

Equity Research | 2023.11.28

(Analyst) 박준서 park.junseo@miraeasset.com

전기/전자부품 (비중확대/신규)

전장에서 승리하라

MIRAE ASSET
미래에셋증권

CONTENTS

Executive Summary	3
회복의 시그널	3
전장에서 승리하라	3
내년을 보면 매력적인 Valuation	3
최선호주 삼성전기, 차선호주 비에이치로 제시	3
Key Charts	4
I. 투자 전략 및 Valuation	7
전기전자/IT하드웨어 투자의견 ‘비중 확대’ 제시	7
Valuation 매력도 상승	7
II. 전장에서 승리하라	9
스마트폰 비켜, 전장부품 비춰	9
ADAS로 카메라 한 다스	12
MLCC는 전장에서 강해진다	17
가벼워야 멀리간다	21
III. 스마트폰, 회복	27
반등의 서막	27
프리미엄은 역시 애플	29
인도의 성장은 아직 남아쓰떼	31
IV. Appendix	34
주요 전기전자 업체 관련 지표	34
Global Company Analysis	40
삼성전기	41
비에이치	54
LG전자	64
LG이노텍	76
솔루엠	88
삼화콘덴서	98
퓨런티어	108

Executive Summary

회복의 시그널

전기전자/IT하드웨어에 대해 비중확대로 신규 커버리지를 개시한다. 최근 전방 산업의 건강한 재고 수준과 수요 회복의 시그널이 나오고 있다. 24년은 스마트폰 출하량의 회복 시작과 전장 부품 向 실적 개선과 성장이 기대된다. 스마트폰은 2년의 추운 겨울을 지나 +5% YoY 성장하고 전장 부품 업체들은 전기차 사이클에서 주목 받을 것으로 판단한다. **성장성 대비 초기 전기차 전장 신규 진입에 마진이 보장되지 않았으나 명확한 수익 창출의 비즈니스로 변화하는 한 해가 될 것이다.**

전장에서 승리하라

전장 부품 시장은 22년 기준 스마트폰 부품 시장 규모보다 더 커졌다. 25년은 +24% 더 커질 것으로 전망한다. **전기차의 전동화에 1) 카메라, 2) MLCC, 3) FPCB에 수혜가 될 것으로 판단한다.** ADAS (첨단 운전자 보조 시스템)는 고부가 MLCC와 고성능 센싱 카메라의 수요가 증가시킬 것이다. 전장용 MLCC는 기존 대비 열 내구성이 높아야 되고 센싱 카메라는 고화질 및 고성능이 필수적이다. 부품들의 P, Q의 성장이 기대된다.

FPCB 수혜가 기대된다. 경량화라는 개선점에서 전자부품 업체들이 주목 받을 것이다. 저가 EV가 침투율을 올리는 국면에 진입했고 저가 전기차의 문제점은 주행거리이다. 비교적 낮은 에너지 밀도를 주행거리로 개선하기 위해서는 경량화가 큰 비중을 차지할 것으로 판단하기 때문이다. EV ATP는 작년부턴 지속적으로 떨어졌으며 저가 EV들이 판매 순위가 상승했다. 주행거리의 확보를 위해 전기 전자 업체들을 주목해야 된다.

내년을 보면 매력적인 Valuation

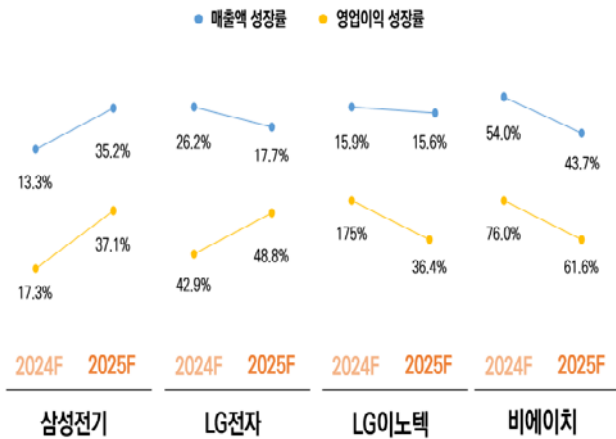
내년 IT 수요 회복과 전장의 성장률이 확대되는 시기라고 판단한다. 시장 기대 대비 올해 더디었던 회복의 속도는 주가에 반영됐다. 전방 산업들의 모바일 및 PC 재고 완화의 기조가 이어지고 있다. 수요 회복의 시그널이 나오는 가운데 IT 회복이 이루어지며 전장의 성장성이 부각될 것이다.

최선호주 삼성전기, 차선호주 비에이치로 제시

탑픽 삼성전기는 투자의견 매수와 목표주가 190,000원으로 제시한다. 1) IT 수요 회복과 2) 24년 전장용 MLCC 비중이 25%로 상승 전망하며 Blended ASP 상승이 기대된다. **차선호주 비에이치는 투자의견 매수와 목표주가 30,000원으로 제시한다.** 1) 전장용 FPCB 확대, 2) 24년 스마트폰 회복과 IT OLED용 PCB 매출 가시화가 부각될 것이다.

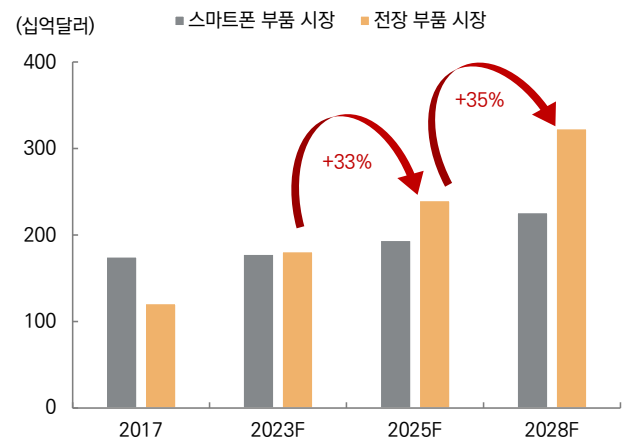
Key Charts

그림 1. 주요 전기전자 업체 전장 매출액, 영업이익 성장률 전망



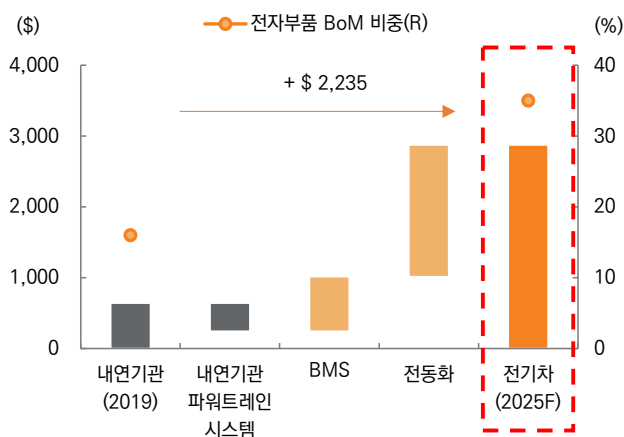
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 스마트폰 부품 시장 vs 전장 부품 시장



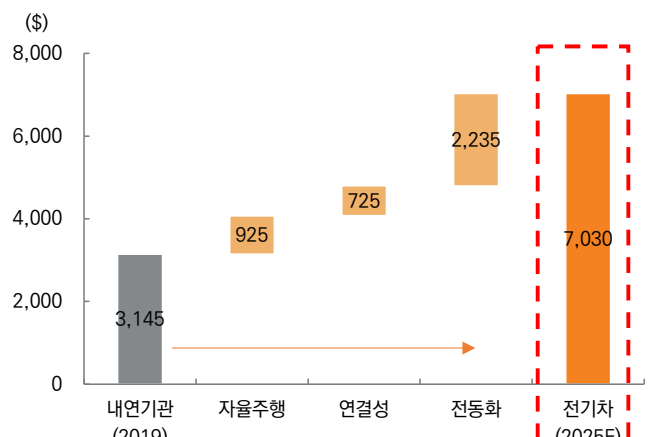
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 내연기관 대비 전기차 전자부품 BOM 비중



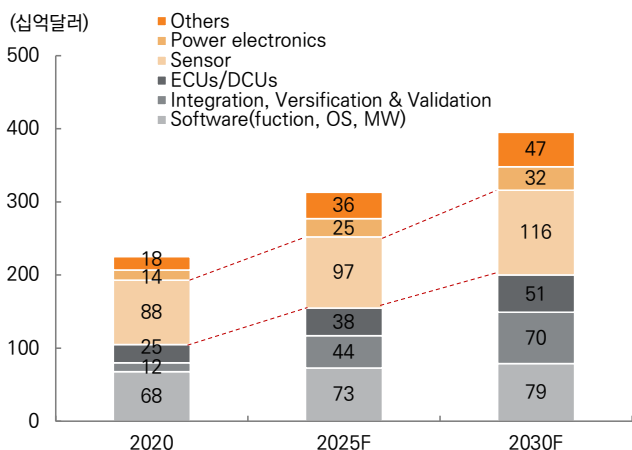
자료: Roland Berger, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 내연기관 대비 전기차 단계별 BOM 증가



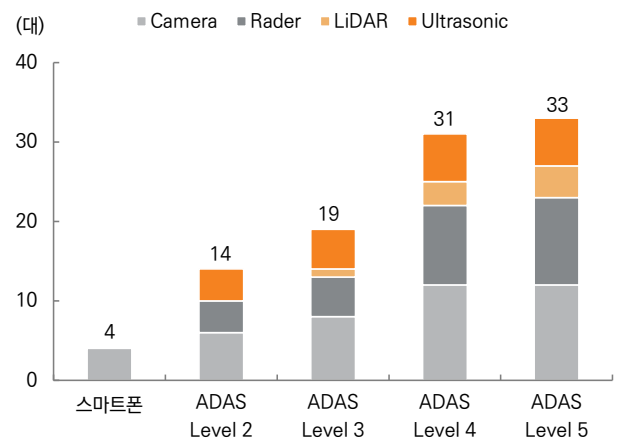
자료: Roland Berger, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 전장 부품 및 소프트웨어 시장 전망



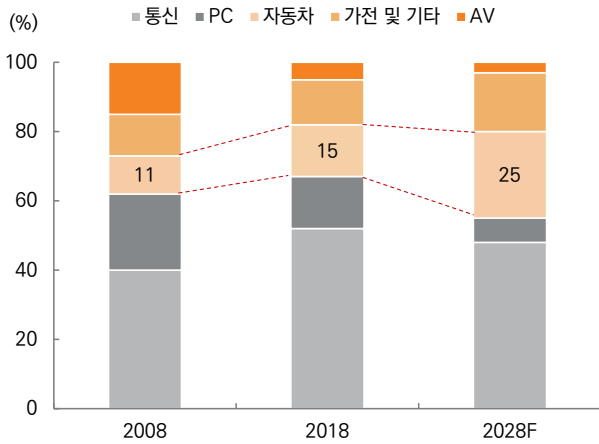
자료: Techinsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. ADAS 센서 탑재 개수 전망



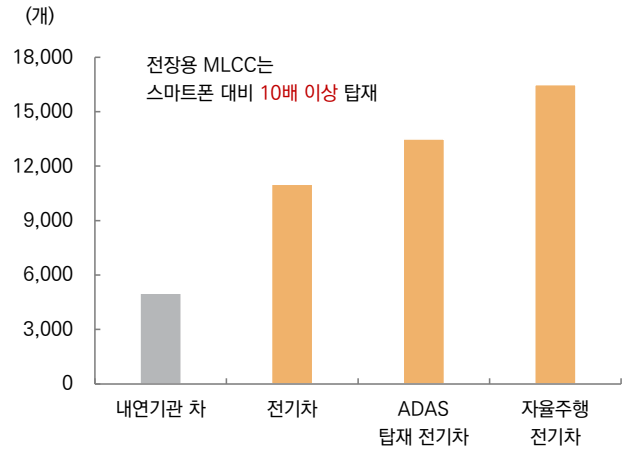
자료: Techinsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. MLCC 산업별 수요 전망: 전장용 비중 증가



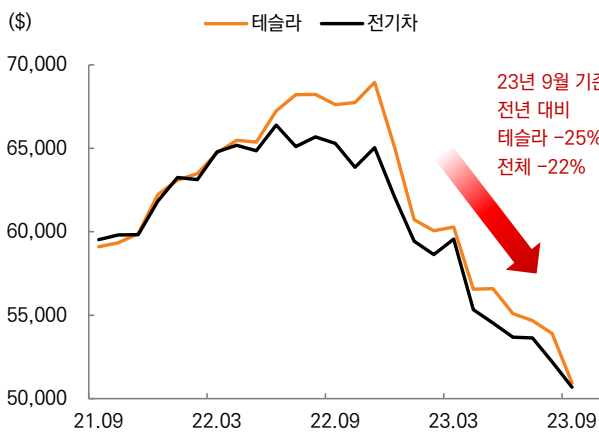
자료: 삼성전기, Murata, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 전장용 MLCC 탑재량 증가



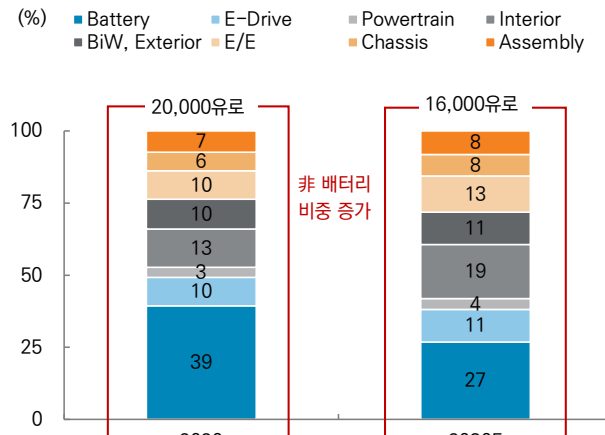
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. EV 신차 평균 거래 가격 추이



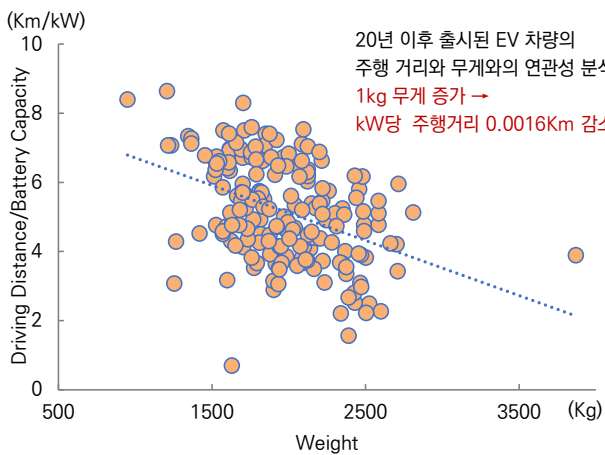
자료: Kelly Blue Book, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 전기차 평균 가격 전망



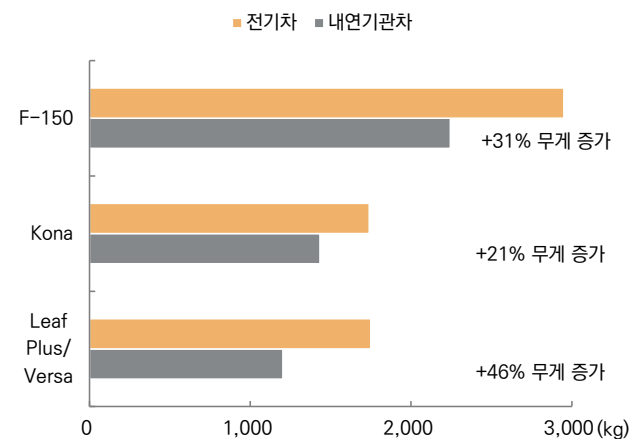
자료: InsideEVs, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. EV 중량에 따른 주행거리 효율 향상 관계 그래프



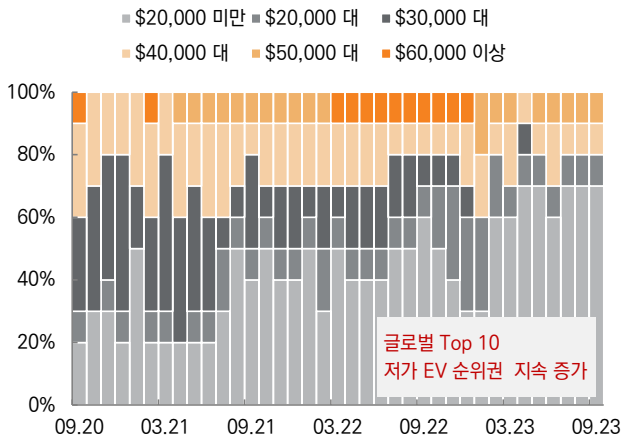
자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 주요 모델 내연기관 대비 전기차 무게



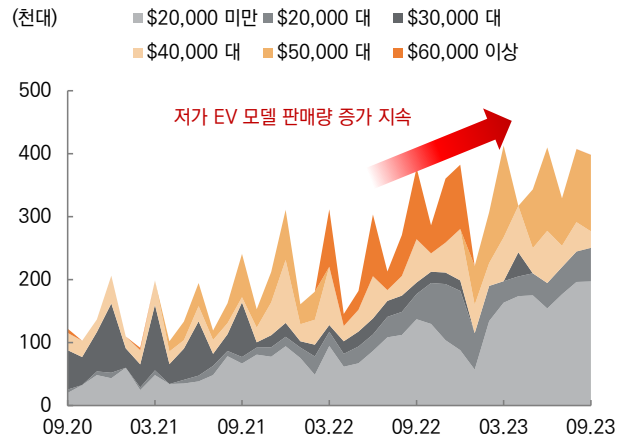
자료: Nature, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 글로벌 Top 10 가격 추이



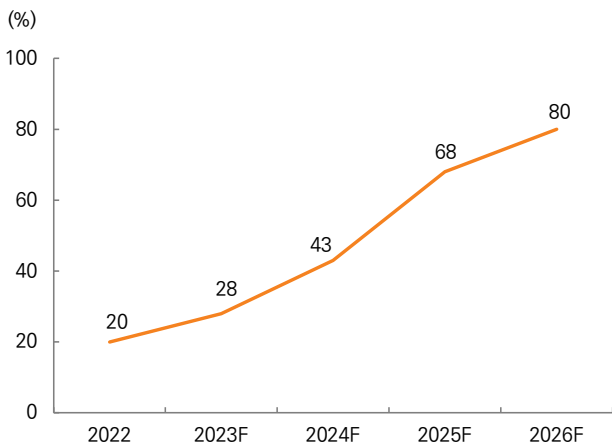
자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 글로벌 Top 10 가격별 판매량 추이



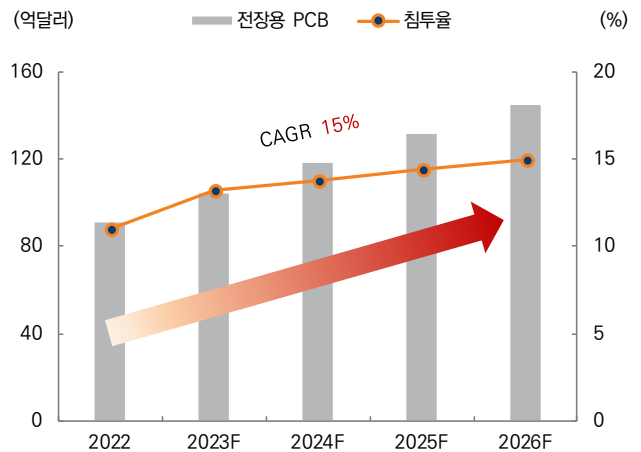
자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 글로벌 전기차 BMS용 FPCB 침투율



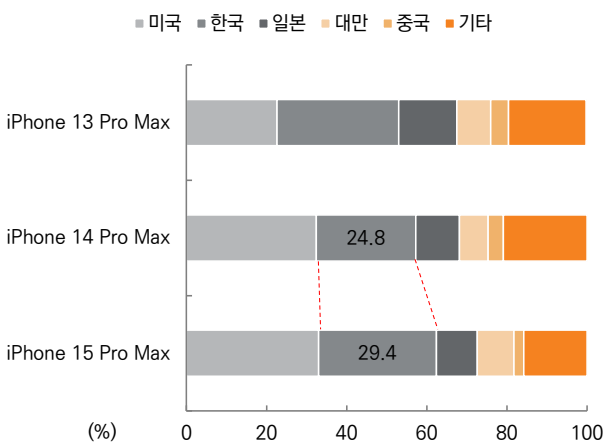
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 전장용 PCB 시장 규모 전망



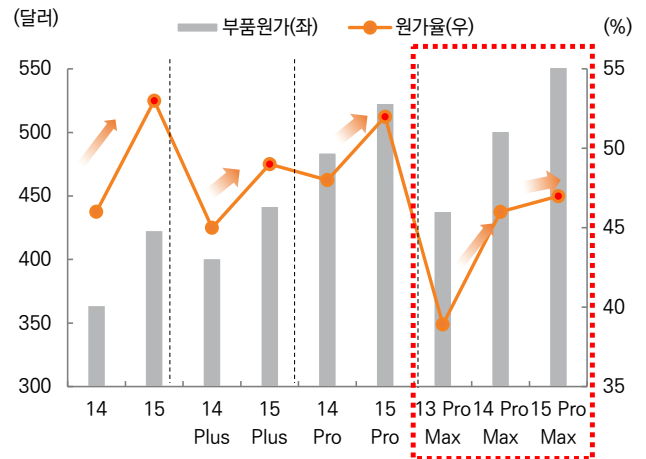
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. iPhone Pro Max 주요 구성 부품 국가별 점유율



자료: Nikkei, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. iPhone 14, 15 모델 시리즈 원가 비교



자료: Nikkei, 미래에셋증권 리서치센터

I. 투자 전략 및 Valuation

전기전자/IT하드웨어 투자의견 ‘비중 확대’ 제시

전기전자/IT하드웨어 업종에 대해 투자의견을 비중확대로 커버리지를 개시한다. 24년 IT의 수요 회복 시그널이 가시화되고 있고, 전장의 성장 동력이 기대된다. 24년 모바일 및 PC 재고 안정화와 수요 회복 흐름이 견조할 것으로 판단한다. 전장 사업부도 초기 CAPEX 및 레퍼런스 확보를 위해 저마진 위주에서 고마진 제품 확대로 주요 전기전자 업체들의 전장 사업부의 턴라운드 및 영업 마진 개선이 지속될 것으로 판단한다.

Valuation 매력도 상승

23년 전기전자 업체들은 수요 회복에 대한 높은 시장 기대감 대비 느린 회복으로 주가 흐름이 좋지 않았다. 내년 IT 수요 회복으로 실적이 회복하는 기업, 전장의 성장성을 더욱 가져가는 기업, 과도한 낙폭이 있었던 기업에 대한 재조명이 필요한 시기이다.

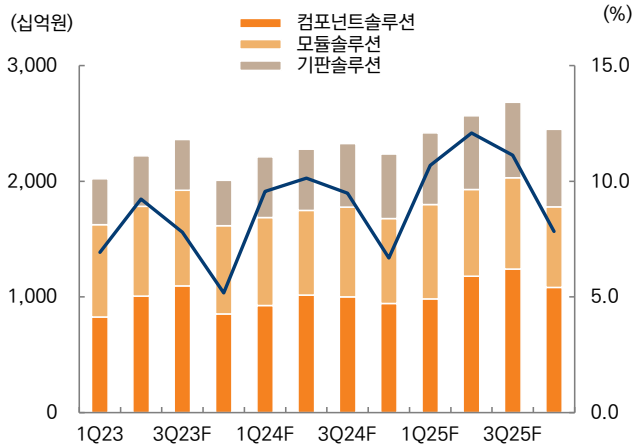
표 1. 전기전자/IT하드웨어 신규 커버리지 7사 투자포인트 및 실적 요약

(십억원, %, X)

종목		매수	시가총액	투자포인트	연도	매출액	OPM	ROE	P/E	P/B
삼성전기 최선호주	투자의견	매수	10,330	① 전장용 MLCC P, Q 상승으로 매출 성장	2023F	8,612	7.4	5.9	23.2	1.3
	목표주가	190,000		② FC-BGA를 필두로 한 제품 믹스 개선	2024F	9,050	9.0	7.4	17.3	1.2
	상승여력	37.4		③ 전장용, 스마트폰 카메라 모듈 출하량 증가	2025F	10,114	10.5	9.0	13.3	1.1
비에이치 차선호주	투자의견	매수	703	① 24년 iPad OLED FPCB 공급 기대	2023F	1,643	7.2	19.0	6.0	1.0
	목표주가	30,000		② 전기차 BMS용 FPCB 지속적인 매출 상승	2024F	1,841	7.6	16.6	5.8	0.8
	상승여력	47.1		③ 차량용 무선충전 모듈 탑재 모델 확대	2025F	1,965	7.9	15.5	5.3	0.7
LG전자	투자의견	매수	17,306	① 고마진 제품 위주 지속적인 VS 수주 성장	2023F	83,502	4.9	8.7	11.3	0.9
	목표주가	140,000		② WebOS 확장성 기반으로 한 수익성 개선	2024F	87,300	5.4	12.6	7.0	0.8
	상승여력	34.5		③ 기존 네트워크 기반 BS 충전소 사업 확장	2025F	90,936	5.9	13.1	5.9	0.7
LGI노텍	투자의견	매수	5,550	① 카메라 스펙업 기반 Blended ASP 증가	2023F	20,105	4.1	12.3	10.4	1.2
	목표주가	350,000		② iPhone Folded Zoom 탑재 모델 확대	2024F	21,435	5.4	16.4	6.8	1.0
	상승여력	49.3		③ 전장부품 사업부 턴어라운드	2025F	24,766	5.2	15.7	6.2	0.9
솔루엠	투자의견	매수	1,403	① 대형 프로젝트 기반 ESL 수주 증가 기대	2023F	2,090	7.4	35.5	11.2	3.2
	목표주가	43,000		② ESL 어플리케이션 확대로 마진 개선	2024F	2,199	8.3	28.6	10.2	2.4
	상승여력	53.3		③ 전기차 충전 파워모듈의 해외 납품 가능성	2025F	2,369	9.5	26.6	8.3	1.9
삼화콘덴서	투자의견	매수	390	① 고부가가치 전장용 MLCC 매출 비중 증가	2023F	291	10.3	10.8	15.3	1.5
	목표주가	51,000		② DC-Link의 탑재 모델 확대와 턴어라운드	2024F	314	12.1	11.9	12.5	1.4
	상승여력	36.0		③ DCC의 배터리 커패시터용 납품 기대	2025F	336	13.1	12.4	10.8	1.3
퓨런티어	투자의견	N/R	284	① 자율주행 고도화로 검사 장비 수요 증가	2023F	49	9.4	21.6	30.4	5.9
				② 락인 효과 기반으로 한 고객사 다변화 기대	2024F	59	11.7	21.1	25.1	4.8
				③ 카메라 스펙 업그레이드로 장비 출하 증가	2025F	69	14.7	22.5	18.9	3.8

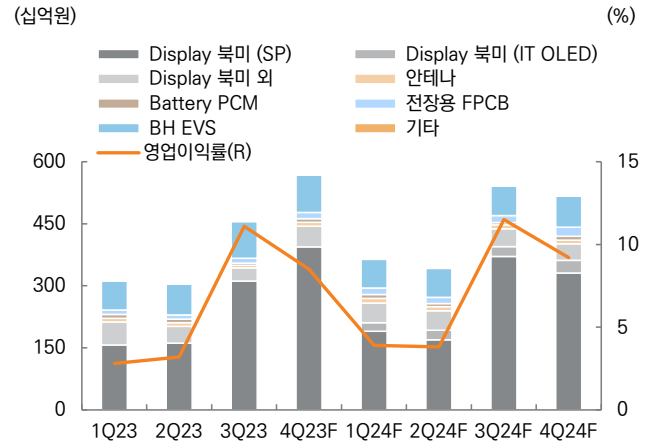
주: 퓨런티어는 컨센서스 데이터 참고
 자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 삼성전기 매출액 전망



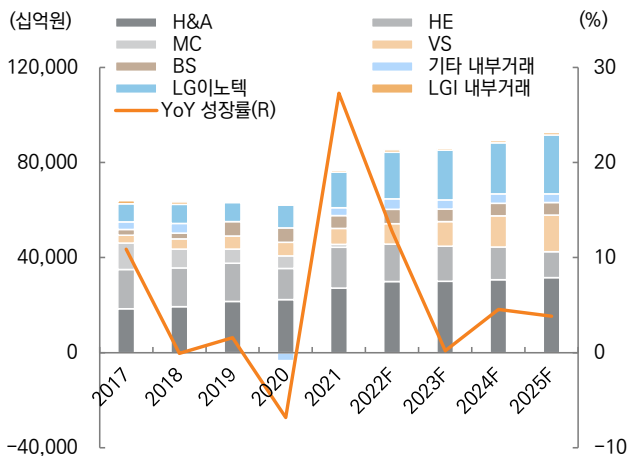
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 비에이치 매출액 전망



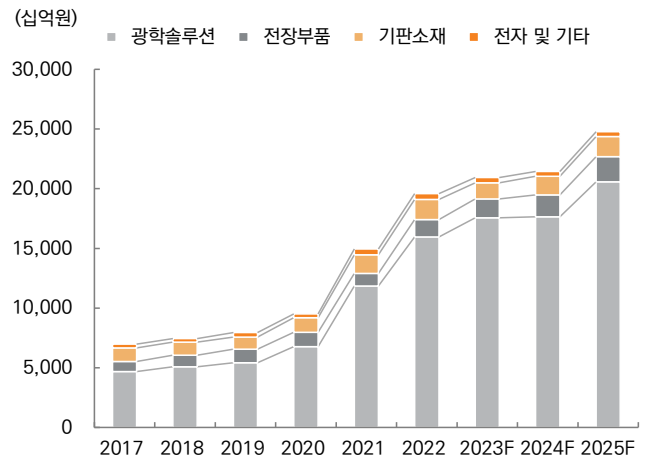
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. LG전자 매출액 전망



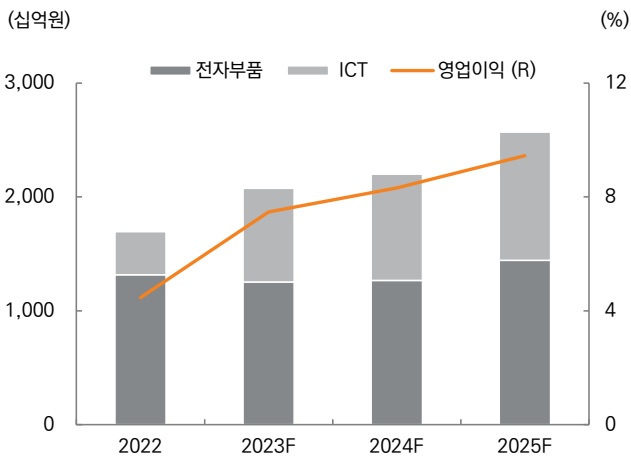
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. LG이노텍 매출액 전망



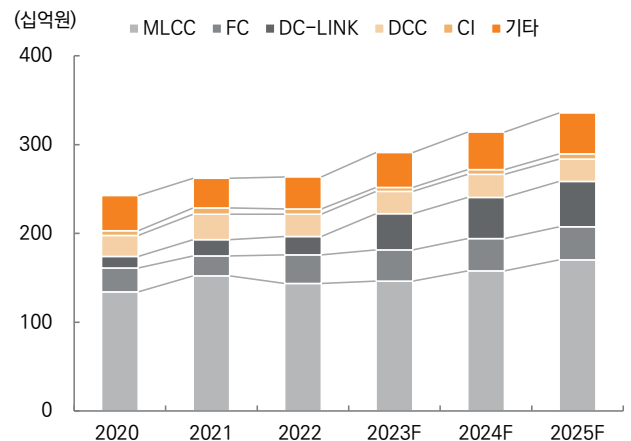
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 솔루엠 실적 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 삼화콘덴서 실적 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. 전장에서 승리하라

스마트폰 비켜, 전장부품 비취

전장 부품이 중요해질 것으로 판단한다. 1) 24년부터 본격적인 전장 향 수익성 제고와, 2) ADAS와 경량화의 도입이다. 전장 부품은 배터리와 같은 부품이지만 배터리 대비 시장에서 소외됐었다. 주요 업체들의 전장 사업이 배터리 셀보다 수익성 제고가 되지 않았기 때문이다. 2024년부터는 수익성 제고와 성장성이 부각되는 해가 될 것이다.

주요 업체들의 24년 전장 매출액 +24% YoY, 영업이익 +43% YoY

주요 전기전자 업체들의 24년 전장 매출액 및 영업이익 각각 +24% YoY, +43% YoY 증가할 것으로 추정된다. 전기차 침투율이 올라가고 전장에 특화된 제품이 늘어나기에 P, Q의 동반 성장이 실적에 반영되기 때문이다. 주요 업체들의 전장 마진이 2010년 배터리 초기 시장만큼 올라올 것이며 전기 전자 부품이 부각되는 변곡점이 될 것이다.

ADAS 주목할 부품
1) 카메라, 2) MLCC, 3) PCB

전장 부품 시장은 22년 스마트폰 시장 규모보다 더 커졌다. 25년은 +24% 더 커질 것으로 전망한다. 1) 카메라, 2) MLCC, 3) FPCB에 주목해야 된다고 판단한다. ADAS (첨단 운전자 보조 시스템)는 고성능 센싱 카메라와 고부가 MLCC의 수요가 증가시킬 것이다. 전장용 MLCC는 기존 대비 열 내구성이 높아야 되고 센싱 카메라는 뷰잉 카메라 대비 고화질 및 고성능이 필수적이다. 전자 부품들의 P, Q의 성장이 기대된다.

저가 EV가 침투율을 상승 기인

전기차 시장은 앞으로 저가 EV가 전기차 침투율을 높이는 시장이 될 것이다. EV ATP(Average Transaction Price)는 작년 대비 계속 하락하고 있다. 글로벌 전기차 Top 10 판매에도 20년 9월에는 2개의 \$20,000 미만인 EV만 순위에 올라왔으나 23년 9월 기준 7개의 EV의 모델이 Top 10에 포진됐다.

경량화를 통한 주행거리 개선

저가 EV는 비교적 짧은 주행거리를 가지고 있다. 기존 모델 대비 에너지 밀도가 떨어지기 때문이다. 배터리 탑재량을 높이면 가격이 비싸지고 무게도 증가한다. 음의 상관관계에 놓이게 된다. 따라서 부품의 경량화를 통해서 저가 EV도 주행거리를 개선하는 방향으로 갈 것이다. 또한 인프라의 미비함과 충전 성능이 문제가 해결되며 주행 거리에 대한 문제를 상쇄할 것이다.

FPCB의 채택이 가장 주목 받을 것으로 판단한다. FPCB 하네스는 기존 와이어링 하네스 대비 50% 이상 무게를 줄여주고 공간 효율 60% 이상 구현 가능하다. 전기차의 주행 거리를 확보하는데 기여할 것이다. 전장용 PCB 시장도 성장할 것이 기대된다. BMS FPCB의 침투율은 26년까지 80% 이상 성장할 것으로 판단한다.

주요 전기전자 업체들의 24년 전장 매출액 및 영업이익 각각 +24% YoY, +43% YoY 증가할 것으로 추정된다. 전기차 침투율 증가와 동시에 전장에 특화된 제품이 증가하며 P, Q의 동반 성장이 실적에 반영되기 때문이다. 주요 업체들의 전장 마진이 2010년 배터리 초기 시장만큼 올라올 것이며 부품 내에 전장이 부각되는 변곡점이 될 것이다.

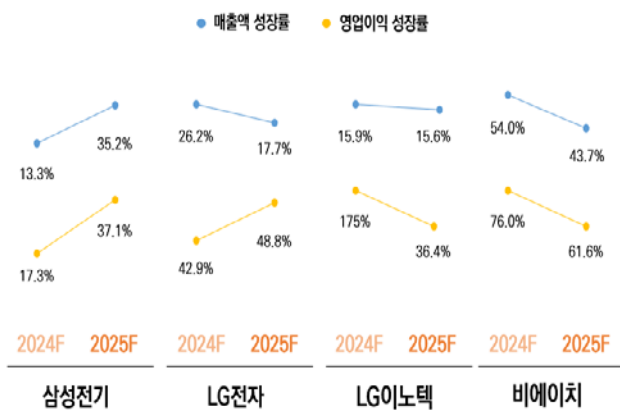
23년 전장 부품 181억 달러
Vs. 스마트폰 부품 178억 달러

전장 부품 시장은 23년 기준 181억달러로 178억 달러인 스마트폰 부품 시장 규모보다 클 것으로 전망한다. 25년에는 스마트폰 부품 시장 대비 +25% 큰 시장을 형성될 것이다. 이는 전기차의 전기 전자 부품의 비중과 개수가 증가하기 때문이다. 전기차 전자 부품 수는 내연기관 대비 약 37% 감소할 것으로 전망되나 부품의 전자화로 특화된 전기 전자 부품은 2030년에 60%이상 차지할 것이다.

차량용 전자 부품 업체 수 증가

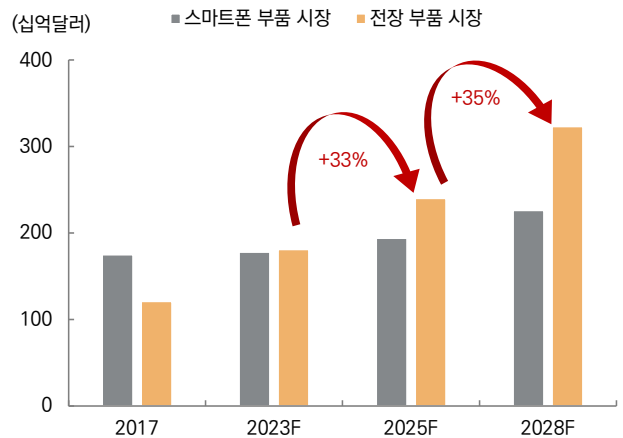
전기차 전환에 따른 전체 자동차 부품 기업 수는 2019년 대비 지속적으로 감소하나 ADAS 관련 기업 및 전기차 전기 전장 부품 기업들은 지속적으로 늘어날 것으로 전망한다. 2019년 글로벌 310개의 전기차 및 자율 주행 관련 업체들이 있었으나 2030년 까지 3배 이상 증가한 950개의 업체가 종사할 것이다.

그림 25. 주요 전기전자 업체 전장 매출액, 영업이익 성장률 전망



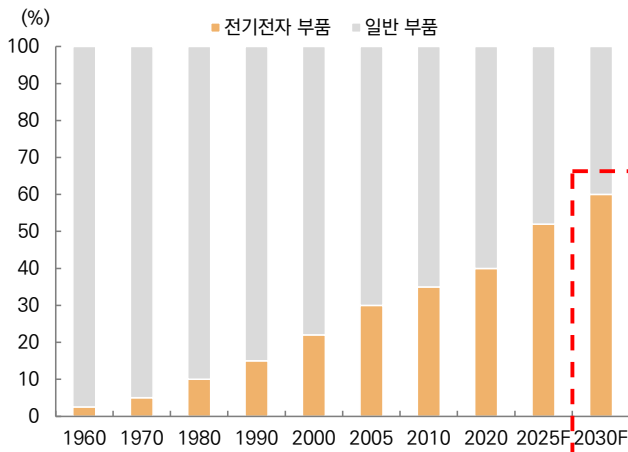
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 스마트폰 부품 시장 vs 전장 부품 시장



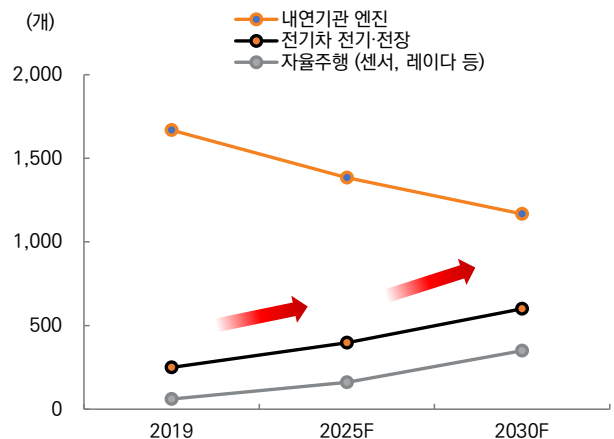
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 자동차 제조원가 내 전기전자 부품 비중 전망



자료: 업계 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 전기차 전환에 따른 국내 자동차 부품기업 개수



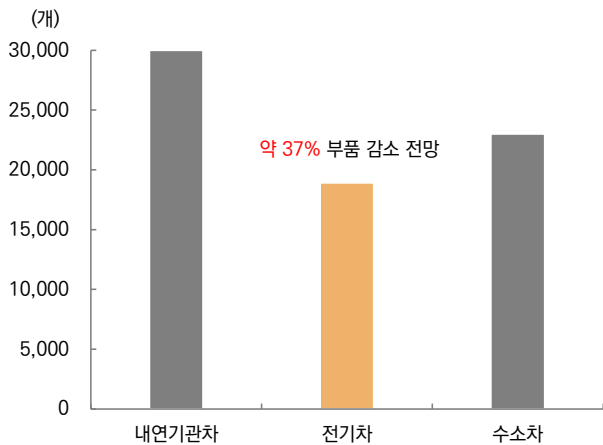
자료: 한국자동차연구원, 미래에셋증권 리서치센터

전기차 BOM에서
전자 부품 비중 증가

전기차에서 전자 부품 BOM은 지속적으로 증가할 것으로 판단한다. 19년식 내연기관 기준 전자 부품은 \$640 수준이나 25년 BEV 기준 전자 부품은 +\$2,235 상승한 \$2,875로 추정된다. 이는 기존 내연기관 대비 4.5배 증가한 수치이다. 전자 부품 비중에서도 1) 전동화 관련 부품이 가장 많이 증가할 것으로 예상되며, 2) 자율 주행 도입에 따른 관련 전자 부품, 3) 연결 관련 부품 순이다.

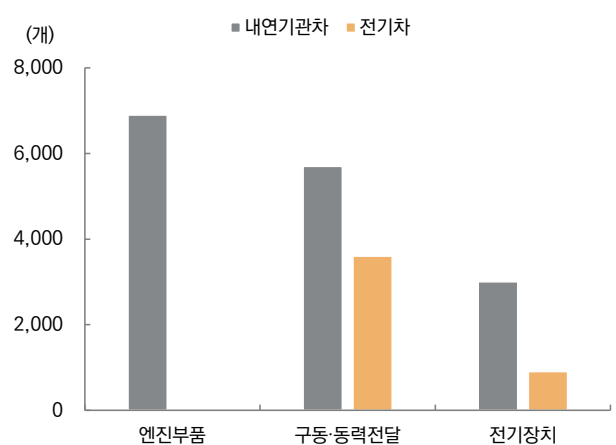
전동화와 자율주행이라는 큰 그림에서 MLCC 및 센싱 카메라의 수는 지속적으로 증가할 것으로 전망한다. 전기차는 기존 내연기관과 다른 구동 원리를 가지고 있기에 전동화 부품이 가장 많은 변화를 가져온다. 전동화와 ADAS의 도입에 따른 각종 카메라 및 MLCC 부품들 수요가 증가할 것이다.

그림 29. 전기차의 전체 부품 수는 내연기관 대비 감소



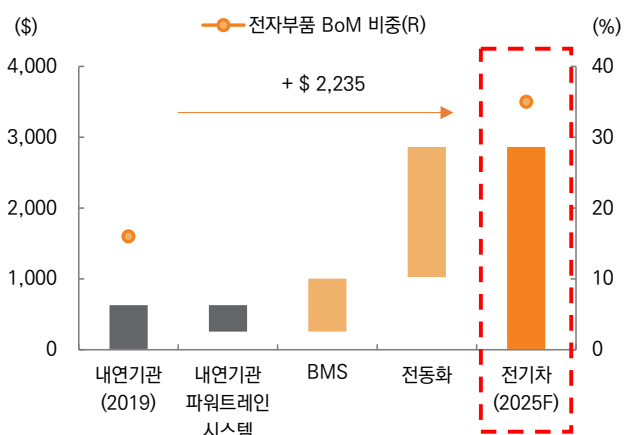
자료: 한국자동차연구원, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 필요 부품 수는 줄어드나 전자 부품 중요도는 상승



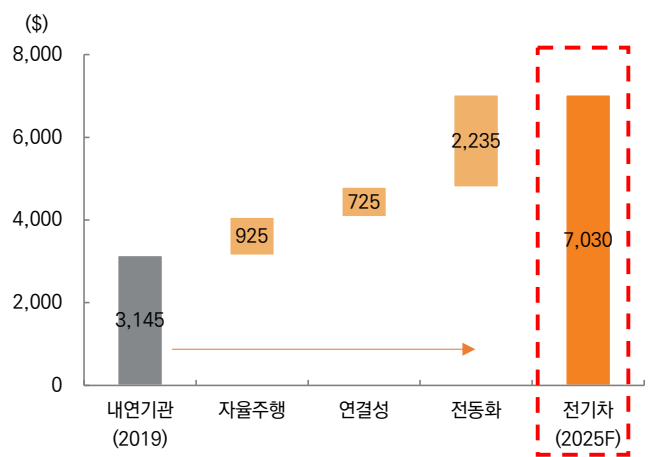
자료: 한국자동차연구원, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 내연기관 대비 전기차 전자부품 BOM 비중



자료: Roland Berger, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 내연기관 대비 전기차 단계별 BOM 증가



자료: Roland Berger, 미래에셋증권 리서치센터

ADAS로 카메라 한 다스

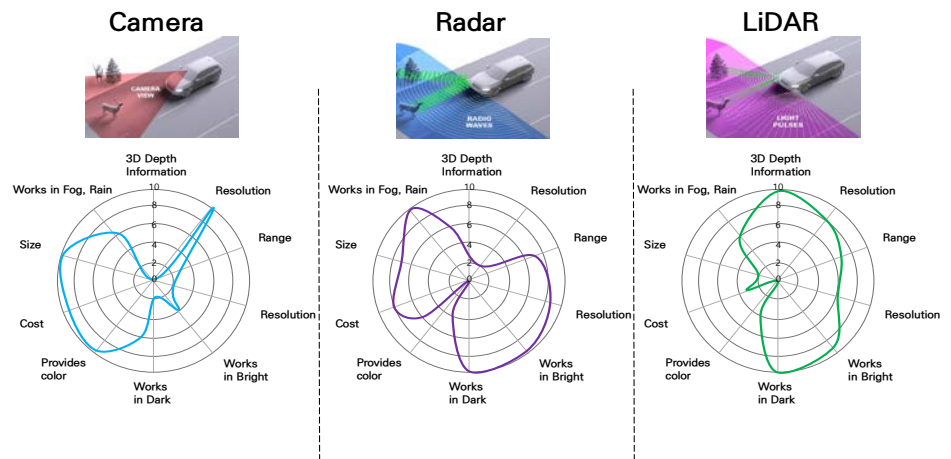
전장 부품 및 소프트웨어 시장에서 가장 큰 비중은 센서

LiDAR + RADAR + Camera 함께 혼용하여 사용

ADAS 도입 시 센서의 변화가 중요할 것으로 판단한다. 1) ADAS는 전체 시장에서 가장 큰 비중을 차지하며, 2) 뷰잉 카메라 → 센싱 카메라로 ASP 상승이 기대된다. 전체 전장 부품 및 소프트웨어 시장에서 20년 기준 센서가 차지하는 비중은 40%이며 30년까지 30% 이상 높은 비중을 유지할 것으로 전망한다.

OEM업체들은 LiDAR, Radar, 카메라까지 함께 혼용해서 사용할 것으로 전망한다. 이는 각각 상호 보완적이기 때문이다. 따라서 뷰잉 카메라와 센싱 카메라의 시장 규모는 동반 성장할 것으로 판단한다. OEM 업체들의 차기 모델에서 혼용 탑재가 지속 이루어지고 있다. Tesla도 기존 카메라로 자율주행을 구현할 것으로 보았으나 LiDAR 등 채택 등에 대해서도 검토 중인 것으로 파악된다.

그림 33. 각 카메라 별 성능 비교: 혼용해서 ADAS 레벨을 끌어올릴 것으로 판단



자료: Yole, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 각 카메라 별 성능 비교

	레이더	카메라	라이다	융합
물체 감지	+	○	+	+
보행자 감지	-	+	○	+
기상 조건	+	-	○	+
빛 민감도	+	-	+	+
먼지 민감도	+	-	○	+
속도	+	○	○	+
거리 - 정확도	+	○	+	+
거리 - 범위	+	○	○	+
데이터 밀도	-	+	○	+
분류	-	+	○	+
패키징	+	○	-	+

주: +는 우수, ○는 보통, -는 미흡

자료: Aptiv, 미래에셋증권 리서치센터

MP, 성능 개선으로 ASP 상승

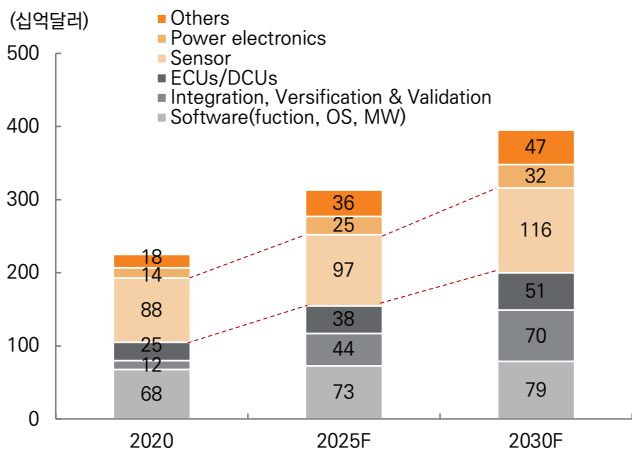
OEM업체들의 혼용은 센싱 카메라의 시장 규모가 커질 것이다. ADAS가 고도화되면서 여러 센싱 카메라가 필요하고 고성능 구현으로 대당 ASP도 증가한다. 과거 1MP미만 화질의 카메라는 센싱으로 바뀌면서 2MP 이 넘고 16MP까지 화소 개선이 되고 있다.

