진이 높아 레버리지 효과는 더 크게 나타날 것으로 판단한다.

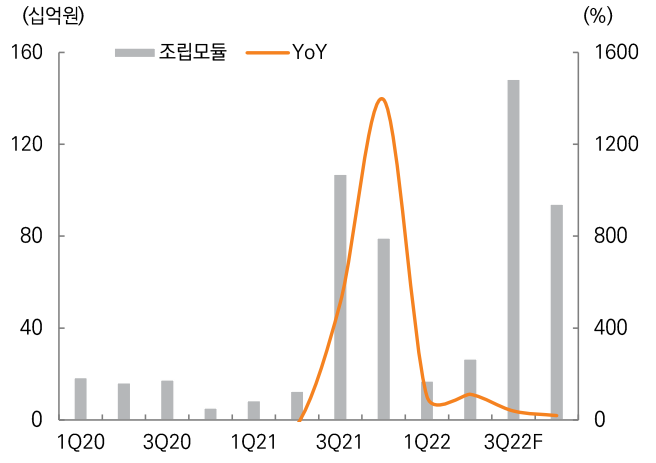
21년 약 630만대의 출하량을 기록한 고객사의 폴더블 제품은 22년 1,510만대(+140% YoY), 23년 2천만대(+38% YoY)를 기록하며 중장기 매출 성장 가시성이 높다. 물량 이원화에도 1)폴더블의 출하 성장이 더 빠르게 나타나고 있으며, 2)기술력 우위를 통한 고객사 내 높은 점유율이 지속 가능할 것으로 판단하기 때문에 조립 모듈 사업부의 실적 우상향 추이는 지속될 수 있을 것으로 예상한다.

그림 42. 폴더블 스마트폰 출하량 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 힌지 관련 실적 추이 및 전망



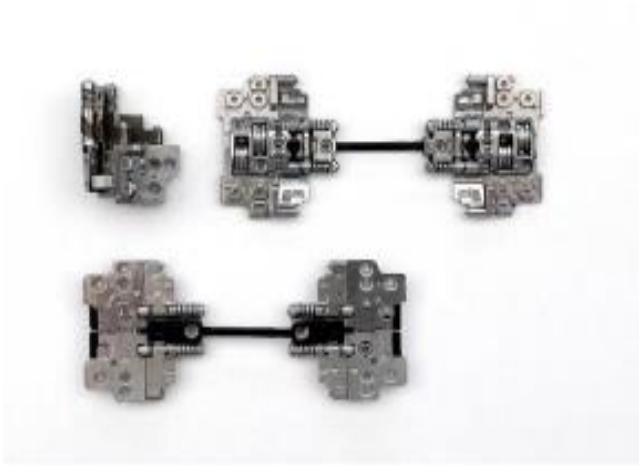
자료: 미래에셋증권 리서치센터

동사의 기술 경쟁력에 따른 경쟁업체의 시장 진입 시기가 계속해서 지연되고 있다. 현재 폴더블 스마트폰의 핵심 부품인 힌지를 동사가 독점으로 공급하고 있으나 공급 물량 이원화에 대한 리스크는 지속될 수 밖에 없다. 경쟁 업체들의 불안정한 수율로 올해 출시 예정인 폴더블 제품향 동사의 독점 공급이 가능할 것으로 전망한다.

KH바텍의 힌지 제품 경쟁력은 기술력이다. 글로벌 스마트폰 OEM 업체들의 폴더블 시장 진입이 지연되고 있는 원인 역시 폴더블용 특수 부품의 불안정한 수율이다. 특히 힌지의 경우, 장기간, 반복적, 고주파 사용에 대한 내구성이 필요로 하기 때문에 기술 구현이 어렵다.

기술력을 기반으로 동사는 폴더블 시장 내 key-player에 독점하여 공급 중이다. 과거 피쳐폰 시절부터 Nokia 등 다양한 고객사에 힌지를 공급해왔던 레퍼런스 기반으로 고객사 니즈에 맞춤 설계 제작이 가능하다. 고객의 요구에 따라 알루미늄, 티타늄 등 다양한 금속원소재 가공이 가능하며 개발부터 양산까지 전 프로세스에 대응 가능한 장점이 있다.

그림 44. 갤럭시 Z 플립 시리즈 힌지



자료: KH바텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 갤럭시 Z 폴드 시리즈 힌지



자료: KH바텍, 미래에셋증권 리서치센터

2) 과거의 영광을 넘기 위해서 해결해야할 과제

고객사 다변화가 필요하다. 22년 조립 모듈 사업부 매출액은 2,859억원(+37% YoY)로 60% 이상의 매출 비중을 차지한다. 주요 전방이 전략 거래선향 폴더블과 중저가 스마트폰에 제한되어 있기 때문에 세트 출하에 따른 실적 변동성이 높다. 중장기적으로 동사의 실적과 경쟁사 대비 밸류에이션에 프리미엄을 받기 위해서는 태블릿, PC 등 힌지 부품을 탑재하는 어플리케이션의 확대 또는 스마트폰 이외 전방의 확대가 필요할 것으로 판단한다.

엔드 플레이트는 힌지 이외 새로운 먹거리가 될 수 있을 것으로 기대한다. 1)EV 시장 성장이 빠르게 나타나며 후발 업체에도 낙수 효과가 가능할 것으로 기대하며, 2)동사가 강점을 가지고 있는 스마트폰용 캐스팅 기술력을 활용하여 차량용 엔드 플레이트 부품 생산이 가능하기 때문에 충분한 경쟁력이 있을 것으로 기대한다. 전기차 배터리 모듈용 엔드 플레이트는 배터리 모듈 케이스 패킹에 사용되는 부품으로 배터리 모듈 내부의 부품을 보호하는 역할이다.

중장기 방향성에 대한 결단이 필요한 시점이다. 내구성, 안전성 등 부품업체들이 퀄 심사에 소요되는 기간이 길며, 장기 계약 기반의 수주를 주문하는 자동차 시장 특성상 시장으로의 부품 업체들의 후발 진입은 제한적일것이기 때문이다. 현재 설비 라인, 해외 공장의 위치 등은 전략 스마트폰 고객사에 맞춰 설계되어 있기 때문에 중장기 실적 확보에 적극적일 필요가 있다고 판단한다.