센서 개수 30년까지 CAGR 11%
센서 시장 30년까지 CAGR 15%

ADAS 센서 탑재 개수는 22년부터 30년까지 연평균 11% 성장할 것으로 전망한다. ADAS 센서 시장 규모는 연평균 15% 성장할 것으로 전망하는데, 이는 고성능 센싱 카메라의 탑재로 기존 대비 지속적인 ASP 상승이 이루어질 것으로 판단되기 때문이다.

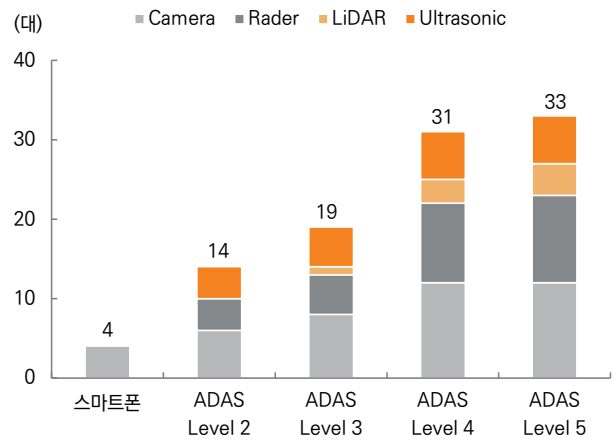
전장용 카메라 탑재량 Q의 증가가 기대된다. 기존 스마트폰 평균 탑재량은 4개이나 ADAS level이 올라갈수록 카메라 탑재가 증가한다. ADAS 레벨에 따라 각각 14대, 19대, 31대, 33대로 추정된다. 향후 기존 스마트폰 대비 8배 이상까지 탑재량이 증가할 것으로 판단한다.

그림 34. 전장 부품 및 소프트웨어 시장 전망



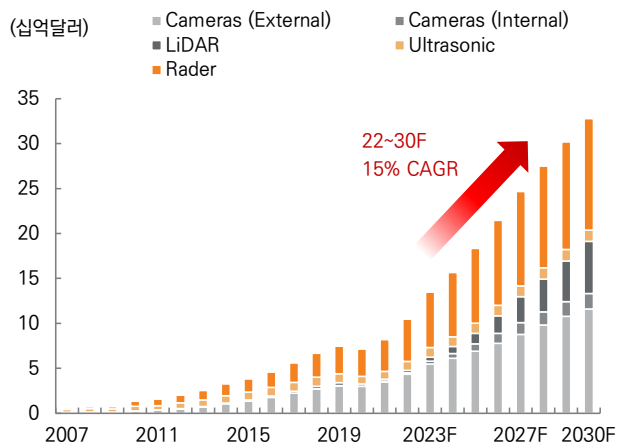
자료: Technisights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. ADAS 센서 탑재 개수 전망



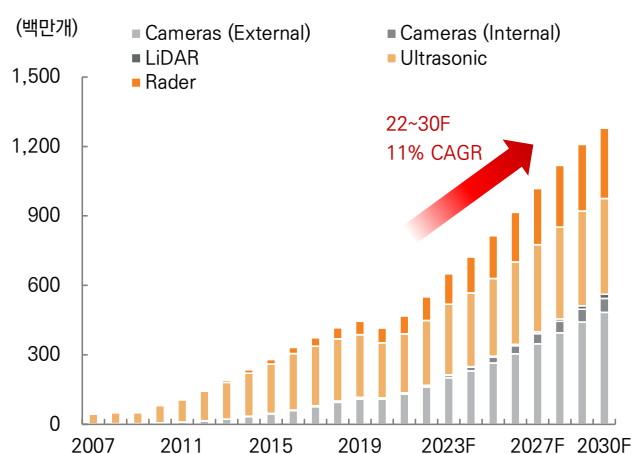
자료: Technisights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. ADAS 센서 시장 규모 및 전망



자료: Technisights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. ADAS 센서 탑재 개수 규모 및 전망

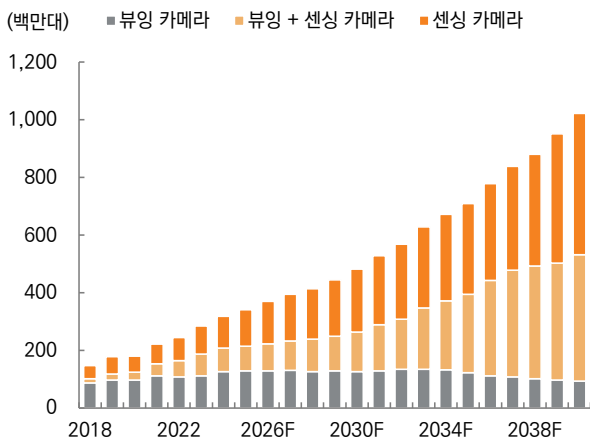


자료: Technisights, 미래에셋증권 리서치센터

2025년까지 조건부 자동화 차량이 많이 출시될 것으로 전망한다. 조건부 자동화에도 다양한 센서가 탑재되는 모델들이 등장할 것으로 판단되며 센서의 시장은 뷰잉 카메라 외에 뷰잉 및 센싱 카메라의 혼합 탑재량이 증가할 것으로 판단된다. 주요 카메라 모듈 업체들의 전장 향 Blended ASP는 지속적으로 증가할 것이다.

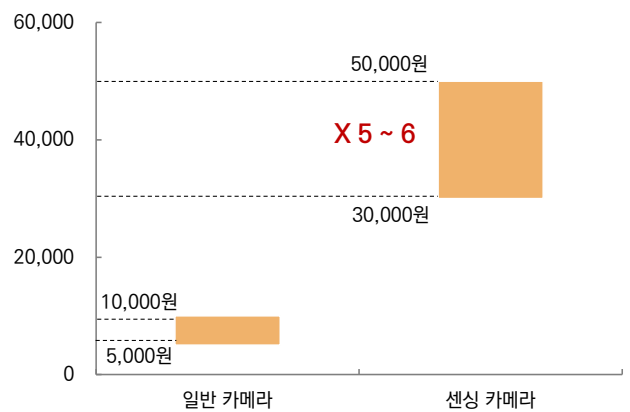
센싱 카메라의 ASP는 기존 스마트폰 카메라 대비 2배 이상으로 추정된다. 화소는 적으나 높은 내구성 및 품질에 따라 스마트폰 대비 높은 수준으로 유지되기 때문이다. 까다로운 Qualification을 통과해야 하며 국내 업체들은 기존 스마트폰 밸류체인에서 검증된 수율과 성능으로 글로벌 전장 시장에서도 입지를 다질 것으로 판단한다.

그림 38. 뷰잉과 센싱 카메라 전망



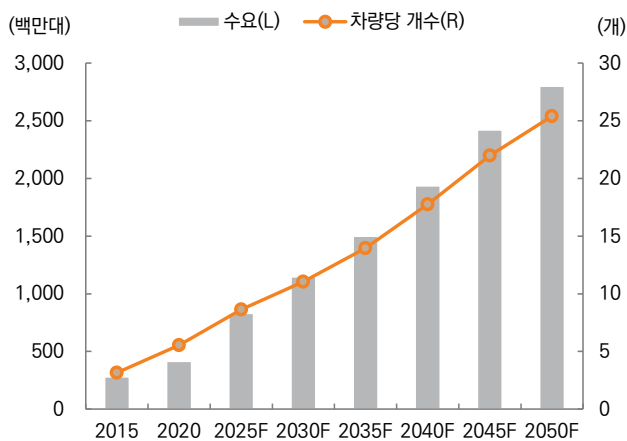
자료: TSR, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 센싱 카메라 가격 전망



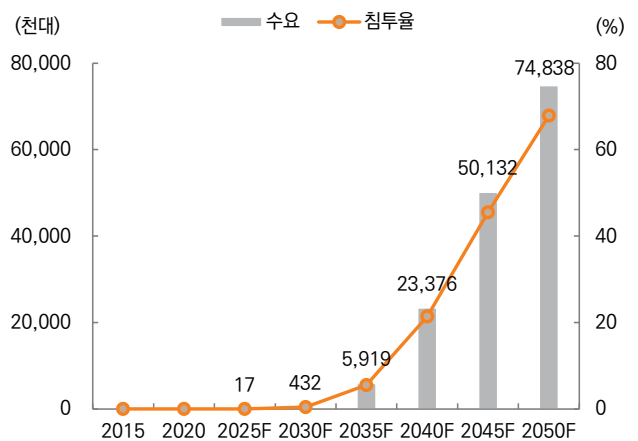
자료: 업계 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. ADAS 및 자율주행 센서 수요와 탑재 센서 수



자료: Techinsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. Level 4, Level 5 차량 수요와 침투율 전망



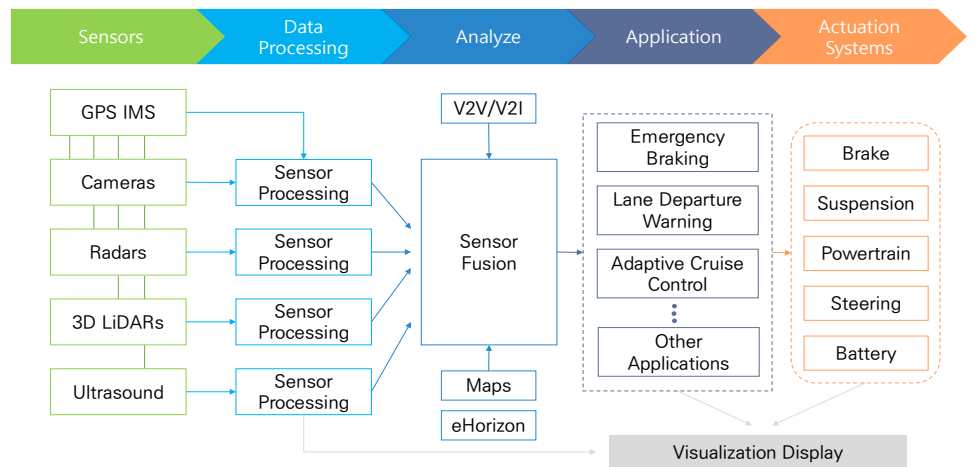
자료: Techinsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 자율 주행 레벨 별 기술



자료: 언론 자료 추합, 미래에셋증권 리서치센터

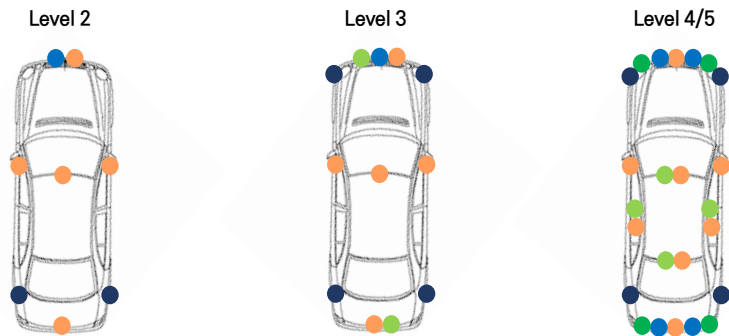
그림 43. ADAS 시스템 개요: 센서 탑재량 증가



자료: 미래에셋증권 리서치센터

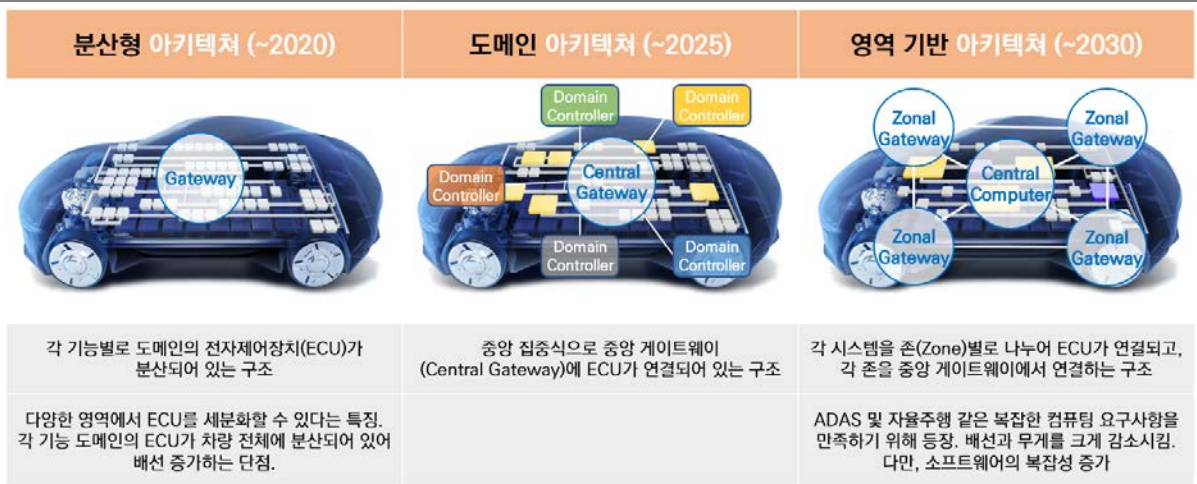
그림 44. ADAS Level 당 카메라 탑재 및 위치 전망

● 카메라 ● 롱레인지 Radar ● 숏레인지 Radar ● 롱레인지 LiDAR ● 숏레인지 LiDAR



자료: Waymo, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 아키텍처의 변화



자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

MLCC는 전장에서 강해진다

전장용 MLCC는 P와 Q가 동반 성장한다. IT용 MLCC 대비 가격은 4배 이상으로 추정되기 때문이다. 전장용 MLCC는 기존 스마트폰 대비 125~150℃ 이상 견디고 전압, 진동에 내구성이 강해야 하고 기술적 난이도가 IT용 MLCC 대비 높기에 높은 ASP가 유지될 것이다. 산업별 MLCC 비중에서도 전장용 MLCC는 지속 성장한다.

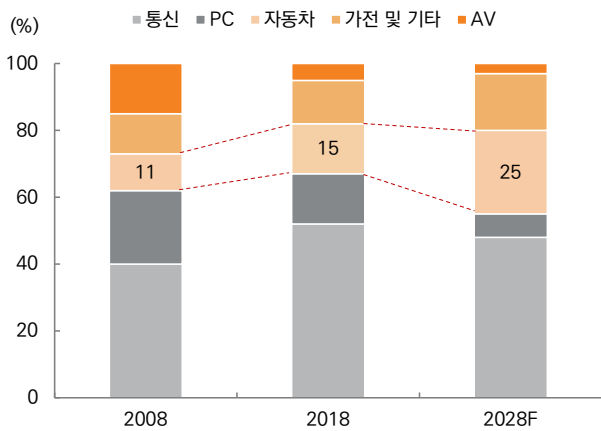
전장용 MLCC 시장은 연평균 15% 이상 성장할 것으로 판단한다. 전기차의 전자화는 전장용 MLCC의 수요를 증가시킬 것이다. 전장용 MLCC는 1) 파워트레인, 2) ADAS, 3) 인포테인먼트, 4) 바디/샤시 등 전지화의 가속화로 MLCC 탑재량이 증가한다.

표 3. IT용 MLCC vs 전장용 MLCC

	IT용 MLCC	전장용 MLCC
수명	3년	15년 ↑
온도	-55 ~ 85℃	-55 ~ 150℃
전압	6.3 ~ 10V	2.5 ~ 1,000V ↑
진동	1mm	2~5mm ↑

자료: 언론 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. MLCC 산업별 수요 전망: 전장용 비중 증가



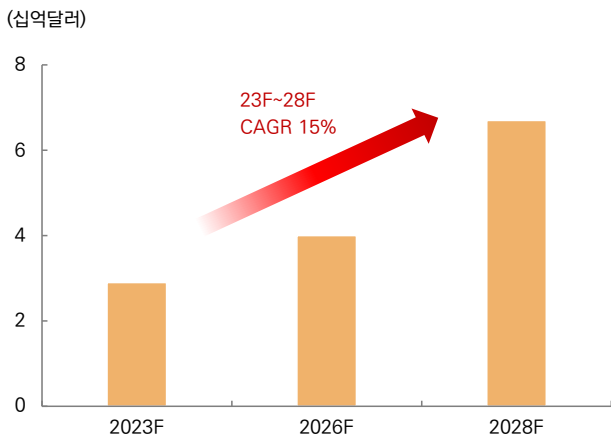
자료: 삼성전기, Murata, 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 전장용 MLCC 탑재 범위 증가



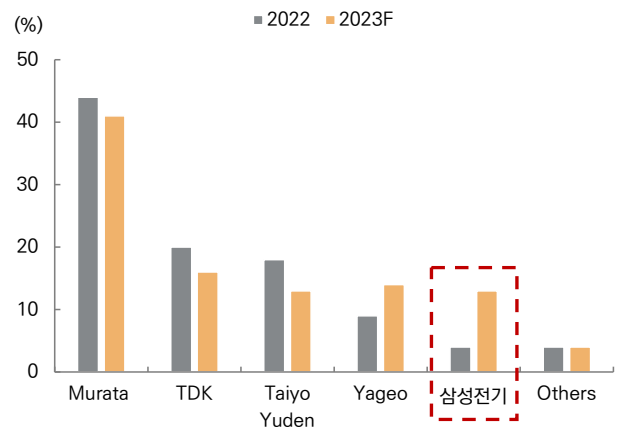
자료: 삼성전기, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 글로벌 전장 MLCC 시장 규모 전망



자료: 업계 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 업체별 전장 MLCC 생산 능력 점유율 전망

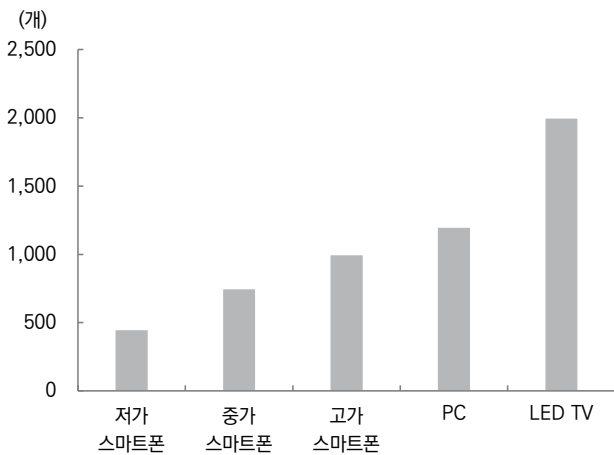


자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

ADAS 채택과 자율주행 전기차가 수요가 증가하면 더 많은 전장용 MLCC가 요구된다. Q의 증가가 크게 기대된다. 전장용 탑재량은 스마트폰 대비 10배 이상 많다. 스마트폰에는 1,000개 미만이 탑재되나 전기차에 10,000개, ADAS 탑재 전기차에 14,000대 그리고 자율주행 전기차에 16,000개 이상이 사용될 것으로 판단한다.

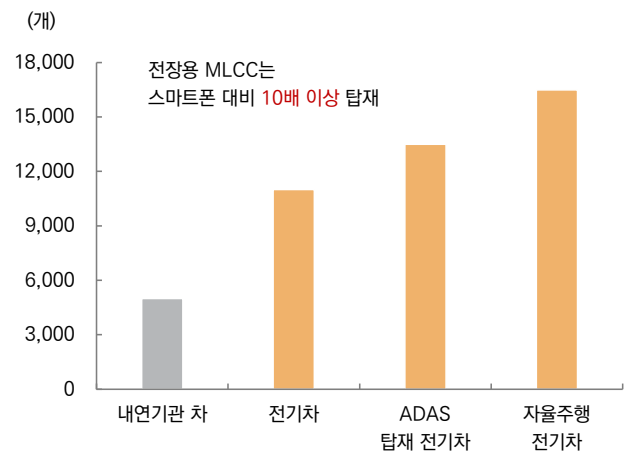
ADAS의 도입에서 전장용 MLCC 탑재량이 증가할 것이다. 테슬라 현재 레벨 기준의 ADAS에만 3,600개의 전장용 MLCC가 탑재될 것으로 판단되며, 파워트레인 등 전기차의 다양한 부품에도 MLCC가 탑재될 것이다.

그림 50. 기존 IT 하드웨어 MLCC 탑재량



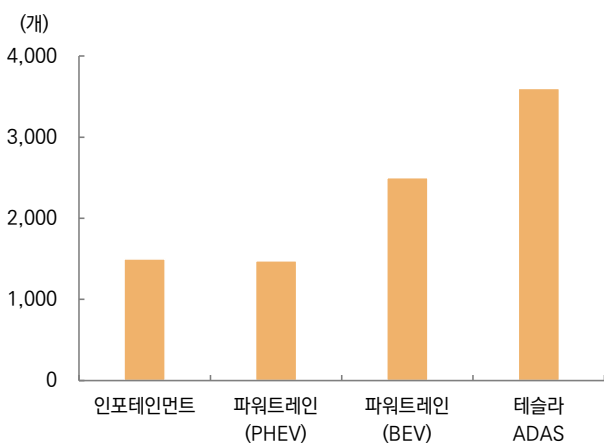
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. 전장용 MLCC 탑재량



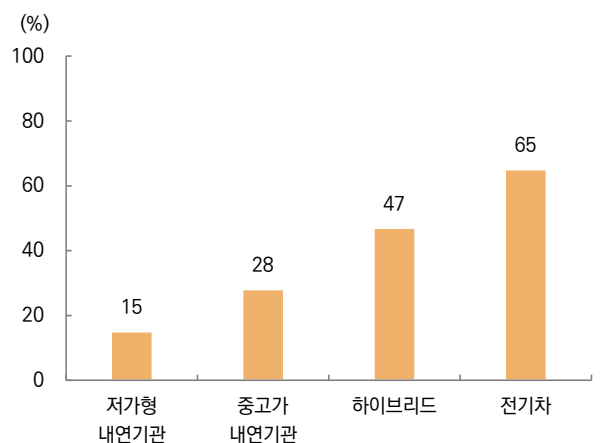
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. 전장 Application 내 MLCC 탑재량



자료: Guoju Electronics, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. 차종 별 전자 부품이 차지하는 비중



자료: 중국산업정보네트워크, 미래에셋증권 리서치센터

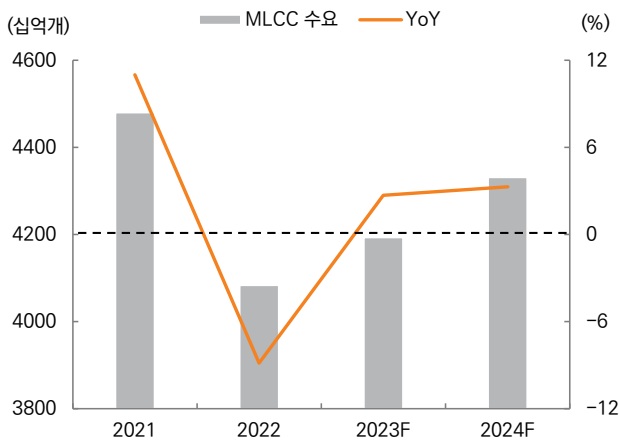
전체 MLCC도 수요 회복

BB ratio는 book-to-bill ratio로
 신규 수주 ÷ 매출액

IT용도 MLCC 수요도 회복될 것이다. 10월 기준 글로벌 MLCC BB ratio는 0.94로 회복 구간에 진입했다. 현재 주요 IT업체들의 재고가 안전한 수준까지 도달한 것으로 판단되며 BB ratio가 평균 1.0 수준으로 24년까지 도달할 것으로 전망한다.

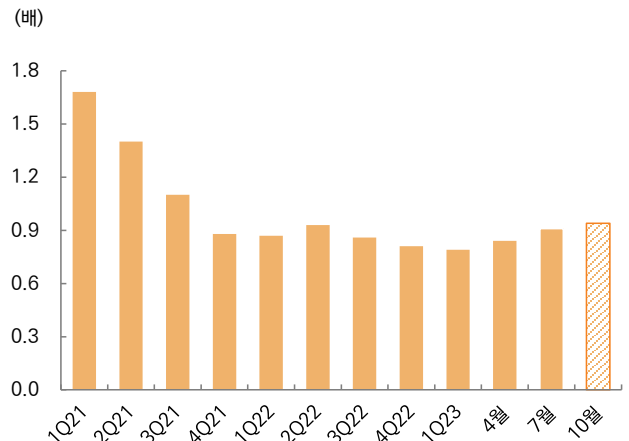
글로벌 MLCC 수요 전망치도 24년까지 연평균 +3% YoY로 전망한다. 업사이드가 존재하는 요인은 전장용과 시용 MLCC의 수요가 장기적으로 확대될 것으로 판단하기 때문이다. 국내 주요 MLCC 3사도 전장용 MLCC 비중이 증가할 것으로 전망한다.

그림 54. 글로벌 MLCC 수요 전망



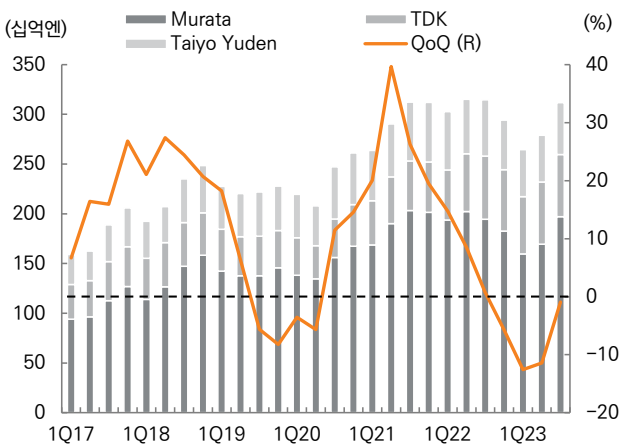
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 55. 글로벌 MLCC BB ratio



자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 56. 일본 MLCC 업체 커패시터 매출 추이



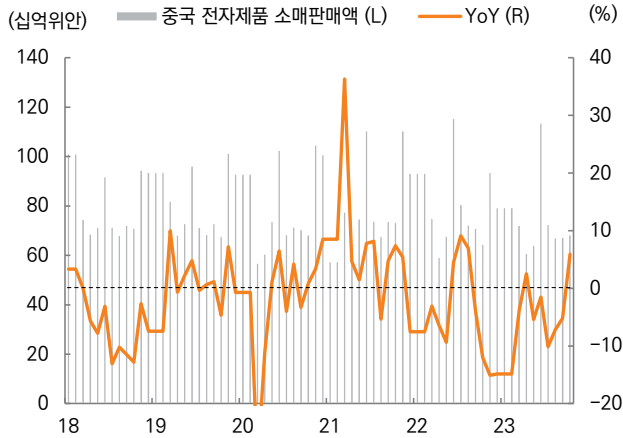
자료: Murata, TDK, Taiyo Yuden, 미래에셋증권 리서치센터

그림 57. 한국 MLCC 수출 데이터



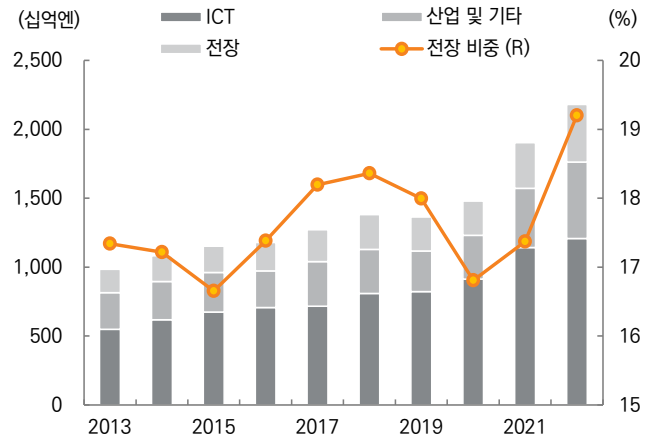
자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 58. 중국 전자제품 소매 판매액 추이



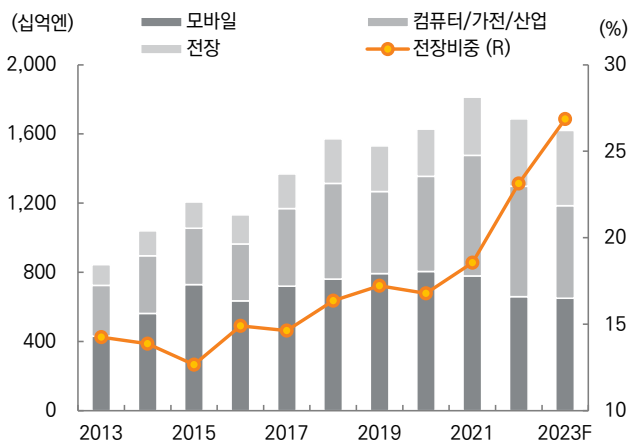
자료: NBS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 59. TDK 어플리케이션별 매출 추이



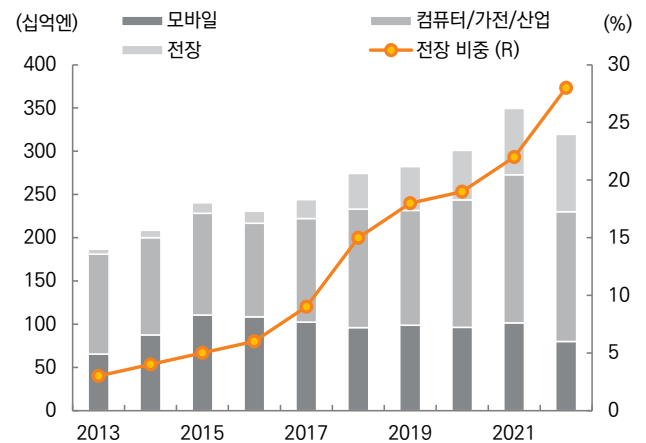
자료: TDK, 미래에셋증권 리서치센터

그림 60. Murata 어플리케이션별 매출 추이



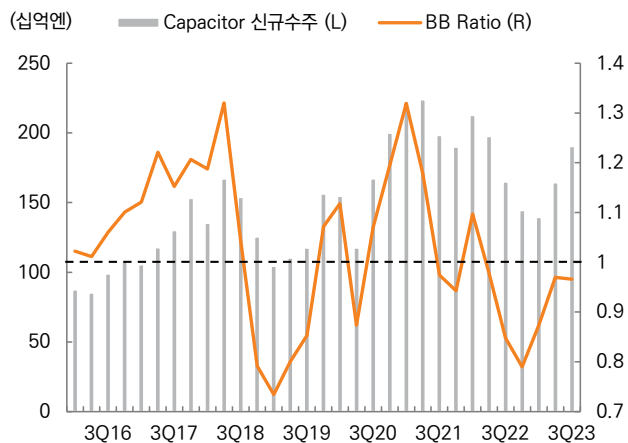
자료: Murata, 미래에셋증권 리서치센터

그림 61. Taiyo Yuden 어플리케이션별 매출 추이



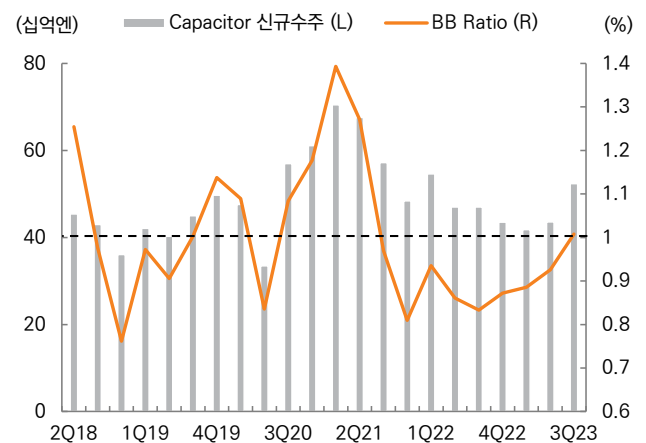
자료: Taiyo Yuden, 미래에셋증권 리서치센터

그림 62. Murata 신규수주와 BB ratio



자료: Murata, 미래에셋증권 리서치센터

그림 63. Taiyo Yuden 신규수주와 BB ratio



자료: Taiyo Yuden, 미래에셋증권 리서치센터

가벼워야 멀리간다

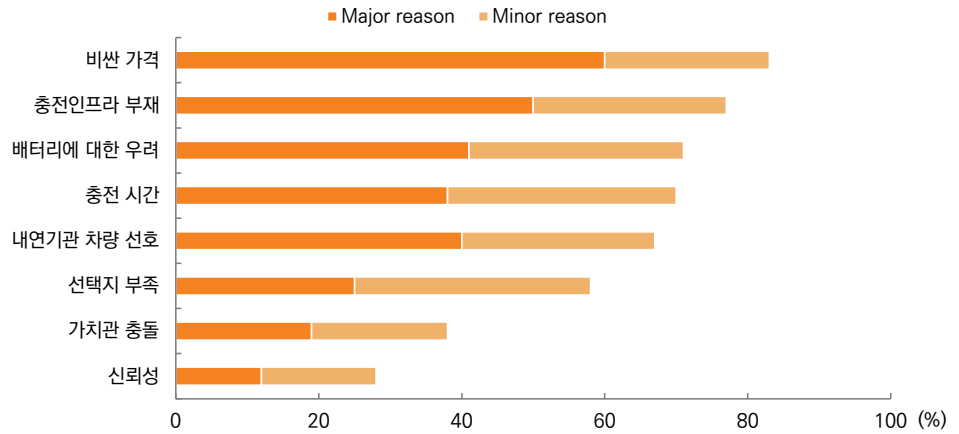
가격이 전기차를 구매하지 않는 가장 큰 이유

저가 전기차의 판매량이 전기차 침투율을 끌어 올리는 시대가 왔다. EPI에 따르면 EV를 구매하지 않는 이유 1위는 비싼 가격 때문이다. 각 국의 전기차 보조금이 줄어드는 상황에서 OEM업체들은 M/S를 올리기 위해 저가 EV 모델을 출시할 것이다.

보조금 축소
저가 모델에 한정적인 보조금

IRA (인플레이션 감축 법)을 시행하고 있는 미국을 제외한 국가들은 보조금을 줄이고 있는 상황이다. 독일 및 노르웨이 등 유럽 국가들은 일정 금액보다 저렴한 EV에만 제한적인 보조금 정책을 펼치고 있기에 저가EV의 수요가 더 확대될 것으로 판단한다.

그림 64. EV를 구매하지 않는 이유



주: 미국 전역 성인 5,408명 대상 / Major reason, Minor reason, Not a reason 中 택 1)
 자료: 시카고대학교 에너지 정책연구소(EPI), 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 국가별 전기차 보조금 정책 변화

국가	기존 내용	변경
한국	차량 가격에 따라 580만원~780만원 차등 지급 시험연구 목적 전기차 보조금 지원	24년 승용차 기준 약 150만원(국고+지방) 감소 예정 24년 환경부 예산안 중 EV 보조금 8% 감소한 1조 7,640억원 책정
중국	2009년 시행. 시행 초기 최대 60,000위안(약 1,126만원)에서 점차 축소	2023년 1월 1일 폐지
일본	톱 러너 제도'와 차량의 전력 공급 2가지 기준 중 하나 충족시 최대 85만엔(약 780만원) 지급	올해 내 미국·EU와 보조금 정책 논의 발표
영국	2011년부터 최대 1,500파운드(약 233만원) 지급	2022년 6월 폐지
독일	최대 5,625~9,000유로에서 축소 2023년 40,000유로 미만 차량 4,500유로 지급 / 40,000~65,000유로 이하 차량 3,000유로 지급	2024년 45,000유로 이하 전기차 대상 3,000유로 지급 2026년 폐지 예정
프랑스	소득수준에 따라 최대 7,000유로 지급	2024년 1월 1일부터 보조금 차등 지급 개정안 발표 (제품 생산부터 배터리 수급, 현지 수송까지 탄소 발자국 반영한 환경 점수에 따른 차등 지급)
미국	IRA 기준에 따라 3,750달러 혹은 7,500달러(약 1,010만원) 지급	
스웨덴	BEV - 최대 50,000크로나(약 616만원) 지급 PHEV - 최대 10,000크로나 지급	2022년 11월 8일 폐지
노르웨이	2022년 중량세와 25% 부가가치세 면제	2023년 중량세 징수. 차량 가격 50만크로네(약 6,200만원) 초과시 부가가치세도 부과

자료: 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

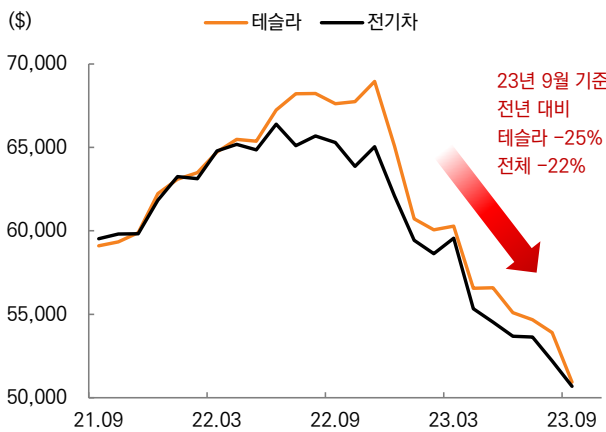
EV 평균 거래 가격은 지속적으로 낮아지고 있는 상황

EV ATP(평균 거래 가격)은 지속적으로 하락하고 있다. 23년 9월 작년 대비 테슬라 전체 평균 가격은 -25% 감소했고 전체 전기차 평균 가격은 -22% 감소했다. 글로벌 월별 Top 10 판매에서 저가 EV의 비중이 지속적으로 늘어나고 있다. \$20,000미만 EV는 20년 9월 기준으로 2개의 모델 밖에 Top10에 올라오지 않았지만 23년 9월 기준으로 7개의 모델이 포진되어 있다. 저가 EV의 판매 구도는 지속될 것으로 보인다.

非배터리의 비중 증가
경량화를 위한 고부가 부품 증가

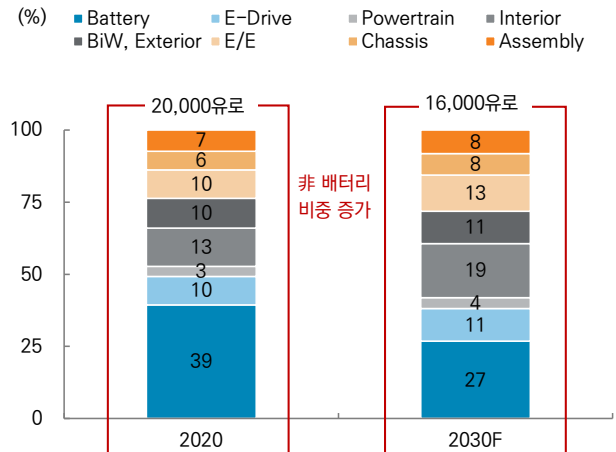
비용 구조에서 배터리가 차지하는 비중도 지속적으로 감소할 것으로 전망한다. InsideEVs에 따르면 2020년 대비 2030년에는 전체 전기차 평균 생산 비용은 20,000유로에서 16,000유로로 감소되고 2020년에 EV에서 배터리가 차지하는 비중이 39% 였으나 2030년 27%로 감소한다. 배터리의 비중은 낮아지지만 다양한 전장 부품들의 M/S가 늘어날 것이다.

그림 65. EV 신차 평균 거래 가격 추이



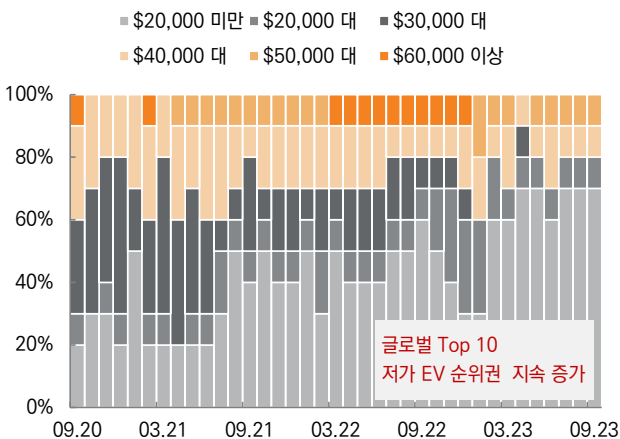
자료: Kelly Blue Book, 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. 전기차 평균 가격 전망



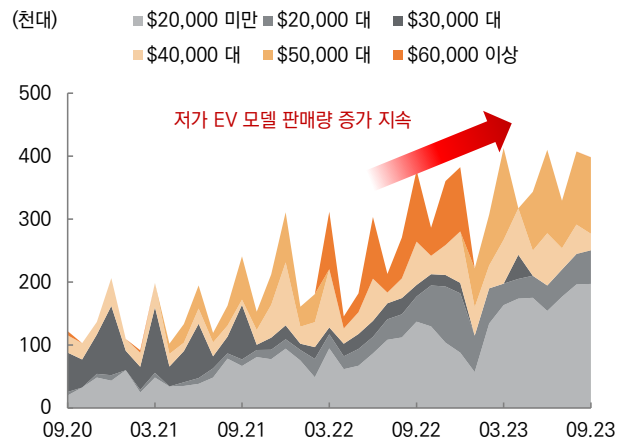
자료: InsideEVs, 미래에셋증권 리서치센터

그림 67. 글로벌 Top 10 가격 추이



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 68. 글로벌 Top 10 가격별 판매량 추이



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

저가 EV의 해결 과제
: 주행거리 개선

저가 EV의 문제점은 충분하지 않은 주행거리이다. 동일한 에너지 밀도를 가지고 주행 거리를 확보하기 위해서는 경량화가 필수적이다. 차량 무게가 1kg 증가함에 따라 kWh 당 주행거리 0.0016Km 감소되는 것으로 파악된다. 최신 양극재와 전고체 그리고 실리콘 함유량을 높이는 방법 등 차세대 배터리의 사용으로 에너지 밀도를 높이는 방식도 존재하나 현재 상황에서는 비용 문제로 EV 단가 상승으로 이어질 수 있다.

$$Consumption (kWh/100km) = Vehicle\ weight\ (ton) \times 10$$

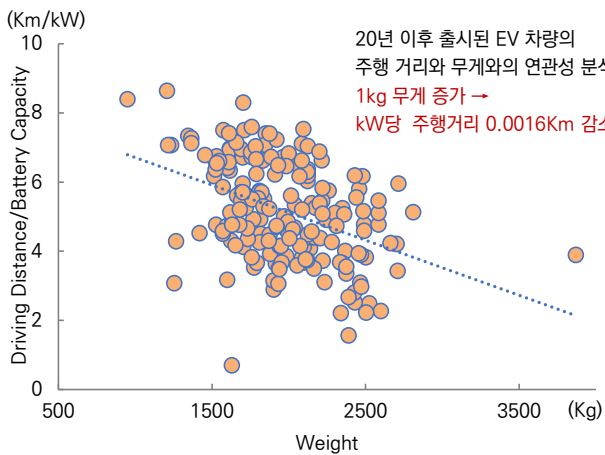
주행거리는 전기차의 무게와 높은 음의 상관 관계를 지닌다.

경량화를 통한 주행거리 개선

경량화의 트렌드가 주행거리를 확보하는 방향이 될 것으로 판단한다. 배터리의 무게와 주행 거리는 높은 음의 상관 관계를 가지고 있다. 전장의 경량화는 배터리 의존도를 낮추고 주행거리를 확보하는 중요한 요소가 될 것이다. 배터리 탑재량을 증가시키면 무게도 올라가며 주행 거리는 낮아진다.

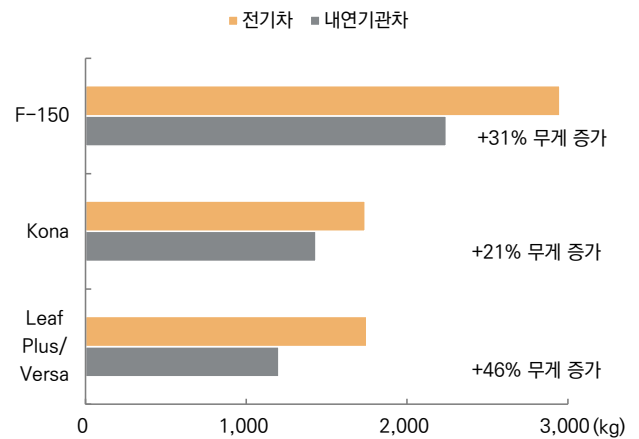
EV 평균 무게는 배터리 팩으로 인해 동급 ICEV보다 훨씬 무겁다. 같은 모델이지만 전기차 F-150은 2,950kg으로 내연기관 버전 대비 31%나 무겁다. 이는 배터리 탑재량이 커지기 때문이다. 기존 내연기관 대비 무거운 전기차 모델들을 경량화하는 움직임이 지속될 것이다.

그림 69. EV 중량에 따른 주행거리 효율 향상 관계 그래프



자료: Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 70. 주요 모델 내연기관 대비 전기차 무게



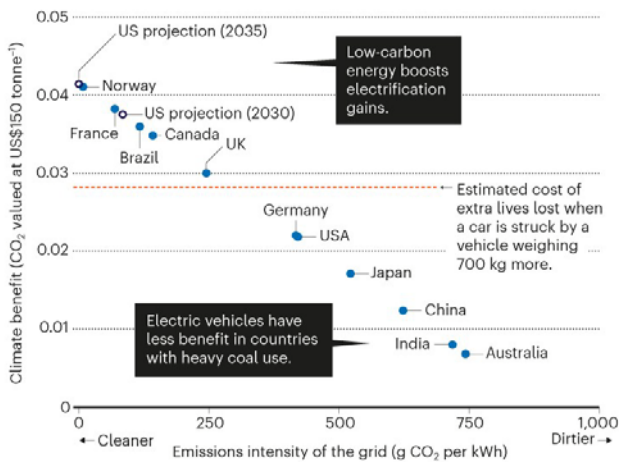
자료: Nature, 미래에셋증권 리서치센터

경량화가 중요한 요소가 될 것이다. EV 전체 중량을 줄이면 차량 수명주기에 큰 이점을 얻을 수 있다. 1) 주행거리 개선, 2) 서스펜션과 브레이크 부품 경량화로 무게 감소, 3) 향상된 가속과 타이어 수명 향상, 4) 화물 용량 증가 및 핸들링 향상이 기대된다.

Curb weight:
사람이나 짐이 전혀 없는 상태에서 측정된 자동차의 무게

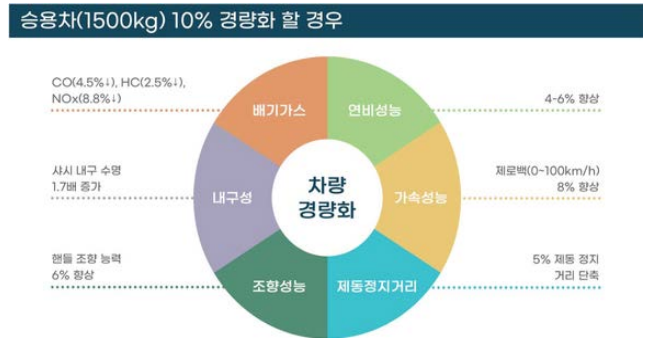
2012년부터 출시된 전기차 모델들의 무게와 배터리 용량 그리고 Curb weight의 상관관계를 분석했다. 배터리의 용량이 올라갈수록 배터리의 무게는 지속적으로 높아졌다. 최대 주행거리도 배터리의 무게와 상관관계가 높았다. 동일한 성능의 배터리를 사용하면서 주행거리를 개선하는 방법은 경량화가 될 것이다.

그림 71. 경량화 시 CO2 배출이 현저히 낮아짐



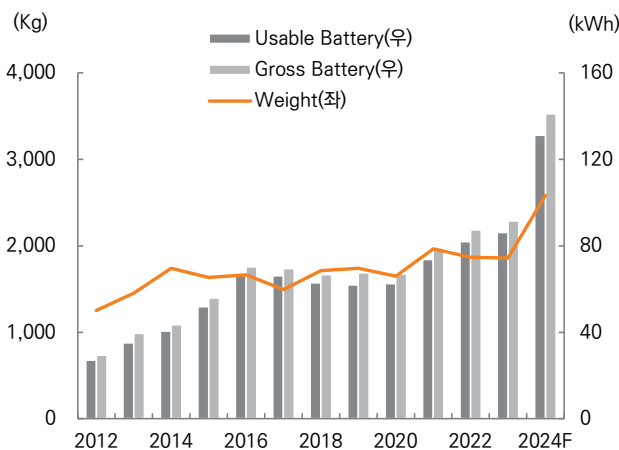
자료: Nature, 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. 경량화에 따른 장점



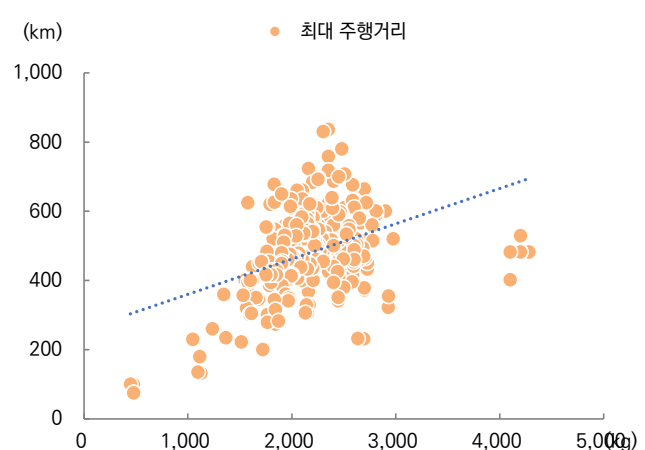
자료: 한국자동차연구원, 미래에셋증권 리서치센터

그림 73. EV 출시연도별 평균 무게, 배터리 용량 추이



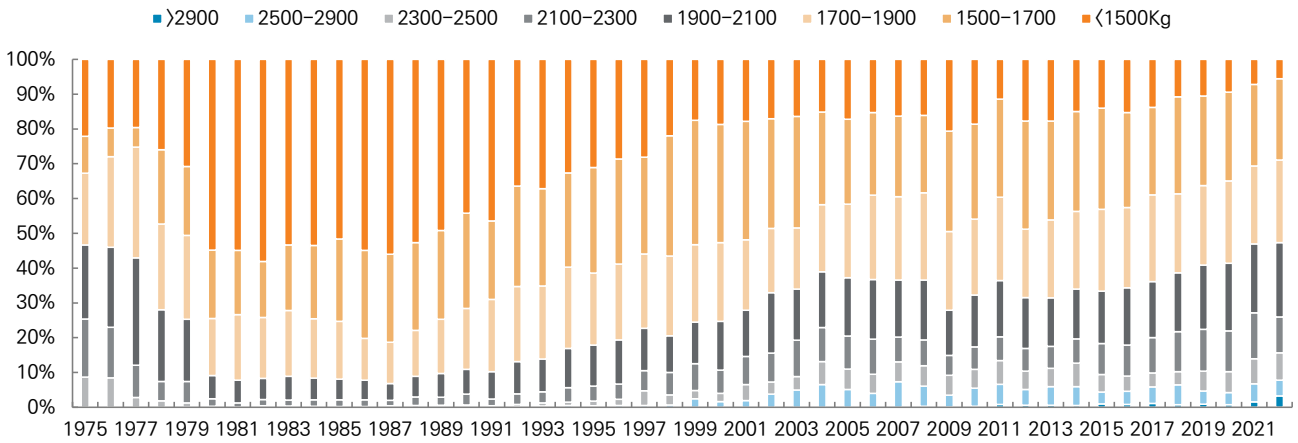
자료: EPA(Environmental Protection Agency), IRS Global, 미래에셋증권 리서치센터

그림 74. 주행거리에 따른 EV 무게



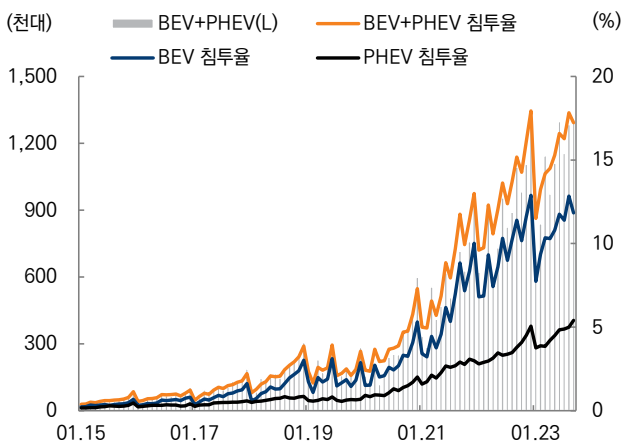
주: 2012년 이후 출시 약 450개 EV 모델 종합(파생 모델 포함), 무게는 Curb weight
자료: EPA(Environmental Protection Agency), IRS Global, 미래에셋증권 리서치센터

그림 75. 모델 연도에 따른 무게별 생산량 분포: 전기차 주행거리 확보를 위해 지속적인 무게 증가



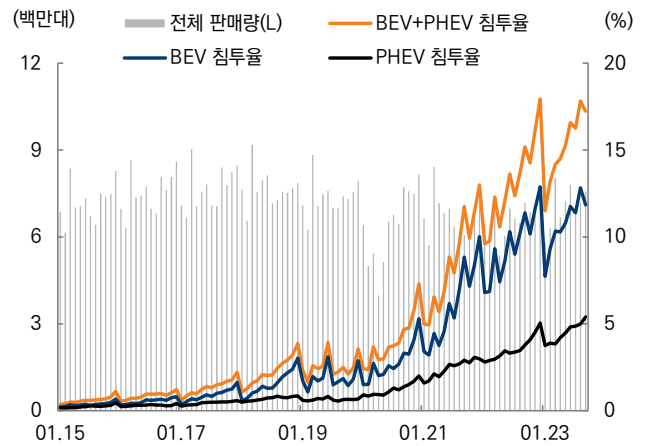
자료: EPA(Environmental Protection Agency), IRS Global, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 글로벌 EV 판매량 및 침투율 추이



자료: EV-volumes, Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 77. 글로벌 차량 판매량 및 EV 침투율 추이



자료: EV-volumes, Marklines, 미래에셋증권 리서치센터

경량화: FPCB 수혜

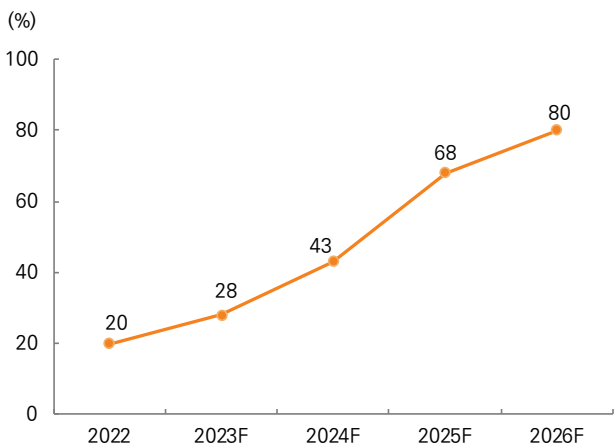
FPCB의 확대 적용

FPCB의 도입이 가장 빠르게 확대될 것이다. BMS용 Wiring 하네스를 대체할 것이다. FPCB 하네스는 전체 무게 2%를 차지하는 와이어링 하네스 대비 무게를 50% 이상 줄여주고 부피는 대략 60% 감소시킨다. 전자 모듈, 스위치 및 FPCB를 통합하면 공간 최적화와 에너지 효율을 동시에 개선 가능하다.

주요 셀 업체들의 BMS용 FPCB 채택이 빨리지며 26년까지 침투율 80%까지 증가할 것이다. BMS용 FPCB는 22년 기준 20%의 침투율을 기록했으나 Tesla, CATL, BYD 등 OEM들의 차기 모델에 경량화를 위한 FPCB의 채택이 지속될 것으로 판단한다.

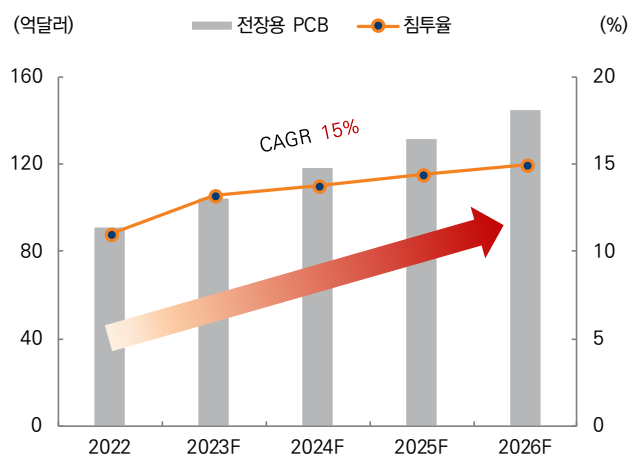
전장용 PCB 시장은 EV 침투율 증가가 지속되면서 26년까지 연평균 15% 성장할 것으로 판단한다. 자율 주행 기술의 증가와 채택율 증가로 더 많은 카메라, 레이더 및 전자 장치 채택은 자동차 PCB 시장을 더욱 성장시킬 것으로 판단한다.

그림 78. 글로벌 전기차 BMS용 FPCB 침투율



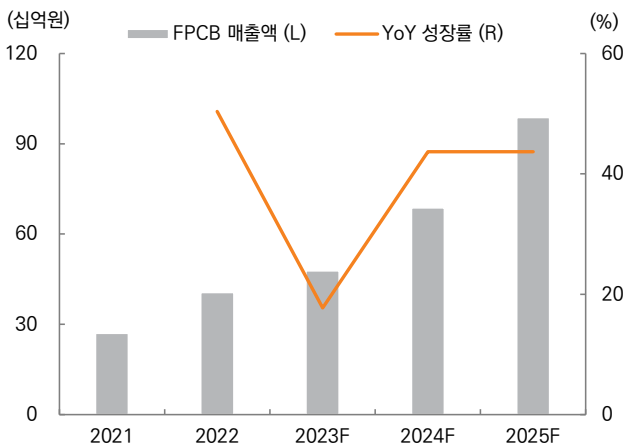
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 79. 전장용 PCB 시장 규모 전망



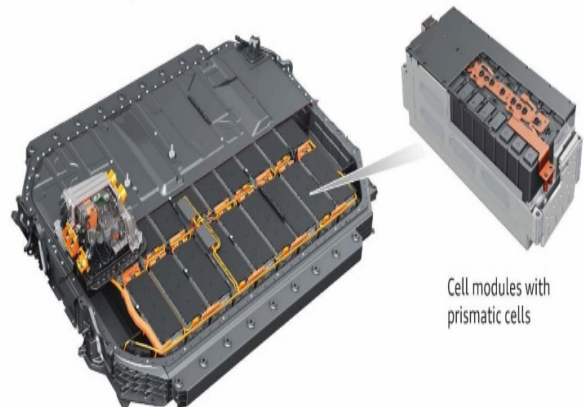
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 80. 비에이치 FPCB 매출액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 81. Audi e-tron의 배터리 구조



자료: 아우디, 미래에셋증권 리서치센터

III. 스마트폰, 회복

반등의 서막

24년 스마트폰 출하량 +5% YoY

24년 스마트폰 출하량
12억 대로 +5% YoY 전망

24년은 IT의 수요 회복의 원년이다. 최근 주요 IT 관련 업체들의 전망이 개선되고 있기 때문이다. 시장 전망 기조는 2Q23: 주요 업체들의 시장 의견이 수요에 대한 우려 → 4Q23: IT 수요 회복 시그널 확인으로 바뀌고 있다.

교체주기 감소

스마트폰의 교체주기가 감소할 것으로 판단한다. 2023년 40.7개월로 고점을 찍은 뒤 2024년부터 교체 주기가 줄어드는 국면으로 진입한다. 2010년 성숙기에 진입한 뒤 교체주기가 줄어든 국면은 코로나 2021년에 34개월로 줄어들었다. 22년, 23년은 코로나 환경에서 교체주기가 증가했으나 24년부터 점진적으로 교체주기가 줄어들 것이다.

프리미엄은 지속 성장
인도 시장에 주목

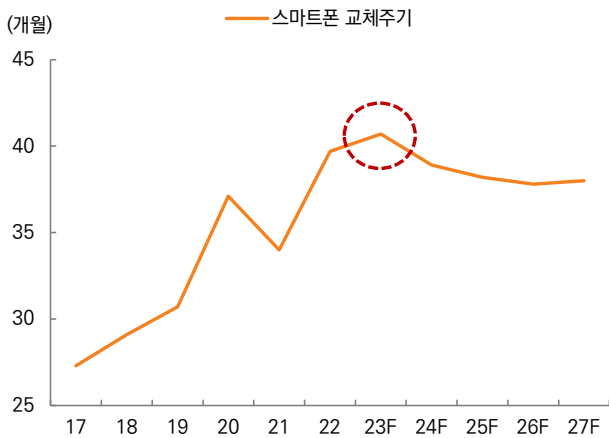
프리미엄 라인과 인도 시장의 스마트폰 침투율에 주목해야 한다. 1) 프리미엄 라인들의 M/S는 지속적으로 올라왔고, 2) 인도 시장의 스마트폰 성장성이 기대된다. 수요에 대한 우려가 지속되고 있으나 주가는 선 반영됐다고 판단한다. 프리미엄 라인이 지속적으로 강세인 이유는 업체마다 후속 제품 군들의 성능 및 디자인 개선이 전 시리즈보다 개선되어야 되기 때문이다.

표 5. 최근 IT 업체 업황 관련 코멘트 : 24년에는 회복의 흐름 기대

시기	기업명	업황 관련 코멘트
2Q23	Intel	예상된 큰 재고 조정이 진행되면서 PC 시장이 바닥에 도달할 수 있을 것이라 시사
	Mediatek	스마트폰 교체 주기 증가에 따라 23년 스마트폰 출하량을 14억대에서 11억대로 하향
	Qualcomm	중국 스마트폰 판매 회복 조짐이 없고 초과 공급을 소진하는데 예상보다 많은 시간이 걸리는 침체 예상
	Murata	중국 스마트폰 제조업체 재고 정리의 마무리로 중국 시장 수요 반등 기대. 다만 21년 출하 정점 시기로 회복되기에는 오랜 시간 소요될 것으로 보임
3Q23	Intel	하반기 PC 시장은 완만히 회복할 가능성이 높지만, 서버는 재고 과잉으로 인해 고객사들의 재고 소진이 지속될 것으로 보임
	Murata	글로벌 스마트폰 수요의 완만한 개선과 함께 연말까지 가동률의 지속적인 상승 기대. 다만, 북미와 달리 중국의 수요 회복은 체감되지 않음
	Qualcomm	거시경제 약화 속 스마트폰 수요 감소로 스마트폰 제조업체들이 기존 재고를 사용함에 따라 시장의 회복 시기 예측이 불확실한 상황
	Mediatek	글로벌 가전제품 시장 수요는 여전히 부진 하지만 주요 어플리케이션 걸쳐 고객 및 채널 재고의 감소가 보여 하반기 점차 개선될 것으로 기대
	Dell	2H23부터 PC 시장 하락세 완화되고, 24년에는 3~4% 성장 예상
	Unimicron	2H23부터 기판 시장 점진적으로 회복할 것으로 기대. 특히, AI 서버 수요로 인해 ABF 기판은 24년에도 강세 유지할 것이라 기대
4Q23	Yageo	최악의 상황은 지나갔지만, 전자제품의 재고 조정이 여전히 진행 중. 하반기 회복세는 V자형이 아닌 L자형 예상
	Murata	23년 스마트폰 출하량 11억 1,100만대 전망 기준에 이어 유지. PC는 3% 감소한 3억 7천만대로 하향.
	Acer	5월 PC 수요가 바닥에 도달한 것을 확인. 재고 정상화로 인해 4Q23까지 PC 시장은 정상으로 회복될 것이라 보임
	Darfon	노트북과 PC 재고 수준이 정상으로 돌아와 24년 PC 수요 반등 예상
	Mediatek	스마트폰 공급망 재고 정리가 최종 단계에 도달해 건강해진 재고 수준 확인. 생산 시가 스마트폰 부활에 중요한 역할을 할 것으로 예상
	TSMC	PC와 스마트폰은 수요 안정화의 초기 징조를 보임. 하지만, 예상보다 약한 중국 시장 수요로 인해 고객들이 재고 관리 조정 기간을 연장할 수 있을 것이라 보임
	Qualcomm	스마트폰 제조업체들이 기존 재고를 대부분 소진함에 따라 신규 주문 발생 중. 글로벌 스마트폰 수요 안정화 초기 징후로 파악
Pegatron	3Q23이후 가전 및 IT 제품 최종 수요가 감소 추세를 보이지만, 24년은 올해 대비 개선될 것으로 기대	

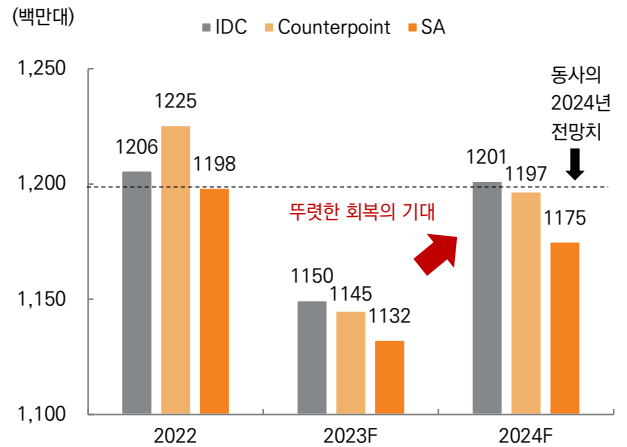
자료: 언론 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 82. 스마트폰 교체주기: 2024년부터 교체 주기 감소 시작



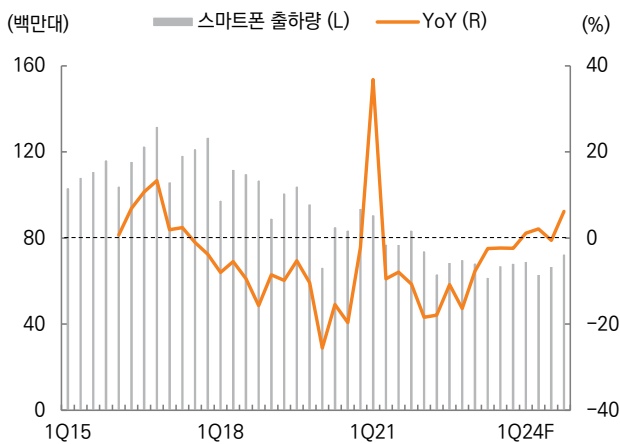
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 83. 조사기관 별 스마트폰 출하량 전망



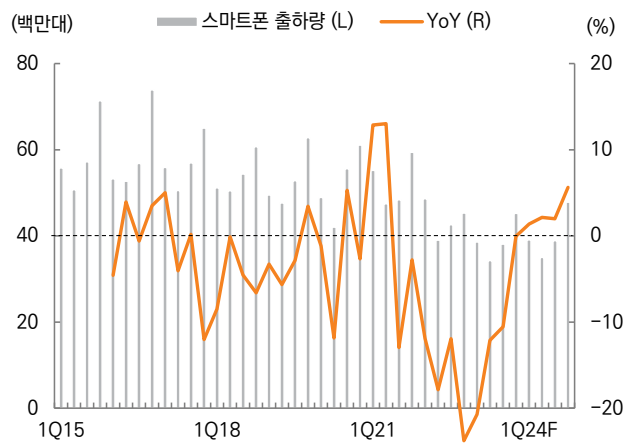
자료: IDC, Counterpoint, SA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 84. 중국 스마트폰 출하량 전망



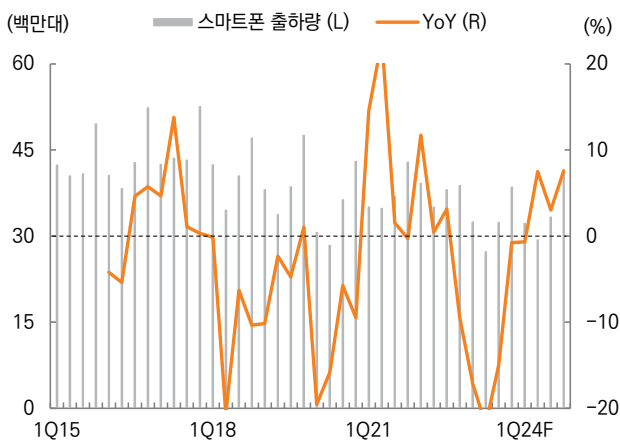
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 85. 유럽 스마트폰 출하량 전망



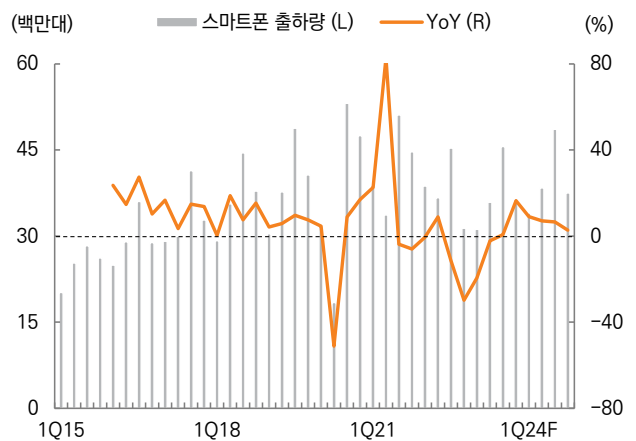
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 86. 북미 스마트폰 출하량 전망



자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 87. 인도 스마트폰 출하량 전망



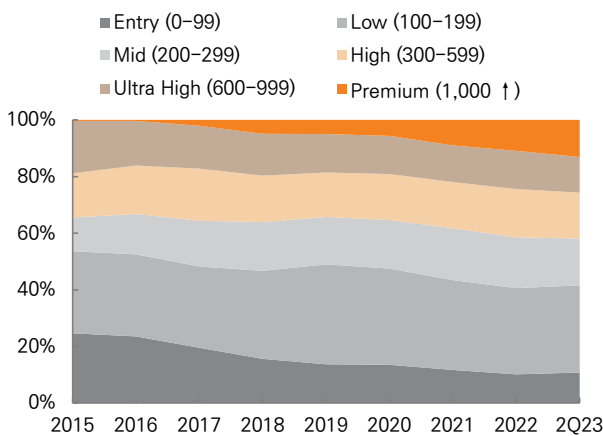
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

프리미엄은 역시 애플

프리미엄 시장은 지속적으로 성장하고 있다. 24년에 스마트폰 출하량이 회복기에 접어들면서 프리미엄 비중은 더욱 증가할 것으로 판단한다. 애플 Pro 라인에 주목하고 삼성의 프리미엄 라인을 이끌고 있는 폴더블 밸류체인을 선호한다. 2022년 기준 애플과 삼성이 차지하는 프리미엄 비중은 각각 78%, 17%이다.

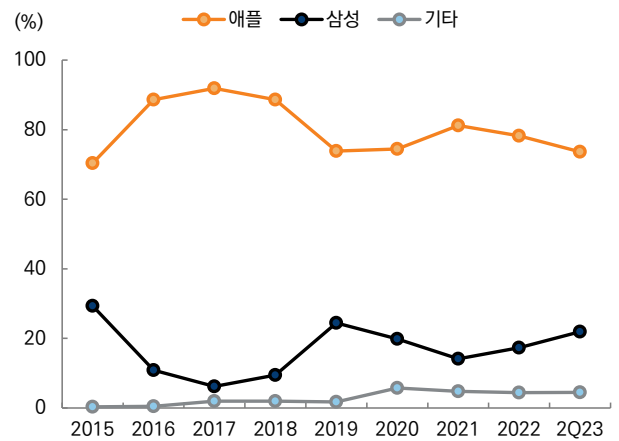
프리미엄 라인을 이끌고 있는 애플은 브랜드 파워와 소프트웨어를 기반한 락인 효과로 지속적인 M/S를 유지할 것으로 보인다. 삼성은 전략적으로 프리미엄의 M/S를 차지하기 위해 폴더블과 플립에 지속적인 경쟁력 확보를 위해 성능 개선을 시도할 것이다.

그림 88. 글로벌 스마트폰 가격대별 비중 추이



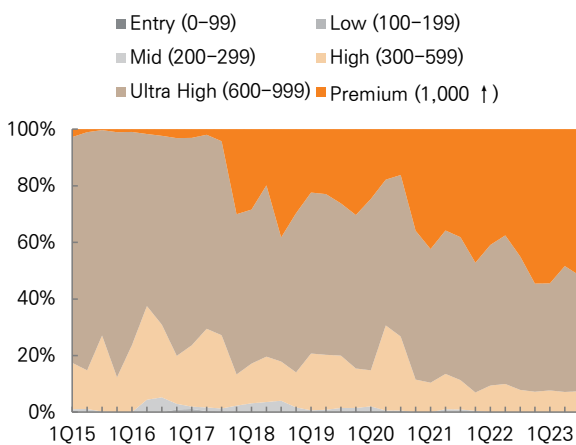
주: US\$ 기준
자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 89. 프리미엄 라인 비중 추이



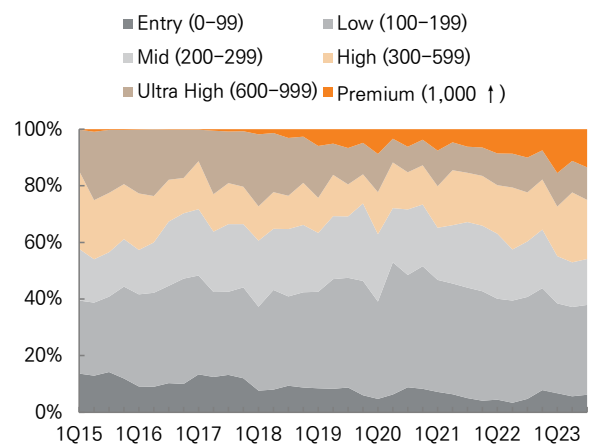
자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 90. 애플 가격대별 제품 추이



주: US\$ 기준
자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 91. 삼성 가격대별 제품 추이



주: US\$ 기준
자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

Apple 향 스마트폰에서 광학 카메라 부품의 수혜가 지속될 것이다. iPhone 15 Pro Max의 경우 광학 카메라는 줌 성능 개선을 위해 Folded Zoom 구조를 사용해서 기존 ASP보다 3.8배 증가한 30달러로 추정되고 있다. 기존 14 Pro Max 모델에서 채택된 광학 카메라는 3배 줌까지 가능했으나 Folded Zoom을 채용하면서 5배까지 늘렸다.

iPhone 15 Pro Max 모델부터 한국의 점유율이 늘었다. 내년 iPhone 16에서는 Pro 모델도 Folded zoom이 채택될 것으로 전망한다. LG이노텍과 Sony를 포함한 광학 카메라 업체들의 Mixed ASP 상승이 기대된다.

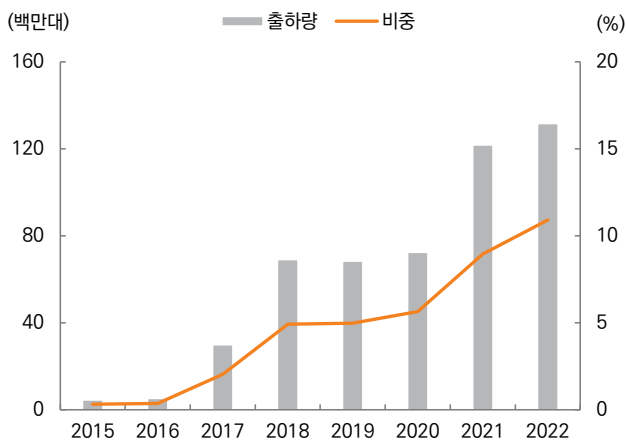
표 6. iPhone 주요 부품 원가 비교

(US\$)

	15 Pro Max	14 Pro Max	원가 상승률	대응 업체
디스플레이	115	105	10%	삼성디스플레이
망원 카메라	30	6	380%	LG이노텍, Sony 등
A17 Pro chip	130	102	27%	Apple
티타늄 프레임	50	35	43%	Foxconn

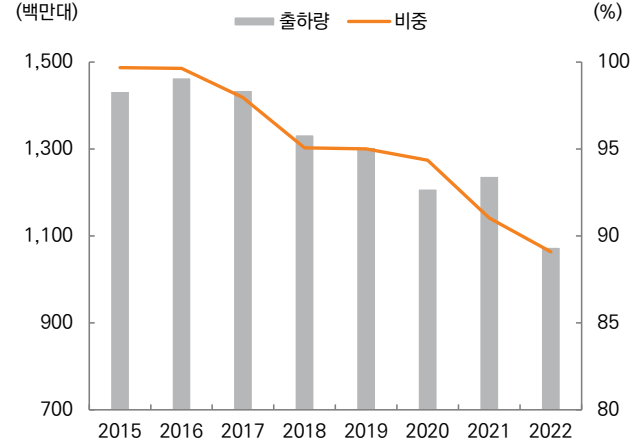
자료: Nikkei, 미래에셋증권 리서치센터

그림 92. 프리미엄 출하량 및 비중 추이



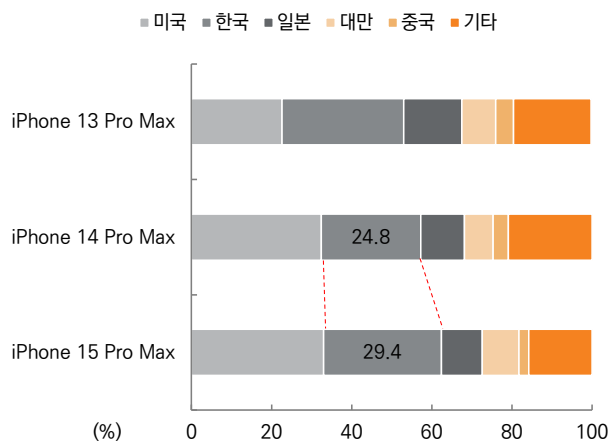
자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 93. 비 프리미엄 출하량 및 비중 추이



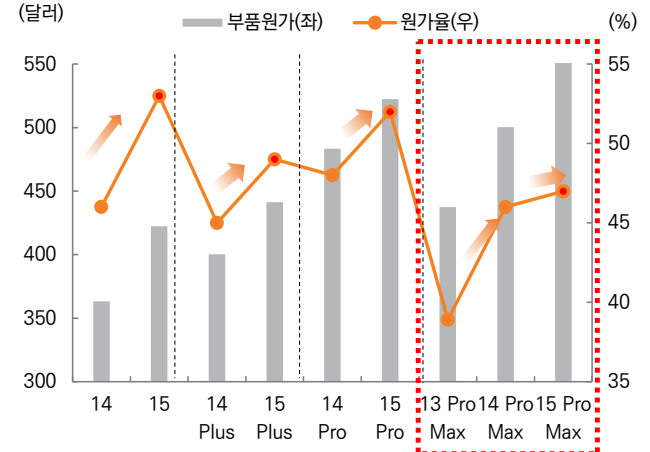
자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 94. iPhone Pro Max 주요 구성 부품 국가별 점유율



자료: Nikkei, 미래에셋증권 리서치센터

그림 95. iPhone 14, 15 모델 시리즈 원가 비교

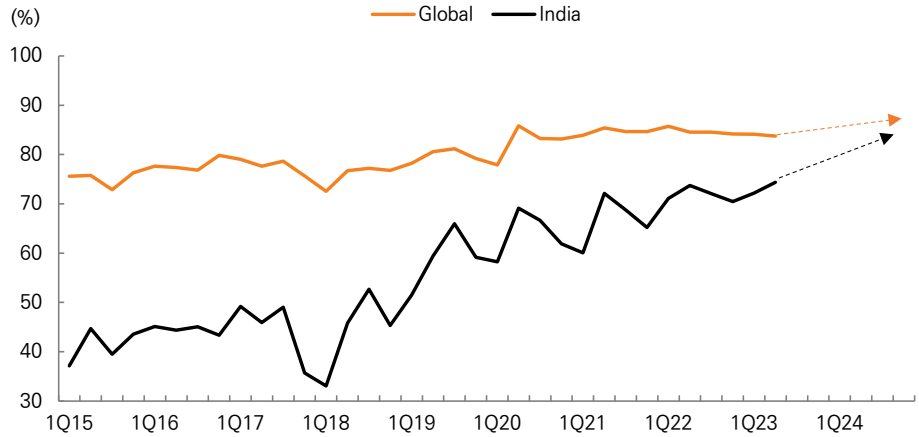


자료: Nikkei, 미래에셋증권 리서치센터

인도의 성장은 아직 남아쓰페

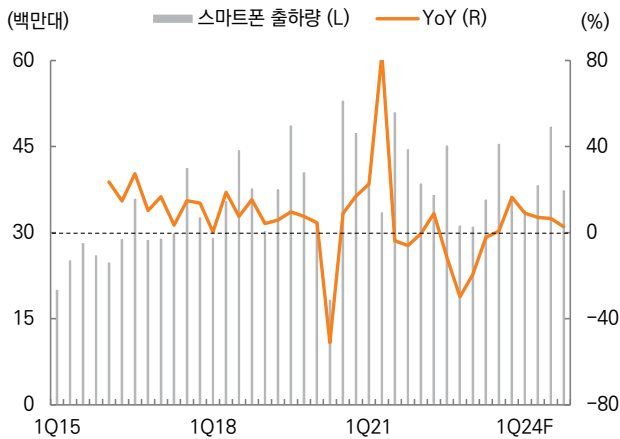
인도의 스마트폰 침투율은 꾸준히 증가하고 있다. 2Q23 인도 스마트폰 침투율은 74%이다. 2Q23 기준 글로벌 스마트폰 침투율은 84% 대비 아직 낮은 침투율을 기록하고 있으며 인도의 스마트폰 침투율은 지속적으로 성장할 것으로 판단한다.

그림 96. 스마트폰 침투율: 인도의 스마트폰 침투율은 가파르게 증가



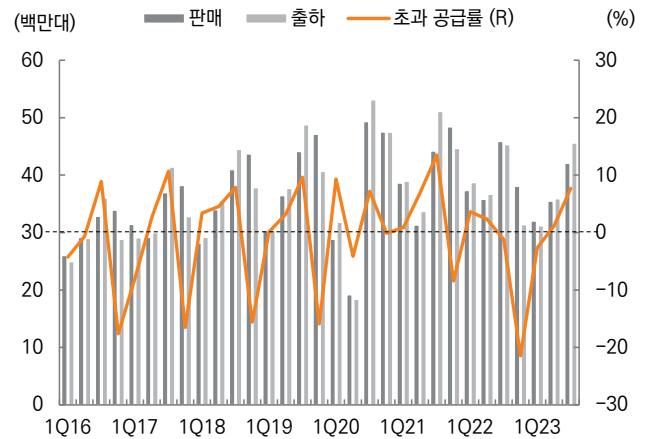
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 97. 인도 스마트폰 출하량 및 YoY 추이



자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 98. 인도 스마트폰 판매량-출하량 비교

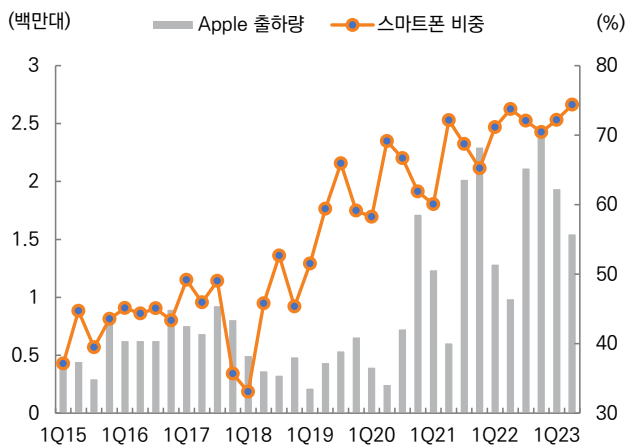


자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

애플은 인도에서 2Q24 신규 아이폰 생산을 강조하며 탈중국에 힘쓰고 있다. 23년 기준 전체 아이폰의 12~14%의 생산을 담당할 것으로 추정된다. 24년에는 20~25%의 전체 아이폰 생산이 인도에서 생산될 것으로 목표하고 있다. 이는 전략적인 생산 거점으로서의 선택과 인도 시장 공략의 두가지 의의를 가질 것으로 보인다.

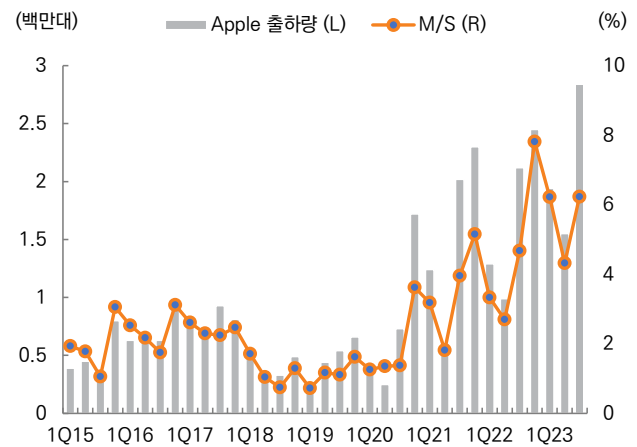
Apple의 출하량은 인도 진출을 시사한 이후 코로나 특수 수요를 제외하더라도 지속적으로 성장하고 있다. 인도의 실질 GDP도 6% 이상 유지되며 고가의 프리미엄 수요에 대한 침투율 성장이 더욱 기대된다.

그림 99. 인도 애플 출하량 추이 및 스마트폰 비중



자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 100. 인도 애플 출하량 점유율 추이



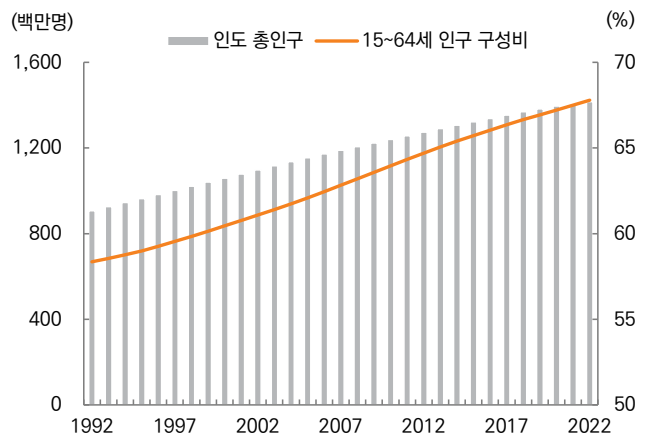
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 101. 실질 GDP 추이



자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 102. 인도는 2022년 기준 세계 인구수 1위



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. iPhone 15 Spec

		iPhone 15				
		15	15+	15 Pro	15 Pro Max	
Display	Size	6.12"	6.69"	6.12"	6.69"	
	Resolution	2556 x 1179 pixels, 460 PPI	2769 x 1290 pixels, 460 PPI	2556 x 1179 pixels, 460 PPI	2769 x 1290 pixels, 460 PPI	
	Technology	Super Retina XDR Display, all-screen OLED				
	Panel	SDC	SDC	SDC/LGD	SDC/LGD	
	TFT (Refresh rate)	LTPS (60Hz)		LTPO (1~120Hz)		
	Features	Dynamic Island				
	Brightness	1000 nits (typ), 1,600 nits (HDR) 2000 nits (outdoor)				
Hardware	System chip	A16 Bionic chip(4nm)		A17 Pro chip(3nm)		
	GPU	Apple GPU 5-core		Apple GPU 6-core		
	DRAM	6GB LPDDR SDRAM		8GB LPDDR5 SDRAM		
	NAND	128 / 256 / 512GB		128 / 256 / 512GB / 1TB		
	OS	iOS 17				
	AP	Qualcomm Snapdragon X65 5G Modem	Qualcomm Snapdragon X70 5G Modem			
Battery	Charging	Fast Charging, MagSafe wireless charging(15W)				
	Capacity	3,349mAh	4,383mAh	3,274mAh	4,422mAh	
Camera	Rear	Dual		Triple		
	Main Camera	48MP(Sensor-shift OIS)		48MP(Sensor-shift OIS, PDAF)		
		Aperture size(조리개 크기): F1.6, Focal length(초점 거리): 26 mm, Pixel size: 2.0 μm		Aperture size: F1.8; Focal length: 24 mm; Pixel size: 2.44 μm		
	Second Camera	12MP(Ultra-wide 초광각)		12MP(Telephoto 망원, Sensor-shift OIS)		
		Aperture size: F2.4, Focal Length: 13 mm		Aperture size: F2.8, Focal Length: 77 mm	Aperture size: F2.8, Focal Length: 120 mm	
	Third Camera	-		Optical zoom: 3.0x	Optical zoom: 5.0x, Folded zoom(Periscope)	
		-		12MP(Ultra-wide 초광각)		
	Video recording	3840x2160 (4K UHD) (60 fps), 1920x1080 (Full HD) (240 fps)				
Front	12MP(Time-oF-Flight)					
Design	Size and Weight	Width: 2.82 inches Height: 5.81 inches Depth: 0.31 inches Weight : 171g	Width: 3.06 inches Height: 6.33 inches Depth: 0.31 inches Weight : 201g	Width: 2.78 inches Height: 5.77 inches Depth: 0.32 inches Weight : 187g	Width: 3.02 inches Height: 6.29 inches Depth: 0.32 inches Weight : 221g	
	Material	Back : Glass / Frame : Aluminum		Back : Glass / Frame : Titanium		
	Colors	Black, Blue, Green, Yellow, Pink		Black Titanium, White Titanium, Blue Titanium, Natural Titanium		
Connectivity	Wi-Fi	Wi-Fi 6, Bluetooth 5.3		Wi-Fi 6E, Bluetooth 5.3		
	USB	Type-C (reversible), USB 2.0		Type-C (reversible), USB 3.0		
Buyers	Price	\$799	\$899	\$999	\$1,199	

자료: Counterpoint, 언론 자료, 미래에셋증권 리서치센터

IV. Appendix

주요 전기전자 업체 관련 지표

표 8. TV / 가전 업체 실적 관련 지표

(십억원, %)

	회사명	시가총액	매출액			YoY		영업이익			YoY		순이익			YoY	
			22	23F	24F	23F	24F	22	23F	24F	23F	24F	22	23F	24F	23F	24F
한국	LG전자	17,003	83,467	84,157	88,923	0.8	5.7	3,551	4,093	4,523	15.3	10.5	1,196	1,859	2,748	55.4	47.8
	Daikin	58,474	36,419	36,387	38,681	-0.1	6.3	3,501	3,502	3,868	0.0	10.5	2,397	2,359	2,609	-1.6	10.6
	Haier	36,610	46,707	47,599	51,302	1.9	7.8	3,024	3,589	4,115	18.7	14.7	2,822	3,025	3,469	7.2	14.7
	Sony	142,732	107,725	104,593	107,958	-2.9	3.2	11,434	10,349	11,478	-9.5	10.9	8,930	7,818	8,444	-12.5	8.0
해외	Hisense	5,453	14,216	14,957	16,337	5.2	9.2	513	1,053	1,238	105.4	17.6	275	515	600	87.2	16.5
	Skyworth	1,176	10,279	12,919	14,883	25.7	15.2	381	423	470	11.1	11.0	159	141	156	-11.5	10.9
	Panasonic	33,480	78,659	73,138	76,037	-7.0	4.0	2,974	3,292	4,018	10.7	22.0	2,543	3,364	3,379	32.3	0.4
	Whirlpool	7,825	25,490	25,164	23,061	-1.3	-8.4	-1,365	1,596	1,691	흑전	6.0	-1,963	388	1,154	흑전	197.1
	Electrolux	3,661	17,227	15,992	16,434	-7.2	2.8	-27	153	592	흑전	286.1	-169	-293	262	적지	흑전
평균																	

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. TV / 가전 업체 밸류에이션 관련 지표

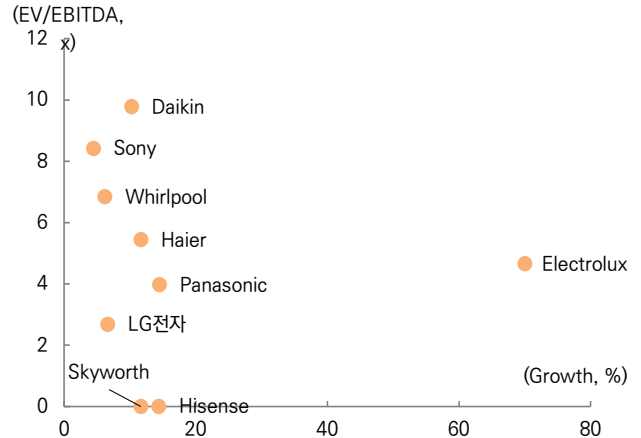
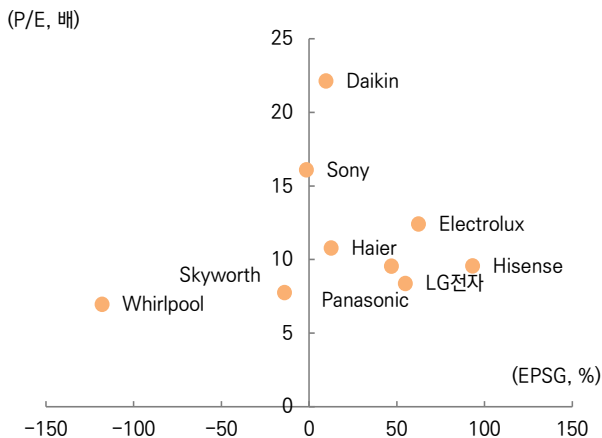
(%, 배)

	회사명	주가상승률			P/E			P/B			ROE			EPS(원, USD)			EV/EBITDA		
		1M	3M	YTD	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
한국	LG전자	2.3	5.7	15.8	17.8	12.3	8.4	0.9	0.9	0.8	6.0	7.9	10.7	6640.0	10280.0	15196.0	4.4	3.2	2.7
	Daikin	6.1	-4.6	-0.3	27.0	24.5	22.1	3.1	2.8	2.5	12.2	12.0	12.1	846.9	928.1	1027.4	12.9	11.7	9.8
	Haier	-3.1	-2.9	-9.4	13.9	12.3	10.8	2.2	2.0	1.7	17.0	16.3	16.4	1.6	1.8	2.0	10.2	6.6	5.4
	Sony	6.5	8.9	11.3	17.1	17.5	16.1	2.4	2.1	1.9	13.4	12.3	12.3	746.9	736.0	801.0	7.7	9.0	8.4
해외	Hisense	-7.2	-0.2	83.1	24.3	11.2	9.6	2.7	2.3	2.0	13.1	21.1	20.9	1.1	2.0	2.4	7.6	-	-
	Skyworth	-3.0	-13.6	5.9	9.7	9.0	7.8	0.4	0.4	0.3	4.5	4.2	4.4	0.4	0.3	0.4	6.6	-	-
	Panasonic	6.1	-5.9	21.0	13.7	9.4	9.6	1.0	0.9	0.9	8.1	10.0	9.8	112.7	165.6	162.9	5.4	5.3	4.0
	Whirlpool	6.9	-18.5	-26.6	22.0	6.9	7.0	2.5	2.8	2.3	-42.3	37.3	-	-27.2	4.9	15.8	7.8	7.5	6.8
	Electrolux	14.7	-13.6	-29.2	-	-	12.4	1.7	1.9	1.7	-7.5	-13.0	15.3	-4.8	-7.8	8.6	15.0	8.3	4.7
평균					18.2	12.9	11.5	1.9	1.8	1.6	2.7	12.0	12.7				8.6	7.4	6.0

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 103. 글로벌 가전 업체 24F P/E-EPG

그림 104. 글로벌 가전 업체 24F EV/EBITDA-EBITDAG



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 전장 업체 실적 관련 지표

(십억원, %)

회사명	시가총액	매출액			YoY		영업이익			YoY		순이익			YoY	
		22	23F	24F	23F	24F	22	23F	24F	23F	24F	22	23F	24F	23F	24F
한국																
LG전자	17,003	83,467	84,157	88,923	0.8	5.7	3,551	4,093	4,523	15.3	10.5	1,196	1,859	2,748	55.4	47.8
HL만도	1,695	7,516	8,494	9,137	13.0	7.6	248	326	393	31.4	20.7	98	197	272	100.0	38.1
현대모비스	21,541	51,906	59,892	64,881	15.4	8.3	2,028	2,480	2,969	22.3	19.7	2,485	3,570	3,873	43.6	8.5
해외																
Nidec	30,200	20,913	19,706	21,467	-5.8	8.9	1,135	1,662	2,121	46.4	27.7	652	1,264	1,653	94.0	30.8
Valeo	4,639	27,206	31,607	33,467	16.2	5.9	718	1,114	1,442	55.1	29.5	312	473	756	51.4	59.8
Continental	20,127	53,508	59,451	61,263	11.1	3.0	986	3,598	4,128	264.8	14.7	90	1,891	2,353	1,991.2	24.4
Denso	66,040	59,785	60,315	64,108	0.9	6.3	3,918	5,076	6,057	29.6	19.3	2,921	3,834	4,577	31.2	19.4
Magna	20,486	48,902	56,182	59,286	14.9	5.5	2,033	2,868	3,519	41.1	22.7	765	1,857	2,461	142.7	32.5
Borgwarner	10,547	20,420	18,854	20,116	-7.7	6.7	1,776	1,808	2,001	1.8	10.7	1,220	1,090	1,302	-10.6	19.4
평균																