3. 22년 인도 스마트폰 시장 회복 → 중저가 스마트폰용 부품 매출 증가

1) 폴더블 실적의 계절성을 상쇄해주는 브라켓 매출

22년 브라켓 매출이 견인하는 AL 캐스팅 사업부 예상 매출액은 1,085억원으로 전년대비 40%의 높은 성장이 가능할 것으로 기대한다. 브라켓 관련 부품 매출액은 전년대비 약 50% 성장하며 650억 수준의 매출 회복이 가능할 것으로 판단한다.

알루미늄 사업부 내 브라켓 비중은 약 60%이다. 전사 매출액 기준 25% 비중으로, 상반기 동사의 실적 계절성을 상쇄해줄 수 있다는 점에서 긍정적이다. 브라켓의 역할은 플라스틱 케이스와 메탈 케이스를 보완해주는 스마트폰 내장재이다. 금속 내장 브라켓은 플라스틱 케이스의 강도를 보강하기 위한 내장 부품으로, 과거 메탈 케이스 매출 감소에 대한 부분 상쇄가 가능하였다.

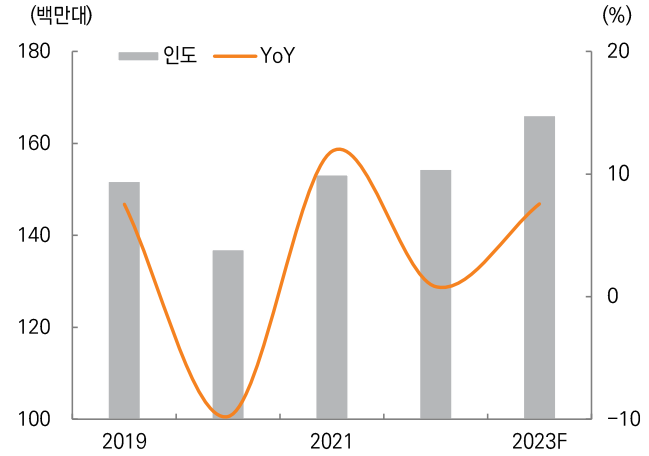
동사는 19년 브라켓 생산 라인을 기존 베트남 공장에서 인도 공장으로 이전하였다. 고객사의 중저가용 브라켓 물량 배분 방식 변화에 따른 전략적인 라인 이전이라고 판단한다. 국내 주요 스마트폰 업체가 인도 공장에서 생상하는 중저가 스마트폰에 탑재되는 브라켓 물량을 전담하여 생산할 것으로 예상한다. 고객사의 인도 공장으로 효율적인 물량 공급이 가능할 것으로 예상되며, 수율 안정화도 빠르게 나타나고 있다.

그림 46. IDC 기술이 적용된 KH바텍의 브라켓



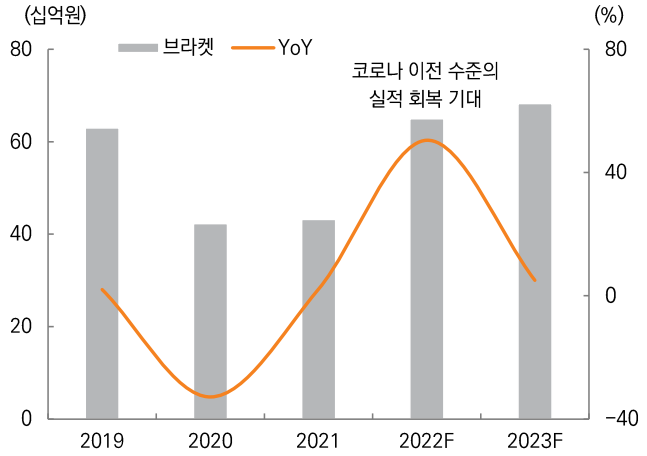
자료: KH바텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 인도 스마트폰 출하량 추이 및 전망



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 브라켓 관련 매출액 추이 및 전망



자료: KH바텍, 미래에셋증권 리서치센터

III. 글로벌 Peer Group

스마트폰 부품 업체

표 12. 스마트폰 부품 업체 실적 관련 지표 (십억원, %)

회사명	주가상승률		시가총액	매출액		영업이익		영업이익률		순이익	
	-1M	-3M		2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
KH바텍	10.6	2.3	532	452	526	41	52	9.1	9.9	35	43
대덕전자	6.2	30.8	1,606	1,310	1,516	192	238	14.7	15.7	155	191
비에이치	3.9	47.3	963	1,526	1,558	138	139	9.0	8.9	127	116
파인테크닉스	6.1	8.1	633	664	788	61	73	9.1	9.2	50	63
코리아써키트	-12.5	-19.0	604	1,754	2,056	154	195	8.8	9.5	106	135
이수페타시스	1.3	9.6	500	569	598	80	90	14.0	15.0	60	68
노바텍	-9.2	-9.4	371	107	116	41	43	38.4	37.0	38	38
인터플렉스	-8.3	-23.0	359	606	745	44	55	7.2	7.3	35	48
유티아이	17.4	36.6	290	178	-	40	-	22.4	-	29	-
세경하이테크	0.0	-5.6	267	339	401	35	51	10.2	12.7	32	44
아비코전자	7.0	26.3	172	191	231	14	24	7.5	10.2	13	21
스마트폰 부품 평균	**2.0**	**9.4**						**13.7**	**13.5**		

자료: Bloomberg, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 스마트폰 부품 업체 주가 관련 자료 (배, %)

회사명	ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
KH바텍	14.9	16.3	15.3	12.3	2.0	1.8	8.1	6.1
대덕전자	20.6	21.0	10.7	8.7	2.0	1.7	4.9	3.7
비에이치	27.2	20.1	7.6	8.3	1.7	1.4	5.2	4.6
파인테크닉스	31.5	29.2	9.6	3.4	1.2	0.9	7.2	5.7
코리아써키트	23.0	23.1	6.8	5.4	1.4	1.1	-3.0	-4.5
이수페타시스	41.0	34.0	8.5	7.5	3.0	2.2	6.8	5.5
노바텍	28.5	23.4	11.5	11.4	2.8	2.4	7.3	6.3
인터플렉스	18.0	20.3	10.6	7.7	1.8	1.4	5.5	4.1
유티아이	35.2	-	9.7	-	2.8	-	5.3	-
세경하이테크	18.4	21.3	8.4	6.0	1.4	1.2	3.7	2.5
아비코전자	11.8	15.9	13.0	8.4	1.5	1.2	6.0	3.6
스마트폰 부품 평균	**24.5**	**22.5**	**10.2**	**7.9**	**2.0**	**1.5**	**5.2**	**3.8**