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 전장 업체 밸류에이션 관련 지표

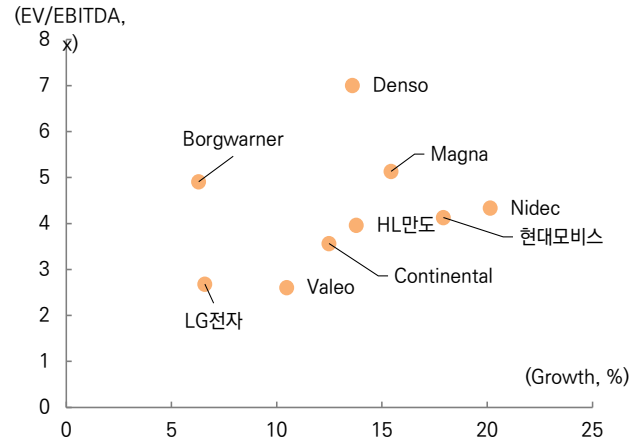
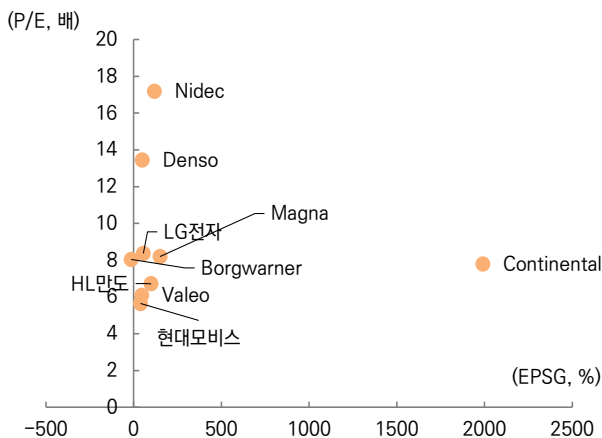
(%, 배)

회사명	주가상승률			P/E			P/B			ROE			EPS(원, USD)			EV/EBITDA		
	1M	3M	YTD	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
한국																		
LG전자	2.3	5.7	15.8	17.8	12.3	8.4	0.9	0.9	0.8	6.0	7.9	10.7	6640.0	10280.0	15196.0	4.4	3.2	2.7
HL만도	1.1	-12.2	-23.2	22.4	9.4	6.7	0.8	0.8	0.7	4.8	8.3	10.6	2096.0	4187.0	5784.0	6.3	4.7	4.0
현대모비스	4.5	1.3	9.8	8.2	6.1	5.6	0.6	0.5	0.5	6.8	9.1	9.1	27163.0	37900.0	41352.0	4.8	5.2	4.1
해외																		
Nidec	2.7	-21.4	-34.4	39.6	21.7	17.2	2.5	2.3	2.1	5.2	10.9	11.6	116.2	254.1	332.2	18.3	6.0	4.3
Valeo	9.5	-24.1	-25.2	9.9	10.9	6.1	0.8	0.8	0.8	6.1	7.3	11.3	1.0	1.4	2.2	4.1	3.0	2.6
Continental	16.8	4.4	23.0	15.8	9.5	7.8	1.1	1.0	0.9	0.5	9.7	10.9	0.3	6.9	8.7	5.0	4.2	3.6
Denso	2.5	-0.1	24.1	23.7	16.0	13.5	1.7	1.5	1.4	7.1	9.6	10.6	99.5	149.0	177.9	8.1	8.8	7.0
Magna	14.9	-3.2	-11.2	13.0	10.1	8.2	1.4	1.3	1.2	5.2	13.4	15.5	2.0	5.1	6.5	4.7	6.0	5.1
Borgwarner	-6.4	-13.9	-7.6	7.5	9.1	8.0	1.1	1.4	1.1	13.3	12.9	15.1	4.0	3.4	4.2	6.4	5.3	4.9
평균				17.5	11.7	9.1	1.2	1.2	1.1	6.1	9.9	11.7				6.9	5.1	4.3

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 105. 글로벌 전장 업체 24F P/E-EPG

그림 106. 글로벌 전장 업체 24F EV/EBITDA-EBITDAG



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 카메라 모듈 업체 실적 관련 지표

(십억원, %)

	회사명	시가 총액	매출액			YoY		영업이익			YoY		순이익			YoY	
			22	23F	24F	23F	24F	22	23F	24F	23F	24F	22	23F	24F	23F	24F
한국	LG이노텍	5,562	19,589	20,229	21,686	3.3	7.2	1,272	869	1,134	-31.7	30.6	980	589	809	-39.9	37.3
	삼성전기	10,293	9,425	8,786	9,542	-6.8	8.6	1,183	672	964	-43.2	43.5	981	502	727	-48.8	45.0
	엠씨넥스	520	1,109	918	1,072	-17.2	16.9	11	20	39	85.0	97.0	23	28	37	22.4	30.3
	파트론	506	1,222	1,137	1,276	-7.0	12.2	57	47	59	-17.2	26.1	39	36	49	-6.2	35.2
	파워로직스	254	744	-	-	-	-	-39	-	-	-	-	-49	-	-	-	-
	캠시스	102	734	-	-	-	-	14	-	-	-	-	6	-	-	-	-
	나무가	214	519	-	-	-	-	32	-	-	-	-	31	-	-	-	-
해외	Sunny Optical	13,111	6,367	5,781	6,645	-9.2	15.0	547	233	481	-57.4	106.0	462	261	467	-43.4	78.8
	Sharp	6,010	24,514	21,772	21,771	-11.2	-0.0	15	85	335	479.7	295.7	-1,724	-476	233	적지	흑전
	O Film	5,969	2,844	2,915	3,908	2.5	34.1	-851	-12	145	적지	흑전	-994	-25	120	적지	흑전
평균																	

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 카메라 모듈 업체 밸류에이션 관련 지표

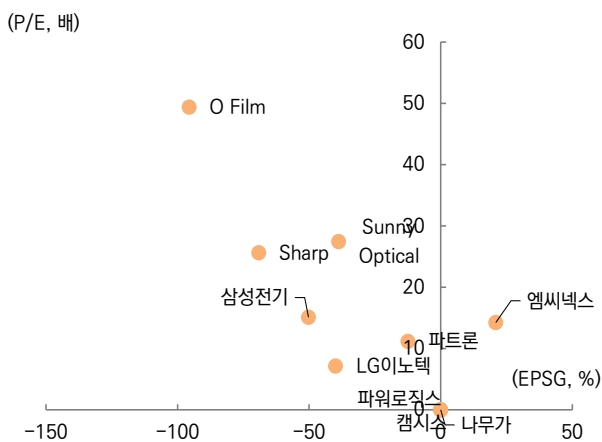
(%, 배)

	회사명	주가상승률			P/E			P/B			ROE			EPS(원, USD)			EV/EBITDA		
		1M	3M	YTD	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
한국	LG이노텍	4.2	-7.7	-21.5	5.2	9.8	7.1	1.3	1.2	1.1	25.9	13.0	15.7	41406.0	24875.0	34165.0	3.8	4.0	3.3
	삼성전기	11.9	-5.6	2.8	10.3	22.2	15.1	1.3	1.3	1.2	13.3	6.4	8.7	12977.0	6464.0	9375.0	5.3	6.4	5.2
	엠씨넥스	3.4	7.8	-0.9	20.6	18.6	14.2	1.7	1.6	1.4	7.6	8.8	10.7	1293.0	1564.0	2038.0	9.3	6.6	5.1
	파트론	-0.6	6.2	-2.9	11.6	14.9	11.2	1.0	0.9	0.9	8.3	7.1	9.0	700.0	613.0	829.0	4.6	4.8	4.2
	파워로직스	6.7	-24.5	33.3	-	-	-	1.5	-	-	-26.1	-	-	1437.0	-	-	23.3	-	-
	캠시스	2.4	-4.7	-33.4	17.8	-	-	1.0	-	-	6.6	-	-	86.0	-	-	6.4	-	-
	나무가	24.8	3.0	-19.1	6.4	-	-	1.7	-	-	34.5	-	-	2119.0	-	-	4.0	-	-
해외	Sunny Optical	9.4	15.9	-18.2	29.9	49.9	27.4	3.3	3.1	2.9	11.4	6.4	11.1	2.2	1.3	2.4	16.2	19.6	13.6
	Sharp	12.2	17.1	8.5	-	-	25.6	2.5	2.5	2.1	-51.1	0.6	8.8	-277.0	-85.7	41.2	11.4	17.1	9.6
	O Film	-0.1	94.4	100.2	-	-	49.4	10.1	11.3	10.6	-88.8	-7.3	9.7	-1.6	-0.1	0.1	-9.2	67.4	25.8
평균				14.5	23.1	21.4	2.5	3.1	2.9	-5.9	5.0	10.5				7.5	18.0	9.5	

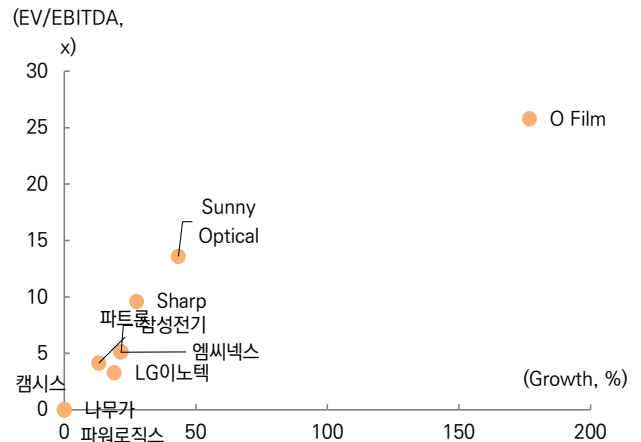
자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 107. 카메라 모듈 업체 24F P/E-EPG

그림 108. 카메라 모듈 업체 24F EV/EBITDA-EBITDAG



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 14. MLCC 업체 실적 관련 지표

(십억원, %)

	회사명	시가총액	매출액					영업이익					순이익				
			22	23F	24F	23F	24F	YoY	22	23F	24F	23F	24F	YoY	22	23F	24F
한국	삼성전기	10,293	9,425	8,786	9,542	-6.8	8.6	1,183	672	964	-43.2	43.5	981	502	727	-48.8	45.0
	삼화콘덴서	388	263	295	333	11.9	12.8	31	33	43	8.3	28.6	29	27	35	-7.3	29.6
	아모텍	111	216	194	264	-10.0	35.9	-4	-	4	-	-	-9	3	3	흑전	23.4
해외	Murata	51,529	16,610	14,274	15,236	-14.1	6.7	3,181	2,372	2,854	-25.4	20.3	2,597	1,943	2,225	-25.2	14.5
	TDK	22,700	20,423	18,209	18,726	-10.8	2.8	1,628	1,458	1,747	-10.4	19.8	1,145	1,022	1,267	-10.7	23.9
	Yageo	10,032	5,249	4,411	5,043	-16.0	14.3	1,257	852	1,154	-32.2	35.5	985	711	911	-27.9	28.3
	Taiyo Yuden	4,313	3,161	2,806	3,027	-11.2	7.9	396	173	267	-56.2	54.0	299	130	196	-56.6	51.3
	Walsin	2,422	1,530	-	-	-	-	89	-	-	-	-	72	-	-	-	-
평균																	

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 15. MLCC 업체 밸류에이션 관련 지표

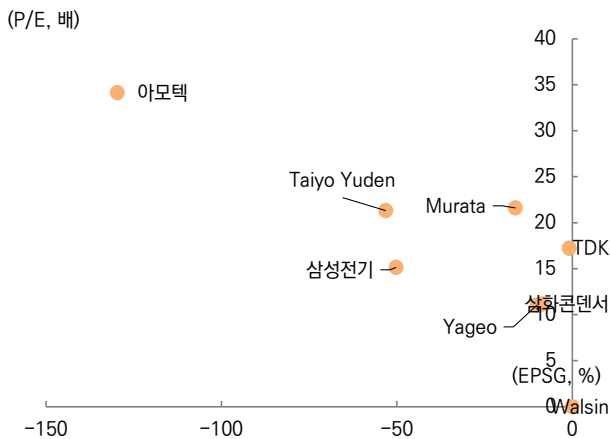
(%, 배)

	회사명	주가상승률			P/E			P/B			ROE			EPS(원, USD)			EV/EBITDA		
		1M	3M	YTD	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
한국	삼성전기	11.9	-5.6	2.8	10.3	22.2	15.1	1.3	1.3	1.2	13.3	6.4	8.7	12977.0	6464.0	9375.0	5.3	6.4	5.2
	삼화콘덴서	12.8	-5.0	1.5	13.1	14.5	11.2	1.7	1.5	1.4	13.7	11.3	13.1	2840.0	2597.0	3367.0	8.4	6.0	5.0
	아모텍	3.5	-25.0	-53.7	-	42.0	34.1	0.6	0.6	0.6	-5.1	1.5	1.8	-630.0	187.0	230.0	19.5	19.9	5.7
해외	Murata	15.3	9.6	13.2	20.3	24.5	21.6	2.3	2.2	2.1	11.8	8.1	9.8	141.1	118.3	134.5	9.1	13.0	10.7
	TDK	19.4	30.5	34.4	18.9	20.6	17.2	1.8	1.7	1.5	9.0	9.0	9.4	312.3	309.6	383.3	4.8	7.4	6.7
	Yageo	7.3	21.9	28.8	13.6	14.4	11.0	2.0	1.9	1.7	22.6	13.4	15.8	44.2	39.8	51.9	7.1	9.2	6.7
	Taiyo Yuden	10.4	-4.6	-16.6	14.3	31.3	21.3	1.5	1.5	1.5	10.3	4.5	6.3	247.3	115.8	176.1	7.2	12.1	8.6
	Walsin	17.0	26.8	41.4	32.5	-	-	1.3	-	-	3.7	-	-	3.4	-	-	8.0	-	-
평균					17.6	24.2	18.8	1.6	1.5	1.4	9.9	7.7	9.3				8.7	10.6	6.9

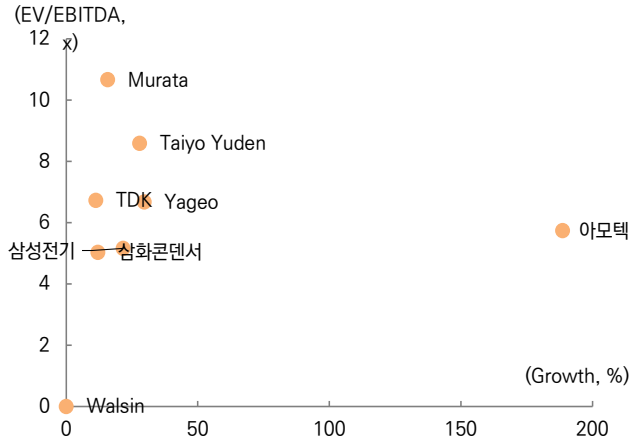
자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 109. MLCC 업체 24F P/E-EPG

그림 110. MLCC 업체 24F EV/EBITDA-EBITDAG



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 16. FPCB/소재 업체 실적 관련 지표

(십억원, %)

	회사명	시가 총액	매출액			YoY		영업이익			YoY		순이익			YoY	
			22	23F	24F	23F	24F	22	23F	24F	23F	24F	22	23F	24F	23F	24F
한국	비에이치	705	1,681	1,613	1,763	-4.0	9.3	131	118	140	-10.0	18.3	144	108	122	-25.1	13.1
	인터플렉스	246	443	450	518	1.7	15.0	26	19	33	-28.3	75.7	15	27	37	74.7	39.8
해외	Zhen Ding	4,036	7,428	6,021	6,789	-18.9	12.7	973	374	631	-61.5	68.5	615	271	371	-56.0	36.9
	Elite Material	5,489	1,676	1,644	2,038	-1.9	24.0	270	304	429	12.7	41.0	220	231	347	5.1	50.3
	Flexium	1,163	1,737	1,394	1,495	-19.8	7.3	153	80	121	-48.0	51.5	153	91	108	-40.1	18.0
평균																	

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 17. FPCB/소재 업체 밸류에이션 관련 지표

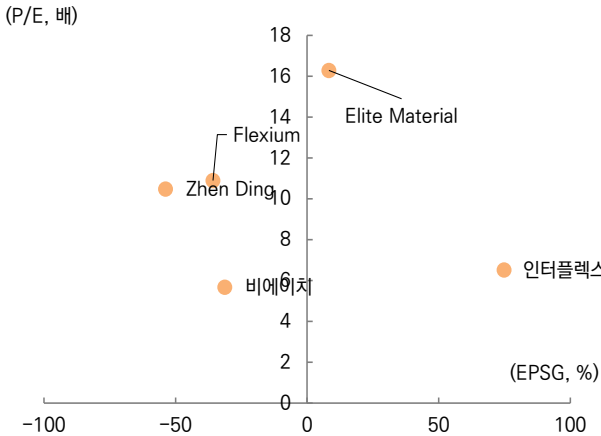
(%, 배)

	회사명	추가상승률			P/E			P/B			ROE			EPS(원, USD)			EV/EBITDA		
		1M	3M	YTD	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
한국	비에이치	10.1	-12.1	-23.9	4.6	6.3	5.7	1.2	1.0	0.8	29.7	17.1	16.5	4551.0	3126.0	3535.0	4.9	4.2	3.3
	인터플렉스	9.4	3.7	-6.6	17.2	9.1	6.5	1.2	1.1	0.9	8.1	12.6	15.3	656.0	1147.0	1603.0	5.5	5.8	3.1
해외	Zhen Ding	5.1	8.3	-12.3	7.0	14.6	10.5	1.0	1.0	1.0	15.7	7.2	10.0	15.0	6.9	9.7	3.6	5.1	4.0
	Elite Material	4.0	-5.1	121.4	26.8	24.1	16.3	6.0	5.5	4.6	24.3	23.9	31.1	15.2	16.5	24.3	8.7	14.9	10.7
	Flexium	2.6	-1.9	-15.2	8.7	12.6	10.9	1.1	1.1	1.1	13.9	8.9	10.5	10.8	7.0	8.0	3.8	4.1	3.1
평균					12.8	13.3	10.0	2.1	1.9	1.7	18.3	13.9	16.6				5.3	6.8	4.8

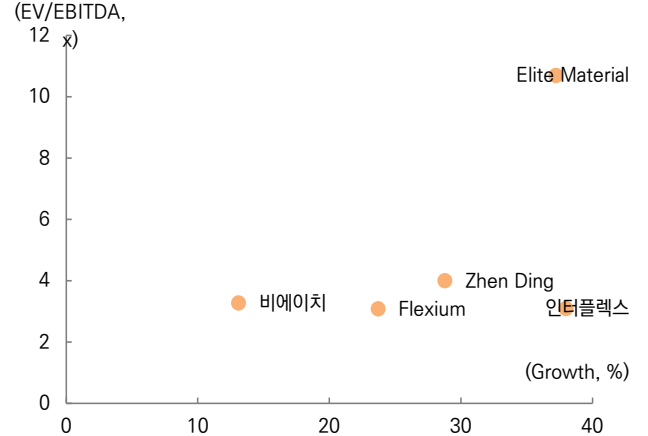
자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 111. FPCB/소재 업체 24F P/E-EPG

그림 112. FPCB/소재 업체 24F EV/EBITDA-EBITDAG



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 18. 국내 전장 부품 주요 Supply Chain

섹터	부품	기업	사업 내용	
파워트레인	전기모터, 인버터 등	LG전자	모터, 인버터	
		현대모비스	모터, 인버터, VCU	
		SNT모티브	구동 모터 부품	
		HL만도	조향 장치, 제동, 레이더	
		LG이노텍	조향 모터, 컨버터, BMS	
		PI 첨단소재	PI 바니쉬	
		삼화콘덴서	DC-LINK	
		뉴인텍	DC-LINK	
	배터리, BMS, 기판 등	아모텍	방열 팬모터, EWP	
		두산	BMS Cable, FCCL	
		비에이치	BMS Cable, FPCB	
		뉴프렉스	BMS Cable, FPCB	
		인터플렉스	FPCB 하네스	
기타	성우하이텍	배터리팩		
	우수 AMS	감속기 부품		
	삼보모터스	전기차용 감속기		
	한국단자	자동차용 커넥터		
바디	헤드램프	노바텍	MPS, IDB	
		에스엘	램프	
		오디텍	LED, 전장용 광센서	
	공조	ZKW(LG전자)	램프	
		한온시스템	히트펌프, 열관리 시스템	
		우리산업	PTC 히터, HVAC	
		플라리스세원	공조기 연결 파이프	
충전 장치	충전기, OBC	성창오도텍	에어컨필터	
		자화전자	PTC 히터	
		원익피앤이	충전기 관련 장비	
		와이엠텍	직류 고전압 EV Relay	
		피에스텍	전력계측기	
	차량용 카메라	모트렉스	충전기	
		솔루엠	충전기 파워모듈	
		디케이티	충전기 모듈	
		LG이노텍	카메라 모듈	
		삼성전기	카메라 모듈	
전자장치 및 부품	차량용 카메라	엠씨넥스	카메라 모듈	
		파트론	카메라 모듈	
		나무가	카메라 모듈	
		세코닉스	렌즈	
		넥스트칩	차량용 반도체	
		퓨런티어	조립 및 검사장비	
		인포테인먼트	LG전자	IVI, 텔레메틱스
			팅크웨어	텔레메틱스, 블랙박스
	모트렉스		PHV, IVI, HMI	
	유비벨록스		블랙박스, MAP	
	현대오토에버		차량용 소프트웨어	
	오비고		스마트카 소프트웨어	
수동부품	텔레칩스	AVN, 차량용 반도체		
	삼성전기	MLCC		
	삼화콘덴서	MLCC		
	아모텍	MLCC		

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Global Company Analysis

(Analyst) 박준서 park.junseo@miraeasset.com



009150 · 전자부품

삼성전기

전장에서 승리하자

(신규) 매수		목표주가 190,000원	상승여력 37.4%	현재주가(23/11/27) 138,300원			
KOSPI	2,495.66	시가총액(십억원)	10,330	발행주식수(백만주)	75	외국인 보유비중(%)	30.8

Report summary

투자의견 '매수' 및 목표주가 190,000원으로 신규 커버리지 개시

목표주가는 190,000원으로 2024F EV/EBITDA를 적용해 기업가치를 산출하였다. Target EV/EBITDA는 각 사업부 동종 업체들의 평균 값을 적용했다. 적정 가치는 전사 EV/EBITDA의 총합인 13.5조 원이다.

4Q23 Preview

4Q23 매출액 2조 83억 원 (+2.0% YoY), 영업이익 1,038억 원 (+2.5% YoY, OPM 5.2%)으로 추정한다. 컨센서스 대비 각각 -8%, -26%를 하회하는 실적을 기록할 것으로 전망한다. 본격적인 IT 수요가 반등하고 전장용 MLCC 비중이 상승하는 24년부터 동사의 실적은 지속적으로 개선될 것이다.

투자포인트

주요 투자포인트는 1) 전장용 MLCC 매출 증가로 컴포넌트 사업부 Blended ASP 증가, 2) 하이엔드 FC-BGA를 필두로 한 패키지솔루션 사업부의 고부가 가치 제품 위주 믹스 마진 개선이다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	12.3	-4.0	3.2
상대주가	3.7	-1.5	0.8

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	9,675	9,425	8,612	9,050	10,114
영업이익 (십억원)	1,487	1,183	633	812	1,058
영업이익률 (%)	15.4	12.6	7.4	9.0	10.5
순이익 (십억원)	892	981	459	613	800
EPS (원)	11,500	12,636	5,910	7,900	10,307
ROE (%)	14.3	13.8	5.9	7.4	9.0
P/E (배)	17.2	10.3	23.4	17.5	13.4
P/B (배)	2.2	1.3	1.3	1.2	1.1
배당수익률 (%)	1.1	1.6	0.7	1.1	1.4

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

투자 의견 및 Valuation

투자의견 ‘매수’ 및 목표주가 190,000원 제시

삼성전기의 투자의견 매수와 목표 주가는 190,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 당사는 SOTP 방식에 2024F EV/EBITDA 적용해 기업가치를 산출하였다. Target EV/EBITDA는 각 사업 부 동종 업체들의 평균 값을 적용했다. 컴포넌트 사업부는 글로벌 MLCC 업체 대비 저평가 국면이다. 전장용 MLCC 성장과 함께 반등이 기대된다.

동사의 MLCC 비중은 23년 20% → 24년 25%까지 증가할 것으로 전망한다. 따라서 MLCC Blended ASP 상승효과가 24년부터 기대가 된다. 판가 하락 압력이 존재하긴 하나 글로벌 BB ratio도 1 수준에서 건강한 재고의 흐름을 이어갈 것으로 판단한다. 중국 향 스마트폰의 수요도 증가하면서 중국 향 IT용 MLCC의 판매도 견조할 것이다.

표 19. 삼성전기: 목표 주가 산출

(십억원, %, 원)

항목	적정 가치	24년 EBITDA	배수	비고
①영업가치	14,044			
컴포넌트솔루션	8,951	994.6	9.0	24년 Murata, Taiyo Yuden, TDK 평균 EV/EBITDA
모듈솔루션	942	212.5	4.4	24년 Sunny Optical, Sharp, LG이노텍 평균 EV/EBITDA
기판솔루션	4,151	518.8	8.0	24년 국내 기판 업체 평균 EV/EBITDA
비영업가치	106			삼성중공업 지분 2.1% X 시가총액에 30% 할인 아이마켓코리아 지분 1.8% X 시가총액에 30% 할인
②순차입금	164			3Q23 말 기준
③주주가치	13,986			① - ②
④주식수 (백만주)	74.7			③ ÷ ④
주당적정가치	187,248			
목표주가	190,000			
현재주가	138,300			
상승여력	37.4			

주: 국내 기판 업체는 삼성전기, 심텍, 대덕전자, 해성디에스, 영풍, 코리아씨키트

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 20. 삼성전기: 시나리오 별 가치 추정

(십억원, 원, 배, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EV (십억원)											
High	15,443	15,865	16,529	15,736	15,679	14,901	14,365	14,296			
Low	9,281	9,703	10,367	9,574	9,517	8,739	8,203	8,134			
Average	11,887	12,309	12,973	12,179	12,123	11,345	10,809	10,740			
EBITDA	478	842	985	941	1,099	1,083	725	795	633	937	1,886
EV/EBITDA											
High	19.4	25.1	17.6	8.3	9.7	8.5	6.1	6.9			
Low	11.7	15.3	11.1	5.1	5.9	5.0	3.5	3.9			
Average	14.9	19.5	13.8	6.5	7.5	6.5	4.6	5.2			
EPS	6,730	150	197	2,165	8,786	6,885	8,086	11,948	13,128	6,160	8,319
EPS Growth	52.2	-97.8	31.5	999.7	305.7	-21.6	17.4	47.8	9.9	-53.1	35.0

자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 21. MLCC 업체 실적 관련 지표

(십억원, %)

	회사명	시가총액	매출액			YoY		영업이익			YoY		순이익			YoY	
			22	23F	24F	23F	24F	22	23F	24F	23F	24F	22	23F	24F	23F	24F
한국	삼성전기	10,293	9,425	8,786	9,542	-6.8	8.6	1,183	672	964	-43.2	43.5	981	502	727	-48.8	45.0
	삼화콘덴서	388	263	295	333	11.9	12.8	31	33	43	8.3	28.6	29	27	35	-7.3	29.6
	아모텍	111	216	194	264	-10.0	35.9	-4	-	4	-	-	-9	3	3	흑전	23.4
해외	Murata	51,529	16,610	14,274	15,236	-14.1	6.7	3,181	2,372	2,854	-25.4	20.3	2,597	1,943	2,225	-25.2	14.5
	TDK	22,700	20,423	18,209	18,726	-10.8	2.8	1,628	1,458	1,747	-10.4	19.8	1,145	1,022	1,267	-10.7	23.9
	Yageo	10,032	5,249	4,411	5,043	-16.0	14.3	1,257	852	1,154	-32.2	35.5	985	711	911	-27.9	28.3
	Taiyo Yuden	4,313	3,161	2,806	3,027	-11.2	7.9	396	173	267	-56.2	54.0	299	130	196	-56.6	51.3
	Walsin	2,422	1,530	-	-	-	-	89	-	-	-	-	72	-	-	-	-
평균																	

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

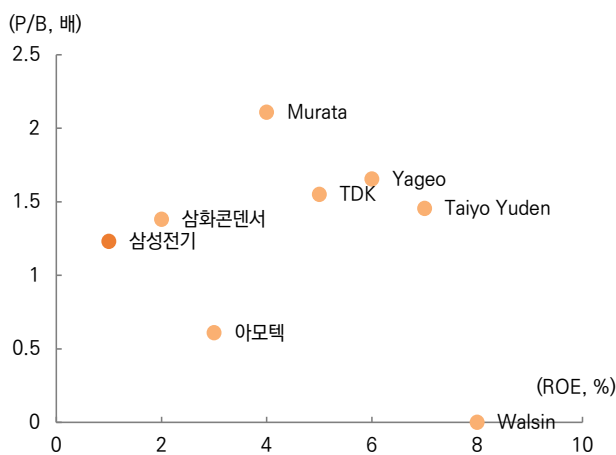
표 22. MLCC 업체 밸류에이션 관련 지표

(%, 배)

	회사명	추가상승률			P/E			P/B			ROE			EPS(원, USD)			EV/EBITDA		
		1M	3M	YTD	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
한국	삼성전기	11.9	-5.6	2.8	10.3	22.2	15.1	1.3	1.3	1.2	13.3	6.4	8.7	12977.0	6464.0	9375.0	5.3	6.4	5.2
	삼화콘덴서	12.8	-5.0	1.5	13.1	14.5	11.2	1.7	1.5	1.4	13.7	11.3	13.1	2840.0	2597.0	3367.0	8.4	6.0	5.0
	아모텍	3.5	-25.0	-53.7	-	42.0	34.1	0.6	0.6	0.6	-5.1	1.5	1.8	-630.0	187.0	230.0	19.5	19.9	5.7
해외	Murata	15.3	9.6	13.2	20.3	24.5	21.6	2.3	2.2	2.1	11.8	8.1	9.8	141.1	118.3	134.5	9.1	13.0	10.7
	TDK	19.4	30.5	34.4	18.9	20.6	17.2	1.8	1.7	1.5	9.0	9.0	9.4	312.3	309.6	383.3	4.8	7.4	6.7
	Yageo	7.3	21.9	28.8	13.6	14.4	11.0	2.0	1.9	1.7	22.6	13.4	15.8	44.2	39.8	51.9	7.1	9.2	6.7
	Taiyo Yuden	10.4	-4.6	-16.6	14.3	31.3	21.3	1.5	1.5	1.5	10.3	4.5	6.3	247.3	115.8	176.1	7.2	12.1	8.6
	Walsin	17.0	26.8	41.4	32.5	-	-	1.3	-	-	3.7	-	-	3.4	-	-	8.0	-	-
평균																			

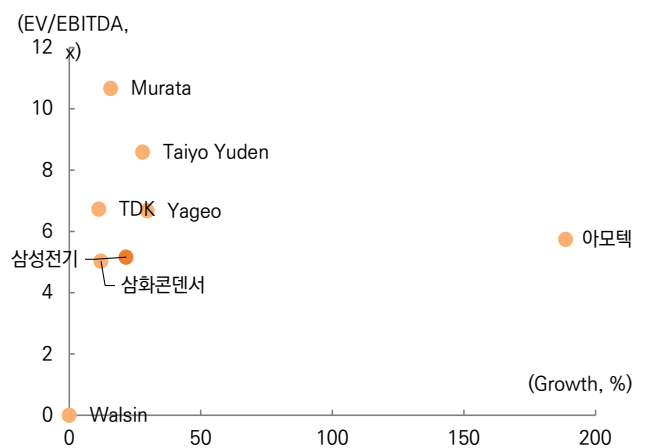
자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 113. MLCC 업체 24F P/B-ROE



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 114. MLCC 업체 24F EV/EBITDA-EBITDAG



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Preview

동사는 4Q23 매출액 2조 83억 원 (+2.0% YoY), 영업이익 1,038억 원 (+2.5% YoY, OPM 5.2%)으로 컨센서스를 각각 -8%, -26% 하회하는 실적을 기록할 것으로 전망한다. 동사의 실적은 24년부터 지속적으로 개선될 것으로 판단한다.

사업부 별로는 컴포넌트 매출액 8,514억 원(-22.3 YoY), 모듈 솔루션 7,634억 원 (-7.5% YoY), 기판 솔루션 3,935억 원(-10.5% YoY)으로 추정한다. 4분기까지 동사의 컴포넌트 매출은 시장 기대치보다 IT용 쪽의 수요가 아직 더디게 회복될 것으로 추정한다. 다만, 전장용 MLCC의 수요는 견조하나 올해까지 전장용 MLCC의 비중이 높지 않다. 24년에 대한 전체 MLCC 수요와 실적 개선세에 수혜를 누릴 것으로 판단한다.

표 23. 삼성전기: 4Q23 Preview

(십억원, %, %p)

	4Q22	3Q23	4Q23F			비교	
			추정치	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	1,968.4	2,360.9	2,008.3	-14.9	2.0	2,192.6	-8.4
영업이익	101.2	184.0	103.8	-43.6	2.5	141.1	-26.4
영업이익률	5.1	7.8	5.2			6.4	-1.3
세전이익	-21.5	191.8	102.1	-46.8	흑전	151.7	-32.7
지배주주 순이익	112.2	155.4	80.7	-48.1	-28.1	107.0	-24.6
지배주주순이익률	5.7	6.6	4.0			4.9	

자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

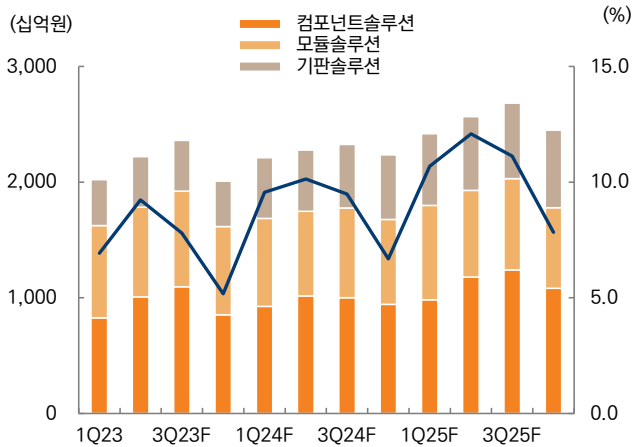
표 24. 삼성전기: 분기 및 연간 실적 추정표

(십억원, %)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F	2025F
매출액	2,021.8	2,220.5	2,360.9	2,008.3	2,211.0	2,276.6	2,326.2	2,235.8	8,611.5	9,049.7	10,113.7
QoQ	2.7	9.8	6.3	-14.9	10.1	3.0	2.2	-3.9			
YoY	-22.7	-9.6	-1.0	2.0	9.4	2.5	-1.5	11.3	-8.6	5.1	11.8
컴포넌트 솔루션	826	1,007	1,096	851	925	1,015	999	943	3,779	3,882	4,484
모듈 솔루션	799	777	825	763	761	732	777	735	3,164	3,006	3,053
기판 솔루션	398	437	440	393	525	529	550	558	1,668	2,162	2,577
영업이익	140.1	205.0	184.0	103.8	211.4	230.8	220.5	149.4	632.8	812.1	1,058.4
QoQ	38.3	46.3	-10.2	-43.6	103.6	9.2	-4.5	-32.2			
YoY	-65.9	-43.1	-40.8	2.5	50.9	12.6	19.8	44.0	-46.5	28.3	30.3
컴포넌트 솔루션	55.9	128.0	111.9	67.5	105.8	131.9	115.2	73.3	363.3	426.2	584.5
모듈 솔루션	34.4	24.9	23.0	-0.9	33.0	15.8	24.3	12.0	81.4	85.2	83.5
기판 솔루션	49.8	52.1	51.4	37.2	72.6	83.0	81.0	64.1	190.5	300.7	390.4
영업이익률	6.9	9.2	7.8	5.2	9.6	10.1	9.5	6.7	7.3	9.0	10.5
컴포넌트 솔루션	6.8	12.7	10.2	7.9	11.4	13.0	11.5	7.8	9.6	11.0	13.0
모듈 솔루션	4.3	3.2	2.8	-0.1	4.3	2.2	3.1	1.6	2.6	2.8	2.7
기판 솔루션	12.5	11.9	11.7	9.4	13.8	15.7	14.7	11.5	11.4	13.9	15.1
세전이익	140.6	142.9	191.7	100.0	208.7	216.2	211.4	144.3	575.2	780.6	1,021.7
지배주주 순이익	111.4	112.6	155.5	79.1	163.4	172.0	164.2	113.5	458.6	613.1	799.8
지배주주 순이익률	5.5	5.1	6.6	3.9	7.4	7.6	7.1	5.1	5.3	6.8	7.9

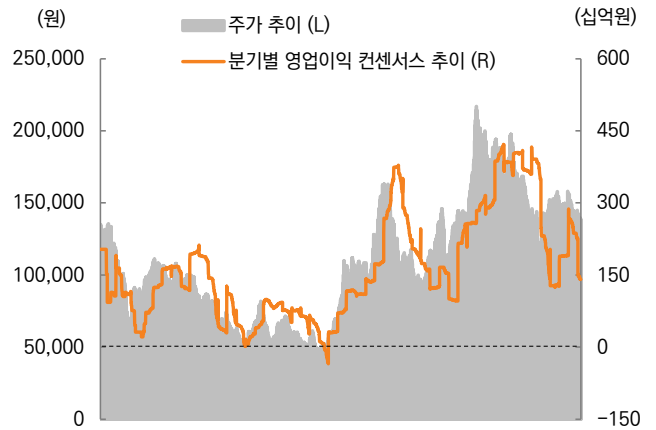
자료: 삼성전기, 미래에셋증권 리서치센터

그림 115. 삼성전기 분기별 실적 추이 전망



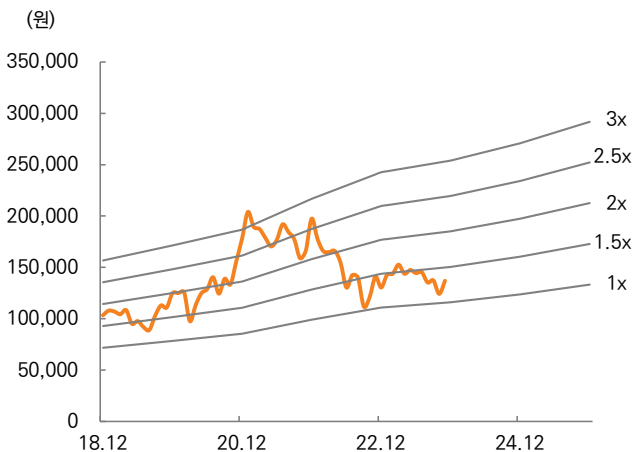
자료: 삼성전기, 미래에셋증권 리서치센터

그림 116. 주가 추이 및 분기별 영업이익의 컨센서스 추이



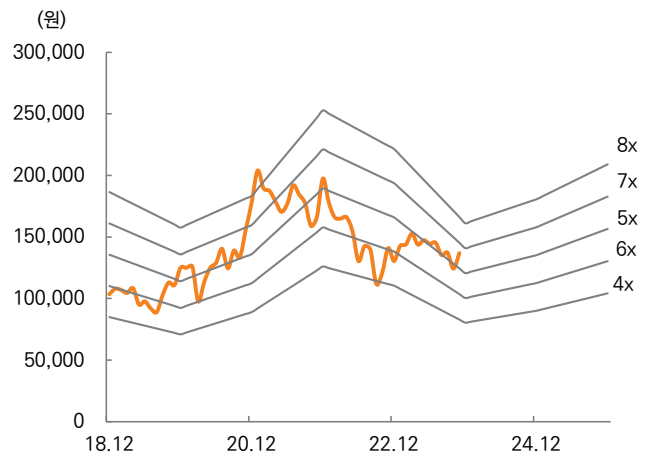
자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 117. P/B 차트



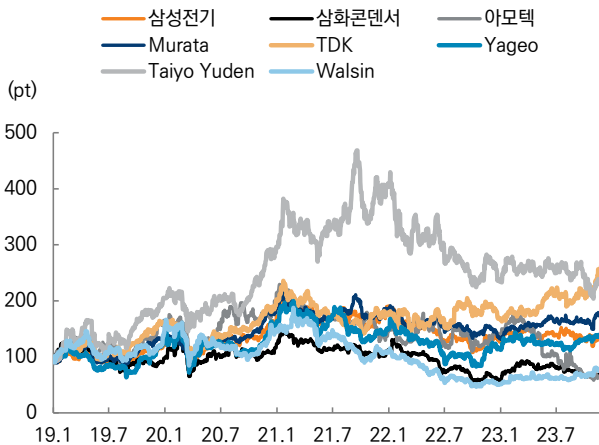
자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 118. EV/EBITDA 차트



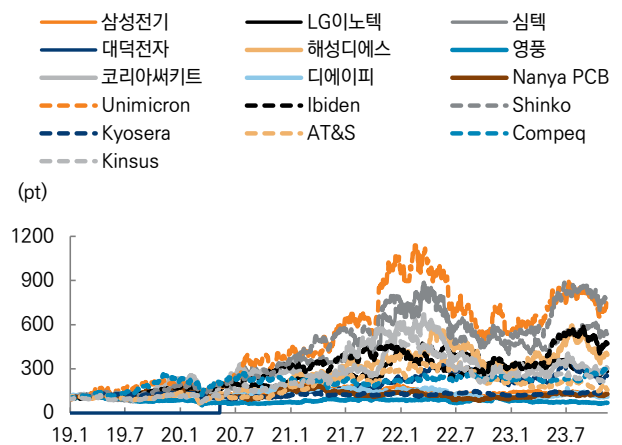
자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 119. MLCC 업체 주가 추이



주: 2019.01.01 = 100
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 120. 기판 업체 주가 추이



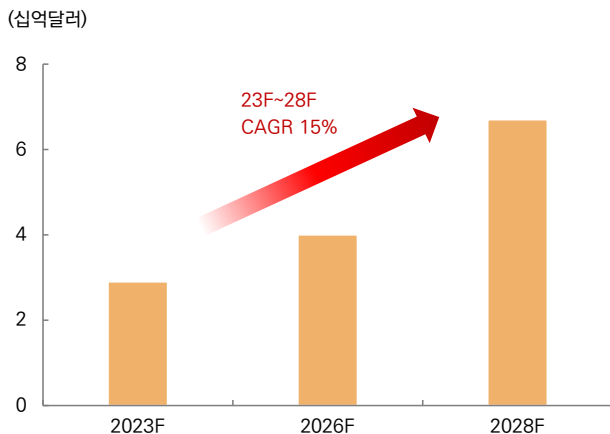
주: 2019.01.01 = 100
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트: MLCC는 전장에서 강해진다

동사의 MLCC 내에서 전장 비중이 23년 20% → 24년 25%로 증가하면서 컴포넌트 사업부의 Blended ASP가 증가할 것으로 판단한다. 특히 24년 고온 및 고압용 high-end 급 MLCC로 제품 다변화가 기대되기 때문이다. IT 범용 제품 부문의 투자를 최소화하고 고부가 제품 중심으로 체질 개선하고 있다.

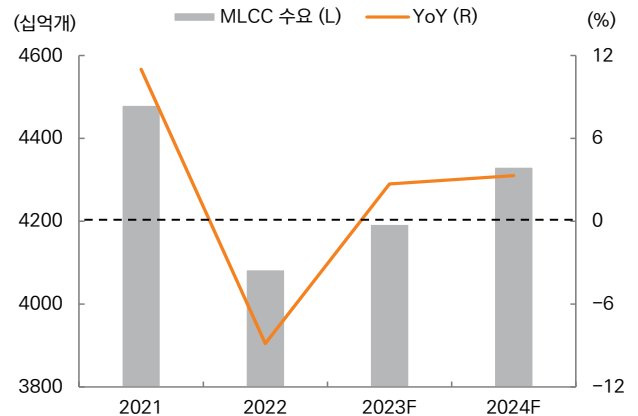
동사는 전장용 MLCC의 제품에서도 IVI 위주의 제품 군에서 파워트레인용으로 발표했다. 파워트레인 MLCC 용은 고온 및 고압에 내구성이 필요하기에 고부가 제품이다. 동사의 다양한 고부가 가치의 MLCC 제품 군의 다변화가 P, Q 성장을 기인할 것으로 판단한다.

그림 121. 글로벌 전장 MLCC 시장 규모 전망



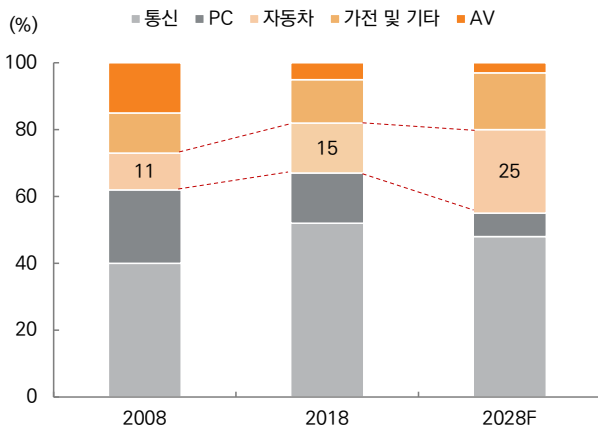
자료: 업계 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 122. 글로벌 MLCC 수요 전망



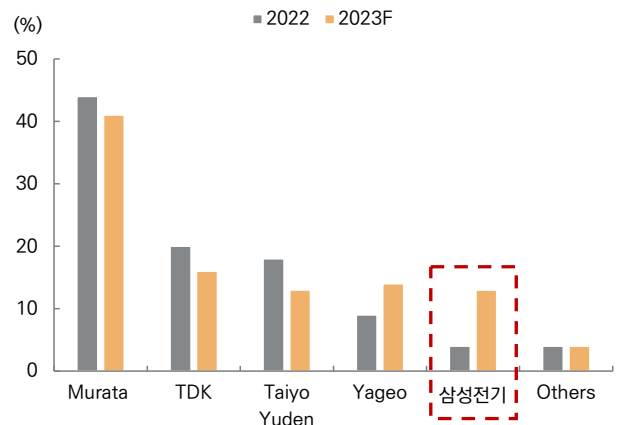
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 123. MLCC 산업별 수요 전망: 전장용 비중 증가



자료: 삼성전기, Murata, 미래에셋증권 리서치센터

그림 124. 업체별 전장 MLCC 생산 능력 점유율 전망



자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

전장용 MLCC 시장은 연평균 15% 이상 성장할 것으로 판단한다. 전기차의 전자화는 전장용 MLCC의 수요를 증가시킬 것이다. 전장용 MLCC는 1) 파워트레인, 2) ADAS, 3) 인포테인먼트, 4) 바디/샤시 등 전지화의 가속화로 MLCC 탑재량이 증가한다.

ADAS 채택과 자율주행 전기차가 수요가 증가하면 더 많은 전장용 MLCC가 요구된다. Q의 증가가 크게 기대된다. 전장용 탑재량은 스마트폰 대비 10배 이상 많다. 스마트폰에는 1,000개 미만이 탑재되나 전기차에 10,000개, ADAS 탑재 전기차에 14,000대 그리고 자율주행 전기차에 16,000개 이상이 사용될 것으로 판단한다.

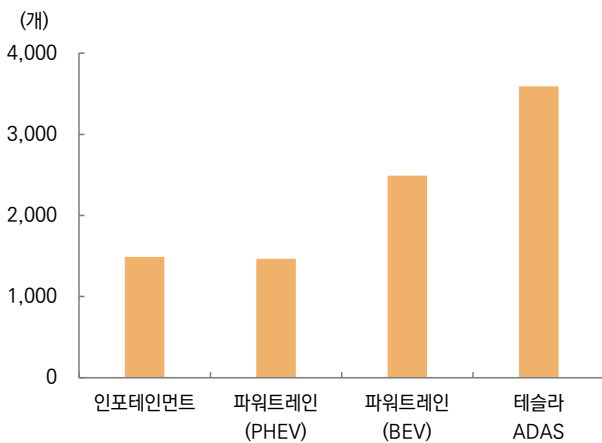
IT용 수요도 회복할 것으로 판단한다. 10월 기준 BB ratio도 0.94로 7월대비 개선되고 월별 중국 전자제품소매판매액도 연간 대비 계속 증가하고 있다.

표 25. IT용 MLCC vs 전장용 MLCC

	IT용 MLCC	전장용 MLCC
수명	3년	15년 ↑
온도	-55 ~ 85℃	-55 ~ 150℃
전압	6.3 ~ 10V	2.5 ~ 1,000V ↑
진동	1mm	2~5mm ↑

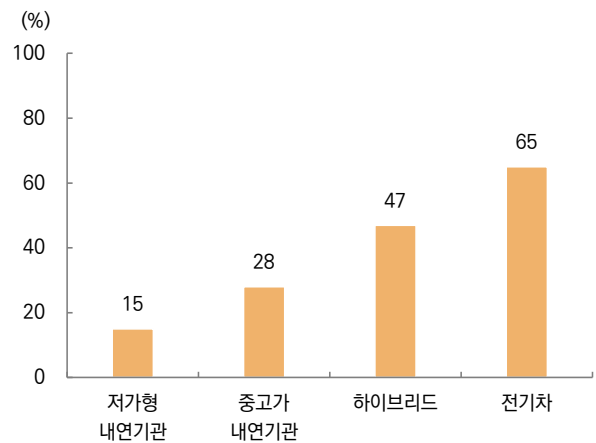
자료: 언론 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 125. 전장 Application 내 MLCC 탑재량



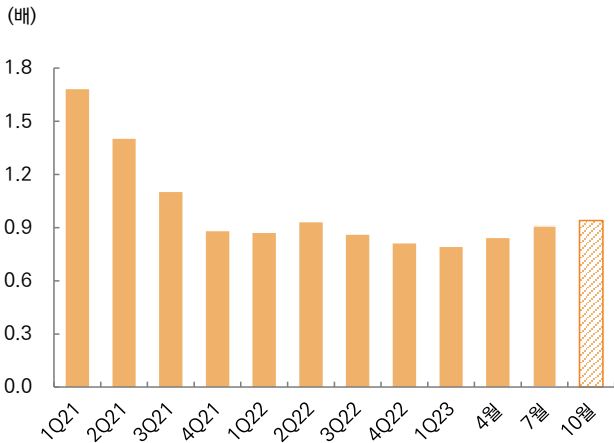
자료: Guoju Electronics, 미래에셋증권 리서치센터

그림 126. 차종별 전자 부품이 차지하는 비중



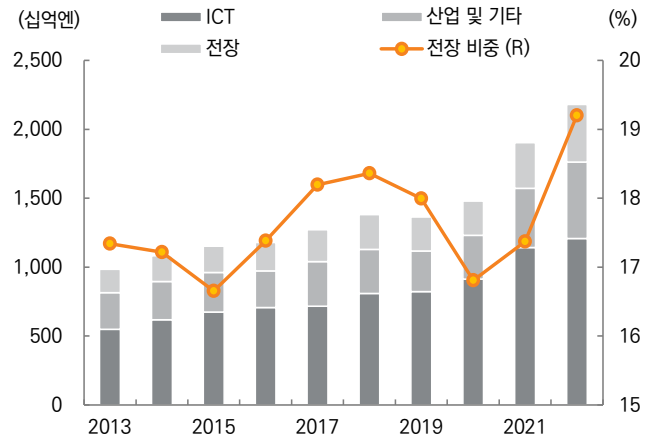
자료: 중국산업정보네트워크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 127. 글로벌 BB ratio



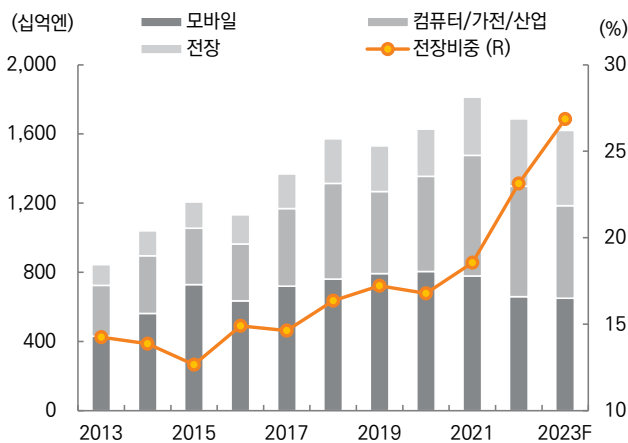
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 128. TDK 어플리케이션별 매출 추이



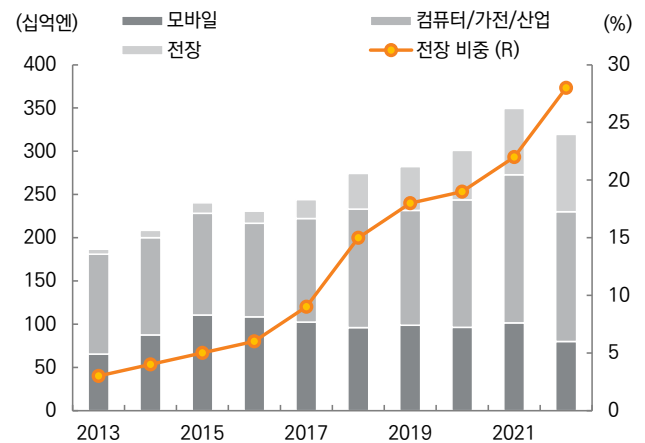
자료: TDK, 미래에셋증권 리서치센터

그림 129. Murata 어플리케이션별 매출 추이



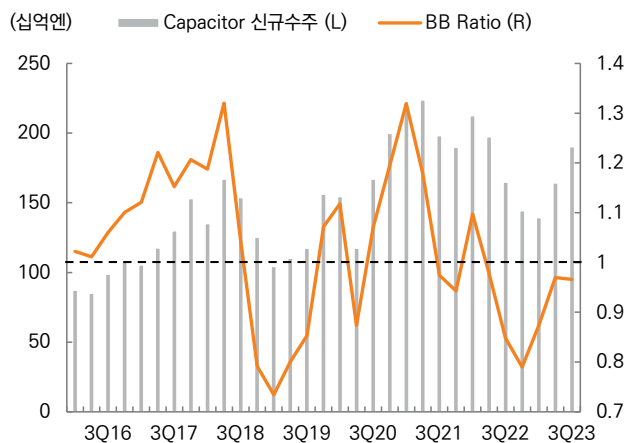
자료: Murata, 미래에셋증권 리서치센터

그림 130. Taiyo Yuden 어플리케이션별 매출 추이



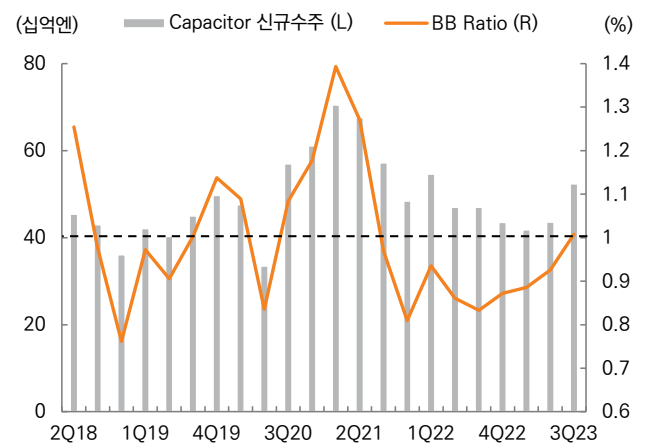
자료: Taiyo Yuden, 미래에셋증권 리서치센터

그림 131. Murata 신규 수주와 BB ratio



자료: Murata, 미래에셋증권 리서치센터

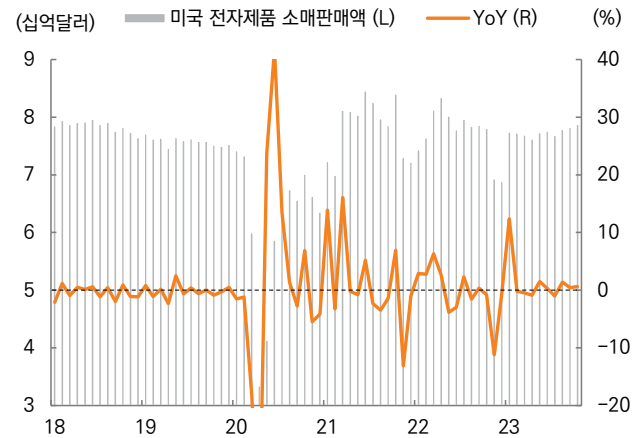
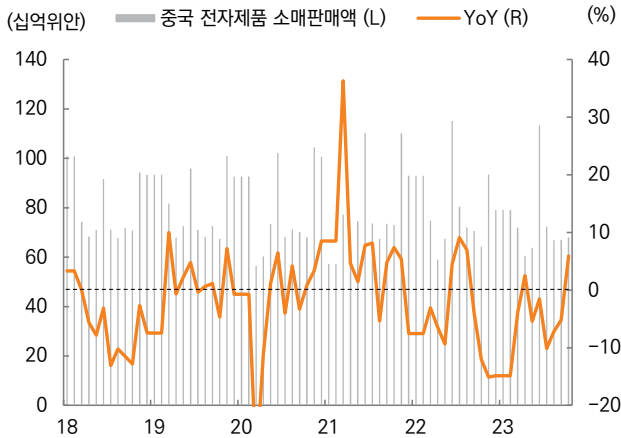
그림 132. Taiyo Yuden 신규 수주와 BB ratio



자료: Taiyo Yuden, 미래에셋증권 리서치센터

그림 133. 중국 전자제품 소매판매액 추이

그림 134. 미국 전자제품 소매판매액 추이



자료: NBS, 미래에셋증권 리서치센터

자료: U.S Census Bureau, 미래에셋증권 리서치센터

AI 시장 반도체 수혜

BGA(Ball Grid Array)

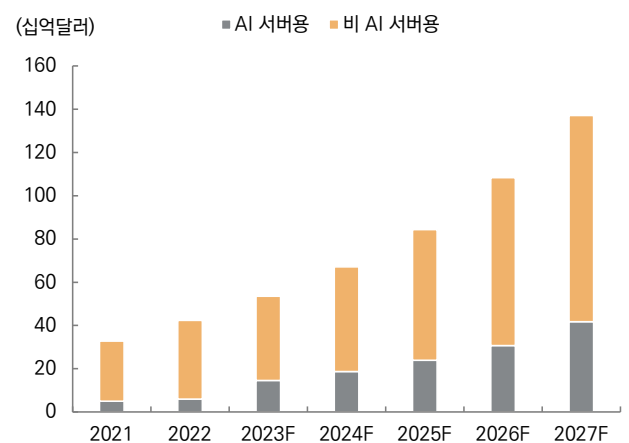
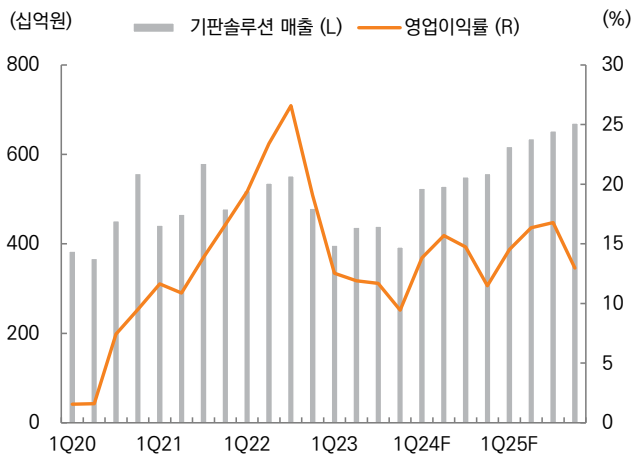
패키지 기판과 메인 PCB와의 접속 방법 중 하나. 반도체에서 신호가 오가는 부분을 공 모양으로 배열해 칩과 기판 연결.

꾸준한 CAPEX 투자로 FC-BGA 매출이 지속적으로 성장할 것으로 판단한다. AI 반도체 시장이 성장함에 따라 동사도 베트남 공장 증설과 함께 고부가 가치인 서버용 FC-BGA의 비중이 증가할 것으로 판단한다. 패키지 솔루션 사업부의 매출 40%를 담당하고 있는 FC-BGA를 필두로 고부가 비중이 증가해 믹스 마진도 개선될 것이다.

패키지솔루션 사업부의 주요 제품으로는 BGA가 현재 매출 비중 기준으로 40%까지 성장했다. FC-BGA 애플리케이션 다변화 중이지만, 현재까지 PC → 전장 → 서버 순으로 매출 비중이 높다. 전장용 기판도 자율주행에 따른 PC의 CPU 급의 스펙이 요구되고 있어 전장용의 기판도 마진 개선이 이루어질 것으로 판단한다.

그림 135. 기판 사업부 매출액 추이

그림 136. AI 반도체 시장 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

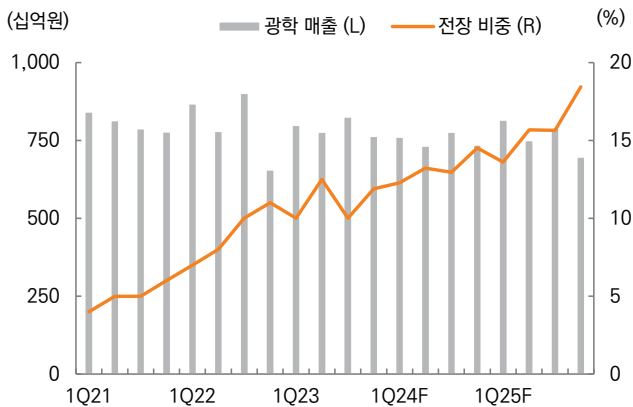
자료: Gartner, 미래에셋증권 리서치센터

광학통신 솔루션 사업부도 스마트폰 회복과 전장용 성장으로 기대

광학통신 솔루션 사업부도 고객사의 출하량 회복에 수혜가 기대된다. 24년부터 고객사의 스마트폰 출하량이 작년 대비 늘어나 2억 3,515만 대(+2% YoY)로 추정한다. 고객사의 플래그십 모델 향 매출 비중이 높기에 하이엔드 수요에 따라 성장도 가능할 것으로 판단한다.

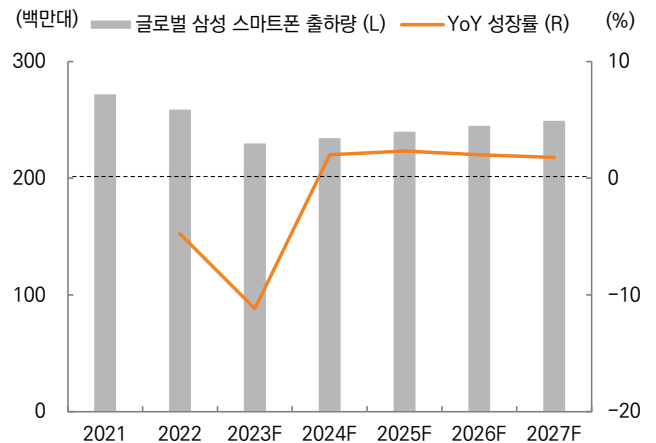
25년까지 동사의 전장용 매출 비중은 15% 수준으로 커질 것으로 판단한다. 전장용 센싱 카메라의 사양과 탑재 개수가 늘어나는 추세에, 동사의 전기차용 카메라 모듈 매출과 비중 또한 꾸준히 성장 중이기 때문이다. 뷰잉 → 센싱 카메라의 수요가 증가하고 있어 전장 비중 증가와 동시에 ASP 상승도 기대된다.

그림 137. 광학 솔루션 매출액 추이



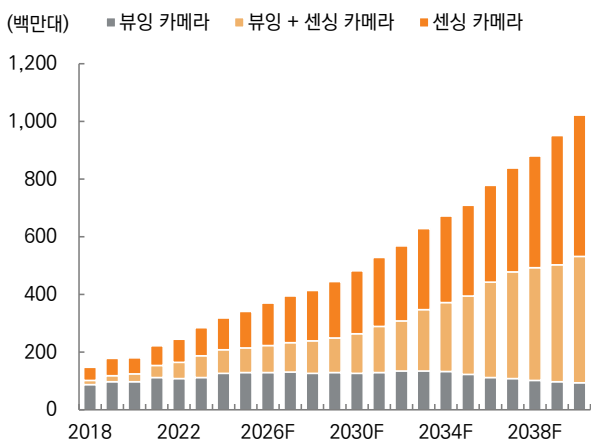
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 138. 삼성 출하량 전망: 24년부터 성장률 회복



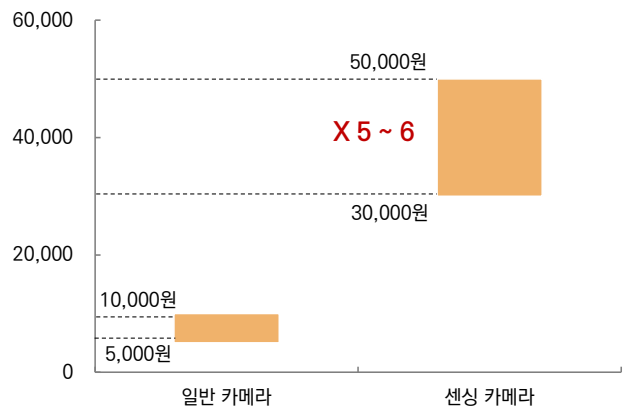
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 139. 뷰잉과 센싱 카메라 전망



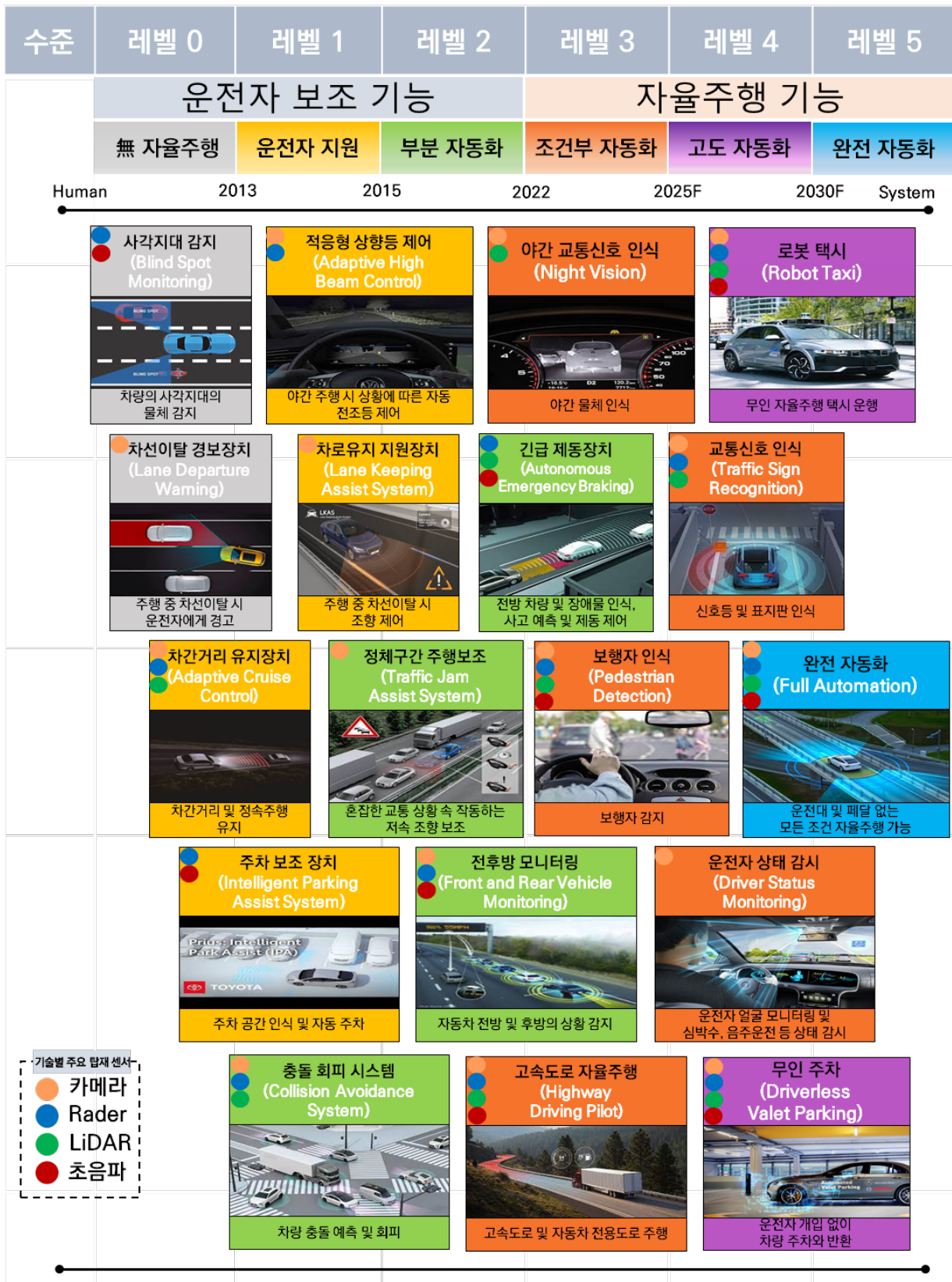
자료: TSR, 미래에셋증권 리서치센터

그림 140. 센싱 카메라 가격 전망



자료: 업계 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 141. 자율 주행 레벨별 기술



자료: 언론 자료 추합, 미래에셋증권 리서치센터

기업 개요

MLCC를 비롯해 전장 부품 업체로 체질 개선 중

삼성전기는 1973년 설립되어 A/V 부품 생산을 시작으로 현재 칩 부품, 기판, 카메라 모듈 등 다양한 첨단 전자부품을 제조하는 삼성그룹의 종합 전자부품 업체이다. 1H23 기준 사업부별 매출 비중은 컴포넌트(43.2%), 광학통신솔루션(37.1%), 패키징솔루션(19.7%)이다. 동사는 기존 IT 사업에 편중된 매출 구조와 제품 포트폴리오를 다각화하고 있다.

권선형 VS 박막형

권선형: 자성체에 코일을 직접 감아 만드는 방식
 박막형: 기판 위 얇은 코일을 형성화한(전해도금) 방식

컴포넌트 사업부의 주력 제품은 MLCC로 매출의 약 90%를 차지하고, 그 외에는 Inductor, Chip Resister 등 수동소자가 있다. MLCC(Multi-Layer Ceramic Capacitors, 적층세라믹커패시터)는 전자기기 내 안정된 전류 흐름을 도와주고 부품 간 전자파 간섭현상을 막아주는 역할을 한다. 5G 시대에 맞춰 전자기기, 자율주행차의 발전, IoT의 확대에 따라 회로가 고적층·고속화되고 처리해야 하는 전류의 양이 많아져, MLCC 필요 탑재량은 급격히 증가하고 있다. 동사는 IT, 전장, 그리고 산업 전 응용처에 초소형, 초고용량형 MLCC 개발로 적극 대응하고 있다. 뿐만 아니라, 동사의 파워 인덕터는 기존 일본 업체들이 시장을 장악하고 있는 권선형이 아닌 박막형 모델로 생산성이 높고 소형화 장점이 있다.

광학통신솔루션 사업부는 주로 카메라 모듈을 생산하며, 국내 스마트폰 고객사의 플래그십 모델과 중화 스마트폰 고객사의 하이엔드 모델을 대응한다. 재작년부터 가동률을 높이고자 수익성 낮은 중저가 상위 모델의 카메라 모듈 또한 공급했지만, 안드로이드 기반의 거래선들의 제품 믹스 개편으로 현재는 기존처럼 플래그십 위주로 공급하고 있다. 더욱이 전장용 센싱 카메라의 사양과 탑재 개수가 늘어나는 추세에, 동사의 전기차용 카메라 모듈 매출과 비중 또한 꾸준히 성장 중이다.

패키징솔루션 사업부의 주요 제품으로는 BGA의 일종인 FC-CSP(Flip Chip-Chip Scale Package), AiP(Antenna in Package), SiP(System in Package), FC-BGA(Flip Chip-Ball Grid Array)가 있고, 그 중에서도 FC-BGA가 주력이다. FC-BGA 애플리케이션 다변화 중이지만, 현재까지 PC→전장→서버 순으로 매출 비중이 높다. 기존 FC-BGA의 경쟁 구도를 보면, 서버용은 Ibiden, Shinko PC용은 삼성전기, Ibiden, Shinko, Nanya, Unimicron 등 경쟁 구도가 있었다. 하지만, 삼성전기는 22년 하반기 서버용 FC-BGA 양산에 성공하며 반도체 기판 시장에서 '빅3' 입지를 확고히 보여주었다.

삼성전기 (009150)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	9,425	8,612	9,050	10,114
매출원가	7,161	6,994	7,335	8,322
매출총이익	2,264	1,618	1,715	1,792
판매비와관리비	1,080	985	902	733
조정영업이익	1,183	633	812	1,058
영업이익	1,183	633	812	1,058
비영업손익	4	-52	-31	-36
금융손익	-17	-33	-32	-37
관계기업등 투자손익	-3	-15	0	0
세전계속사업손익	1,187	581	781	1,022
계속사업법인세비용	164	89	131	174
계속사업이익	1,023	492	650	848
중단사업이익	-29	-5	0	0
당기순이익	994	486	650	848
지배주주	981	459	613	800
비지배주주	13	28	37	48
총포괄이익	984	614	650	848
지배주주	978	581	610	795
비지배주주	6	33	40	53
EBITDA	2,062	1,500	1,681	1,946
FCF	279	-305	557	644
EBITDA 마진율 (%)	21.9	17.4	18.6	19.2
영업이익률 (%)	12.6	7.4	9.0	10.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.4	5.3	6.8	7.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	4,888	4,632	5,643	6,848
현금 및 현금성자산	1,677	1,356	1,996	2,854
매출채권 및 기타채권	1,056	1,077	1,199	1,313
재고자산	1,902	1,940	2,160	2,365
기타유동자산	253	259	288	316
비유동자산	6,109	6,984	7,035	7,229
관계기업투자등	71	73	81	88
유형자산	5,235	6,177	6,220	6,406
무형자산	150	156	153	151
자산총계	10,997	11,616	12,678	14,077
유동부채	2,525	2,761	3,045	3,348
매입채무 및 기타채무	748	763	850	930
단기금융부채	1,109	1,316	1,436	1,586
기타유동부채	668	682	759	832
비유동부채	779	655	859	1,220
장기금융부채	397	265	425	745
기타비유동부채	382	390	434	475
부채총계	3,304	3,416	3,904	4,568
지배주주지분	7,538	8,014	8,552	9,238
자본금	388	388	388	388
자본잉여금	1,054	1,054	1,054	1,054
이익잉여금	5,621	5,920	6,458	7,144
비지배주주지분	155	186	223	271
자본총계	7,693	8,200	8,775	9,509

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,575	1,448	1,423	1,671
당기순이익	994	486	650	848
비현금수익비용가감	1,321	1,099	1,031	1,098
유형자산감가상각비	834	820	822	841
무형자산상각비	45	48	47	46
기타	442	231	162	211
영업활동으로인한자산및부채의변동	-432	-23	-156	-146
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	145	-39	-114	-107
재고자산 감소(증가)	-230	-34	-220	-205
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-428	-187	44	41
법인세납부	-331	-156	-131	-174
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,328	-1,613	-919	-1,080
유형자산처분(취득)	-1,279	-1,748	-866	-1,027
무형자산감소(증가)	-49	-50	-44	-44
장단기금융자산의 감소(증가)	1	-2	-10	-9
기타투자활동	-1	187	1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	193	-209	144	275
장단기금융부채의 증가(감소)	423	76	280	470
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-162	-160	-76	-113
기타재무활동	-68	-125	-60	-82
현금의 증가	444	-321	640	858
기초현금	1,233	1,677	1,356	1,996
기말현금	1,677	1,356	1,996	2,854

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	10.3	23.4	17.5	13.4
P/CF (x)	4.4	6.8	6.4	5.5
P/B (x)	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	4.8	7.2	6.3	5.2
EPS (원)	12,636	5,910	7,900	10,307
CFPS (원)	29,830	20,431	21,662	25,071
BPS (원)	99,035	105,174	112,099	120,944
DPS (원)	2,100	1,000	1,500	1,900
배당성향 (%)	15.4	14.9	16.8	16.3
배당수익률 (%)	1.6	0.7	1.1	1.4
매출액증가율 (%)	-2.6	-8.6	5.1	11.8
EBITDA증가율 (%)	-12.4	-27.2	12.1	15.7
조정영업이익증가율 (%)	-20.4	-46.5	28.3	30.3
EPS증가율 (%)	9.9	-53.2	33.7	30.5
매출채권 회전율 (회)	8.5	8.6	8.5	8.6
재고자산 회전율 (회)	5.1	4.5	4.4	4.5
매입채무 회전율 (회)	14.7	18.1	17.8	18.3
ROA (%)	9.5	4.3	5.4	6.3
ROE (%)	13.8	5.9	7.4	9.0
ROIC (%)	14.7	6.8	8.0	10.0
부채비율 (%)	42.9	41.7	44.5	48.0
유동비율 (%)	193.6	167.8	185.3	204.6
순차입금/자기자본 (%)	-3.0	2.0	-2.3	-6.3
조정영업이익/금융비용 (x)	25.5	8.5	13.4	12.9

자료: 삼성전기, 미래에셋증권 리서치센터

(Analyst) 박준서 park.junseo@miraeasset.com

090460 · 전자장비와 기기

비에이치

IT OLED 수혜와 전장용 FPCB 성장

(신규) 매수		목표주가 30,000원	상승여력 47.1%	현재주가(23/11/27) 20,400원			
KOSPI	2,495.66	시가총액(십억원)	703	발행주식수(백만주)	34	외국인 보유비중(%)	9.0

Report summary

투자의견 '매수' 및 목표주가 30,000원으로 신규 커버리지 개시

목표주가 30,000원으로 12MF P/E를 적용해 기업가치를 산출하였다. 12개월 선행 EPS 3,400원에 Target P/E는 흑자 턴어라운드 이후 6개년 P/E 평균 9.0배를 적용했다.

4Q23 Preview

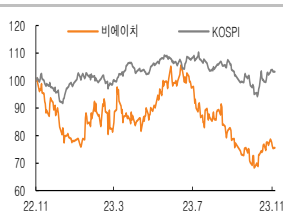
4Q23 매출액 5,679억 원 (+13.0% YoY), 영업이익 490억 원 (+89.8% YoY, OPM 8.6%)으로 추정한다. 컨센서스 대비 각각 +5.1%, +0.7% 수준으로 기록할 것으로 전망한다. 주요 추정 요인으로는 1) 4분기 이 연됐던 고객사 향 매출인식, 2) 보수적인 환율로 인한 컨센서스 대비 소폭 낮은 영업이익이다.

투자포인트

주요 투자포인트는 1) iPhone OLED FPCB 납품 레퍼런스로 24년 iPad용 OLED FPCB 공급 기대, 2) 전 기차 BMS용 FPCB 침투율 상승에 따른 매출의 지속적인 성장이다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	10.1	-16.2	-23.9
상대주가	1.6	-14.1	-25.6

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,037	1,681	1,643	1,841	1,965
영업이익 (십억원)	71	131	118	143	156
영업이익률 (%)	6.8	7.8	7.2	7.8	7.9
순이익 (십억원)	82	144	118	117	129
EPS (원)	2,428	4,206	3,416	3,400	3,755
ROE (%)	22.5	29.7	19.1	16.1	15.3
P/E (배)	9.6	5.3	6.0	6.0	5.4
P/B (배)	1.7	1.3	1.0	0.8	0.7
배당수익률 (%)	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2

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

투자 의견 및 Valuation

투자의견 ‘매수’ 및 목표주가 30,000원 제시

비에이치의 투자의견 매수와 목표 주가는 30,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 12MF P/E 적용해 기업가치를 산출하였다. Target P/E는 흑자 턴어라운드 이후 6년치 P/E 평균 값을 적용했다. 중국 향 수요 우려는 이미 선 반영됐다고 판단한다. 현재 주가는 6개년 평균 하단에 위치해 있다. 내년 BMS용 FPCB와 무선충전 사업부의 실적 및 마진 개선과 IT OLED 매출 본격화로 비중 확대가 필요하다고 판단한다.

24년 저평가는 해소될 것으로 판단한다. 24년에는 IT OLED용 FPCB 매출이 추가가 되면서 매출 성장이 기대된다. 또한 무선충전 사업부 이외에도 전기차 BMS용 FPCB의 높은 성장성이 기대되기 때문이다

표 26. 비에이치 목표 주가 산출

(원, 배, %)

		비고
EPS	3,400	12개월 선행 EPS
적정 배수	9.0	컨센서스 기준 최근 6개년 평균 P/E
적정 가치	30,600	
목표 주가	30,000	
현재 주가	20,400	
상승여력	47.1	

자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Preview 및 실적 추이

동사는 4Q23 매출액 5,679억 원 (+13.0% YoY), 영업이익 490억 원 (+89.8% YoY, OPM 8.6%)으로 컨센서스 대비 +5.1%, +0.7% 수준으로 기록할 것으로 전망한다.

4분기 실적은 이연됐던 고객사 향 매출인식이 되면서 전년도 대비 매출액 +13%, 영업이익 +90% 성장할 것으로 판단한다. 영업이익은 시장 컨센서스에 부합할 것으로 판단한다. 내년 IT OLED FPCB 채택과 북미 고객사의 출하량 전년 대비 +3% 성장으로 지속적인 성장세를 지속할 것이다.

표 27. 비에이치: 4Q23 Preview

(십억원, %, %p)

	4Q22	3Q23	4Q23F			비교	
			추정치	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	502.5	456.0	567.9	24.5	13.0	540.2	5.1
영업이익	25.8	50.8	49.0	-3.7	89.8	48.6	0.7
영업이익률	11.1	11.1	8.6			9.0	0.4
세전이익	8.7	53.3	47.8	-10.3	451.4	49.5	-3.4
지배주주 순이익	13.7	48.8	39.6	-18.8	189.0	33.9	17.1
지배주주순이익률	10.7	10.7	7.0			0.1	

자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 28. 비에이치 분기 및 연간 실적표

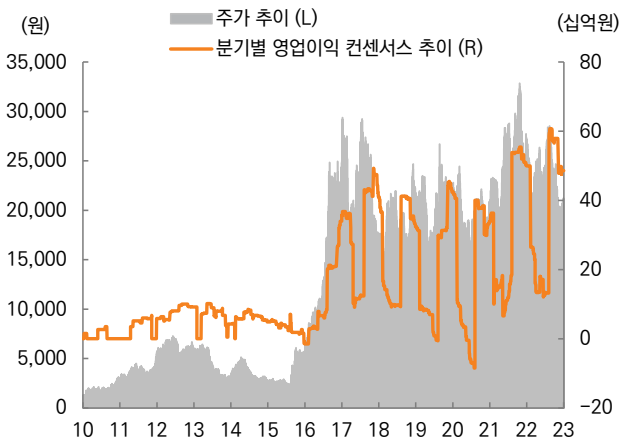
(십억원, %)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F	2025F
매출액	313.9	305.3	456.0	567.9	376.9	352.9	569.8	541.0	1,643.1	1,840.5	1,965.4
QoQ	-37.5	-2.7	49.4	24.5	-33.6	-6.4	61.5	-5.1			
YoY	-14.3	-10.0	-3.6	13.0	20.1	15.6	25.0	-4.8	-2.3	12.0	6.8
Display 북미 (SP)	156.6	161.1	311.8	394.0	189.9	162.8	370.7	330.8	1,023.5	1,054.2	1,014.7
Display 북미 (IT OLED)					21.1	23.2	24.0	30.9		99.3	221.7
Display 북미 외	55.9	40.7	31.6	50.3	47.3	47.1	43.4	39.9	178.5	177.8	160.2
안테나	9.0	9.1	6.2	9.4	11.0	9.9	9.5	9.0	33.7	39.4	33.1
Battery PCM	9.2	8.4	5.4	8.9	9.7	8.0	5.1	9.4	31.9	32.1	31.8
전장용 FPCB	10.9	10.2	11.7	15.0	15.5	14.5	17.0	21.8	47.8	68.7	98.7
BH EVS	70.3	75.1	88.8	90.0	81.3	86.7	99.6	98.8	324.2	366.5	402.6
기타	1.0	0.6	0.5	0.3	1.1	0.6	0.5	0.3	2.4	2.5	2.7
영업이익	8.9	9.7	50.8	49.0	13.9	12.8	67.3	48.8	118.4	142.8	156.1
QoQ	-65.4	8.9	423.5	-3.7	-71.6	-8.1	426.7	-27.6			
YoY	-60.2	-59.6	-13.9	89.8	56.0	31.7	32.5	-0.4	-9.8	20.6	9.3
영업이익률	2.8	3.2	11.1	8.6	3.7	3.6	11.8	9.0	7.2	7.8	7.9
세전이익	26.1	2.5	53.3	47.8	11.8	11.7	65.3	46.8	129.8	135.5	149.5
지배주주순이익	25.4	3.9	48.8	39.6	10.1	10.2	56.4	40.5	117.7	117.2	129.4
지배주주순이익률	8.1	1.3	10.7	7.0	2.7	2.9	9.9	7.5	7.2	6.4	6.6

자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

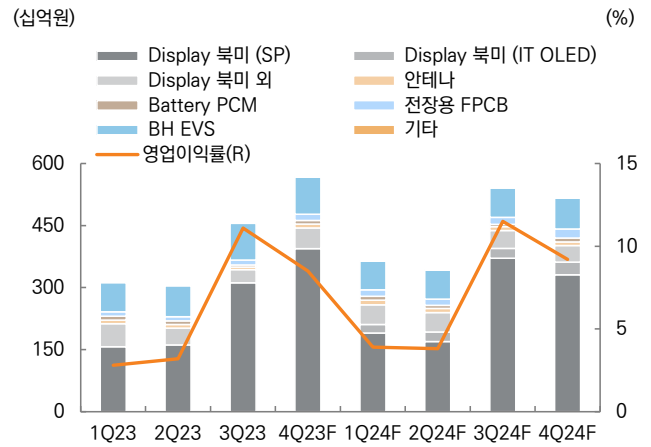
Valuation Charts

그림 142. 주가 및 분기 컨센서스 추이



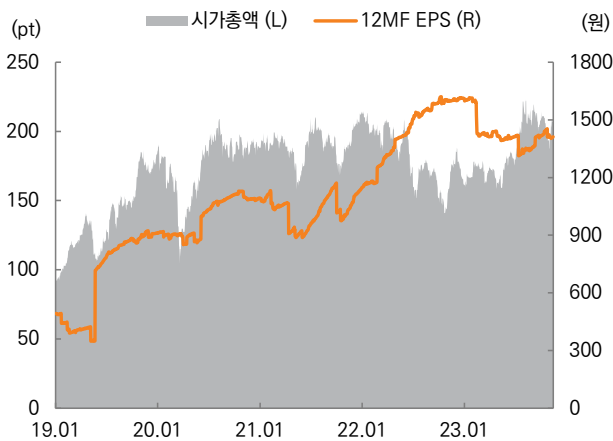
자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 143. 비에이치 분기별 매출 추이



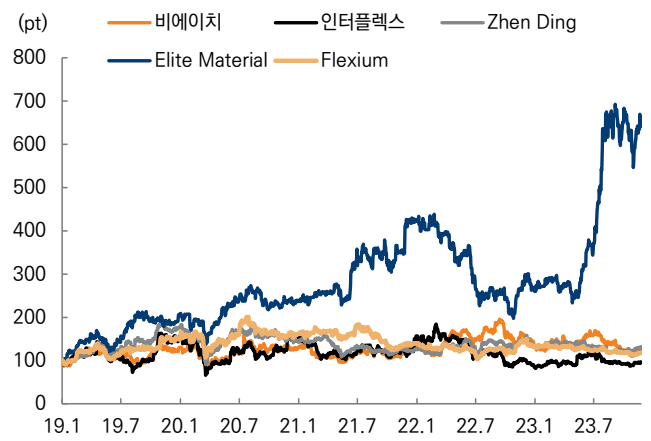
자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 144. 글로벌 FPCB/소재 시가총액-12MF EPS 추이



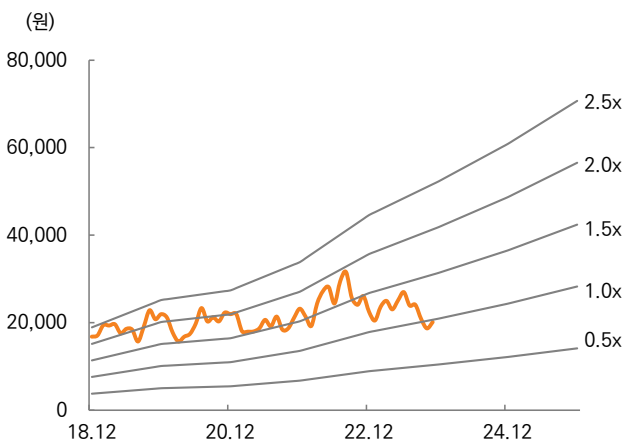
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 145. FPCB/소재 업체 상대 주가 추이



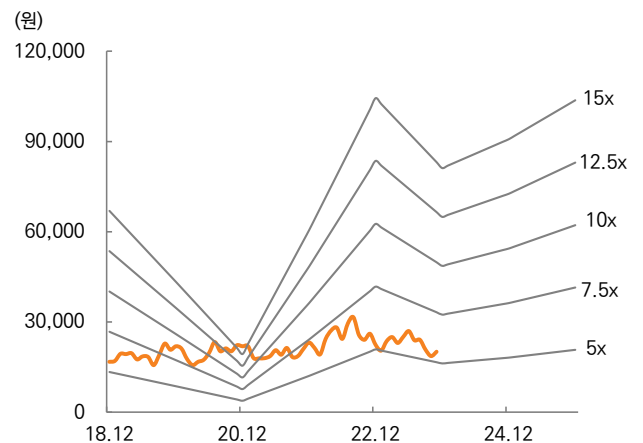
주: 2019.01.01 = 100
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 146. 12MF P/B 차트



자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 147. 12MF P/E 차트



자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

표 29. FPCB/소재 업체 실적 관련 지표

(십억원, %)

	회사명	시가총액	매출액					영업이익					순이익				
			22	23F	24F	23F	24F	YoY	22	23F	24F	23F	24F	YoY	22	23F	24F
한국	비에이치	705	1,681	1,613	1,763	-4.0	9.3	131	118	140	-10.0	18.3	144	108	122	-25.1	13.1
	인터플렉스	246	443	450	518	1.7	15.0	26	19	33	-28.3	75.7	15	27	37	74.7	39.8
해외	Zhen Ding	4,036	7,428	6,021	6,789	-18.9	12.7	973	374	631	-61.5	68.5	615	271	371	-56.0	36.9
	Elite Material	5,489	1,676	1,644	2,038	-1.9	24.0	270	304	429	12.7	41.0	220	231	347	5.1	50.3
	Flexium	1,163	1,737	1,394	1,495	-19.8	7.3	153	80	121	-48.0	51.5	153	91	108	-40.1	18.0
평균																	

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 30. FPCB/소재 업체 밸류에이션 관련 지표

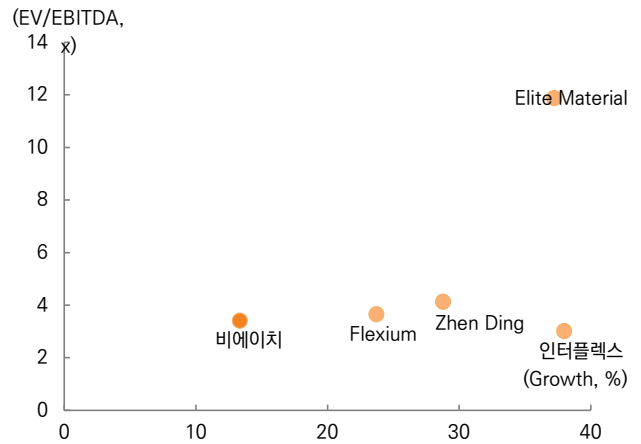
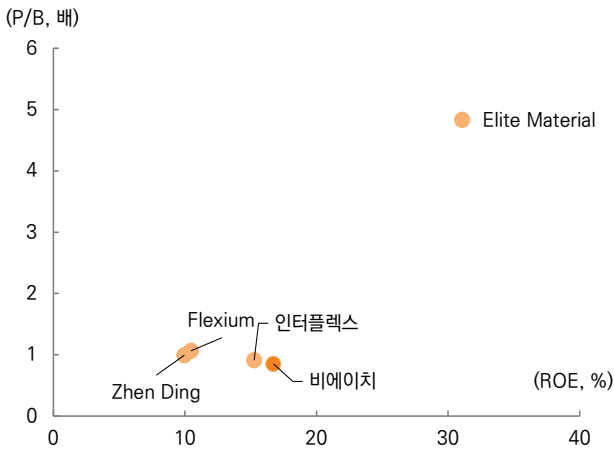
(%, 배)

	회사명	주가상승률			P/E			P/B			ROE			EPS(원, USD)			EV/EBITDA		
		1M	3M	YTD	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
한국	비에이치	10.1	-12.1	-23.9	4.6	6.3	5.7	1.2	1.0	0.8	29.7	17.1	16.5	4551.0	3126.0	3535.0	4.9	4.2	3.3
	인터플렉스	9.4	3.7	-6.6	17.2	9.1	6.5	1.2	1.1	0.9	8.1	12.6	15.3	656.0	1147.0	1603.0	5.5	5.8	3.1
해외	Zhen Ding	5.1	8.3	-12.3	7.0	14.6	10.5	1.0	1.0	1.0	15.7	7.2	10.0	15.0	6.9	9.7	3.6	5.1	4.0
	Elite Material	4.0	-5.1	121.4	26.8	24.1	16.3	6.0	5.5	4.6	24.3	23.9	31.1	15.2	16.5	24.3	8.7	14.9	10.7
	Flexium	2.6	-1.9	-15.2	8.7	12.6	10.9	1.1	1.1	1.1	13.9	8.9	10.5	10.8	7.0	8.0	3.8	4.1	3.1
평균																			

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 148. 24년 FPCB/소재 업체 P/B-ROE

그림 149. 24년 FPCB/소재 업체 EV/EBITDA-EBITDAG



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

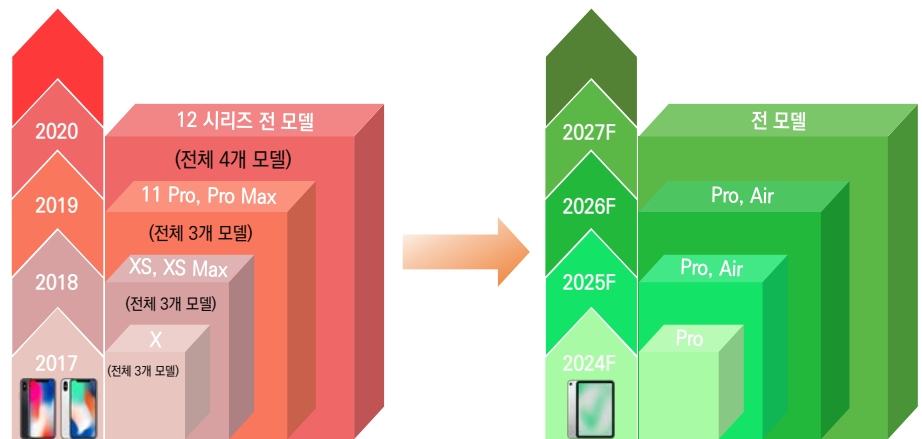
자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트: IT OLED와 전장 성장성에 주목

24년부터 iPad에 OLED가 채택될 것으로 전망한다. 동사의 북미 고객사 향 iPhone에 OLED FPCB를 납품했던 레퍼런스 기반 iPad용 OLED FPCB도 납품할 것으로 판단한다. 24년에는 Pro 모델에만 선제적인 채택이 이루어지고 25년에는 Air 모델까지 OLED가 탑재될 것으로 추정하기에 지속적인 매출 성장이 기대가 된다.

동사의 Blended ASP 상승이 기대된다. 스마트폰 모델에 탑재되는 동사의 Blended ASP는 10불 안팎으로 추정되나 스마트폰 대비 면적이 넓은 iPad용은 20불 수준으로 파악된다. 동사의 23년과 24년 매출액에 각각 993억원, 2,217억원 애드업 효과를 누릴 것이다.

그림 150. iPhone vs. iPad의 OLED 모델 채택 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 31. IT OLED 향 신규 매출 추정

(백만개, %, \$, 원, 십억원)

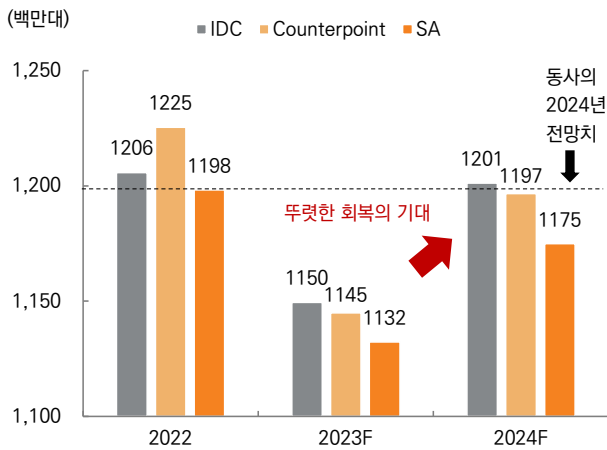
	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	비고
전체 iPad 출하량	9.9	10.9	11.4	14.9	9.0	10.6	11.7	15.8	코로나 구간 제외 18,19,23년 iPad 출하량 평균
OLED 비중	15	15	15	15	35	35	35	35	24년 Pro 모델 25년 Pro, Air 모델 채택 전망
OLED iPad 수	1.5	1.6	1.7	2.2	3.1	3.7	4.1	5.5	
분기별 비중	21	23	24	32	19	23	25	34	
패널 출하량 기준	1.6	1.8	1.9	2.5	3.4	4.1	4.5	6.1	세트 대비 출하 기준 110%
SDC 점유율	50	50	50	50	50	50	50	50	
ASP	20	20	20	20	20	20	20	20	
환율	1,300	1,290	1,280	1,260	1,250	1,250	1,250	1,250	보수적인 환율 추정
iPad향 매출액	21	23	24	31	42	50	55	74	

자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

동사의 전략거래선도 24년 출하량이 증가할 것으로 판단한다. 24년 고객사의 출하량은 2억 2,239만 대(+1.7% YoY)로 추정되며 올해 더디었던 하반기 수요의 기저로 2024년의 출하 성장이 이루어질 수 있을 것이다.