자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

KH바텍 (060720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	**185**	**340**	**452**	**526**
매출원가	**162**	**277**	**376**	**444**
매출총이익	**23**	**63**	**76**	**82**
판매비와관리비	**20**	**36**	**35**	**30**
조정영업이익	**4**	**27**	**41**	**52**
영업이익	**4**	**27**	**41**	**52**
비영업손익	**-19**	**10**	**-1**	**-1**
금융손익	-2	-3	-2	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-15	37	40	51
계속사업법인세비용	-2	4	5	7
계속사업이익	-13	33	35	43
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**-14**	**33**	**35**	**43**
지배주주	-14	33	35	43
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**-14**	**36**	**35**	**43**
지배주주	-14	37	35	43
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	19	42	56	66
FCF	-22	59	39	52
EBITDA 마진율 (%)	10.3	12.4	12.4	12.5
영업이익률 (%)	2.2	7.9	9.1	9.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	-7.6	9.7	7.7	8.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
유동자산	**130**	**211**	**240**	**295**
현금 및 현금성자산	34	83	98	135
매출채권 및 기타채권	20	36	40	45
재고자산	29	23	25	28
기타유동자산	47	69	77	87
비유동자산	**165**	**170**	**161**	**151**
관계기업투자등	0	2	3	3
유형자산	147	151	141	132
무형자산	10	11	11	10
자산총계	**295**	**382**	**401**	**446**
유동부채	**80**	**119**	**121**	**131**
매입채무 및 기타채무	23	58	64	72
단기금융부채	50	43	37	37
기타유동부채	7	18	20	22
비유동부채	**40**	**46**	**35**	**33**
장기금융부채	35	43	31	29
기타비유동부채	5	3	4	4
부채총계	**120**	**165**	**156**	**164**
지배주주지분	**176**	**218**	**246**	**282**
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	58	63	63	63
이익잉여금	117	150	178	214
비지배주주지분	**-1**	**-1**	**-1**	**-1**
자본총계	**175**	**217**	**245**	**281**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	**10**	**75**	**42**	**56**
당기순이익	-14	33	35	43
비현금수익비용가감	35	15	22	23
유형자산감가상각비	15	14	14	13
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	19	0	7	9
영업활동으로인한자산및부채의변동	-7	31	-7	0
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-2	-14	2	-4
재고자산 감소(증가)	-5	9	-2	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	29	1	7
법인세납부	0	0	-5	-7
투자활동으로 인한 현금흐름	**-19**	**-33**	**-9**	**-10**
유형자산처분(취득)	-16	17	-3	-4
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	4	-47	-5	-6
기타투자활동	-5	-3	-1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**27**	**5**	**-19**	**-9**
장단기금융부채의 증가(감소)	24	1	-18	-2
자본의 증가(감소)	5	5	0	0
배당금의 지급	0	0	0	-7
기타재무활동	-2	-1	-1	0
현금의 증가	**16**	**50**	**15**	**37**
기초현금	17	34	83	98
기말현금	34	83	98	135

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021	2022F	2023F
P/E (x)	-	18.9	15.3	12.3
P/CF (x)	22.9	13.3	9.5	8.1
P/B (x)	2.5	2.7	2.0	1.8
EV/EBITDA (x)	28.6	14.0	8.1	6.1
EPS (원)	-582	1,411	1,463	1,818
CFPS (원)	890	2,014	2,372	2,771
BPS (원)	8,053	9,812	11,017	12,549
DPS (원)	0	300	300	300
배당성향 (%)	0.0	20.5	19.6	15.8
배당수익률 (%)	0.0	1.1	1.3	1.3
매출액증가율 (%)	-9.3	83.8	32.9	16.4
EBITDA증가율 (%)	-9.5	121.1	33.3	17.9
조정영업이익증가율 (%)	-42.9	575.0	51.9	26.8
EPS증가율 (%)	-	-	3.7	24.3
매출채권 회전율 (회)	9.8	15.2	15.9	16.6
재고자산 회전율 (회)	7.0	13.2	18.9	19.7
매입채무 회전율 (회)	8.6	8.1	7.4	7.8
ROA (%)	-4.8	9.8	8.9	10.2
ROE (%)	-7.6	16.9	14.9	16.3
ROIC (%)	1.4	12.1	21.9	28.9
부채비율 (%)	68.3	76.3	63.5	58.5
유동비율 (%)	162.7	177.7	198.5	224.2
순차입금/자기자본 (%)	29.5	-20.3	-33.5	-45.3
조정영업이익/금융비용 (x)	1.1	8.6	15.8	21.9

자료: KH바텍, 미래에셋증권 리서치센터

COMPANY ANALYSIS

이녹스첨단소재 (272290)

날아라 OLED

2022.5.30

매수
(신규)

목표가: 65,000원
상승여력: 46.1%

차유미 yumi_cha@miraeasset.com

투자의견

투자의견 '매수' 및 목표주가 '65,000원'으로 커버리지 개시

- 목표주가는 22년 예상 EPS 4,969원에 과거 디스플레이 업황 둔화기였던 18년~19년 평균 P/E 수준인 13배 적용하여 산출
- TV 세트 수요 둔화로 올해 국내 주요 TV 세트 업체의 OLED 시장 진입이 지연될 것으로 예상되며 시장 수요 회복은 연내 불가능할 것으로 판단하나
- 업황 둔화에도 동사는 1)고객사 내 M/S 확대로 OLED 소재 매출 증가가 가능할 것으로 판단하며, 2)저수익성 사업부인 FPCB 매출 감소로 제품 믹스 효과 기대
- 동사의 22년 예상 P/E는 9배 수준으로 주요 경쟁사 평균 P/E 17배 대비 밸류에이션 매력도는 높다고 판단

투자 포인트

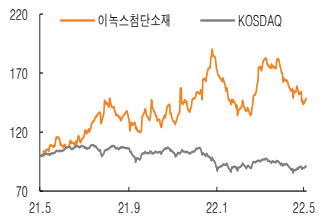
OLED 패널이 탑재되는 어플리케이션 확대 수혜 기대

- 대형과 중소형 OLED 시장 성장 모두 수혜 가능할 것으로 전망. 22년 Smart Flex와 INNOLED 사업부 매출액은 1,306억원(+41% YoY) 및 3,138억원(+11% YoY) 전망
- 고객사 내 M/S 확대 및 가동률 증가(약 90% 추정)로 OLED용 봉지 소재 매출 증가
- 22년 폴더블 시장의 볼륨 성장이 본격적으로 수반되며 Smart FLEX 중장기 성장 기대

FPCB향 매출 비중 감소→제품 믹스 효과에 따른 수익성 개선

- 22년 영업이익은 1,240억원으로 전년대비 약 28% 수준까지 성장할 것으로 예상
- FPCB 사업부 매출 비중이 감소하며 원가 부담 증가에 따른 수익성 훼손보다 제품 믹스 개선에 따른 전사 영업이익 개선 효과가 가능할 것으로 판단
- FPCB 사업부 주요 원재료는 PI필름과 동박으로 원재료 가격 변동성이 높기 때문

Key data



현재주가(22/5/30,원)	44,500	시가총액(십억원)	896
영업이익(22F,십억원)	124	발행주식수(백만주)	20
Consensus 영업이익(22F,십억원)	127	유동주식비율(%)	69.0
EPS 성장률(22F,%)	21.4	외국인 보유비중(%)	22.7
P/E(22F,x)	9.0	베타(12M) 일간수익률	1.10
MKT P/E(22F,x)	10.1	52주 최저가(원)	29,850
KOSDAQ	886.44	52주 최고가(원)	56,900

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.2	17.4	48.8
상대주가	-8.3	27.9	64.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액 (십억원)	293	349	336	487	552	594
영업이익 (십억원)	38	46	44	97	124	120
영업이익률 (%)	13.0	13.2	13.1	19.9	22.5	20.2
순이익 (십억원)	30	35	25	80	99	95
EPS (원)	1,559	1,767	1,290	4,091	4,969	4,725
ROE (%)	22.4	21.1	13.2	31.4	27.9	21.2
P/E (배)	11.4	14.7	17.7	11.3	9.0	9.4
P/B (배)	2.2	2.7	2.0	2.9	2.2	1.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.8	0.8	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 이녹스첨단소재, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋증권

I. 실적 전망 및 투자의견

커버리지 개시: 투자의견 '매수' 및 목표주가 '65,000원'

이녹스첨단소재에 대해 투자의견 '매수' 및 목표주가 '65,000원'으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 22년 12개월 선행 EPS 4,969원에 디스플레이 업황 둔화기였던 18년~19년 동사의 평균 P/E 13배를 적용하여 산출하였다. 22년 TV 수요 둔화 및 국내 주요 TV 세트 업체의 OLED 시장 진입은 지연될 것으로 예상한다. 디스플레이 업황 부진에도 고객사 내 OLED 소재 M/S가 상승하며 22년 호실적을 기록할 것으로 판단한다. 또한 폴더블 1,500만대 수준의 출하량을 기록하며 중장기적으로 폴더블 관련 매출 상승세가 가능할 것으로 기대한다.

이녹스첨단소재는 22년 매출액 5,518억원(+15% YoY) 및 영업이익 1,240억원(+28% YoY)의 견조한 실적을 기록할 것으로 예상한다. 시장 예상 매출액 5,676억원과 영업이익 1,272억원을 약 3% 하회하는 실적이다. 원재료 비중이 높은 FPCB 사업부 매출액 비중이 감소하며 제품 믹스 효과가 기대된다. 또한 주요 패널 고객사의 광저우 패널 가동률이 빠르게 올라오며, 영업레버리지에 따른 큰 폭의 수익성 개선이 지속되고 있는 것으로 판단한다.

표 14. 이녹스첨단소재 Valuation (원, x, %)

	2022F	비고
EPS	4,969	22년 12개월 선행 EPS
Target P/E	13	디스플레이 업황 둔화기였던 '18~'19년 평균 P/E 13x
적정주가	64,597	
목표주가	65,000	
현재가격	44,500	2022년 5월 30일 종가 기준
상승여력	46.1	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 15. 이녹스첨단소재 실적 추이 및 전망 (십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	96	108	141	142	131	136	145	140	487	552	594
INNOFLEX	17	16	17	17	18	17	17	15	66	67	63
INNOSEM	9	10	11	11	10	10	10	10	40	40	43
Smart FLEX	16	22	30	29	27	28	38	37	98	131	156
INNOLED	54	60	84	85	75	80	80	79	283	314	331
영업이익	14	20	31	33	31	30	34	29	97	124	120
YoY	*155*	*185*	*58*	*173*	*128*	*48*	*11*	*21*	*102*	*28*	*-3*
QoQ	*12*	*47*	*54*	*6*	*27*	*-4*	*15*	*-14*			
영업이익률	14.2	18.4	21.9	22.9	23.6	21.8	23.5	21.0	19.9	22.5	20.2

자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. 투자포인트

1. 주요 고객사의 WOLED 출하량 증가 수혜

대형 및 중소형 OLED 시장 성장에 따른 이녹스첨단소재의 수혜가 가능할 것으로 판단한다. 전체 매출에서 INNOLED 사업부가 차지하는 비중은 약 60% 수준이다. 고객사의 광저우 OLED 패널 생산 라인 가동률이 90% 수준까지 올라오며, 영업레버리지에 따른 큰 폭의 수익성 개선 추이가 지속되고 있는 것으로 판단한다.

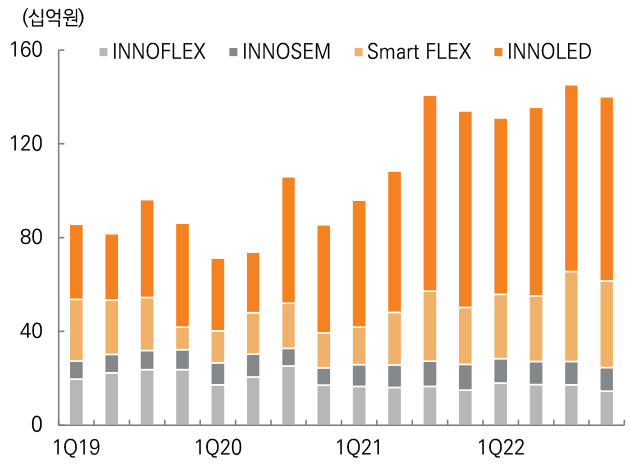
22년 LG디스플레이의 대형 OLED 추가 증설 가능성이 가시화되며 이녹스첨단소재의 수혜가 기대된다. LG디스플레이의 대형 OLED 패널 출하는 19년 330만대(+12% YoY), 20년 450만대(+36% YoY), 21년 740만대(+66% YoY), 22년 천만대(+35% YoY)까지 증가할 것으로 예상한다 동사의 대형 OLED 소재 매출액은 20년 1,566억원(+7% YoY), 21년 2,833억원(+80% YoY), 22년 3,138억원(+11% YoY)을 기록하며 고객사 WOLED 출하량 증가에 따른 수혜가 가능할 것이다.