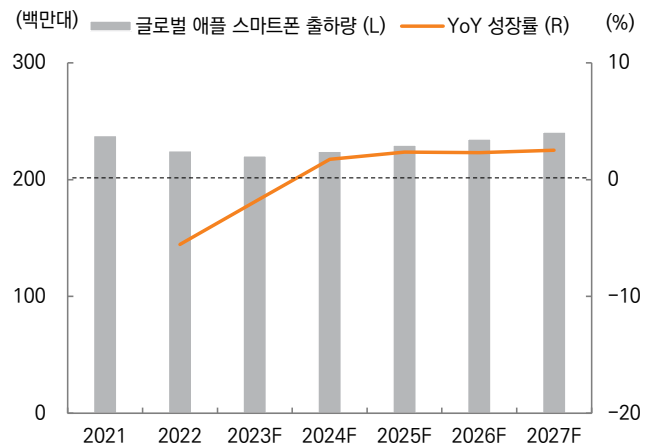
BMS용 FPCB의 매출도 지속적으로 성장할 것으로 판단한다. 24년 687억원 → 25 987 억원으로 가파른 성장세가 예상된다. BMS용 FPCB 침투율은 22년 기준 20%에서 26년 까지 80%까지 성장할 것이다. 현재 신규 출시되는 전기차들의 BMS용 FPCB 탑재된 모델들이 대부분이기 때문이다. 동사는 현재 주요 북미 고객사들의 25~26년 생산 물량도 추가 수주를 받고 있는 상황이다.

그림 151. 글로벌 출하량 전망



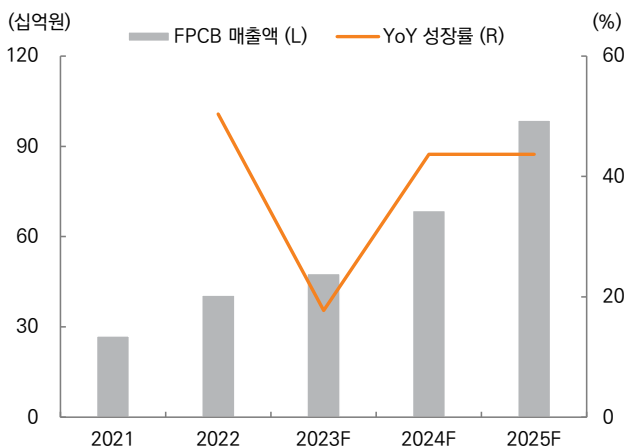
자료: IDC, Counterpoint, SA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 152. 글로벌 애플 스마트폰 출하량 전망



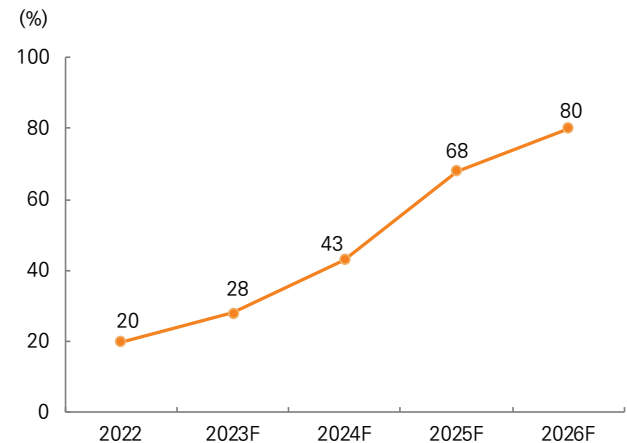
자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 153. BMS용 FPCB 매출 추정



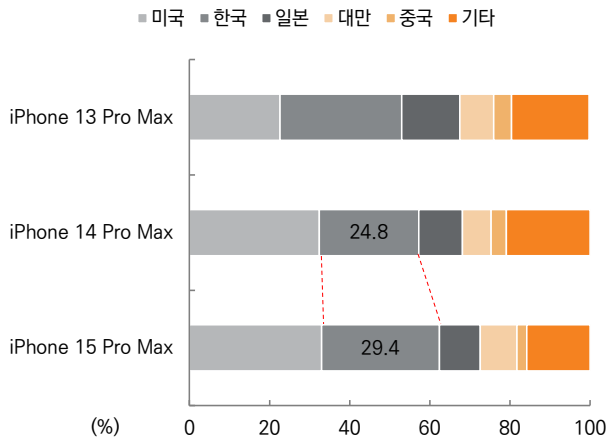
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 154. 전기차 BMS용 FPCB 침투율 전망



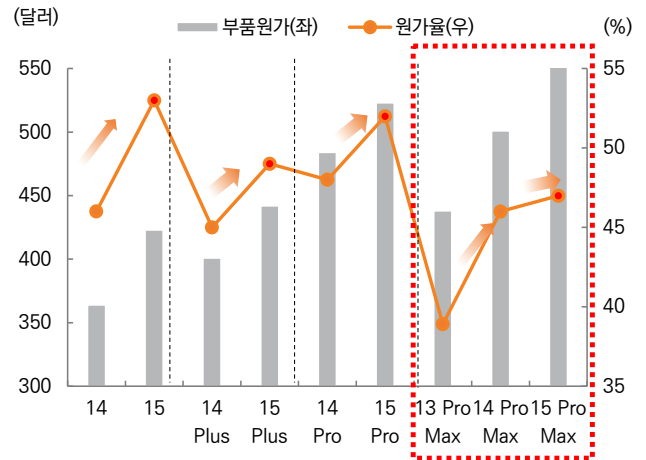
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 155. iPhone Pro Max 주요 구성 부품 국가별 점유율



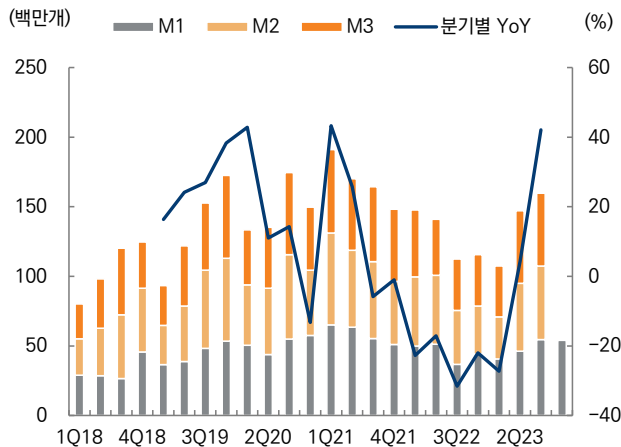
자료: Nikkei, 미래에셋증권 리서치센터

그림 156. iPhone 14, 15 모델 시리즈 원가 비교



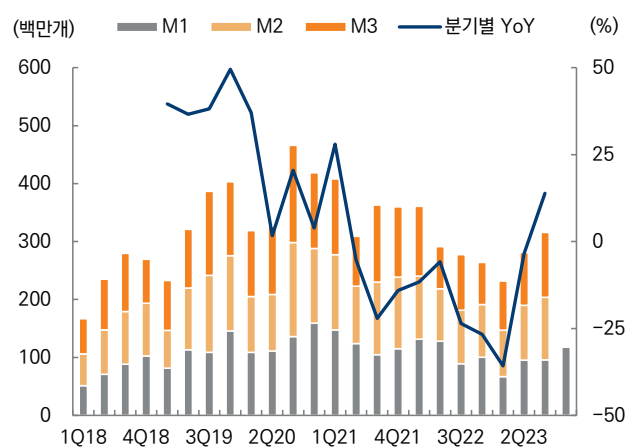
자료: Nikkei, 미래에셋증권 리서치센터

그림 157. Sunny Optical 핸드셋용 카메라 모듈 분기별 출하량



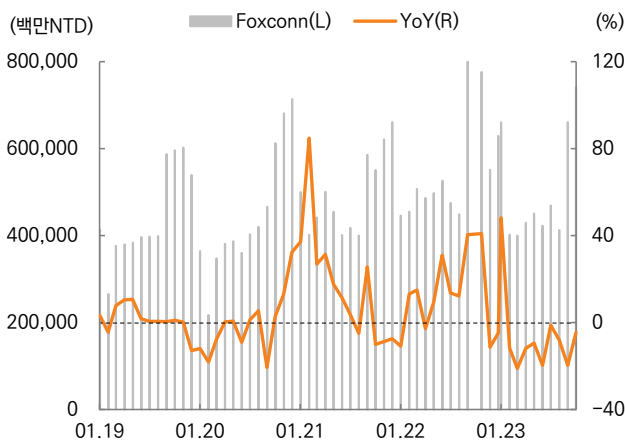
자료: Sunny Optical, 미래에셋증권 리서치센터

그림 158. Sunny Optical 렌즈 월별 출하량



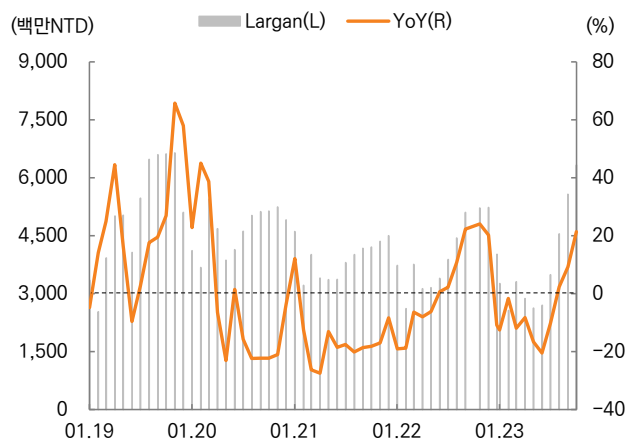
자료: Sunny Optical, 미래에셋증권 리서치센터

그림 159. Foxconn(애플 위탁생산업체) 매출액 추이



자료: Foxconn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 160. Largan(애플 렌즈 공급업체) 매출액 추이



자료: Largan, 미래에셋증권 리서치센터

기업 개요

신사업과 FPCB의 애플리케이션은 꾸준히 확장 중

비에이치는 1999년 설립된 OLED용 글로벌 1위 FPCB(Flexible Printed Circuit Board, 연성인쇄회로기판) 제조 업체이다. 1H23 기준 매출 비중은 FPCB사업부(76.5%), 전장사업부(23.5%)이다. 동사는 기존 모바일 위주 사업뿐만 아니라 Auto OLED 및 BMS FPCB, 텔레매틱스 등 여러 신사업을 영위하며 전장 사업 또한 빠르게 확장하고 있다.

FPCB는 디스플레이 패널 구동 시 전자기기 내 카메라, 5G 안테나, 배터리 모듈과 같은 End-Product에 전기적 신호를 전달한다. FPCB는 스마트폰의 경량화/고기능화, IT 기기의 OLED의 채용 확대 등 추세로 기존 PCB 시장을 점차 대체하고 있다. 특히, 동사는 2023년부터 삼성디스플레이를 통해 Audi, BMW 등 글로벌 OEM 업체의 클러스터, 센터 인포메이션 디스플레이에 OLED FPCB를 대응한다. FPCB는 타입별로 단면 FPCB, 양면 FPCB, 멀티 FPCB, R/F PCB로 나뉘며, R/F PCB를 주력으로 생산하고 있다.

R/F PCB는 Rigid(경성; 적층 수가 높을수록 기능 확대)와 Flexible(연성; 유연성이 높음)의 특성이 합쳐진 것으로, 주로 디스플레이 패널과 메인기판(HDI)을 연결해 데이터를 전달하는 통로 역할을 한다. R/F PCB는 경성과 연성의 장점만을 취합해 우수한 전기적 특성을 가져, 높은 적층 수와 함께 입체적인 배선 설계가 가능하다. OLED 디스플레이가 발전함에 따라 IT 기기의 얇은 두께를 추구하며 기판 또한 Rigid에서 Flexible로 전환되었고, 그 과정에서 R/F PCB는 더욱 부각되었다. 동사의 R/F PCB의 경성화된 부분에 MLCC, DDIC 등 칩을 실장할 수 있고, 기존 터치 스크린 기능과 메인 디스플레이 기능을 담당하던 복수의 FPCB를 통합해 메인기판의 크기를 줄이며 동시에 얇은 하나의 기판이 되었다. 현재는 디스플레이 모듈을 넘어 5G 안테나, 카메라 모듈 부품 실장을 개발 중이다.

비에이치는 2022년 10월 LG전자로부터 차량용 스마트폰 무선충전 모듈 사업을 인수함으로써 100% 팹리스로 전장사업(BH EVS)을 시작하고 있다. 현재 글로벌 OEM 업체 약 11개 사에 공급 중이며, LG전자로부터 인수할 당시(약 2조원)보다 1H23 기준 수주 잔고가 1조원 가량 증가했다. 2020년 애플의 스마트폰 무선 충전 기술(MagSafe) 확대에 의한 출하량이 급증하며, 동사는 차종 변경과 라인업 증가에 따른 시장 변화에 대응하고 있다.

글로벌 FPCB 경쟁사로는 대표적으로 국내(인터플렉스, 영풍), 일본(Nippon Mektron, Sumitomo, Fujikura), 대만(ZDT, Flexium, Career)이 있으며, 동아시아 업체들이 60%가 넘는 글로벌 시장 점유율을 차지하고 있다.

비에이치 (090460)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,681	1,643	1,841	1,965
매출원가	1,488	1,461	1,631	1,741
매출총이익	193	182	210	224
판매비와관리비	62	64	67	69
조정영업이익	131	118	143	156
영업이익	131	118	143	156
비영업손익	33	12	-8	-7
금융손익	-3	-5	-8	-8
관계기업등 투자손익	5	0	0	0
세전계속사업손익	164	130	135	149
계속사업법인세비용	24	18	20	21
계속사업이익	141	111	116	128
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	141	111	116	128
지배주주	144	118	117	129
비지배주주	-3	-6	-1	-1
총포괄이익	147	114	116	128
지배주주	150	121	117	130
비지배주주	-3	-6	-1	-1
EBITDA	175	170	193	208
FCF	131	158	72	165
EBITDA 마진율 (%)	10.4	10.3	10.5	10.6
영업이익률 (%)	7.8	7.2	7.8	7.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.6	7.2	6.4	6.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	529	676	802	947
현금 및 현금성자산	90	235	276	422
매출채권 및 기타채권	155	132	172	194
재고자산	100	120	132	118
기타유동자산	184	189	222	213
비유동자산	478	494	492	505
관계기업투자등	39	44	42	47
유형자산	263	267	273	287
무형자산	124	125	119	113
자산총계	1,007	1,170	1,294	1,452
유동부채	412	466	482	518
매입채무 및 기타채무	176	199	219	246
단기금융부채	173	196	196	196
기타유동부채	63	71	67	76
비유동부채	17	20	20	21
장기금융부채	3	4	4	4
기타비유동부채	14	16	16	17
부채총계	429	486	502	539
지배주주지분	561	673	783	904
자본금	17	17	17	17
자본잉여금	91	91	91	91
이익잉여금	488	598	707	828
비지배주주지분	17	11	9	8
자본총계	578	684	792	912

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	197	204	122	225
당기순이익	141	111	116	128
비현금수익비용가감	80	78	78	81
유형자산감가상각비	42	45	44	46
무형자산상각비	2	7	7	6
기타	36	26	27	29
영업활동으로인한자산및부채의변동	9	37	-44	45
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	76	35	-41	-18
재고자산 감소(증가)	22	-21	-12	13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	13	20	27
법인세납부	-31	-21	-20	-21
투자활동으로 인한 현금흐름	-240	-74	-75	-67
유형자산처분(취득)	-64	-45	-50	-60
무형자산감소(증가)	-122	-7	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-34	-5	-25	-7
기타투자활동	-20	-17	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	35	11	-8	-8
장단기금융부채의 증가(감소)	23	24	0	0
자본의 증가(감소)	16	0	0	0
배당금의 지급	-8	-8	-8	-8
기타재무활동	4	-5	0	0
현금의 증가	-8	145	42	145
기초현금	98	90	235	276
기말현금	90	235	276	422

자료: 비에이치, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	5.3	6.0	6.0	5.4
P/CF (x)	3.5	3.7	3.6	3.4
P/B (x)	1.3	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	4.8	3.7	3.0	2.0
EPS (원)	4,206	3,416	3,400	3,755
CFPS (원)	6,438	5,506	5,632	6,069
BPS (원)	17,852	21,139	24,309	27,834
DPS (원)	250	250	250	250
배당성향 (%)	5.6	7.1	6.8	6.2
배당수익률 (%)	1.1	1.2	1.2	1.2
매출액증가율 (%)	62.1	-2.3	12.0	6.8
EBITDA증가율 (%)	65.4	-2.9	13.5	7.8
조정영업이익증가율 (%)	84.7	-9.8	20.6	9.3
EPS증가율 (%)	73.2	-18.8	-0.5	10.4
매출채권 회전율 (회)	9.7	14.2	14.9	12.8
재고자산 회전율 (회)	15.7	15.0	14.7	15.7
매입채무 회전율 (회)	8.5	7.9	7.9	7.6
ROA (%)	15.6	10.2	9.4	9.3
ROE (%)	29.7	19.1	16.1	15.3
ROIC (%)	22.2	18.0	21.6	23.6
부채비율 (%)	74.3	71.1	63.3	59.1
유동비율 (%)	128.4	145.1	166.4	182.8
순차입금/자기자본 (%)	8.6	-11.0	-17.9	-32.2
조정영업이익/금융비용 (x)	24.6	12.4	12.9	14.1

(Analyst) 박준서 park.junseo@miraeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

066570 · 가전

LG전자

WVS가 될 VS

(신규) 매수		목표주가 140,000원	상승여력 34.5%	현재주가(23/11/27) 104,100원			
KOSPI	2,495.66	시가총액(십억원)	17,036	발행주식수(백만주)	164	외국인 보유비중(%)	29.3

Report summary

투자의견 ‘매수’ 및 목표주가 140,000원으로 신규 커버리지 개시

목표주가는 140,000원으로 2024F EV/EBITDA를 적용해 기업가치를 산출하였다. Target EV/EBITDA는 각 사업부 동종 업체들의 평균 값을 적용했다. 적정가치는 전사 EV/EBITDA의 총합인 23.6조 원이다.

4Q23 Preview

4Q23 매출액 22조 8,098억 원 (+4.3% YoY), 영업이익 8,516억 원 (+1,129% YoY, OPM 3.5%)으로 컨센서스에 부합하는 실적을 기록할 것으로 전망한다. 작년 대비 높은 영업이익 추정치 주요 요인은 1) 물류비와 원자재 가격의 하향 안정화, 2) 4분기 자회사 LG이노텍의 이연된 물량 인식이다.

투자포인트

주요 투자포인트는 1) 고마진 제품 위주의 제품 믹스 개선과 지속적인 수주를 통한 VS 사업부의 영업이익 증가, 2) WebOS 확장성을 기반으로 한 HE 사업부의 수익성 개선 전망이다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	2.5	-7.6	16.1
상대주가	-5.5	-5.3	13.4

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	73,908	83,467	83,502	87,300	90,636
영업이익 (십억원)	4,058	3,551	4,087	4,684	5,304
영업이익률 (%)	5.5	4.3	4.9	5.4	5.9
순이익 (십억원)	1,032	1,196	1,740	2,819	3,335
EPS (원)	5,705	6,616	9,624	15,587	18,445
ROE (%)	6.3	6.6	8.7	12.6	13.1
P/E (배)	24.2	13.1	10.8	6.7	5.6
P/B (배)	1.4	0.8	0.9	0.8	0.7
배당수익률 (%)	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7

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

투자 의견 및 Valuation

투자의견 ‘매수’ 및 목표주가 140,000원 제시

LG전자의 투자의견 매수와 목표 주가는 140,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 2024F EV/EBITDA 적용해 기업가치를 산출하였다. Target EV/EBITDA는 각 사업 부 동종 업체들의 평균 값을 적용했다. 24년에도 매크로 불확실성이 공존하는 가운데 동사의 H&A와 HE 사업부는 물류비 등 비용 안정화, B2B 사업 역량 강화와 WebOS를 바탕으로 한 플랫폼 사업이 지속적인 마진 개선을 이룰 것으로 판단한다.

VS 사업부는 전사의 영업이익 상승폭을 개선시킬 것으로 판단한다. 24년 VS 사업부의 매출액과 영업이익은 13조원(+24% YoY), 4,431억 원(+31% YoY)으로 추정한다. VS 사업부의 23년 기준 수주 잔고는 100조 원을 넘길 것으로 판단하며 고마진 제품들의 수주가 지속적으로 상승하고 있는 것으로 추정되기에 영업 마진도 지속 개선될 것이다.

표 32. LG전자: 목표 주가 산출

(십억원, %, 원)

항목	가치	24년 EBITDA	배수	비고
①영업가치	27,704			
H&A	17,840	3,186	5.6	글로벌 가전 평균
HE	4,503	1,047	4.3	Skyworth, Hisense, TCL 평균에 30% 할인
VS	3,953	1,014	3.9	국내 경쟁사인 만도, 현대 모비스 평균
BS	1,409	352	4.0	글로벌 IT 업체 평균
②비영업가치	2,974			
LG디스플레이	1,291			현재 시총에 지분 37.9% 적용 후 30% 할인
LG이노텍	1,683			현재 시총에 지분 40.8% 적용 후 30% 할인
③순차입금	6,269			3Q23 말 기준
④우선주 시가 총액	810			
⑤적정 가치	23,600			(① + ②) - ③ + ④
⑥주식수 (백만주)	163			
주당적정가치	144,886			⑤ ÷ ⑥
목표주가	140,000			
현재주가	104,100			
상승여력	34.5			

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 33. LG전자: 시나리오 별 가치 추정

(십억원, 원, 배, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EV											
High	16,570	16,198	23,572	25,187	20,029	27,079	35,001	29,533			
Low	12,561	12,925	14,506	16,334	16,199	11,835	23,628	18,372			
Average	14,700	14,464	18,691	20,719	18,062	17,035	28,797	22,638			
EBITDA	3,125	3,081	4,236	4,703	4,943	6,421	6,787	6,536			
EV/EBITDA											
High	5.3	5.3	5.6	5.4	4.1	4.2	5.2	4.5			
Low	4.0	4.2	3.4	3.5	3.3	1.8	3.5	2.8			
Average	4.7	4.7	4.4	4.4	3.7	2.7	4.2	3.5			
BPS	64,542	66,536	73,378	79,068	79,493	85,617	95,533	105,273	116,993	131,878	149,621
ROE	1.1	0.7	13.7	9.0	0.2	13.2	6.3	6.6	8.7	12.6	13.1

자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Preview

동사는 4Q23 매출액 22조 8,098억 원 (+4.3% YoY), 영업이익 8,516억 원 (+1,129% YoY, OPM 3.5%)으로 컨센서스 대비 -1.1%, -1.9% 차이로 컨센서스에 부합할 것으로 추정한다. 작년 4분기 대비 높은 영업이익이 전망되는 이유는 높았던 물류비와 원자재 가격이 하향 안정화되었고 자회사인 LG이노텍의 이연되었던 북미 고객사 항 물량이 4분기에 크게 인식될 것으로 전망한다.

4분기는 계절적으로 상대적 높은 판촉비가 발생한다. 컨센서스 대비 영업 마진을 소폭 낮게 추정하는 이유이다. 낮은 운임비에도 불구하고 11월 ~ 12월 B/F와 X-Mas 기간 마케팅 강화에 따른 판촉비 집행 강도가 시장 기대보다는 소폭 높을 것으로 판단한다.

표 34. LG전자: 4Q23 Preview

(십억원, %, %p)

	4Q22	3Q23	4Q23F			비교	
			추정치	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	21,859.7	20,279.5	22,809.8	12.5	4.3	23,064.6	-1.1
영업이익	69.3	996.7	851.6	-14.6	1128.8	868.4	-1.9
영업이익률	3.2	4.4	3.5			3.8	-0.3
세전이익	-562.3	962.0	800.1	-16.8	흑전	718.9	11.3
지배주주 순이익	-345.9	599.0	508.1	-15.2	흑전	409.9	24.0
지배주주순이익률	2.1	1.0	0.6			1.8	

자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

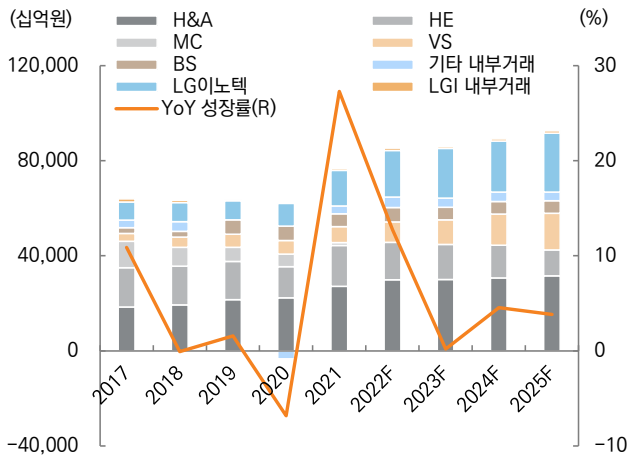
표 35. LG전자: 분기 및 연간 실적 추정표

(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F	2025F
연결 매출액	20,415.9	19,998.8	20,279.5	22,809.8	22,367.1	20,549.5	20,997.1	23,386.4	83,504.0	87,300.1	90,635.8
(%, QoQ)	-6.6	-2.0	1.4	12.5	-1.9	-8.1	2.2	11.4			
(%, YoY)	-2.6	3.5	-4.2	4.3	9.6	2.8	3.5	2.5	0.2	4.5	3.8
별도 매출액	16,261.4	16,246.8	15,735.9	15,998.8	17,498.1	16,731.9	16,698.2	15,883.3	64,242.9	66,811.4	66,852.9
H&A 매출액	8,021.7	7,985.5	7,457.4	6,595.8	7,983.7	8,052.1	7,814.4	6,888.1	30,060.4	30,738.3	31,537.5
HE 매출액	3,359.6	3,146.7	3,568.6	4,686.7	3,755.8	3,161.9	3,140.2	3,677.7	14,761.6	13,735.6	10,942.0
VS 매출액	2,386.5	2,664.5	2,503.5	2,781.9	3,028.2	3,195.4	3,495.4	3,323.5	10,336.4	13,042.4	15,352.3
BS 매출액	1,479.6	1,332.7	1,330.9	1,094.5	1,523.0	1,354.3	1,305.6	1,159.5	5,237.7	5,342.4	5,342.4
기타 매출액	1,014.0	1,117.4	875.5	839.9	1,207.3	968.2	942.7	834.5	3,846.8	3,952.7	3,678.7
LGI 매출액	4,375.9	4,732.4	4,763.6	7,058.4	5,111.6	4,040.4	4,526.6	7,756.8	20,930.3	21,435.4	24,765.7
연결 영업이익	1,497.4	892.7	996.7	851.6	1,643.3	1,063.4	937.0	1,040.7	4,238.3	4,684.4	5,303.6
(%, QoQ)	2060.8	-40.4	11.6	-14.6	93.0	-35.3	-11.9	11.1			
(%, YoY)	-22.9	4.5	33.5	1128.8	9.7	19.1	-6.0	22.2	17.3	10.5	13.2
별도 영업이익	1,358.2	873.2	574.9	382.0	1,444.1	945.5	658.7	494.9	3,188.3	3,543.2	4,046.2
H&A 영업이익	1,018.8	622.9	385.2	185.1	987.6	613.5	323.0	171.2	2,212.0	2,095.4	2,329.4
HE 영업이익	200.3	122.7	110.6	120.8	236.5	148.5	132.4	163.6	554.5	681.0	746.3
VS 영업이익	54.0	99.5	76.9	79.6	64.6	106.9	151.3	120.3	310.0	443.1	659.3
BS 영업이익	65.7	2.7	-20.0	-18.6	99.8	37.3	23.9	19.6	29.8	180.6	142.9
기타 영업이익	19.4	25.4	22.1	15.0	55.5	39.3	28.0	20.2	81.9	143.1	168.3
LGI 영업이익	145.3	18.4	183.4	473.9	207.5	123.3	283.0	551.0	821.0	1,164.8	1,284.0
연결 영업이익률	7.3	4.5	4.9	3.7	7.3	5.2	4.5	4.5	5.1	5.4	5.9
세전이익	485.3	-562.3	934.4	387.4	962.0	800.1	1,592.4	1,025.7	5.0	5.3	6.1
지배주주 순이익	122.7	-345.9	471.3	162.1	599.0	508.1	984.9	638.6	7.4	6.8	7.4
지배주주 순이익률	0.6	-1.6	2.3	0.8	3.0	2.2	4.4	3.1	3.8	5.0	6.8

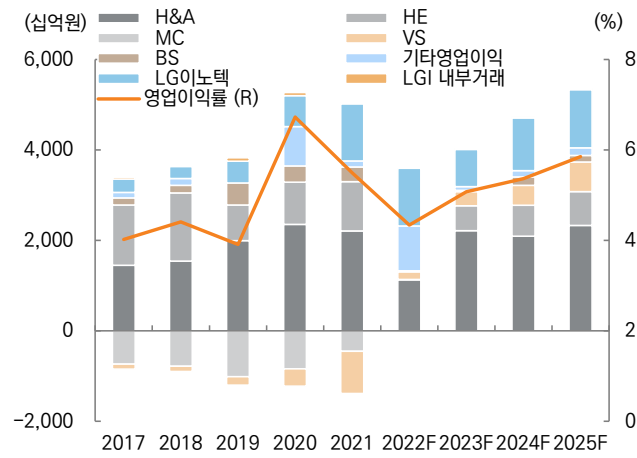
자료: LG전자, 미래에셋증권 리서치센터

림 161. LG전자 연간 매출액 전망



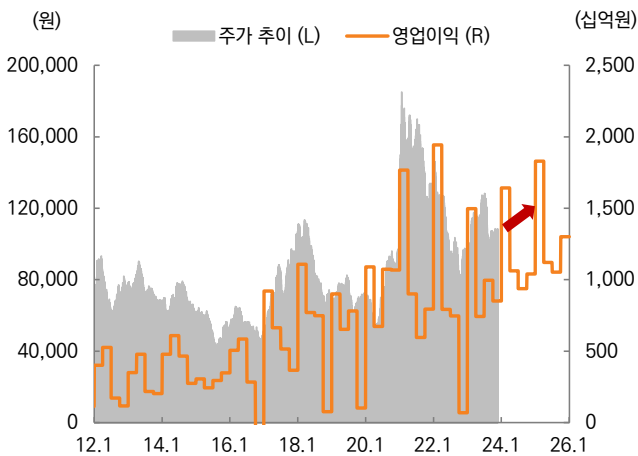
자료: LG전자, 미래에셋증권 리서치센터

림 162. LG전자 연간 영업이익의 전망



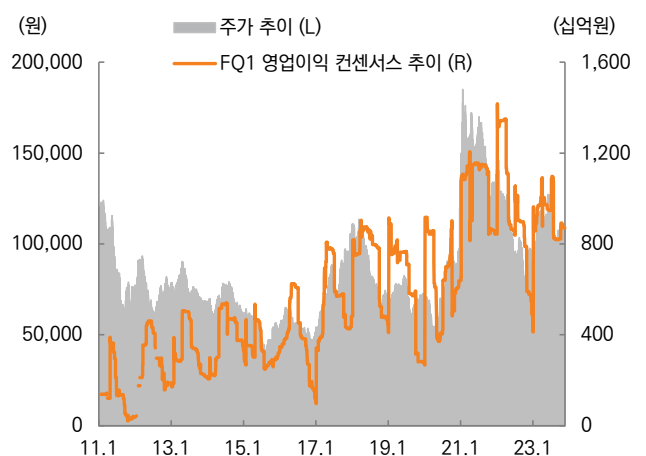
자료: LG전자, 미래에셋증권 리서치센터

림 163. LG전자 주가 및 영업이익 추이 전망



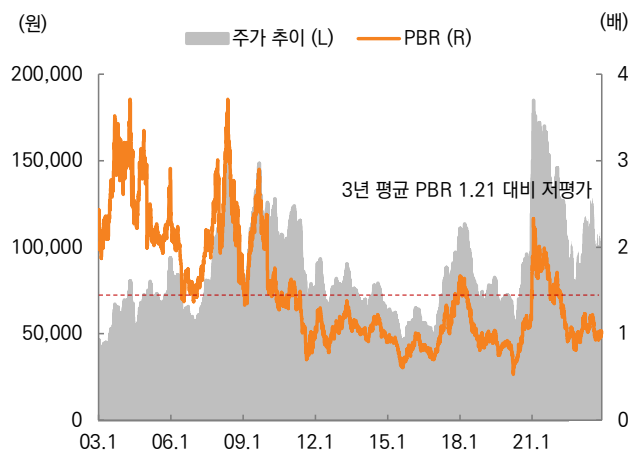
주: 4Q23부터는 당사의 추정치
자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

림 164. 주가 추이 및 3M 영업이익 컨센서스 추이



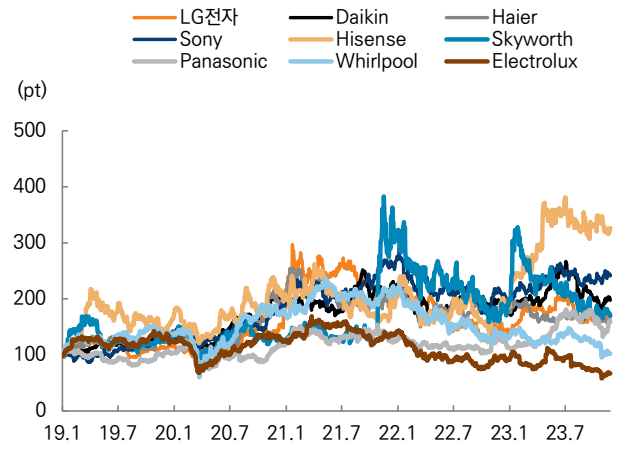
자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

림 165. LG전자 주가 추이 및 PBR



자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

림 166. TV/가전 업체 주가 추이



주: 2019.01.01 = 100
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주요 전기전자 업체 실적 관련 지표

표 36. TV / 가전 업체 실적 관련 지표

(십억원, %)

	회사명	시가총액	매출액					영업이익					순이익				
			22	23F	24F	23F	24F	YoY	22	23F	24F	23F	24F	YoY	22	23F	24F
한국	LG전자	17,003	83,467	84,157	88,923	0.8	5.7	3,551	4,093	4,523	15.3	10.5	1,196	1,859	2,748	55.4	47.8
해외	Daikin	58,474	36,419	36,387	38,681	-0.1	6.3	3,501	3,502	3,868	0.0	10.5	2,397	2,359	2,609	-1.6	10.6
	Haier	36,610	46,707	47,599	51,302	1.9	7.8	3,024	3,589	4,115	18.7	14.7	2,822	3,025	3,469	7.2	14.7
	Sony	142,732	107,725	104,593	107,958	-2.9	3.2	11,434	10,349	11,478	-9.5	10.9	8,930	7,818	8,444	-12.5	8.0
	Hisense	5,453	14,216	14,957	16,337	5.2	9.2	513	1,053	1,238	105.4	17.6	275	515	600	87.2	16.5
	Skyworth	1,176	10,279	12,919	14,883	25.7	15.2	381	423	470	11.1	11.0	159	141	156	-11.5	10.9
	Panasonic	33,480	78,659	73,138	76,037	-7.0	4.0	2,974	3,292	4,018	10.7	22.0	2,543	3,364	3,379	32.3	0.4
	Whirlpool	7,825	25,490	25,164	23,061	-1.3	-8.4	-1,365	1,596	1,691	흑전	6.0	-1,963	388	1,154	흑전	197.1
	Electrolux	3,661	17,227	15,992	16,434	-7.2	2.8	-27	153	592	흑전	286.1	-169	-293	262	적지	흑전
	평균																

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 37. TV / 가전 업체 밸류에이션 관련 지표

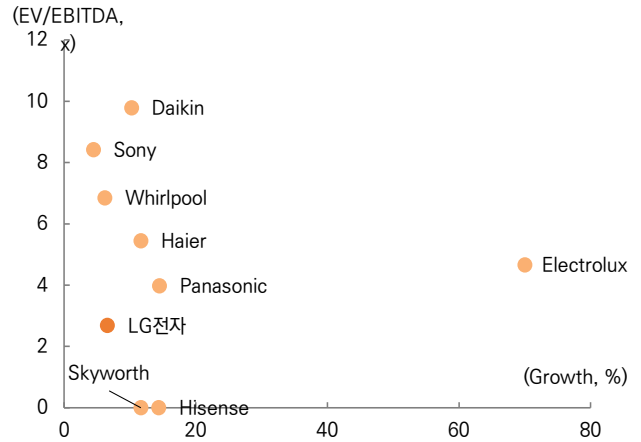
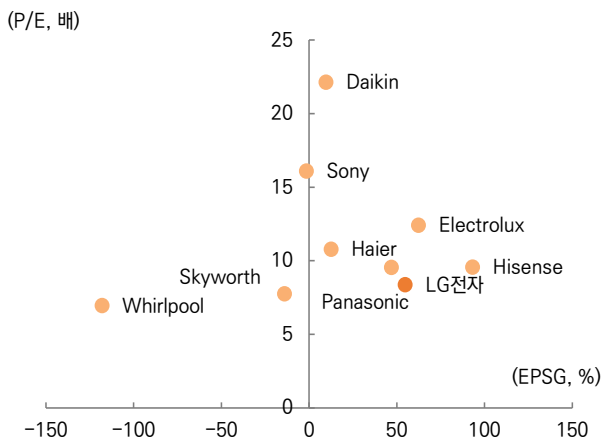
(%, 배)

	회사명	주가상승률			P/E			P/B			ROE			EPS(원, USD)			EV/EBITDA		
		1M	3M	YTD	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
한국	LG전자	2.3	5.7	15.8	17.8	12.3	8.4	0.9	0.9	0.8	6.0	7.9	10.7	6640.0	10280.0	15196.0	4.4	3.2	2.7
해외	Daikin	6.1	-4.6	-0.3	27.0	24.5	22.1	3.1	2.8	2.5	12.2	12.0	12.1	846.9	928.1	1027.4	12.9	11.7	9.8
	Haier	-3.1	-2.9	-9.4	13.9	12.3	10.8	2.2	2.0	1.7	17.0	16.3	16.4	1.6	1.8	2.0	10.2	6.6	5.4
	Sony	6.5	8.9	11.3	17.1	17.5	16.1	2.4	2.1	1.9	13.4	12.3	12.3	746.9	736.0	801.0	7.7	9.0	8.4
	Hisense	-7.2	-0.2	83.1	24.3	11.2	9.6	2.7	2.3	2.0	13.1	21.1	20.9	1.1	2.0	2.4	7.6	-	-
	Skyworth	-3.0	-13.6	5.9	9.7	9.0	7.8	0.4	0.4	0.3	4.5	4.2	4.4	0.4	0.3	0.4	6.6	-	-
	Panasonic	6.1	-5.9	21.0	13.7	9.4	9.6	1.0	0.9	0.9	8.1	10.0	9.8	112.7	165.6	162.9	5.4	5.3	4.0
	Whirlpool	6.9	-18.5	-26.6	22.0	6.9	7.0	2.5	2.8	2.3	-42.3	37.3	-	-27.2	4.9	15.8	7.8	7.5	6.8
	Electrolux	14.7	-13.6	-29.2	-	-	12.4	1.7	1.9	1.7	-7.5	-13.0	15.3	-4.8	-7.8	8.6	15.0	8.3	4.7
	평균				18.2	12.9	11.5	1.9	1.8	1.6	2.7	12.0	12.7				8.6	7.4	6.0

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 167. 글로벌 가전 업체 24F P/E-EPG

그림 168. 글로벌 가전 업체 24F EV/EBITDA-EBITDAG



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

WebOS 확장과 VVS가 될 VS

Web OS로 수익성 강화

동사의 Web OS 확장성을 기반으로 HE 사업부의 수익성을 개선시킬 것으로 판단한다. HE 사업부에서 아직 매출 기준 큰 비중을 차지하진 않으나 세트 수익성 대비 높은 마진을 창출할 수 있기 때문이다. 2026년까지 WebOS 설치된 TV를 50% 이상 늘린 3억 대로 확대할 계획을 추진하며 OS 필두로 HE 사업부의 수익성이 개선될 것이다.

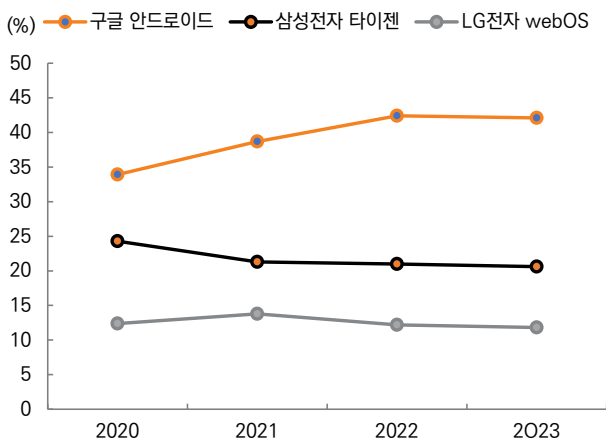
WebOS의 글로벌 점유율은 상승할 것으로 판단한다. LG TV 이외에 다른 TV 세트 업체들도 현재 동사의 소프트웨어 OS 플랫폼을 탑재하는 비중이 증가하고 있다. Set 기준 점유율에 다소 영향을 미칠 수 있으나 장기적인 관점에서 소프트웨어 기반 M/S를 높게 유지할 수 있다. 2Q23말 기준 WebOS의 M/S는 소폭 감소된 요인은 유럽 향 프리미엄 TV의 판매가 다소 부진했다. 내년 유럽 수요는 파리 올림픽 전부터 상승세로 기대된다.

그림 169. WebOS의 역사



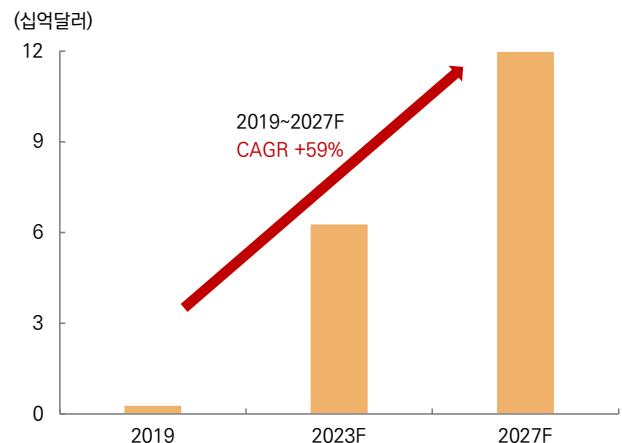
자료: LG전자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 170. 주요 글로벌 스마트 TV OS 시장 점유율



자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 171. FAST(광고 기반 무료 스트리밍) 시장 규모

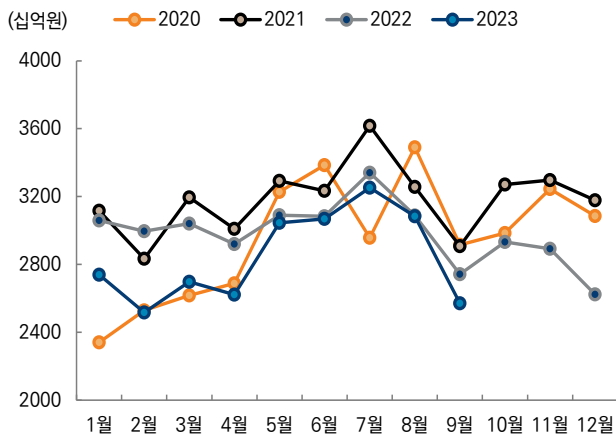


자료: IDC, Counterpoint, SA, 미래에셋증권 리서치센터

동사는 스마트 TV 플랫폼·엔터테인먼트 기업으로 전환을 선언함과 동시에 WebOS 파트너 서밋 2023에서 5년 간 1조원을 투자해 맞춤형 콘텐츠·서비스를 개발하겠다고 밝혔다. WebOS가 설치된 LG 스마트 TV를 2026년까지 50% 늘린 3억 대로 확대할 것이며 타 브랜드 TV뿐만 아니라 모니터, 사이니지, 차량 등 다른 제품 군까지 WebOS를 확대해 전자 플랫폼 생태계를 조성할 것으로 보인다.

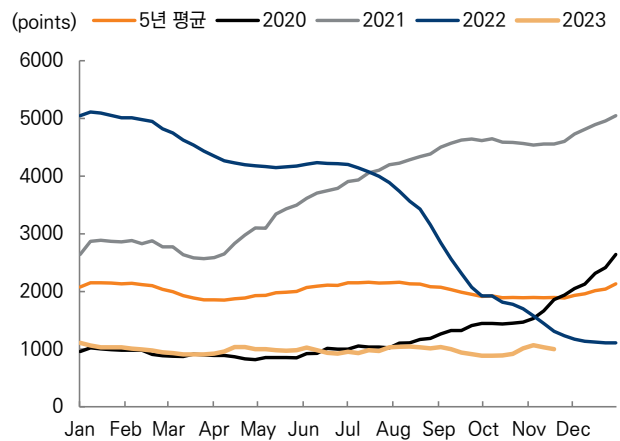
동사의 H&A와 HE 사업부의 수익성 제고도 긍정적인 전망이다. 동사의 수익성에 큰 영향을 미치는 SCFI 지수도 22년 10월부터 5년 평균 아래로 내려왔기 때문이다.

그림 172. 국내 가전제품 판매금액 추이



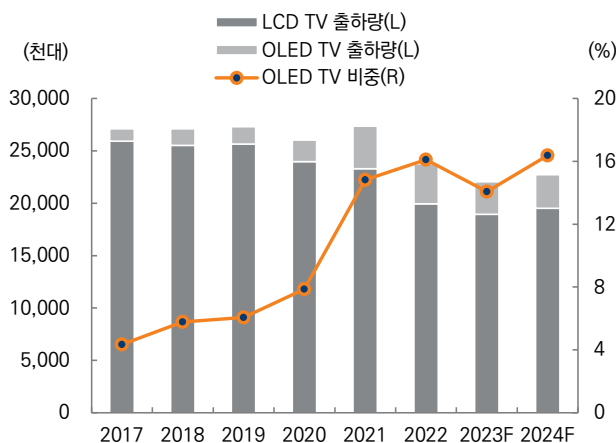
주: 23년 8,9월 판매액은 잠정치
자료: 국가통계포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 173. SCFI(상하이컨테이너운임지수) 추이



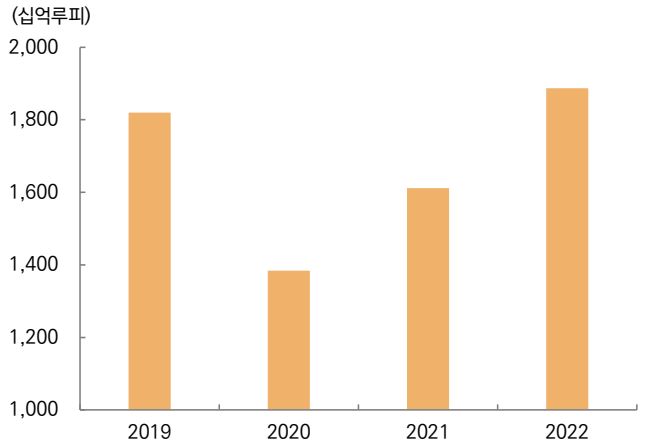
자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

그림 174. LG전자 OLED TV 출하량: 24년에는 회복



자료: Omdia, 미래에셋증권 리서치센터

그림 175. 인도 미디어 및 엔터테인먼트 시장 규모



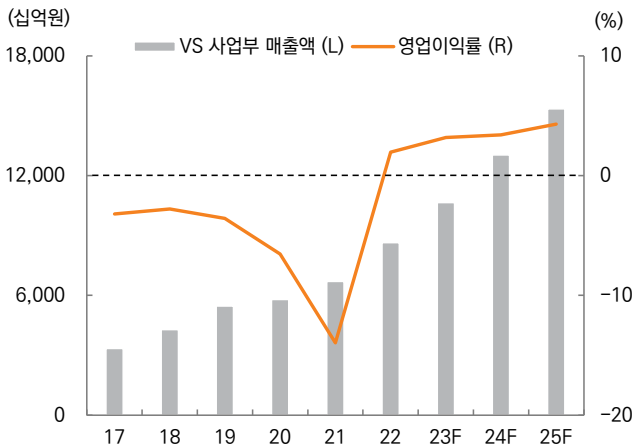
자료: EY, 미래에셋증권 리서치센터

WS가 될 VS

전장부품 사업부는 23년부터 수익 창출 비즈니스로 전환될 것으로 판단한다. 전기차, ADAS용 통신 솔루션과 LED 조명 등 고마진 제품 확대로 제품 믹스 개선과 지속적인 수주를 기반으로 한 외형 성장이 기대되기 때문이다. 과거에는 5년 간 초기 CAPEX 투입과 레퍼런스 확보를 위한 저가 제품의 수주로 인해 적자가 불가피했었다. 지금은 고마진 제품들의 매출 비중이 증가하고 있어 영업이익 개선이 지속될 것으로 전망한다.

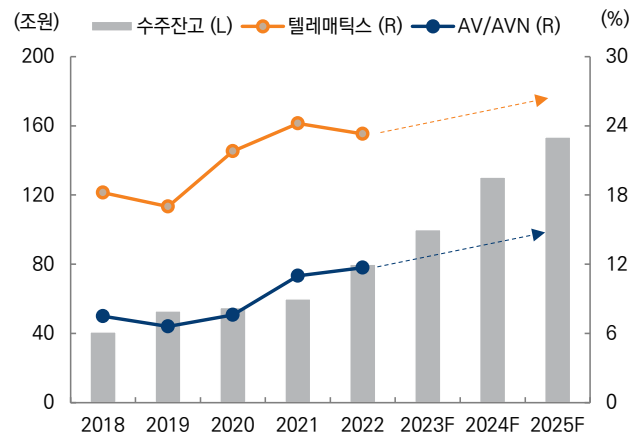
전기차용 주요 부품들의 시장규모는 30년까지 연평균 32% 성장할 것으로 판단한다. 글로벌 전기차 침투율은 23년 기준 13%이나 동사의 VS 거래처들은 북미 포함 주요 지역 별 침투율에서 아직 낮은 침투율이 관망되기에 성장 여력은 더 클 것으로 보인다. 24년 VS 사업부의 매출액과 영업이익은 3조원(+24% YoY), 4,431억 원(+31% YoY)으로 추정한다. 23년 말 기준 100조원에 육박하는 수주잔고가 기대되며 24, 25년에도 전기차 침투율에 기반한 수주 잔고 성장은 지속될 것으로 판단한다.

그림 176. VS 사업부 매출액, 영업이익률 추정



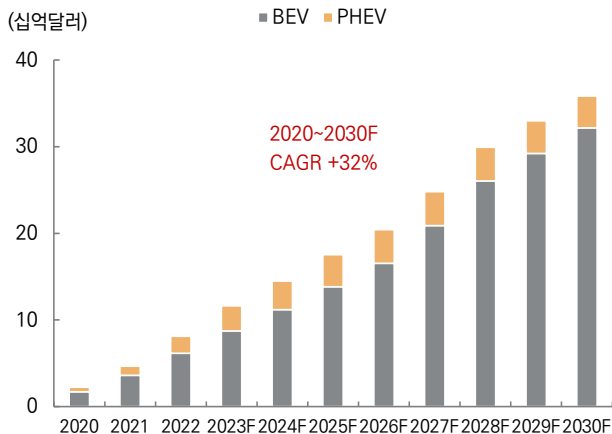
자료: Techinsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 177. VS 사업부 글로벌 점유율 및 수주잔고 추이 전망



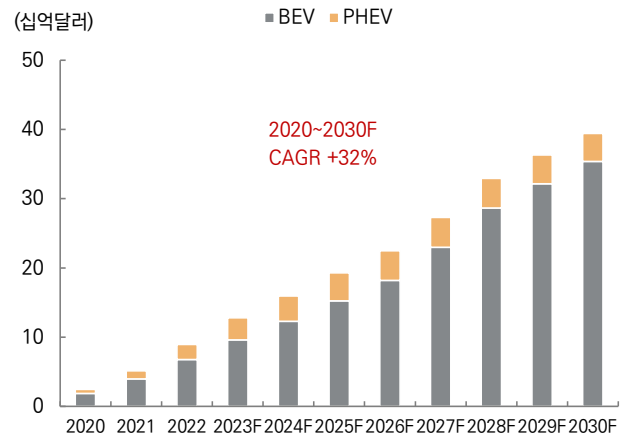
자료: LG전자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 178. 글로벌 전기차용 인버터 시장 규모



자료: Precedence, 미래에셋증권 리서치센터

그림 179. 글로벌 전기차용 모터 시장 규모



자료: Techinsights, 미래에셋증권 리서치센터

BS도 신사업 기대

BS사업부도 충전소 사업에 성장이 기대된다. 동사의 H&A 사업부와 HE 사업부의 네트워크 역량을 기반으로 충전소 사업 포지셔닝이 타 경쟁사 대비 유리할 것이다. 충전기 사업은 비교적 진입 장벽이 낮아서 이미 충전기 사업에 진출한 많은 경쟁사들이 존재한다. 하지만 동사의 기존 비즈니스로 구축된 네트워크 및 B2B 사업이 차별점을 만들 것이다.

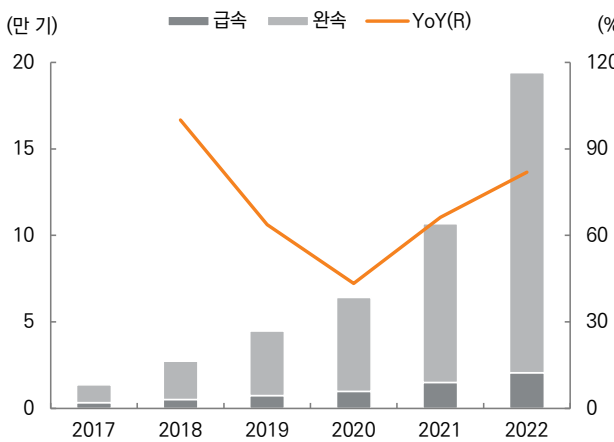
LG전자는 글로벌 272개 이상의 생산 및 판매 거점을 확보하고 있다. 대규모 기존 사업 기반 네트워크와 프리미엄 가전의 레퍼런스가 타 경쟁사 대비 우위를 점할 수 있는 포지션이라고 판단한다

그림 180. LG전자의 해외 사업장 위치 (22년 기준)



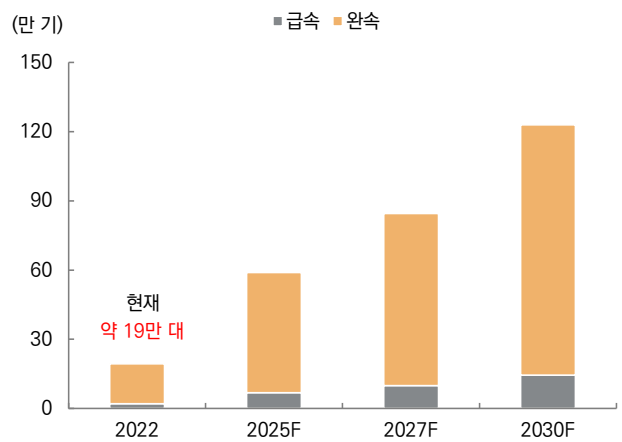
자료: LG전자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 181. 국내 전기차 충전 보급 현황



자료: 무공해차 통합 누리집, 미래에셋증권 리서치센터

그림 182. 정부 전기차 충전기 보급 누적 목표



자료: 무공해차 통합누리집, 미래에셋증권 리서치센터

기업 개요

전장 포트폴리오 선진화 이끄는 가전 선두 기업

LG전자는 1958년에 설립된 LG그룹의 종합 전자제품 기업으로 각 특성이 명확히 다른 4개의 주요 사업부(H&A, HE, VS, BS)를 보유하고 있다. LG이노텍 연결 매출을 포함한 1H23 기준 주요 매출 비중은 H&A(39.6%), HE(16.1%), VS(12.5%), BS(7.0%)이다. 현재 전사 매출에서 B2B 사업이 차지하는 비중은 30%대 중반 이상이다.

주력 사업부인 H&A 사업부는 세탁기, 에어컨 등 가전 제품을 담당하며, 전통적인 B2C 사업 구조에서 벗어나 유럽을 중심으로 빌트인 냉장고, 세탁기 그리고 시스템 에어컨 등 B2B 모델로 체질을 개선하고 있다. B2C의 경우 최종 소비자에게 상품을 전달하기까지 유통 재고로 인한 비용과 리드 타임 측면에서 평가 하락 압력이 발생된다. 반면, B2B는 유통 채널 단순화로 인해 수익성이 높다. 제품 특성상 매년 말에 계약하는 물류비가 마진에 미치는 영향이 크다.

webOS

팜 OS를 계승해 LG전자에서 개발 중인 리눅스 기반 모바일 및 스마트 가전용 운영 체제.

HE 사업부는 LCD, OLED TV 세트와 webOS로 구성된다. H&A 부문의 가전 제품 수익성에 물류비가 지대한 영향을 미치는 것처럼, TV 세트 수익성은 원재료인 패널 수급의 영향이 크다. 일반적으로 패널가와 1분기 정도 레깅효과가 발생한다. 동사는 1H23 기준 OLED TV 글로벌 출하량 56%를 점유하는 압도적 1위이며, 출하 비중이 가장 높은 지역은 45%인 유럽이다. HE 사업부 매출의 약 30%를 차지하는 OLED TV의 ASP는 LCD TV 대비 약 3배로 동사의 수익성을 견인한다. 러시아-우크라이나 전쟁에 따른 유럽의 지정학적 리스크와 환율 등 요인으로 전반적인 TV 수요가 침체되어 있기에, 매크로 환경 반등에 가장 주목할 만한 사업부이다.

VS 사업부의 주요 구성은 크게 차량용 인포테인먼트(In-Vehicle Infotainment)와 텔레매틱스, LG Magna e-Powertrain 그리고 차량용 램프(ZKW)로 이루어져 있다. 3Q23 전장 수주잔고 비중은 IVI&텔레매틱스(60%), e-Powertrain(25%), 차량용 램프(15%)로 추산된다. 동사는 B2C 비즈니스 구조와 롤러블 등 다양한 IT 컴팩터를 생산한 경험을 이점으로, 텔레매틱스&IVI 각각 글로벌 점유율 1,2위 입지를 보여주고 있다.

BS 사업부는 크게 IT, ID 그리고 신사업으로 구분된다. IT는 PC, 노트북 등을 판매하며 매출 비중이 가장 높다. 일반적으로 상반기 아카데미 시즌이 있는 1분기에 매출이 가장 높으며, 블랙프라이데이, 크리스마스 기념일 등이 있는 4분기가 다음으로 높다. ID는 디지털 사이니지, 호텔용 TV, 빔프로젝트 등을 판매한다. 신사업으로 현재 상업용 로봇과 전기차 충전기 솔루션 사업을 본격적으로 육성하고 있다. 일부 IT기기를 제외하고 B2B 영업에 특화된 사업부이다.

표 38. LG전자 사업부문

약칭	사업부문	제품 유형	상표
H&A	Home appliance & Air solution	냉장고, 세탁기, 에어컨, 청소기 등	LG, DIOS, TROMM 등
HE	Home Entertainment	TV, Audio, 홈뷰티기기 등	LG 시그니처, XBOOM 등
VS	Vehicle component Solutions	자동차 부품 등	-
BS	Business Solutions	모니터, PC, 사이니지 등	LG, 그램, 시네빔 등
LG이노텍	LG이노텍과 그 종속기업	카메라모듈, 기판소재, 모터/센서 등	-
기타	기타부문	설비 및 부문간 내부거래 등	-

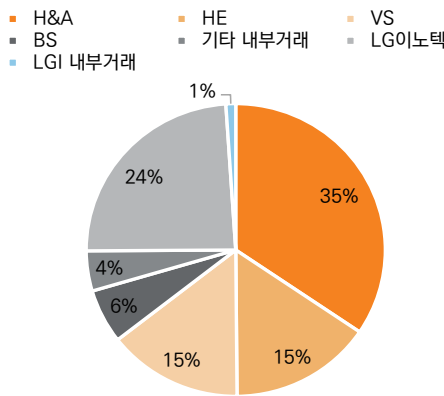
자료: LG전자, 미래에셋증권 리서치센터

표 39. LG전자 B2B 사업 현황

사업부문	사업 현황
H&A	빌트인 가전, 시스템에어컨, 빌딩관리시스템, 부품 솔루션
HE	WebOS 플랫폼
VS	IVI, 텔레매틱스, e-Powertrain, 차량용 램프
BS	IT(PC 등), ID(인포메이션디스플레이), 전기차 충전 솔루션, 상업용 로봇

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 183. 2024년 매출 비중 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 184. LG마그나 E-파워트레인 해외 거점 (23.11 기준)



자료: LG마그나, 미래에셋증권 리서치센터

webOS로 수익성 강화

2023년 9월, LG전자는 ‘webOS 파트너 서밋(Partner Summit) 2023’에서 향후 5년간 1조원을 투자해 스마트 TV 플랫폼·서비스 혁신을 통해 TV 세트 판매를 넘어서 ‘미디어·엔터테인먼트 기업’으로 전환하겠다고 선언했다. webOS는 현재 전 세계 약 2억 대에 달하는 LG 스마트 TV를 구동하는 소프트웨어이다. LG전자는 2014년부터 스마트 TV에 운영 체제로 webOS를 탑재하기 시작했다.

동사는 자사 스마트 TV 외에도 타 브랜드 TV 브랜드와 자동차, 로봇 등 타 제품군에도 webOS를 공급해 2026년까지 webOS의 구동 모수를 50% 늘린 3억대로 확대할 계획이다. 2021년 20여 개 타 브랜드에 webOS를 최초로 탑재한 이후, LG전자는 다양한 OTT 콘텐츠뿐만 아니라 클라우드 게임까지 새롭게 제공하는 ‘webOS Hub’를 출시하며 업계 최초 OLED TV 전용 플랫폼을 선보였다. 현재 약 300개가 넘는 TV 브랜드에 탑재 중이다.

LG전자 (066570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	83,467	83,502	87,300	90,636
매출원가	63,231	63,130	65,454	67,829
매출총이익	20,236	20,372	21,846	22,807
판매비와관리비	16,685	16,284	17,161	17,504
조정영업이익	3,551	4,087	4,684	5,304
영업이익	3,551	4,087	4,684	5,304
비영업손익	-1,011	-1,005	-146	58
금융손익	-156	-159	-147	58
관계기업등 투자손익	-1,168	-793	0	0
세전계속사업손익	2,540	3,082	4,538	5,362
계속사업법인세비용	532	1,008	1,142	1,344
계속사업이익	2,008	2,074	3,395	4,018
중단사업이익	-144	1	0	0
당기순이익	1,863	2,075	3,395	4,018
지배주주	1,196	1,740	2,819	3,335
비지배주주	667	335	577	682
총포괄이익	2,609	2,617	3,395	4,018
지배주주	1,911	2,316	2,978	3,524
비지배주주	698	301	417	494
EBITDA	6,536	7,182	7,663	8,185
FCF	-9	-452	2,586	3,049
EBITDA 마진율 (%)	7.8	8.6	8.8	9.0
영업이익률 (%)	4.3	4.9	5.4	5.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.4	2.1	3.2	3.7

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	3,108	6,175	6,362	6,857
당기순이익	1,863	2,075	3,395	4,018
비현금수익비용가감	6,203	6,007	4,221	4,120
유형자산감가상각비	2,507	2,571	2,537	2,524
무형자산상각비	478	523	442	357
기타	3,218	2,913	1,242	1,239
영업활동으로인한자산및부채의변동	-3,723	-804	-12	-42
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-196	63	-218	-739
재고자산 감소(증가)	227	-177	-249	-844
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-298	47	217	738
법인세납부	-1,151	-990	-1,142	-1,344
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,228	-8,199	-2,612	-2,559
유형자산처분(취득)	-2,797	-6,600	-2,596	-2,504
무형자산감소(증가)	-501	-380	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-216	-26	-16	-55
기타투자활동	286	-1,193	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	448	1,190	-119	-99
장단기금융부채의 증가(감소)	1,207	1,782	8	28
자본의 증가(감소)	4	2	0	0
배당금의 지급	-240	-228	-127	-127
기타재무활동	-523	-366	0	0
현금의 증가	271	-1,281	3,526	3,844
기초현금	6,052	6,322	5,041	8,568
기말현금	6,322	5,041	8,568	12,412

자료: LG전자, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	27,488	27,193	31,280	37,027
현금 및 현금성자산	6,322	5,041	8,568	12,412
매출채권 및 기타채권	8,583	8,956	9,183	9,955
재고자산	9,389	9,797	10,046	10,890
기타유동자산	3,194	3,399	3,483	3,770
비유동자산	27,668	33,020	32,752	32,768
관계기업투자등	3,964	4,136	4,241	4,597
유형자산	15,832	20,235	20,294	20,274
무형자산	2,455	2,303	1,861	1,503
자산총계	55,156	60,213	64,032	69,795
유동부채	22,333	23,759	24,290	26,092
매입채무 및 기타채무	11,765	12,276	12,588	13,645
단기금융부채	2,602	3,171	3,179	3,207
기타유동부채	7,966	8,312	8,523	9,240
비유동부채	10,332	11,578	11,599	11,668
장기금융부채	9,560	10,773	10,773	10,773
기타비유동부채	772	805	826	895
부채총계	32,664	35,338	35,889	37,760
지배주주지분	18,992	21,111	23,803	27,011
자본금	904	904	904	904
자본잉여금	3,048	3,051	3,051	3,051
이익잉여금	15,834	17,409	20,100	23,309
비지배주주지분	3,500	3,764	4,341	5,023
자본총계	22,492	24,875	28,144	32,034

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	13.1	10.8	6.7	5.6
P/CF (x)	1.9	2.3	2.5	2.3
P/B (x)	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	3.7	4.2	3.6	3.0
EPS (원)	6,616	9,624	15,587	18,445
CFPS (원)	44,608	44,696	42,119	45,003
BPS (원)	105,273	116,992	131,877	149,620
DPS (원)	700	700	700	700
배당성향 (%)	6.1	5.5	3.4	2.8
배당수익률 (%)	0.8	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	12.9	0.0	4.5	3.8
EBITDA증가율 (%)	-3.7	9.9	6.7	6.8
조정영업이익증가율 (%)	-12.5	15.1	14.6	13.2
EPS증가율 (%)	16.0	45.5	62.0	18.3
매출채권 회전율 (회)	10.2	9.9	10.1	9.9
재고자산 회전율 (회)	8.7	8.7	8.8	8.7
매입채무 회전율 (회)	7.5	7.5	7.5	7.4
ROA (%)	3.4	3.6	5.5	6.0
ROE (%)	6.6	8.7	12.6	13.1
ROIC (%)	12.9	10.5	12.4	14.2
부채비율 (%)	145.2	142.1	127.5	117.9
유동비율 (%)	123.1	114.5	128.8	141.9
순차입금/자기자본 (%)	25.1	34.7	18.1	4.0
조정영업이익/금융비용 (x)	9.8	8.1	9.2	10.5

(Analyst) 박준서 park.junseo@miraeasset.com



011070 · 전자부품

LG이노텍

매년 Upgrade

(신규) 매수		목표주가 350,000원	상승여력 49.3%	현재주가(23/11/27) 234,500원			
KOSPI	2,495.66	시가총액(십억원)	5,550	발행주식수(백만주)	24	외국인 보유비중(%)	20.9

Report summary

투자의견 ‘매수’ 및 목표주가 350,000원으로 신규 커버리지 개시

목표주가는 350,000원으로 2024F EV/EBITDA 적용해 기업가치를 산출하였다. Target EV/EBITDA는 각 사업부 동종 업체들의 평균 값을 적용했다. 적정가치는 전사 EV/EBITDA의 총합인 8.27조 원이다.

4Q23 Preview

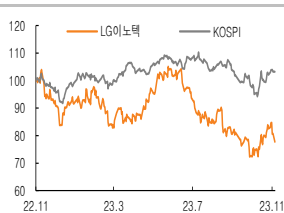
4Q23 매출액 7조 56억 원 (+7.8% YoY), 영업이익 4,738억 원 (+178.7% YoY, OPM 6.7%)으로 추정한다. 컨센서스 대비 각각 -2%, -11%를 하회하는 실적을 기록할 것으로 전망한다. 컨센서스 대비 낮은 추정의 주요 요인은 1) 3분기 대비 낮은 환율 전망, 2) 4분기 일회성 비용의 발생이다.

투자포인트

주요 투자포인트는 1) 카메라 스펙업으로 인한 Blended ASP의 지속적인 상승 전망, 2) 북미 고객사 향 Folded Zoom 추가 모델 채택 기대, 3) 전장부품 사업부의 턴어라운드이다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.0	-18.9	-21.7
상대주가	-4.0	-16.8	-23.5

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	14,946	19,589	20,105	21,435	24,766
영업이익 (십억원)	1,264	1,272	821	1,165	1,284
영업이익률 (%)	8.5	6.5	4.1	5.4	5.2
순이익 (십억원)	888	980	556	844	936
EPS (원)	37,532	41,401	23,510	35,652	39,550
ROE (%)	30.9	25.9	12.3	16.4	15.7
P/E (배)	9.7	6.1	10.0	6.6	5.9
P/B (배)	2.6	1.4	1.2	1.0	0.9
배당수익률 (%)	0.8	1.6	1.8	1.8	1.8

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

투자 의견 및 Valuation

투자의견 ‘매수’ 및 목표주가 350,000원 제시

LG이노텍의 투자의견 매수와 목표 주가는 350,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 2024F EV/EBITDA 적용해 기업가치를 산출하였다. Target EV/EBITDA는 각 사업 부 동종 업체들의 평균 값을 적용했다. 중국 향 수요 우려에 대한 주가는 이미 선 반영됐다고 판단한다. 현재 주가는 3년 평균 하단에 위치해 있다. 내년 Blended ASP 상승과 수요 회복에 선제적인 저가 매수 움직임이 필요한 시기이다.

2024년에는 P, Q가 동반 성장하는 구간에 진입한다. 스마트폰 교체주기는 줄어들고 있으며 코로나 특수 환경에서 발생한 초과 물량도 2024년부터 교체 주기가 도래할 것으로 판단하고 북미 고객사 향 24년 모델 판매량도 전년 대비 +3% 증가할 것으로 전망한다. 동사의 북미 고객사 향 Folded Zoom의 채택 모델이 증가함에 따라 Blended ASP는 지속적으로 상승할 것으로 판단한다.

표 40. LG이노텍: 목표 주가 산출

(십억원, %, 원)

항목	가치	24년 EBITDA	배수	비고
①영업가치	9,673			
광학솔루션 사업부	7,688	1,671	4.6	엠씨넥스, 파트론, 삼성전기 24년 평균 EV/EBITDA
전장부품 사업부	274	100	2.7	24년 만도, 현대모비스 24년 평균 EV/EBITDA에서 30% 할인
기판소재 사업부	1,711	428	4.0	24년 국내 기판 업체 24년 평균 EV/EBITDA
비영업가치	0			
②순차입금	1,298			3Q23 말 기준
③적정 가치	8,375			① - ②
④주식수 (백만주)	24			③ ÷ ④
주당적정가치	353,875			
목표주가	350,000			
현재주가	234,500			
상승여력	49.3			

주: 국내 기판 업체는 삼성전기, 심텍, 대덕전자, 해성디에스, 영풍, 코리아씨카드

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 41. LG이노텍: 시나리오 별 가치 추정

(십억원, 원, 배, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EV (십억원)											
High	3,470	3,047	5,499	5,386	4,443	5,434	9,648	11,184			
Low	2,571	2,420	3,159	3,493	3,053	2,862	5,246	7,421			
Average	3,028	2,692	4,553	4,594	3,742	4,625	6,256	9,396			
EBITDA	706	456	652	782	1,058	1,350	2,034	2,157			
EV/EBITDA											
High	15.5	29.1	18.5	20.4	9.3	8.0	7.6	8.8			
Low	11.5	23.1	10.7	13.3	6.4	4.2	4.1	5.8			
Average	13.5	25.7	15.4	17.4	7.9	6.8	4.9	7.4			
EPS	4,018	209	7,385	6,891	4,323	9,977	37,532	41,401	23,510	35,652	39,550
EPS Growth	-20.0	-94.8	3,428.8	-6.7	-37.3	130.8	276.2	10.3	-43.2	51.6	10.9

자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Preview 및 실적 추이

동사는 4Q23 매출액 7조 56억 원 (+7.8% YoY), 영업이익 4,738억 원 (+178.7% YoY, OPM 6.7%)으로 컨센서스를 각각 -2%, -11% 하회하는 실적을 기록할 것으로 전망한다. 컨센서스 대비 낮은 추정의 요인은 1) 3분기 대비 낮은 환율 전망과 2) 4Q23 일회성 비용 발생이다. 일회성 요인 제거 시 OPM은 7.0%로 추정한다.

사업부 별로는 광학솔루션 매출액 6조 2,115억 원(+10% YoY), 전장부품 3,914억 원 (-7% YoY), 기판 솔루션 3,611억 원(-8% YoY), 전자 및 기타 923억 원 (-9% YoY)으로 추정한다. 광학 솔루션 매출은 3Q23에 생산 차질로 인한 지연된 물량 인식으로 인한 전년 대비 매출 성장이 기대되며, 전장 부품은 3Q23에 선제적인 매출 인식으로 전년 대비 소폭 감소할 것으로 추정한다. 장기적인 관점에서 부품 내재화 효과로 마진 개선은 지속적으로 발생할 것으로 판단한다.

표 42. LG이노텍: 4Q23 Preview

(십억원, %, %p)

	4Q22	3Q23	4Q23F			비교	
			추정치	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	6,547.7	4,763.6	7,056.3	48.1	7.8	7,224.6	-2.3
영업이익	170.0	183.4	473.8	158.3	178.7	530.2	-10.6
영업이익률	2.6	3.9	6.7			7.3	-0.6
세전이익	90.9	146.4	455.9	211.5	401.8	496.9	-8.2
지배주주 순이익	203.9	129.1	342.0	164.9	67.7	383.4	-10.8
지배주주순이익률	3.1	2.7	4.8			5.3	-0.5

자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

표 43. LG이노텍: 분기 및 연간 실적 추정표

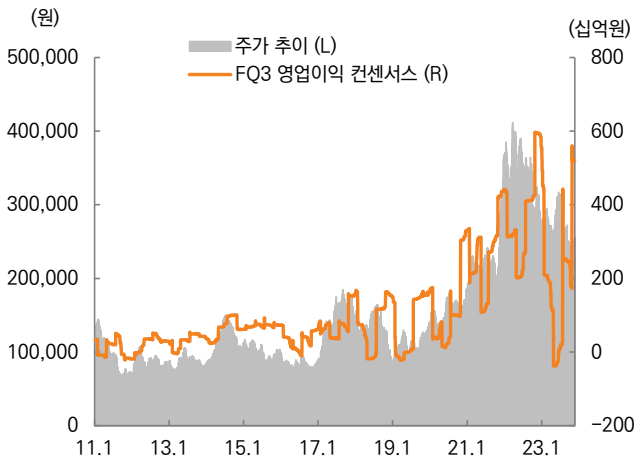
(십억원, %)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F	2025F
매출액	4,375.9	4,732.4	4,763.6	7,056.3	5,111.6	4,040.4	4,526.6	7,756.8	20,930.3	21,435.4	24,765.7
QoQ	-33.2	8.1	0.7	48.1	-27.6	-21.0	12.0	71.4			
YoY	10.7	27.8	-11.6	7.8	16.8	-14.6	-5.0	9.9	6.8	2.4	15.5
광학솔루션	3,545	3,907	3,907	6,211	4,195	3,135	3,556	6,767	17,570	17,653	20,567
전장부품	382	390	412	391	433	438	461	492	1,577	1,825	2,110
기판소재	330	336	329	361	374	372	402	408	1,356	1,557	1,691
전자 및 기타	119	100	116	92	109	95	107	89	427	401	397
영업이익	145.3	18.4	183.4	473.8	207.5	123.3	283.0	551.0	821.0	1,164.8	1,284.0
QoQ	-14.5	-87.4	898.9	158.3	-56.2	-40.6	129.6	94.7			
YoY	-60.4	-93.7	-58.8	178.7	42.7	571.3	54.3	16.3	-35.4	41.9	10.2
광학솔루션	103.7	-28.0	183.4	410.8	132.0	48.7	168.3	482.6	670.0	831.6	900.7
전장부품	4.7	-6.9	5.6	2.2	6.1	-3.6	10.0	7.5	5.7	20.0	32.7
기판소재	11.0	8.7	16.0	5.4	10.0	8.4	14.7	6.1	187.9	274.0	311.0
기타	25.9	44.5	62.2	55.3	59.4	69.8	90.0	54.8	41.1	39.2	39.7
영업이익률	3.3	0.4	3.9	6.7	4.1	3.1	6.3	7.1	3.9	5.4	5.2
광학솔루션	2.9	-0.7	4.7	6.6	3.1	1.6	4.7	7.1	3.8	4.7	4.4
전장부품	1.2	-1.8	1.4	0.6	1.4	-0.8	2.2	1.5	0.4	1.1	1.5
기판소재	3.3	2.6	4.9	1.5	2.7	2.2	3.7	1.5	13.9	17.6	18.4
기타	21.7	44.6	53.6	59.9	54.6	73.1	84.0	61.4	9.6	9.8	10.0
세전이익	111.0	3.3	146.4	454.6	187.1	101.0	259.0	530.4	716.6	1,102.9	1,222.3
지배주주 순이익	83.3	2.1	129.1	333.9	140.3	75.7	201.8	382.4	556.4	843.8	936.0
지배주주 순이익률	1.9	0.0	2.7	4.7	2.7	1.9	4.5	4.9	2.7	3.9	3.8

자료: LG이노텍, 미래에셋증권 리서치센터

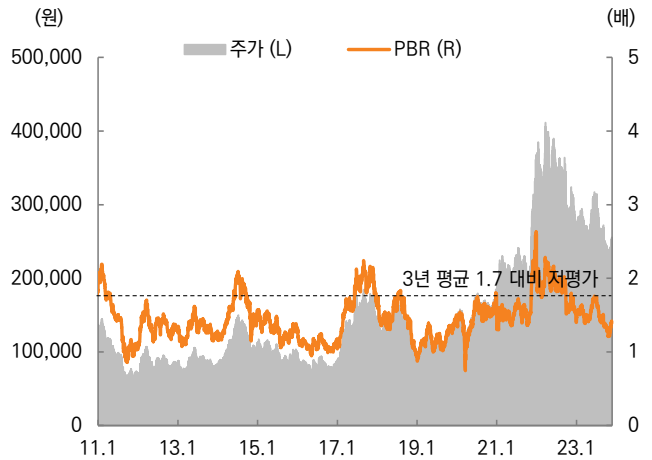
Valuation Charts

그림 185. 주가 및 분기 컨센서스 추이



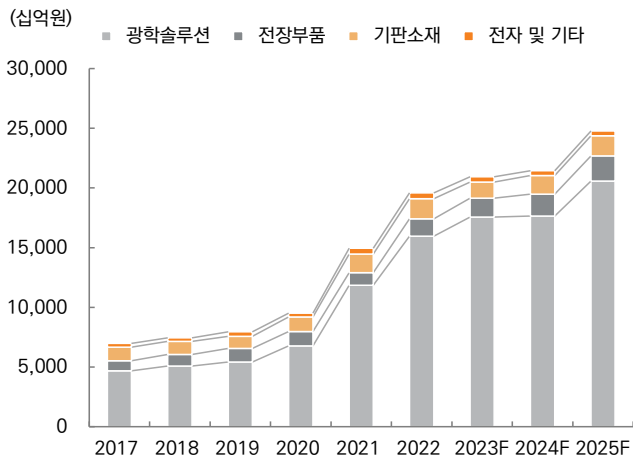
자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 186. 주가 및 PBR 추이



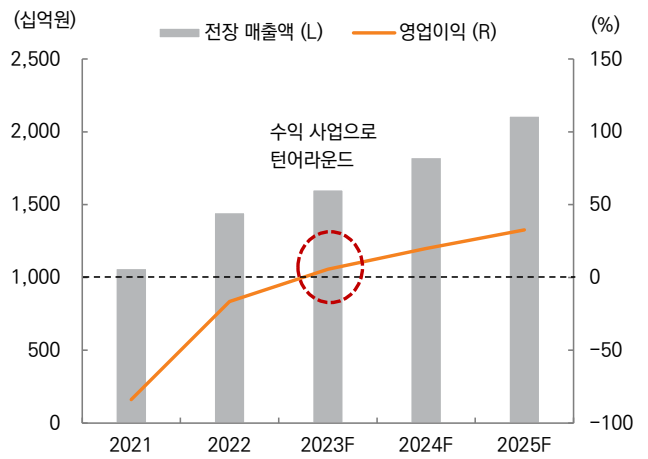
자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 187. LG이노텍 연간 사업부별 매출 추이



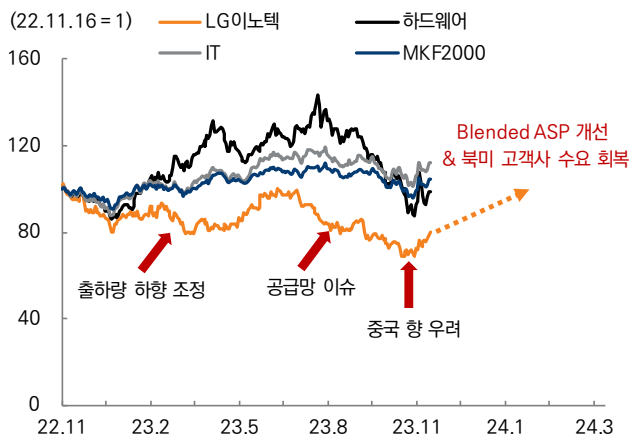
자료: LG이노텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 188. 전장부품 사업부 매출액 전망



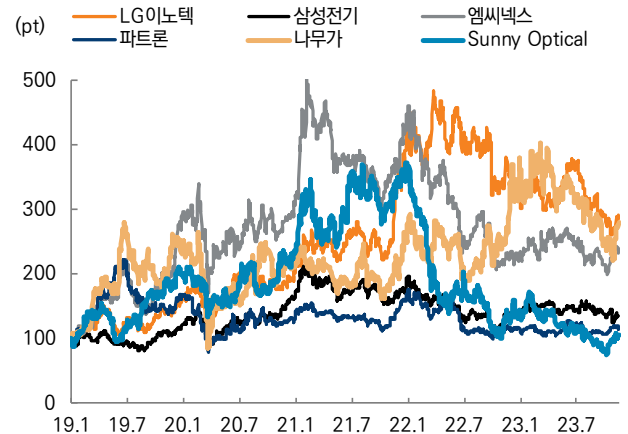
자료: LG이노텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 189. LG이노텍: IT, 하드웨어 섹터와 비교



자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 190. 카메라 모듈 업체 상대 주가 추이



주: 2019.01.01 = 100
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 44. 카메라 모듈 업체 실적 관련 지표

(십억원, %)

회사명	시가총액	매출액					영업이익					순이익					
		22	23F	24F	YoY	YoY	22	23F	24F	YoY	YoY	22	23F	24F	YoY	YoY	
한국																	
LG이노텍	5,562	19,589	20,229	21,686	3.3	7.2	1,272	869	1,134	-31.7	30.6	980	589	809	-39.9	37.3	
삼성전기	10,293	9,425	8,786	9,542	-6.8	8.6	1,183	672	964	-43.2	43.5	981	502	727	-48.8	45.0	
엠씨넥스	520	1,109	918	1,072	-17.2	16.9	11	20	39	85.0	97.0	23	28	37	22.4	30.3	
파트론	506	1,222	1,137	1,276	-7.0	12.2	57	47	59	-17.2	26.1	39	36	49	-6.2	35.2	
파워로직스	254	744	-	-	-	-	-39	-	-	-	-	-49	-	-	-	-	
캠시스	102	734	-	-	-	-	14	-	-	-	-	6	-	-	-	-	
나무가	214	519	-	-	-	-	32	-	-	-	-	31	-	-	-	-	
해외																	
Sunny Optical	13,111	6,367	5,781	6,645	-9.2	15.0	547	233	481	-57.4	106.0	462	261	467	-43.4	78.8	
Sharp	6,010	24,514	21,772	21,771	-11.2	-0.0	15	85	335	479.7	295.7	-1,724	-476	233	적지	흑전	
O Film	5,969	2,844	2,915	3,908	2.5	34.1	-851	-12	145	적지	흑전	-994	-25	120	적지	흑전	
평균																	

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 45. 카메라 모듈 업체 밸류에이션 관련 지표

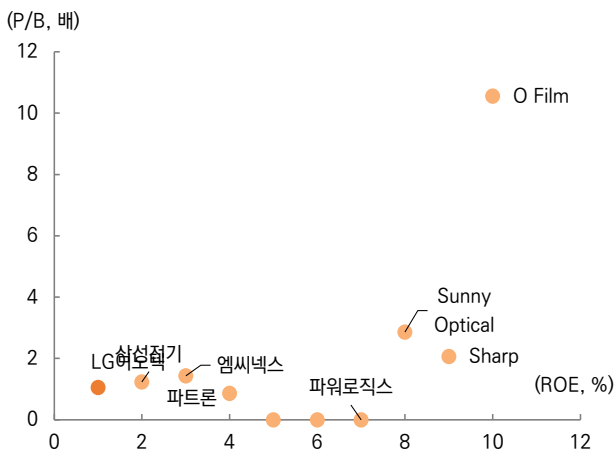
(%, 배)

회사명	주가상승률			P/E			P/B			ROE			EPS(원, USD)			EV/EBITDA		
	1M	3M	YTD	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
한국																		
LG이노텍	4.2	-7.7	-21.5	5.2	9.8	7.1	1.3	1.2	1.1	25.9	13.0	15.7	41406.0	24875.0	34165.0	3.8	4.0	3.3
삼성전기	11.9	-5.6	2.8	10.3	22.2	15.1	1.3	1.3	1.2	13.3	6.4	8.7	12977.0	6464.0	9375.0	5.3	6.4	5.2
엠씨넥스	3.4	7.8	-0.9	20.6	18.6	14.2	1.7	1.6	1.4	7.6	8.8	10.7	1293.0	1564.0	2038.0	9.3	6.6	5.1
파트론	-0.6	6.2	-2.9	11.6	14.9	11.2	1.0	0.9	0.9	8.3	7.1	9.0	700.0	613.0	829.0	4.6	4.8	4.2
파워로직스	6.7	-24.5	33.3	-	-	-	1.5	-	-	-26.1	-	-	1437.0	-	-	23.3	-	-
캠시스	2.4	-4.7	-33.4	17.8	-	-	1.0	-	-	6.6	-	-	86.0	-	-	6.4	-	-
나무가	24.8	3.0	-19.1	6.4	-	-	1.7	-	-	34.5	-	-	2119.0	-	-	4.0	-	-
해외																		
Sunny Optical	9.4	15.9	-18.2	29.9	49.9	27.4	3.3	3.1	2.9	11.4	6.4	11.1	2.2	1.3	2.4	16.2	19.6	13.6
Sharp	12.2	17.1	8.5	-	-	25.6	2.5	2.5	2.1	-51.1	0.6	8.8	-277.0	-85.7	41.2	11.4	17.1	9.6
O Film	-0.1	94.4	100.2	-	-	49.4	10.1	11.3	10.6	-88.8	-7.3	9.7	-1.6	-0.1	0.1	-9.2	67.4	25.8
평균				14.5	23.1	21.4	2.5	3.1	2.9	-5.9	5.0	10.5				7.5	18.0	9.5

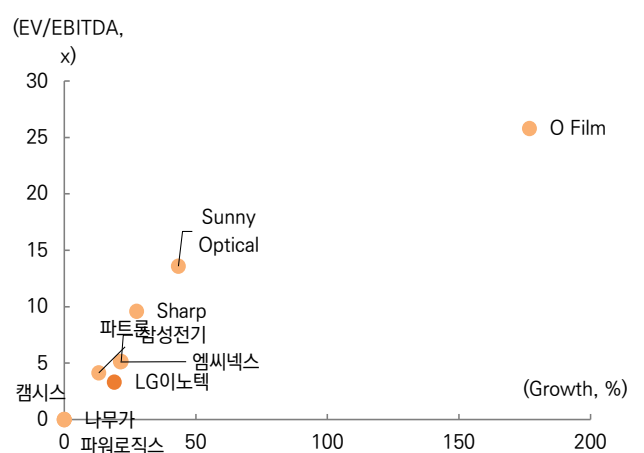
자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 191. 24년 카메라 모듈 업체 P/B-ROE

그림 192. 24년 카메라 모듈 업체 EV/EBITDA-EBITDAG



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



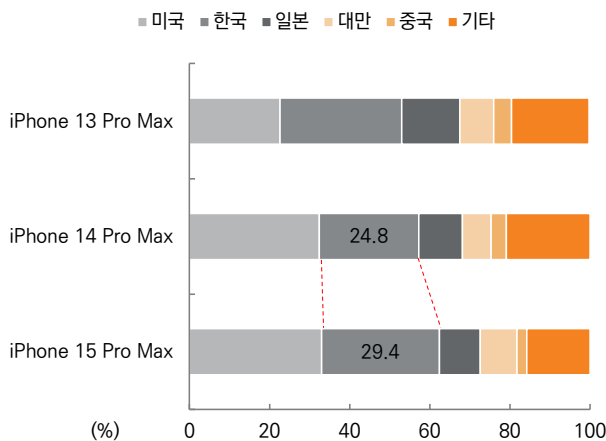
자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트: ASP 상승과 고객사 수요 회복

동사의 Blended ASP는 개선될 것으로 전망한다. 1) 동사의 북미 고객사는 후속 프리미엄 모델의 원가율은 지속적으로 상승하고 있고, 2) 국내 업체들의 비중이 증가하고 있다. 이번 iPhone 모델에서 한국의 비중이 1) 디스플레이와, 2) 카메라의 업그레이드로 인해 30%로 +5%p 상승했다. 후속 모델에 대한 스펙업은 지속되며 동사의 수혜가 기대된다.

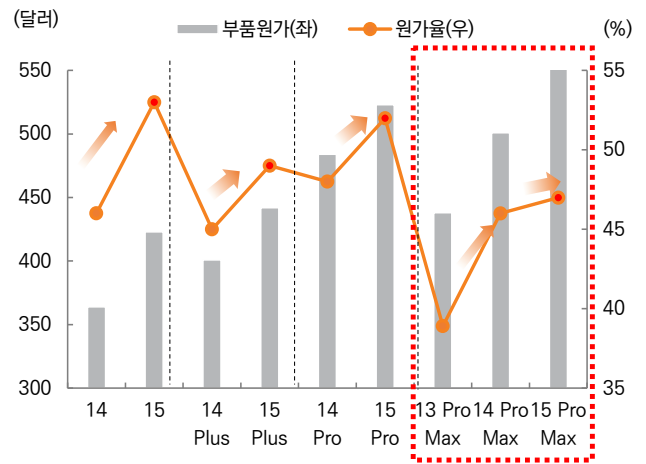
폴디드줌 탑재 모델의 출시 개수도 증가할 것으로 판단한다. 동사의 북미 고객사도 내년에는 Folded Zoom을 Pro 모델 탑재해서 2개의 모델에 사용할 것으로 추정한다. 동사의 고객사 밸류체인 내에서 폴디드줌 납품업체 수는 제한적이며 동사의 수혜가 기대된다.

그림 193. iPhone Pro Max 주요 구성 부품 국가별 점유율



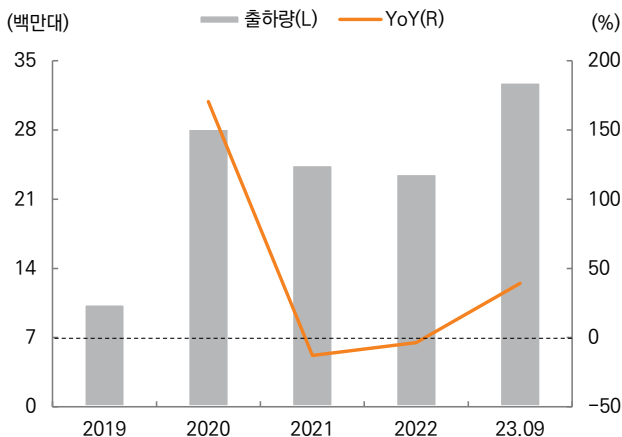
자료: Nikkei, 미래에셋증권 리서치센터

그림 194. iPhone 14, 15 모델 시리즈 원가 비교



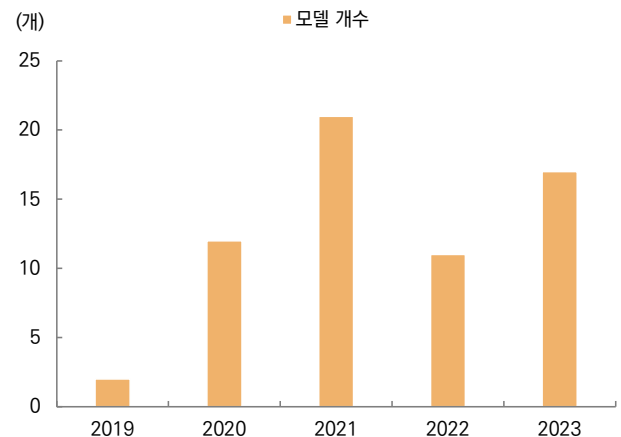
자료: Nikkei, 미래에셋증권 리서치센터

그림 195. 주요 폴디드줌 탑재 스마트폰 출하량



자료: IDC, Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 196. 출시연도별 주요 업체 폴디드줌 탑재 모델 개수

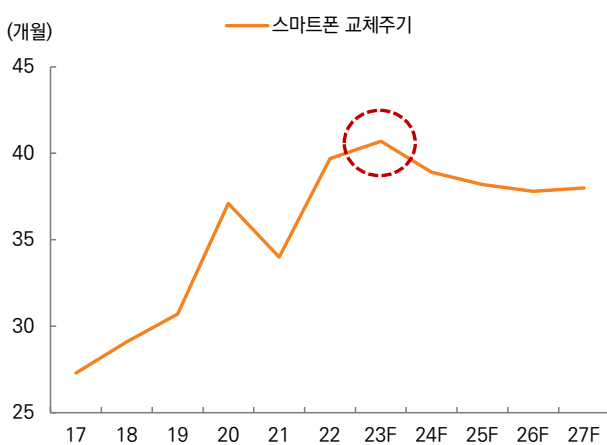


자료: IDC, Counterpoint, SA, 미래에셋증권 리서치센터

교체주기도 감소하는 국면에 진입한다. 2020년 코로나로 스마트폰 출하량이 증가했으나 22년과 23년에는 각각 -12%, -7% 지속적으로 하락했다. 다만, 교체 수요 기간 37개월로 감안 시 2024년 상반기부터 교체 수요에 대한 물량이 증가될 것으로 판단한다. 또한 24년 전체 스마트폰 출하량은 12억 대로 23년 대비 +5% YoY 성장할 것으로 전망한다.

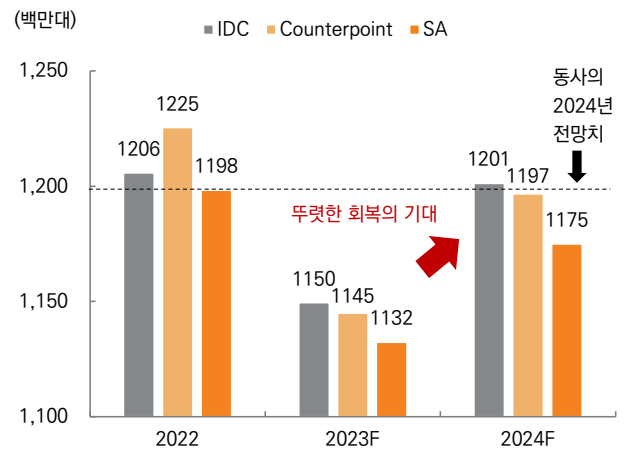
스마트폰은 성숙기 국면에 진입했으나 5G 및 프리미엄 스마트폰의 침투율은 지속적으로 상승하고 있다. 동사의 북미 고객사의 2024년 출하량 전망도 23년 대비 +3% 증가한 2억 2,424만 대로 성장할 것으로 판단한다.