표 16. 이녹스첨단소재 사업부별 주요 제품

사업부	주요 제품명	특징	매출 비중
INNOFLEX	Coverlay	PI 필름에 접착제를 코팅하여 FPCB의 노출된 면을 보호해주는 필름	12%
	FCCL	FPCB에서 회로를 형성하는 원판 필름	
	Bonding Sheet	FPCB 적층면에 접착 용도로 사용되는 시트	
	Stiffner(보강판)	Coverlay와 Bonding Sheet의 특징을 모두 가진 제품. FPCB의 견고함을 보강하여주는 복합 필름	
INNOSEM	DAF	반도체 패키징 과정에서 Die-Substrate, Die-Die의 접착을 위해 사용하는 필름	7%
	QFN Tape	리드프레임 후면에 부착되어 Mold의 leakage 방지하여주는 테이프	
Smart FLEX	TPU Tape	폴더블 폰에 외부 이물질이 유입하는 것을 차단하여주는 역할의 테이프	24%
	복합 방열시트	OLED 패널과 배터리 중간에 위치하여 높은 열전도율과 절연성, 유연성을 갖고 있는 테이프	
INNOLED	Protective Film	Flexible OLED 패널을 보호해주는 역할의 점착 필름	57%
	Encapsulation Film	OLED 패널에 산소 접촉을 차단하여 OLED 소자가 손상되는 것을 방지해주는 역할의 필름	
	OCA	OLED 패널의 광학 투명성을 높혀주는 접착 필름	
	Patterned Film	폴더블용 OLED 패널에 부착되어 패널을 보호하고 지지해주는 역할의 점착 필름	

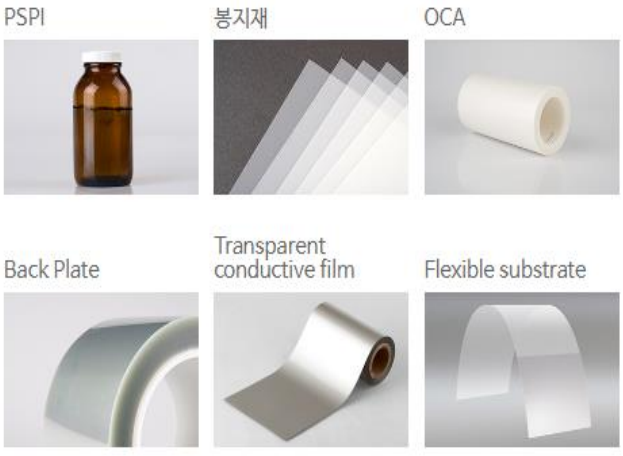
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 사업부별 매출액 비중 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 이녹스첨단소재 OLED 소재 사업



자료: 이녹스첨단소재, 미래에셋증권 리서치센터

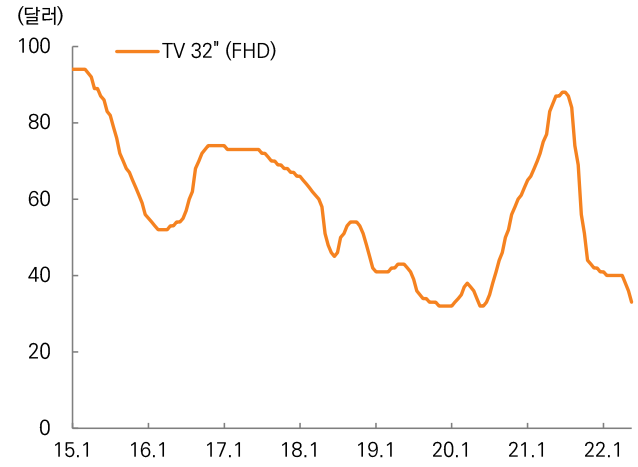
디스플레이 산업의 방향성은 결국 OLED이다. 국내 패널 업체들이 중국 업체들과의 LCD 가격 경쟁에 지속 가능한 우위를 점하기는 어려울 것으로 판단한다. LCD 패널 가격은 팬데믹 완화와 중국 경쟁사의 저가 물량 공세로 하락 추이가 지속되고 있다.

수요 둔화에 따른 공급 과잉 구간으로 진입하며 디스플레이 산업의 대한 우려가 높아지고 있다. 22년 LG디스플레이 OLED용 패널 벤더 목록에 국내 주요 TV 세트 업체가 신규로 추가될 것으로 예상되었으나 글로벌 TV 시장 수요 둔화로 진입 시기가 지연될 것으로 예상한다.

산업 전체의 멀티플 조정 구간에도 22년 INNOLED 사업부 매출액은 3,138억원(+11% YoY)의 견조한 실적이 가능할 것으로 판단한다. 1)고수익성인 OLED 소재 비중이 높아지며 믹스 개선 효과, 2)OLED 관련 주요 제품의 고객사 내 M/S가 상승하며 물량이 증가하고 있기 때문이다.

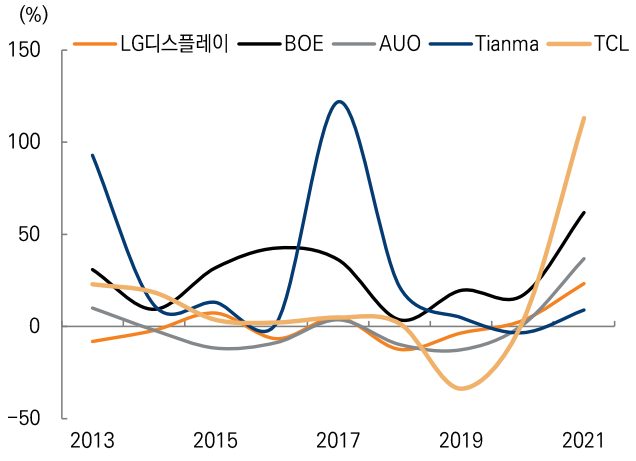
폴더블 제품의 출하 성장이 본격화되며 전방 수요 정체로 둔화되었던 중소형 OLED소재, 방열시트 등 스마트폰용 소재 매출 성장이 기대된다. 방열 시트는 스마트폰에만 탑재되는 특수 부품으로 과거 고객사의 배터리 폭발 사고 이후 열관리 효율성이 부각되며 공급을 시작하였다. 방열시트는 수익성이 높진 않지만, 동사가 고객사에 독점으로 공급하고 있어 고객사 물량 증대에 따른 온전한 수혜가 가능하다. 방열시트가 포함된 Smart FLEX 사업부의 21년 매출액은 975억원을 기록하였으나 23년 1,564억원 수준까지 상승하며 60%의 성장이 가능할 것으로 기대한다.

그림 51. LCD 패널 가격 추이



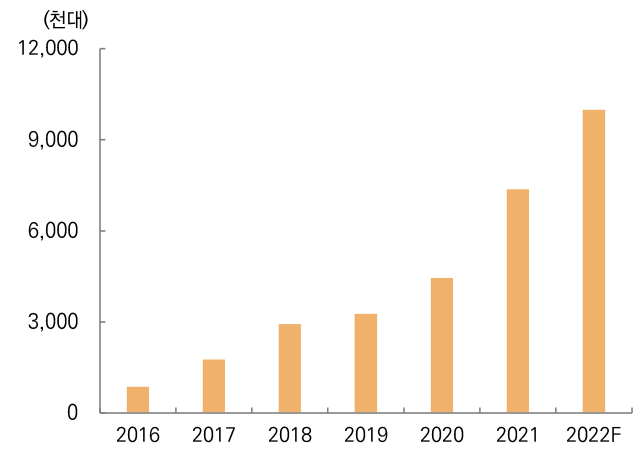
자료: Omdia, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. 디스플레이 패널 업체들의 매출액 증감률



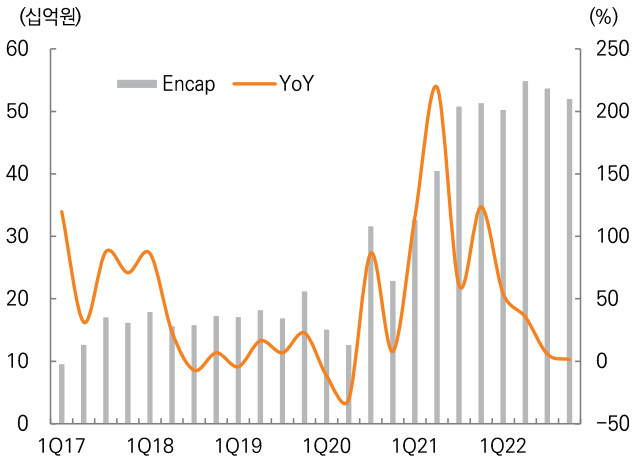
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. LG디스플레이 OLED TV용 패널 출하량 추이 및 전망



자료: Omdia, 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. 이녹스첨단소재 봉지 소재 매출액 추이 및 전망

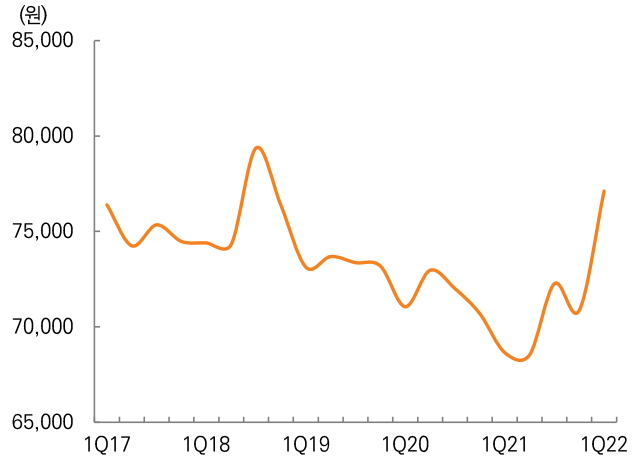


자료: 미래에셋증권 리서치센터

2. FPCB향 매출 비중 감소 → 수익성 개선 효과

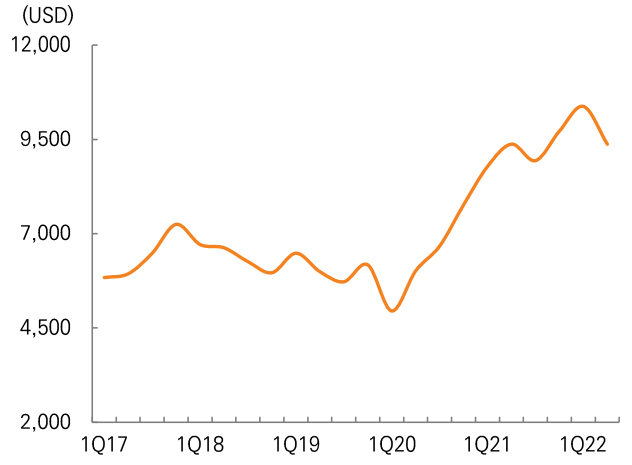
FPCB의 주요 원재료인 PI필름과 동박의 가격이 지속 인상되며 수익성 훼손에 대한 우려가 존재한다. 이녹스첨단소재는 PI필름 물량을 PI첨단소재로부터 공급받고 있으며, 전사 원재료 구매액에서 PI필름과 동박이 차지하는 비중은 50% 이상으로 원재료 가격 상승에 따른 수익성 악화 부담이 크다.

그림 55. PI첨단소재 PI필름 평균 단가 추이



자료: PI첨단소재, 미래에셋증권 리서치센터

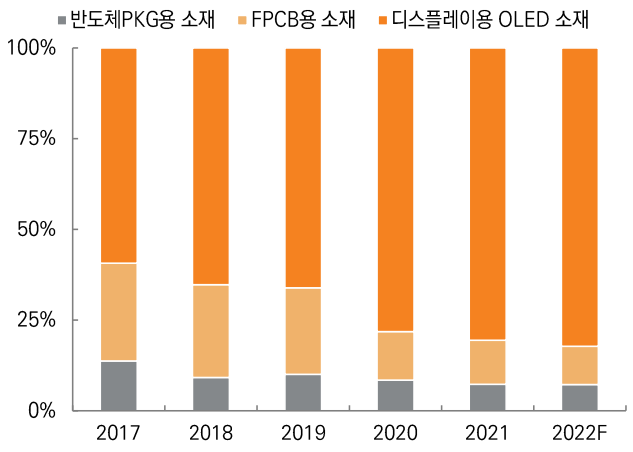
그림 56. 동박(구리) 가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

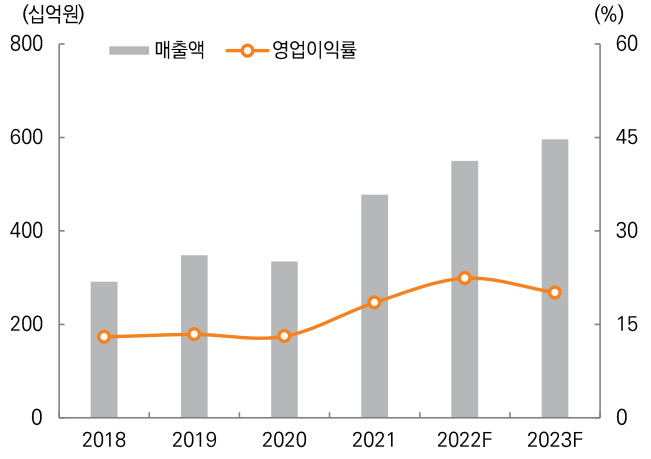
22년 INNOFLEX 사업부 예상 매출액은 670억원(+4% YoY)으로 저수익성 소재 부문 매출 축소로 수익성 개선 효과가 가능할 것으로 판단한다. FPCB용 필름은 원재료 가격의 변동성이 높은 PI필름을 주로 하여 수익성에 부정적이다. 그러나 OLED 소재는 다른 소재 제품과 달리 PI필름을 원재료로 사용하지 않으며, 고정비 비중이 높다. 고객사의 OLED 라인 가동률 상승에 따른 수익성 개선 효과가 가속화될 것이라는 점에서 더욱 긍정적이다. 22년 반도체용 및 OLED용 소재 매출 비중이 90%까지 증가하며 제품 믹스 효과가 가능할 것으로 예상한다.

그림 57. PI필름이 사용되지 않는 제품군의 매출액 비중



자료: 이녹스첨단소재, 미래에셋증권 리서치센터

그림 58. 이녹스첨단소재 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

III. 글로벌 Peer Group

IT 첨단소재 업체

표 17. IT 첨단소재 업체 실적 관련 지표 (십억원, %)

회사명	주가상승률		시가총액	매출액		영업이익		영업이익률		순이익	
	-1M	-3M		2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
이녹스첨단소재	-10.2	3.2	896	553	594	124	120	22.5	20.2	99	95
Nitto Denko	4.1	9.1	13,413	8,731	8,951	1,438	1,484	16.5	16.6	1,041	1,086
UDC	0.9	-16.8	7,605	817	922	345	406	42.2	44.1	277	331
PI첨단소재	0.3	11.0	1,413	355	404	85	103	24.1	25.4	67	79
덕산네오룩스	-2.5	5.7	1,016	209	262	59	74	28.1	28.2	53	65
비에이치	4.2	47.3	967	1,435	1,574	134	149	9.3	9.5	112	120
원익머트리얼즈	2.0	8.7	480	398	430	64	67	16.1	15.6	53	55
인터플렉스	-8.3	-23.0	359	606	745	44	55	7.2	7.3	35	48
에스케이머티리얼즈	-	-	-	1,349	1,521	373	427	27.7	28.1	247	283
IT 첨단소재 평균	**-1.2**	**5.6**						**21.5**	**21.7**		

자료: Bloomberg, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 18. IT 첨단소재 업체 주가 관련 지표 (배, %)

회사명	ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
이녹스첨단소재	27.9	21.2	9.0	9.4	2.2	1.8	5.2	4.8
Nitto Denko	12.2	11.7	13.1	12.6	1.6	1.4	5.6	5.4
UDC	17.7	17.7	27.8	23.8	4.8	4.0	17.1	14.7
PI첨단소재	19.6	20.4	20.9	17.7	3.9	3.4	12.3	10.1
덕산네오룩스	17.0	17.8	19.2	15.6	3.0	2.6	13.0	9.9
비에이치	24.4	21.1	8.6	8.0	1.7	1.4	5.5	4.6
원익머트리얼즈	12.8	11.9	9.2	8.8	1.1	1.0	4.7	4.2
인터플렉스	18.0	20.3	10.6	7.7	1.8	1.4	5.5	4.1
에스케이머티리얼즈	32.6	28.9	-	-	-	-	-	-
IT 첨단소재 평균	**20.2**	**19.0**	**14.8**	**13.0**	**2.5**	**2.1**	**8.6**	**7.2**

자료: Bloomberg, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

이녹스첨단소재 (272290)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	**336**	**487**	**552**	**594**
매출원가	**255**	**344**	**375**	**420**
매출총이익	**81**	**143**	**177**	**174**
판매비와관리비	**37**	**46**	**53**	**54**
조정영업이익	**44**	**97**	**124**	**120**
영업이익	**44**	**97**	**124**	**120**
비영업손익	**-12**	**3**	**3**	**1**
금융손익	-1	-1	0	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	32	100	127	121
계속사업법인세비용	7	20	27	26
계속사업이익	25	80	99	95
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**25**	**80**	**99**	**95**
지배주주	25	80	99	95
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**25**	**81**	**99**	**95**
지배주주	25	81	99	95
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	61	115	143	138
FCF	15	41	107	78
EBITDA 마진율 (%)	18.2	23.6	25.9	23.2
영업이익률 (%)	13.1	19.9	22.5	20.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.4	16.4	17.9	16.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
유동자산	**165**	**283**	**371**	**484**
현금 및 현금성자산	56	109	199	270
매출채권 및 기타채권	56	103	102	127
재고자산	36	57	57	71
기타유동자산	17	14	13	16
비유동자산	**153**	**167**	**156**	**150**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	140	148	134	130
무형자산	2	2	4	3
자산총계	**319**	**451**	**527**	**634**
유동부채	**85**	**119**	**98**	**116**
매입채무 및 기타채무	25	34	34	42
단기금융부채	48	46	26	27
기타유동부채	12	39	38	47
비유동부채	**31**	**23**	**24**	**25**
장기금융부채	24	18	19	19
기타비유동부채	7	5	5	6
부채총계	**116**	**142**	**122**	**141**
지배주주지분	**202**	**309**	**405**	**493**
자본금	5	10	10	10
자본잉여금	104	106	111	111
이익잉여금	107	187	279	367
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**202**	**309**	**405**	**493**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	**33**	**61**	**116**	**91**
당기순이익	25	80	99	95
비현금수익비용가감	35	46	46	43
유형자산감가상각비	16	17	18	17
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	18	28	27	25
영업활동으로인한자산및부채의변동	-14	-60	8	-23
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-10	-46	2	-25
재고자산 감소(증가)	0	-21	1	-14
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	5	0	5
법인세납부	-12	-5	-38	-26
투자활동으로 인한 현금흐름	**13**	**-23**	**-10**	**-13**
유형자산처분(취득)	-17	-19	-10	-13
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	27	0	0	0
기타투자활동	3	-4	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-41**	**14**	**-16**	**-7**
장단기금융부채의 증가(감소)	-35	-7	-19	0
자본의 증가(감소)	0	7	5	0
배당금의 지급	0	0	0	-7
기타재무활동	-6	14	-2	0
현금의 증가	**4**	**52**	**90**	**71**
기초현금	53	56	109	199
기말현금	56	109	199	270

예상 주당가치 및 valuation (요약)

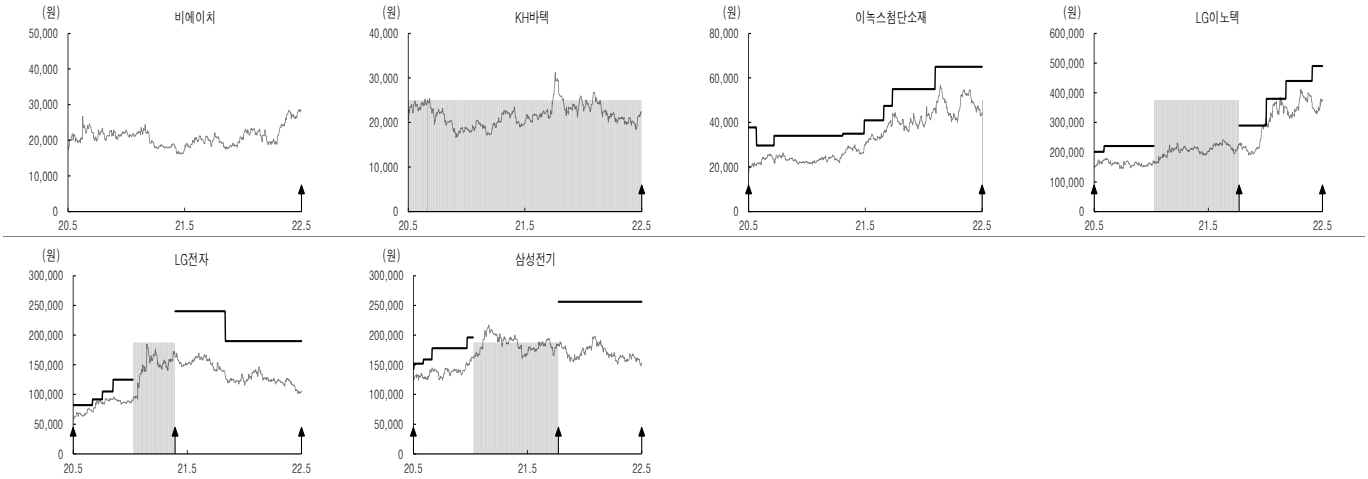
	2020	2021	2022F	2023F
P/E (x)	17.7	11.3	9.0	9.4
P/CF (x)	7.4	7.1	6.1	6.5
P/B (x)	2.0	2.9	2.2	1.8
EV/EBITDA (x)	7.4	7.5	5.2	4.8
EPS (원)	1,290	4,091	4,969	4,725
CFPS (원)	3,096	6,455	7,291	6,870
BPS (원)	11,183	15,712	20,116	24,491
DPS (원)	0	350	350	350
배당성향 (%)	0.0	8.6	7.1	7.4
배당수익률 (%)	0.0	0.8	0.8	0.8
매출액증가율 (%)	-3.7	44.9	13.3	7.6
EBITDA증가율 (%)	-1.6	88.5	24.3	-3.5
조정영업이익증가율 (%)	-4.3	120.5	27.8	-3.2
EPS증가율 (%)	-27.0	217.1	21.5	-4.9
매출채권 회전율 (회)	6.6	6.2	5.4	5.2
재고자산 회전율 (회)	9.2	10.4	9.7	9.3
매입채무 회전율 (회)	17.4	19.0	18.4	18.5
ROA (%)	7.7	20.8	20.4	16.4
ROE (%)	13.2	31.4	27.9	21.2
ROIC (%)	16.9	33.5	39.7	38.0
부채비율 (%)	57.4	46.0	30.1	28.7
유동비율 (%)	193.8	238.0	378.2	415.5
순차입금/자기자본 (%)	7.6	-14.3	-39.3	-46.6
조정영업이익/금융비용 (x)	16.4	52.9	120.2	147.5

자료: 이녹스첨단소재, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
비에이치 (090460)				
2022.05.30	매수	40,000	-	-
KH바텍 (060720)				
2022.05.30	매수	30,000	-	-
이녹스첨단소재 (272290)				
2022.05.30	매수	65,000	-	-
2022.05.30	담당자변경		-	-
2022.01.04	매수	65,000	-25.94	-12.46
2021.08.23	매수	55,000	-25.59	-14.36
2021.07.27	매수	47,500	-19.73	-13.79
2021.05.27	매수	41,000	-20.22	-14.63
2021.03.21	매수	35,000	-21.15	-14.29
2020.08.18	매수	34,051	-31.48	-22.43
2020.06.24	매수	29,673	-20.46	-12.95
2019.10.28	매수	37,820	-42.79	-24.62
LG이노텍 (011070)				
2022.04.28	매수	490,000	-	-
2022.02.03	매수	440,000	-18.04	-6.48
2021.12.02	매수	380,000	-10.85	1.18
2021.09.06	매수	290,000	-21.57	8.28
2020.12.08	분석 대상 제외		-	-
2020.07.01	매수	221,000	-27.40	-18.78
2020.01.29	매수	201,000	-31.19	-13.18
LG전자 (066570)				
2021.09.29	매수	190,000	-	-
2021.04.21	매수	240,000	-35.91	-29.17
2020.12.08	분석 대상 제외		-	-
2020.10.05	매수	125,000	-29.15	-23.12
2020.09.01	매수	105,000	-14.60	-11.24
2020.07.31	매수	91,700	-8.09	-1.20
2020.04.01	매수	82,000	-24.60	-7.32
삼성전기 (009150)				
2021.09.06	매수	256,000	-	-
2020.12.08	분석 대상 제외		-	-
2020.11.18	매수	196,000	-20.29	-16.84
2020.07.29	매수	178,000	-22.33	-13.48
2020.07.01	매수	159,000	-17.08	-9.12
2020.06.01	매수	152,000	-14.14	-10.53
2020.04.01	매수	143,000	-21.02	-12.59

* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상

산업	
비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.90%	8.50%	7.80%	0.80%

* 2022년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성전기, LG이노텍, LG전자을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 비에이치 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.