그림 197. 스마트폰 교체주기: 2024년부터 교체 주기 감소 시작



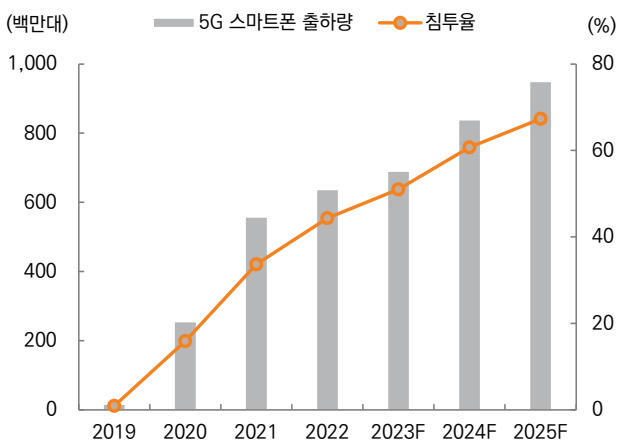
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 198. 조사기관 별 스마트폰 출하량 전망



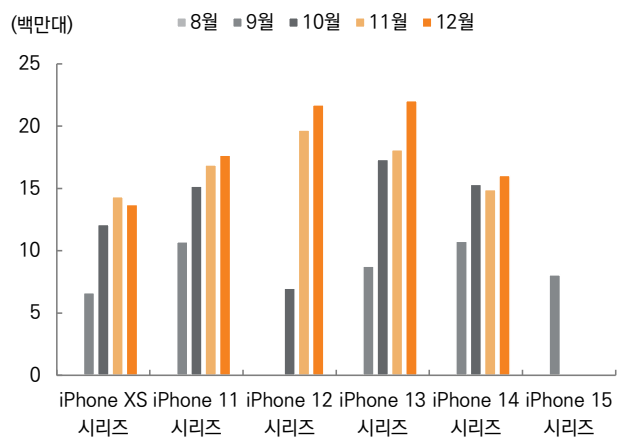
자료: IDC, Counterpoint, SA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 199. 5G 스마트폰 출하량 및 침투율 전망



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

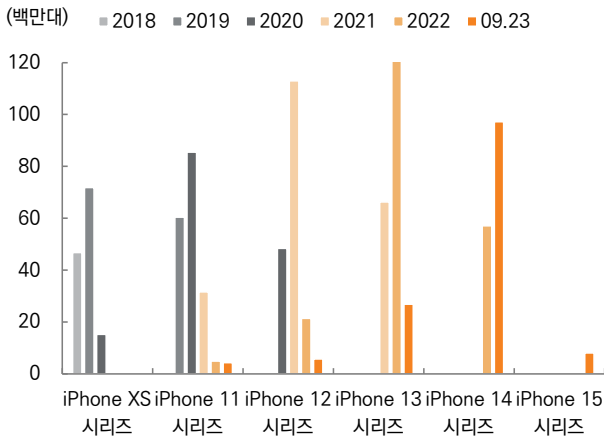
그림 200. 아이폰 시리즈별 출시 당해 출하량 추이



자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

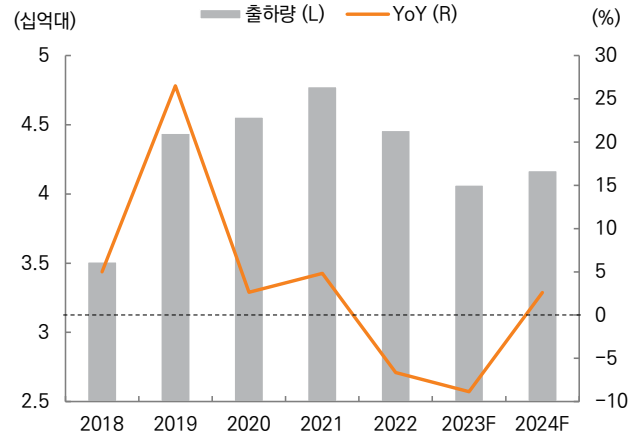
북미 고객사 향 주요 부품 납품 업체들도 분기별 견조한 실적을 기록하고 있다. 부품 차질 이슈로 지연됐으나 연말까지 견조한 실적을 이룰 것으로 전망한다.

그림 201. 아이폰 시리즈별 연간 판매량



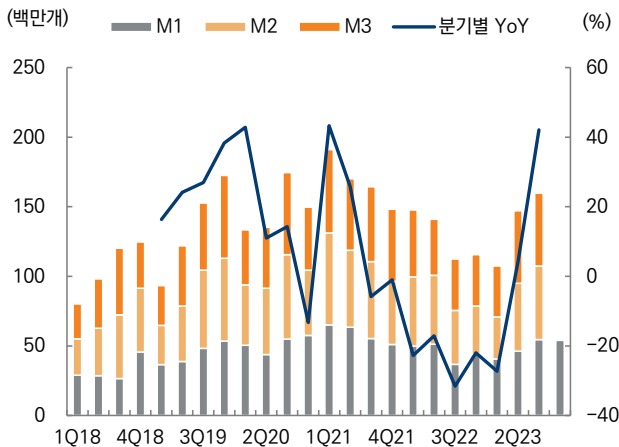
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 202. 글로벌 스마트폰 카메라 모듈 출하량 추이



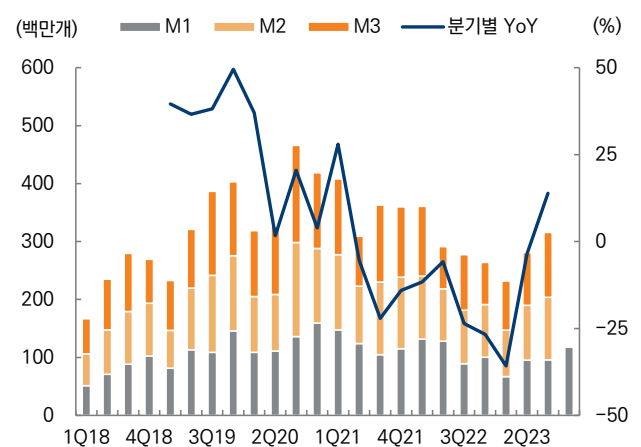
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 203. Sunny Optical 핸드셋용 카메라 모듈 분기별 출하량



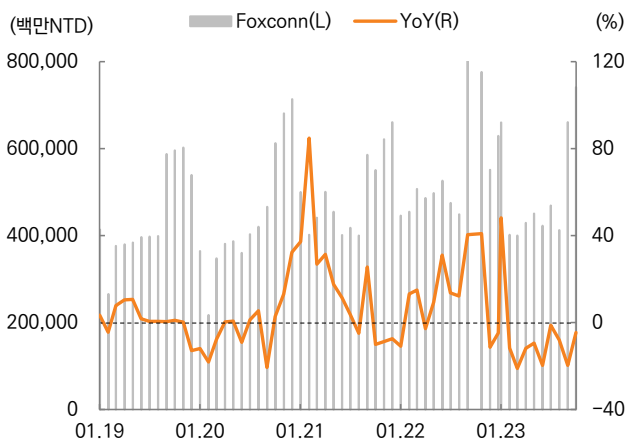
자료: Sunny Optical, 미래에셋증권 리서치센터

그림 204. Sunny Optical 렌즈 월별 출하량



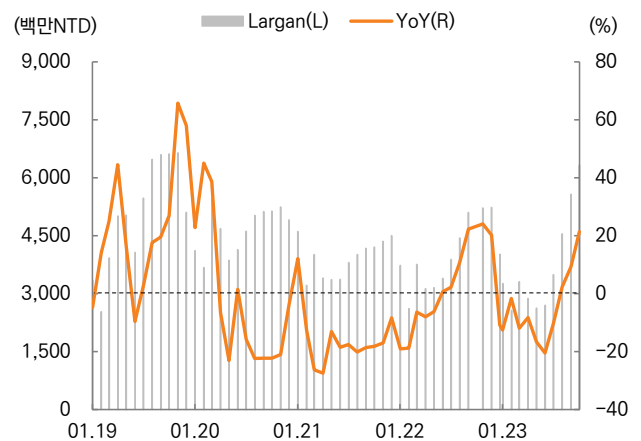
자료: Sunny Optical, 미래에셋증권 리서치센터

그림 205. Foxconn(애플 위탁생산업체) 매출액 추이



자료: Foxconn, 미래에셋증권 리서치센터

그림 206. Largan(애플 렌즈 공급업체) 매출액 추이



자료: Largan, 미래에셋증권 리서치센터

프리미엄은 역시 애플

Apple 향 광학 카메라 부품 업체인 LG이노텍의 수혜가 지속될 것이다. iPhone 15 Pro Max의 경우 광학 카메라는 줌 성능 개선을 위해 Folded Zoom 구조를 사용해서 기존 ASP보다 3.8배 증가한 30달러로 추정되고 있다. 기존 14 Pro Max 모델에서 채택된 광학 카메라는 3배 줌까지 가능했으나 Folded Zoom을 채용하면서 5배까지 늘렸다.

표 46. iPhone 주요 부품 원가 비교

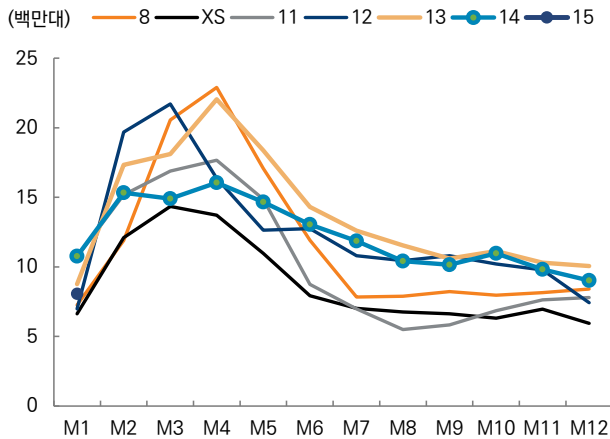
(US\$)

	15 Pro Max	14 Pro Max	원가 상승률	대응 업체
디스플레이	115	105	10%	삼성디스플레이
망원 카메라	30	6	380%	LG이노텍, Sony 등
A17 Pro chip	130	102	27%	Apple
티타늄 프레임	50	35	43%	Foxconn

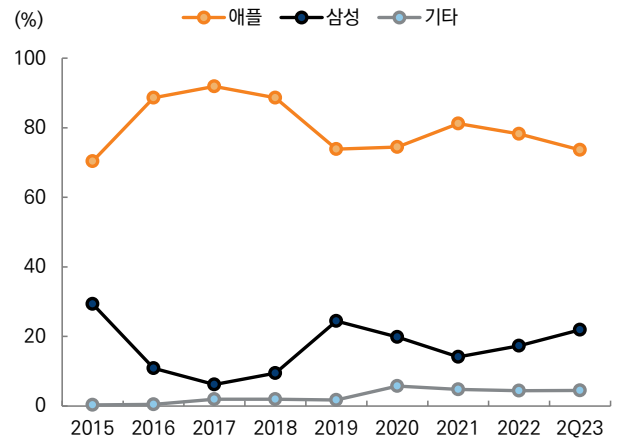
자료: Nikkei, 미래에셋증권 리서치센터

그림 207. 아이폰 시리즈 출시 이후 12개월 판매량 추이

그림 208. 프리미엄 라인 비중 추이



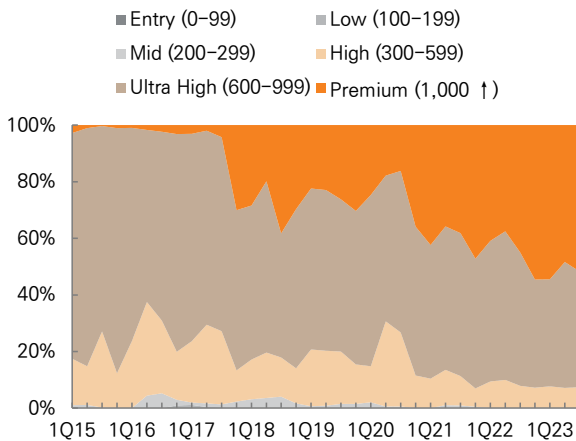
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 209. 아이폰 가격대별 제품 추이

그림 210. 내년 폴디드줌 Pro 모델 출시 예상 사진



주: US\$ 기준
자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

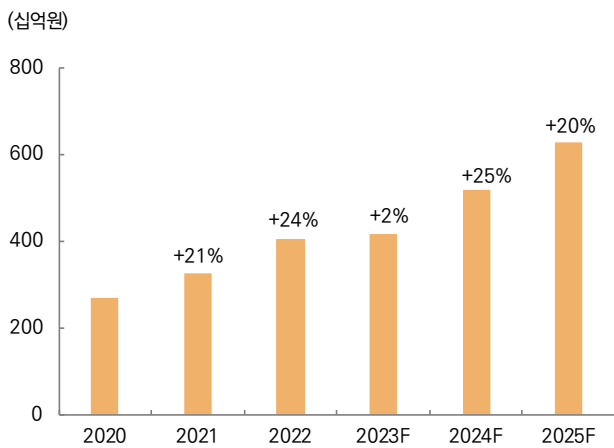
자료: MacRumors, 미래에셋증권 리서치센터

전장도 턴어라운드

전장부품 사업부는 23년부터 수익 창출 비즈니스로 전환될 것으로 판단한다. 전기차, ADAS용 통신 솔루션과 LED 조명 등 고마진 제품 확대로 제품 믹스 개선과 지속적인 수주를 기반으로 한 외형 성장이 기대되기 때문이다. 과거에는 5년 간 초기 CAPEX 투입과 레퍼런스 확보를 위한 저가 제품의 수주로 인해 적자가 불가피했었다.

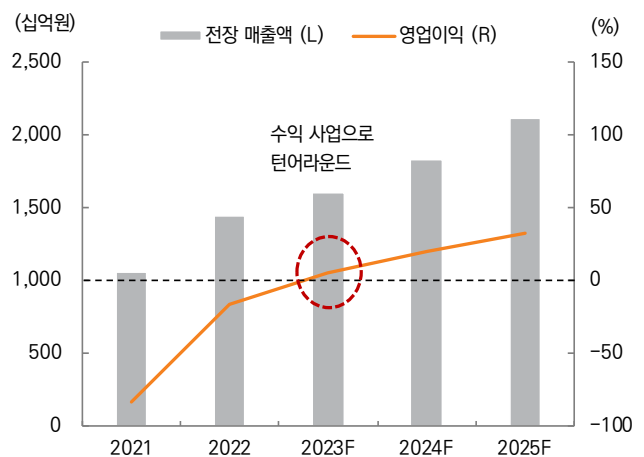
동사의 전장용 카메라 매출도 지속적으로 상승할 것으로 판단한다. 동사의 전장 카메라의 매출도 낮은 저화소 뷰잉 카메라에서 고화소 센싱 카메라의 비중이 증가함에 따라 믹스 마진 또한 개선될 것으로 판단한다. 현재 광학솔루션에서 3%를 차지하고 있으나 지속적인 매출 규모가 상승할 것으로 판단한다.

그림 211. 전장용 카메라 꾸준한 매출 성장



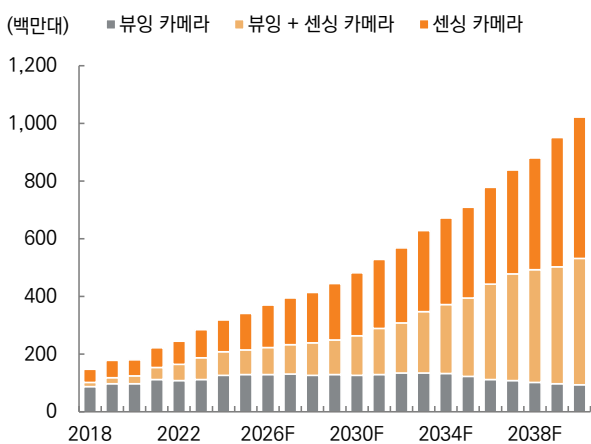
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 212. 전장부품 사업부 23년에 턴어라운드 전망



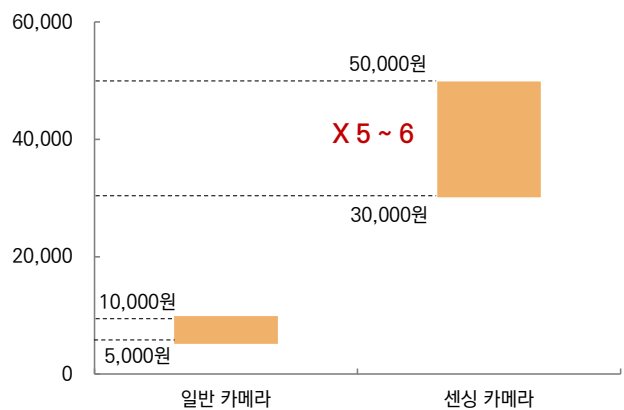
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 213. 뷰잉과 센싱 카메라 전망



자료: TSR, 미래에셋증권 리서치센터

그림 214. 센싱 카메라 가격 전망



자료: 언론 자료, 미래에셋증권 리서치센터

기업 개요

카메라 모듈의 절대적 강자, 전장사업도 턴어라운드

LG이노텍은 1970년 설립된 대한민국 최초의 종합 전자부품 업체로 LG그룹의 계열사이다. 1H23 기준 매출 비중은 광학솔루션사업부(80.0%), 기판소재사업부(8.0%), 전장부품사업부(9.3%), 기타(2.7%)이다.

폴디드줌(Folded Zoom)
망원렌즈 내 렌즈와 이미지센서 간의 초점 걸어질수록(고배율 줌 구현 가능) 두꺼워지는 모듈을 해결하기 위한 기술.

광학솔루션사업부 매출의 95%는 북미 스마트폰 고객사 향, 그 외 5%는 타 업체 향 모바일 카메라 모듈과 차량용 카메라 모듈 제품으로 구성된다. 절대적인 매출 의존도로, 고객사 전략 모델의 흥행 여부와 공급망 내 경쟁사 품질 이슈가 사업부 실적에 미치는 영향이 높다. 동사는 고객사의 제품 믹스 전략과 신제품 개발에 맞춰 고화소, 3D 센싱, 폴디드 줌 등 카메라 모듈 스펙 업그레이드를 적극 대응해 꾸준한 매출 성장을 보이고 있다. 2021년 12월 전장부품 사업부에서 이관한 차량용 카메라 모듈 또한 오랜 완성차 업체 레퍼런스와 기술력을 기반으로 고객사 확대 중이다.

기판소재사업부는 모바일향 반도체 패키지와 디스플레이 패널용 기판소재/부품을 생산한다. 대표 제품으로는 AiP를 비롯한 RF-SiP(Radio Frequency-System in Package), Tape Substrate 그리고 Photomask가 있다. Tape Substrate는 DDIC를 실장하고 디스플레이 패널과 메인기판 사이 전기 신호를 전달하는 얇은 테이프 형태 기판이고, Photomask는 미세회로가 새겨진 차단막으로 패널에 빛을 쬐어 회로를 새기는 노광 공정에 사용된다. 두 제품 모두 디스플레이 핵심 부품으로, OLED 탑재 확대로 지속적으로 수요가 증가하고 있다. 또한, 동사는 기존에 생산한 BT 계열의 반도체 패키지 기판이 아닌 ABF 계열의 중저가 시장을 타겟으로 FC-BGA를 2024년 상반기 양산 목표로 개발하고 있다. ABF 기판은 처음임에도 불구하고, BT 기판(Tape Substrate) 글로벌 1위 제품 2개에서 증명된 기술력과 BT 고객사 대부분이 ABF 고객사인 점을 바탕으로 중장기적 수혜를 도모할 전략이다.

수주 기반인 전장부품 사업부는 차량용 모터와 파워(BMS 포함), Rader-V2X 통신 모듈, 그리고 LED 조명을 생산한다. 지난 5년 간의 적자는 사업 특성상 초기 많은 자원 투입과 레퍼런스를 위한 저마진 제품 위주 생산을 했기 때문이다. 향후 전기차, ADAS 용 통신 솔루션과 조명 등 고마진 제품 확대, 제품 믹스 개선과 지속적인 수주를 기반으로 한 외형 성장이 기대된다.

LG이노텍 (011070)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	19,589	20,105	21,435	24,766
매출원가	17,215	17,971	18,232	20,971
매출총이익	2,374	2,134	3,203	3,795
판매비와관리비	1,103	1,313	2,039	2,511
조정영업이익	1,272	821	1,165	1,284
영업이익	1,272	821	1,165	1,284
비영업손익	-137	-104	-62	-62
금융손익	-40	-70	-62	-62
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	1,135	717	1,103	1,222
계속사업법인세비용	158	160	259	286
계속사업이익	977	556	844	936
중단사업이익	3	0	0	0
당기순이익	980	556	844	936
지배주주	980	556	844	936
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	1,023	617	844	936
지배주주	1,023	617	844	936
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	2,157	1,779	2,175	2,441
FCF	-202	169	287	-63
EBITDA 마진율 (%)	11.0	8.8	10.1	9.9
영업이익률 (%)	6.5	4.1	5.4	5.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.0	2.8	3.9	3.8

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,515	1,550	1,787	1,937
당기순이익	980	556	844	936
비현금수익비용가감	1,163	1,225	1,332	1,505
유형자산감가상각비	841	913	971	1,124
무형자산상각비	45	45	40	33
기타	277	267	321	348
영업활동으로인한자산및부채의변동	-403	41	-67	-156
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	43	-82	-191	-442
재고자산 감소(증가)	-663	-134	-211	-487
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	632	-16	212	491
법인세납부	-341	-253	-259	-286
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,997	-1,438	-1,511	-2,026
유형자산처분(취득)	-1,706	-1,374	-1,500	-2,000
무형자산감소(증가)	-79	-56	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-53	-8	-11	-26
기타투자활동	-159	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	441	709	-97	-96
장단기금융부채의 증가(감소)	524	861	1	2
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-71	-98	-98	-98
기타재무활동	-12	-54	0	0
현금의 증가	12	830	178	-185
기초현금	566	578	1,408	1,586
기말현금	578	1,408	1,586	1,401

자료: LG이노텍, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	4,714	5,866	6,486	7,319
현금 및 현금성자산	578	1,408	1,586	1,401
매출채권 및 기타채권	1,828	1,971	2,166	2,616
재고자산	1,979	2,133	2,344	2,832
기타유동자산	329	354	390	470
비유동자산	5,080	5,580	6,080	6,948
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	4,131	4,662	5,192	6,067
무형자산	204	215	175	143
자산총계	9,794	11,447	12,566	14,268
유동부채	4,270	4,214	4,584	5,438
매입채무 및 기타채무	2,795	3,013	3,312	4,000
단기금융부채	812	486	487	489
기타유동부채	663	715	785	949
비유동부채	1,257	2,447	2,451	2,461
장기금융부채	1,217	2,404	2,404	2,404
기타비유동부채	40	43	47	57
부채총계	5,528	6,662	7,036	7,899
지배주주지분	4,266	4,785	5,531	6,368
자본금	118	118	118	118
자본잉여금	1,134	1,134	1,134	1,134
이익잉여금	2,969	3,438	4,184	5,022
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	4,266	4,785	5,531	6,368

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	6.1	10.0	6.6	5.9
P/CF (x)	2.8	3.1	2.6	2.3
P/B (x)	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	3.4	3.9	3.1	2.9
EPS (원)	41,401	23,510	35,652	39,550
CFPS (원)	90,559	75,262	91,912	103,137
BPS (원)	180,255	202,191	233,693	269,093
DPS (원)	4,150	4,150	4,150	4,150
배당성향 (%)	10.0	17.7	11.6	10.5
배당수익률 (%)	1.6	1.8	1.8	1.8
매출액증가율 (%)	31.1	2.6	6.6	15.5
EBITDA증가율 (%)	6.1	-17.5	22.3	12.2
조정영업이익증가율 (%)	0.6	-35.4	41.9	10.2
EPS증가율 (%)	10.3	-43.2	51.6	10.9
매출채권 회전율 (회)	10.6	10.8	10.6	10.6
재고자산 회전율 (회)	11.6	9.8	9.6	9.6
매입채무 회전율 (회)	9.7	8.7	8.1	8.0
ROA (%)	11.2	5.2	7.0	7.0
ROE (%)	25.9	12.3	16.4	15.7
ROIC (%)	22.8	11.5	14.2	13.9
부채비율 (%)	129.6	139.2	127.2	124.0
유동비율 (%)	110.4	139.2	141.5	134.6
순차입금/자기자본 (%)	33.9	30.8	23.5	23.3
조정영업이익/금융비용 (x)	23.6	8.0	10.2	11.2

(Analyst) 박준서 park.junseo@miraeasset.com

248070 · 전기전자

솔루엠

체질 개선으로 피크인

(신규) 매수		목표주가 43,000원	상승여력 53.3%	현재주가(23/11/27) 28,050원			
KOSPI	2,495.66	시가총액(십억원)	1,403	발행주식수(백만주)	50	외국인 보유비중(%)	18.6

Report summary

투자의견 '매수' 및 목표주가 43,000원으로 신규 커버리지 개시

목표주가는 43,000원으로 평균 P/B를 적용해 기업가치를 산출하였다. 24F BPS 11,538원에 Target P/B는 상장 1년 이후 안정화 시점부터 평균 P/B 3.8배를 적용했다.

4Q23 Preview

4Q23 매출액 4,578억 원 (-3.7% YoY), 영업이익 153억 원(-36.2% YoY, OPM 3.4%)으로 추정한다. 컨센서스 대비 각각 +1%, -36%를 기록할 것으로 전망한다. 낮은 영업이익 추정 주요 요인으로는 4분기 시장 기대치보다 높은 계절성 비용의 집행이다.

투자포인트

주요 투자포인트는 1) 대형 프로젝트 수주를 기반으로 한 ESL 적용 확장성에 따른 마진 개선, 2) 전기차 충전기 파워모듈의 베트남, 미국 납품 모멘텀이다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-5.4	14.7	52.9
상대주가	-12.7	17.6	49.3

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,153	1,695	2,090	2,199	2,369
영업이익 (십억원)	27	76	155	183	225
영업이익률 (%)	2.3	4.5	7.4	8.3	9.5
순이익 (십억원)	13	47	126	139	170
EPS (원)	273	946	2,511	2,776	3,405
ROE (%)	6.9	16.9	35.5	28.6	26.6
P/E (배)	82.3	18.4	11.2	10.1	8.2
P/B (배)	4.2	2.8	3.2	2.4	1.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 솔루엠, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견 및 Valuation

투자의견 ‘매수’ 및 목표주가 43,000원 제시

솔루엠의 투자의견 매수와 목표 주가는 43,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 상장 시점에서 1년 이후부터 현재까지 평균 P/B 값을 적용해 기업가치를 산출하였다. Target P/B는 3.75배이다. 동사의 ESL 성장성과 전자부품 사업부의 수익성 개선이 피크 아웃의 우려를 잠재울 것이다.

ESL(Electronic Shelf Label)
전자식 가격표시기.
다양한 정보를 E-Paper
디스플레이 화면에 무선통신기술로
표시해 주는 솔루션

24년에 ESL은 또 어김없이 성장한다. 현재 30여 건의 비딩을 기다리고 있는 상황이며 대형 프로젝트 5건이 포함된 것으로 파악된다. 경쟁사의 생산 능력에 대한 우려가 지속되며 동사에게 유리한 결과가 기대된다. 따라서 수주에 대한 모멘텀도 계속 존재한다. 전자부품 사업부도 체질 개선이 진행될 것으로 판단한다. 기존 고객사에게 편중되어 있는 사업구조를 가지고 있고 저부가 가치들의 제품 군들로 구성되어 있었으나, 서버 및 EV용 파워 모듈의 비중이 증가하며 전사의 영업 마진이 개선될 것이다.

표 47. 솔루엠 목표주가 산출

(원, 배, %)

항목	2024F	비고
BPS	11,538	
적정배수	3.8	상장 1년 이후 안정화 시점부터 현재까지 평균 P/B
적정가치	43,268	
적정주가	43,000	
현재주가	28,050	
상승여력	53.3	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 48. 솔루엠: 시나리오 별 가치 추정

(십억원, 원, 배, %)

	21	22	23F	24F	25F
주가					
High	39,800	26,850	32,100		
Low	20,750	16,550	17,500		
Average	26,559	21,215	25,991		
PBR					
High	145.9	28.4	3.7		
Low	3.9	2.8	2.0		
Average	4.9	3.6	3.0		
BPS	5,368	5,958	8,761	11,538	14,942
ROE	6.9	16.9	35.5	28.6	26.6

자료: 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Preview 및 실적 추이

동사는 4Q23 매출액 4,578억 원 (-2.1% YoY), 영업이익 153억 원 (-36.2% YoY, OPM 3.4%)으로 컨센서스를 각각 +3.7%, -36% 하회하는 실적을 기록할 것으로 전망한다. 컨센서스 대비 낮은 추정의 요인은 계절성으로 4Q23에 집행되는 일회성 비용이 시장 기대치보다 많이 집행될 것으로 판단하기 때문이다. 일회성 비용을 제외하면 동사의 각 사업부의 마진은 4Q23에도 견고할 것으로 판단한다.

사업부 별로는 전자부품 3,567억 원(+5.2% YoY), ESL 1,011억 원 (+61% YoY)으로 추정한다. 24년에 ESL의 커스터마이징과 면적이 넓어짐에 따라 지속적인 마진 개선이 이루어질 것으로 판단하고 전자부품 사업부도 기존 고객사 편중에서 벗어나 고마진 위주의 제품들로 포트폴리오를 구상할 것이기에 외적 성장보다는 체질 개선에 집중하는 한 해가 될 것이다.

표 49. 솔루션: 4Q23 Preview

(십억원, %, %p)

	4Q22	3Q23	4Q23F			비교	
			추정치	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	467.4	529.1	457.8	-13.5	-2.1	441.6	3.7
영업이익	24.0	45.4	15.3	-66.3	-36.2	23.7	-35.5
영업이익률	5.1	8.6	3.3			5.4	-2.0
세전이익	21.2	37.8	12.7	-66.5	-40.3	18.0	-29.7
지배주주 순이익	23.5	35.2	10.2	-71.0	-56.5	31.8	-67.9
지배주주순이익률	5.0	6.7	2.2			7.2	

자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

표 50. 솔루션 분기 및 연간 실적 추정표

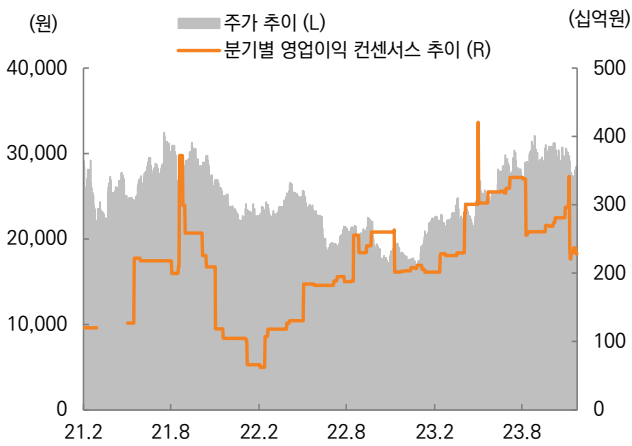
(십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2023F	2024F	2025F
매출액	368.7	441.4	467.4	417.0	579.6	523.5	529.1	457.8	2,090.0	2,199.1	2,369.0
QoQ	10.5	19.7	5.9	-10.8	39.0	-9.7	1.1	-13.5			
YoY	57.4	89.3	32.8	25.0	57.2	18.6	13.2	9.8	23.3	5.2	7.7
전자부품	306	341	292	341	273	268	338	357	1,254.0	1,266.5	1,443.6
QoQ		11.4	-14.5	16.7	-19.8	-2.0	26.4	5.4			
YoY					-10.9	-21.6	15.9	4.8	-4.8	1.0	14.0
ICT	62	100	131	63	306	256	158	101	821.0	932.6	1,124.7
QoQ		60.9	30.9	-51.9	386.7	-16.5	-38.4	-35.9			
YoY					392.2	155.4	20.3	60.5	117.4	13.6	20.6
연결 영업이익	15.0	20.0	24.0	16.6	50.2	44.2	45.4	15.3	155.0	183.0	225.5
QoQ	168.3	33.3	19.6	-30.8	203.0	-12.1	2.7	-66.3			
YoY	22.2	462.2	374.9	195.8	234.1	120.3	89.3	-7.8	105.0	18.0	23.3
연결 영업이익률	4.1	4.5	5.1	4.0	8.7	8.4	8.6	3.3	7.4	8.3	9.5
세전이익	13.5	14.4	21.2	1.0	53.4	43.6	37.8	12.7	147.5	183.9	225.5
지배주주순이익	10.4	9.4	23.5	4.0	45.6	34.5	35.2	10.2	125.6	138.8	170.2
지배주주순이익률	2.8	2.1	5.0	1.0	7.9	6.6	6.7	2.2	6.0	6.3	7.2

자료: 솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

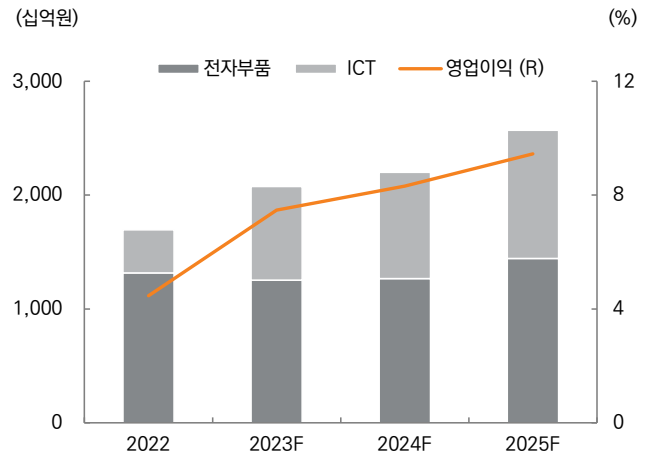
Valuation Charts

그림 215. 주가 및 분기 컨센서스 추이



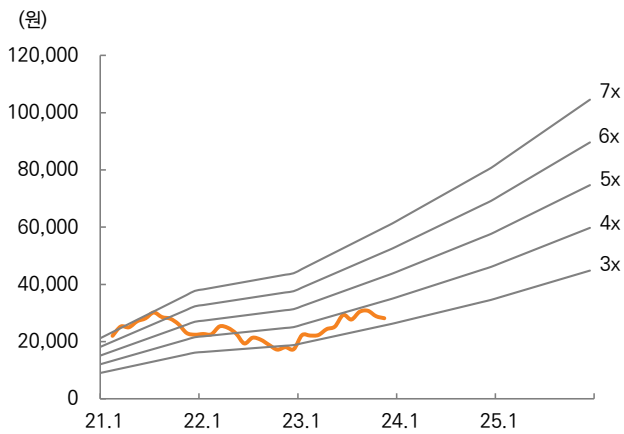
자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 216. 솔루션 실적 추정



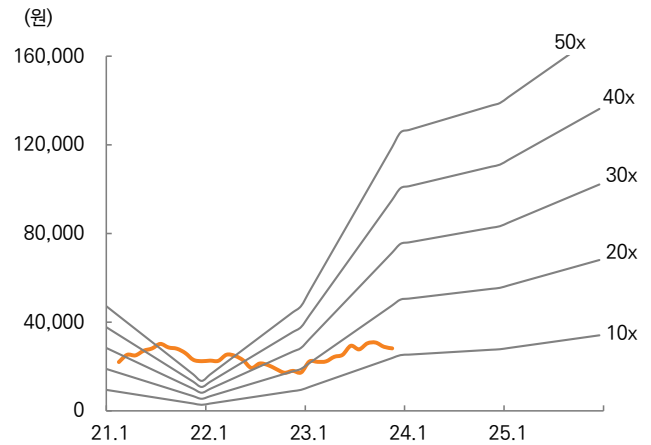
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 217. 12MF P/B 추이



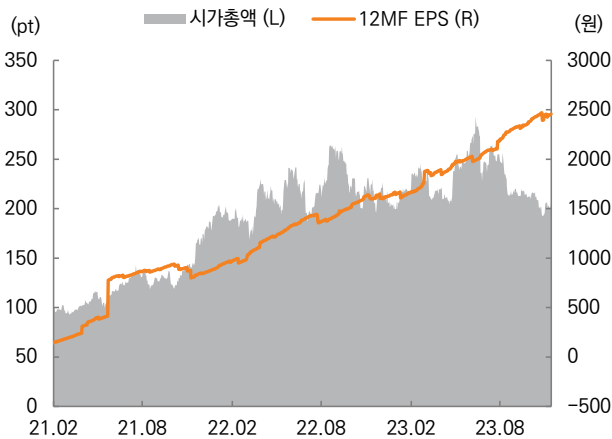
자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 218. 12MF P/E 추이



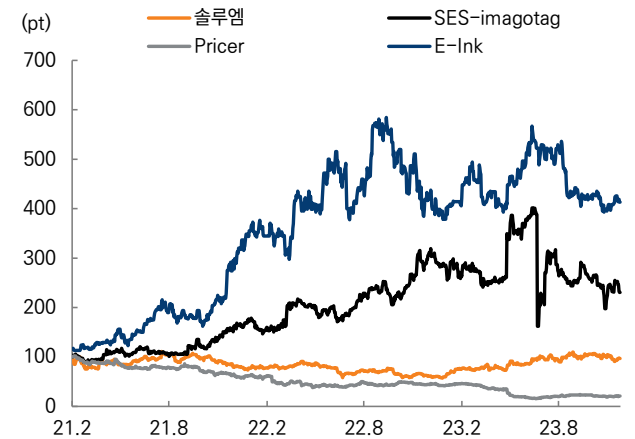
자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 219. ESL 업체 시가총액-EPS 추이



주: 2021.02.02 = 100
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 220. ESL 업체 상대 주가 추이



주: 2021.02.02 = 100
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 51. ESL 업체 실적 관련 지표

(십억원, %)

	회사명	시가총액	매출액					영업이익					순이익				
			22	23F	24F	23F	24F	YoY	22	23F	24F	23F	24F	YoY	22	23F	24F
한국	솔루엠	1,400	1,695	2,073	2,334	22.3	12.6	76	157	183	108.1	16.5	47	126	139	166.4	10.3
해외	SES-imagotag	2,262	843	1,142	1,480	35.5	29.6	43	95	162	121.6	69.4	26	138	111	436.6	-19.6
	Pricer	151	290	-	-	-	-	3	-	-	-	-	1	-	-	-	-
	E-ink	8,186	1,303	1,125	1,350	-13.6	20.0	399	301	409	-24.4	35.7	430	340	412	-20.8	21.0
평균																	

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 52. ESL 업체 밸류에이션 관련 지표

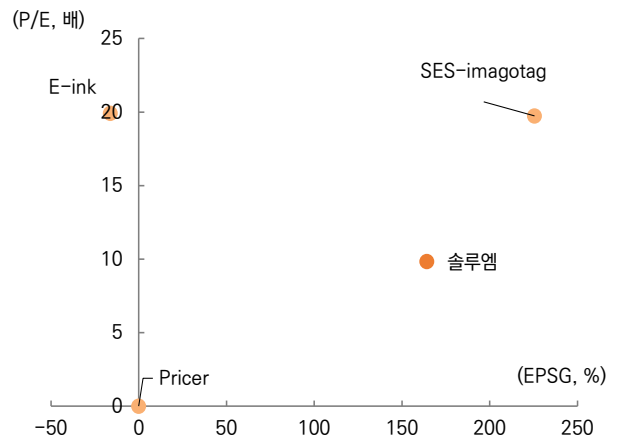
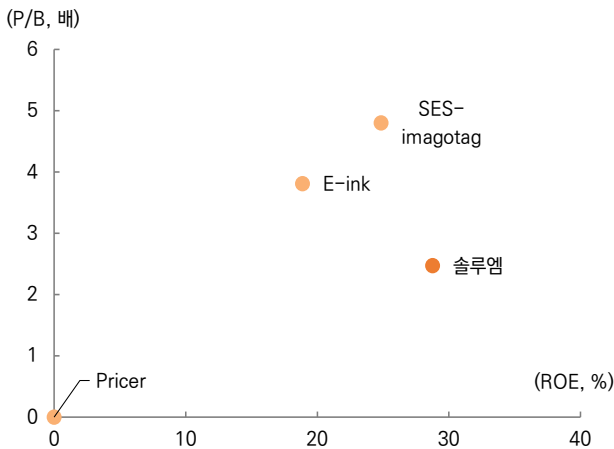
(%, 배)

	회사명	주가상승률			P/E			P/B			ROE			EPS(원, USD)			EV/EBITDA		
		1M	3M	YTD	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
한국	솔루엠	-5.6	-9.1	52.6	29.9	11.1	9.8	4.7	3.3	2.5	16.9	35.8	28.8	954.0	2521.0	2781.0	13.2	8.3	6.8
해외	SES-imagotag	16.6	-5.4	-20.1	83.6	36.2	19.7	8.0	6.3	4.8	10.0	18.2	24.9	1.2	3.9	4.8	43.7	16.2	10.8
	Pricer	2.8	-8.4	-51.9	207.6	-	-	1.3	-	-	0.6	-	-	0.0	-	-	24.1	-	-
	E-ink	2.4	-4.1	-2.3	19.6	24.0	19.9	4.5	4.2	3.8	25.1	17.6	18.9	8.7	7.3	8.9	21.7	22.0	17.1
평균				85.2	23.8	16.5	4.6	4.6	3.7	13.2	23.8	24.2				25.7	15.5	11.5	

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 221. 24년 ESL 업체 P/B-ROE

그림 222. 24년 ESL 업체 P/E-EPG



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

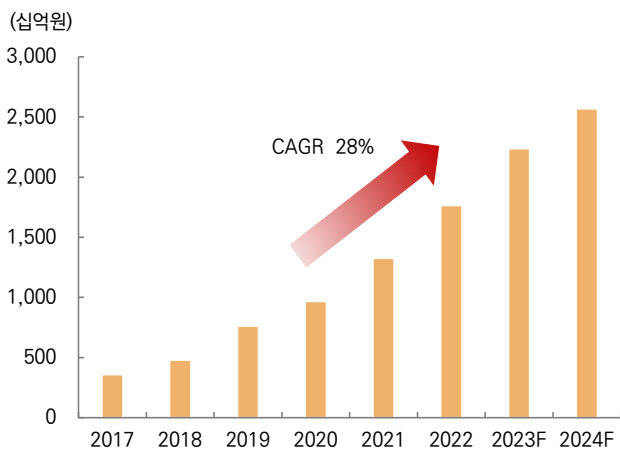
자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

ESL의 잠재력과 전자부품의 체질 개선

ESL 시장은 24년까지 연평균 +28% 성장하며 아직 7%의 침투율만 이뤄진 시장이다. 인건비 감산을 위한 점포 무인화와 자동화 시스템 구축은 글로벌적인 트렌드이다. 10년 사용될 ESL 시스템 구축 비용은 1~2년 관리, 인건비만으로 상쇄된다. 초기 시장에서도 솔루션의 기존 생산 노하우 기반으로 M/S는 글로벌 경쟁사 대비 더 성장할 것이다.

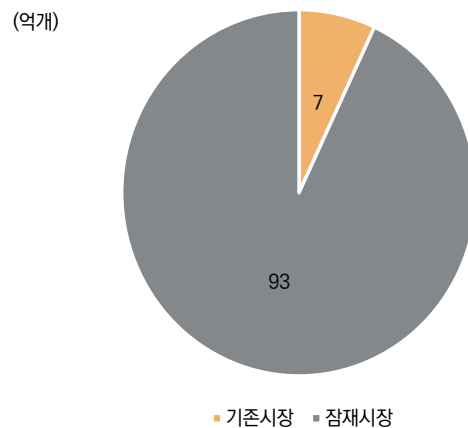
동사의 ESL 향 마진이 지속적으로 개선된다. 1) 동사의 제품군들 중에 대면적의 수요가 증가하고, 2) 특정 업체들의 커스터마이징된 제품군들의 수요가 증가하기 때문이다. 동사의 제품은 3인치 미만의 수요가 지배적이었으나 현재 단면→양면, 3인치 이상 수요가 더 가파르게 성장할 것이다. 고객사의 특정한 색상 사용을 요구하는 경우에 추가적인 커스터마이징 비용이 발생해 동사에게는 마진 개선으로 이루어진다.

그림 223. ESL 시장 전망



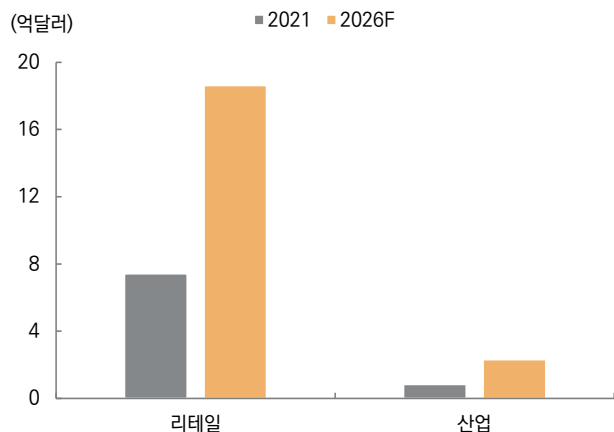
자료: 솔루엠, 미래에셋증권 리서치센터

그림 224. ESL 잠재시장 규모



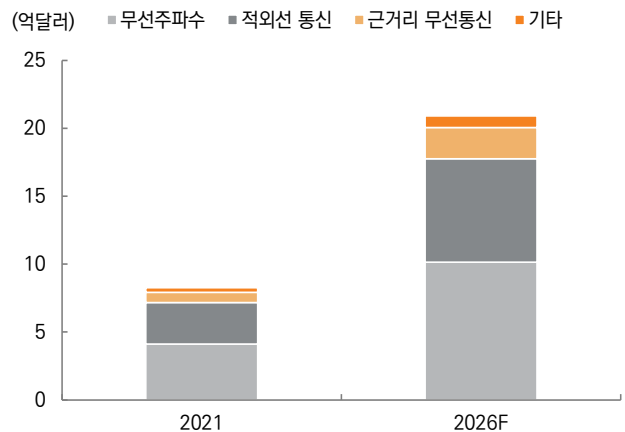
자료: MarketsandMarkets, 미래에셋증권 리서치센터

그림 225. ESL 시장 최종 사용자별 전망



자료: MarketsandMarkets, 미래에셋증권 리서치센터

그림 226. ESL 시장 통신 기술별 전망



자료: MarketsandMarkets, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 ESL 시장에서 솔루엠의 M/S는 지속적으로 성장할 것으로 판단한다. 동사의 제품 경쟁력과 생산면에서 글로벌 경쟁사들 대비 우위에 있다. 현재 30여개의 비딩 건들이 진행중이며 이 중에서 5건은 대형 고객사로 추정된다. 경쟁사들의 생산 능력 여건과 상황(1위 분식회계, 3위 자금난)을 고려할 시 동사의 대형 프로젝트 건의 수주의 확률이 높은 것으로 판단한다.

픽크 아웃의 우려는 동사의 확장성으로 피크인 시킬 것이다. 대형 리테일 포함 동사의 ESL 제품 군들은 의류, 공장, 병동과 물류센터 등 기존 종이를 사용하는 아날로그 방식 수고와 디스플레이의 높은 가격에서의 타협점이 될 것이다.

표 53. 주요 업체 ESL 제품 특징

	솔루엠 NEWTON(2.6")	SES-imagotag VUSION HF(2.6")	Pricer SMART TAG(2.6")
해상도	364*168	296*152	-
DPI	144	125	144
페이지	7	-	-
온도	-25~40도	0~40도	15~40도
최대 수명	10년	15년	10년
방수, 방진	IP67	IP68	-

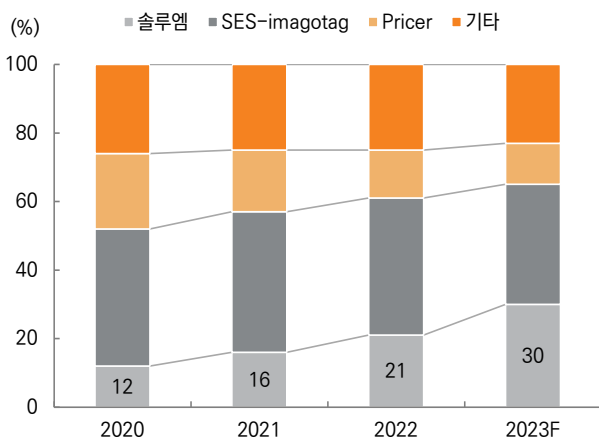
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

표 54. 주요 업체 대표 지표

	솔루엠	SES-imagotag	Pricer
생산방식	자체생산	외주생산	외주생산
통신방식	RF(고주파)	RF(고주파)	IR(적외선)
NFC	제공	제공	제공
누적 설치수	1.5억	3.5억	2.8억
설치 국가	45개국	62개국	70개국
설치 매장	5.0만	3.5만	2.2만

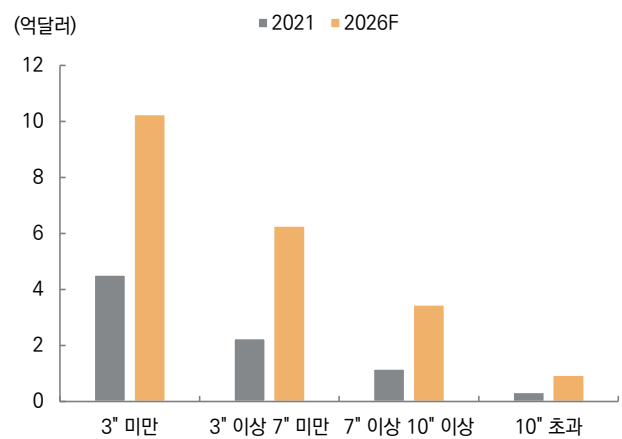
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 227. ESL 글로벌 3사 점유율 전망



자료: 솔루엠, 미래에셋증권 리서치센터

그림 228. ESL 시장 디스플레이 크기별 전망



자료: MarketsandMarkets, 미래에셋증권 리서치센터

전기차 충전기 파워모듈 시장은 2025년까지 연평균 33.5% 성장하여 3조원 시장이 될 것으로 전망한다. 1Q24 가동될 멕시코 공장은 1조원 Capa로 추정되고 중국 의존도가 90% 이상인 북미 向 수요는 IRA 법안으로 동사에게 수혜가 됐다.

CE: 유럽 인증
 KC: 한국 인증
 UL: 미국 인증

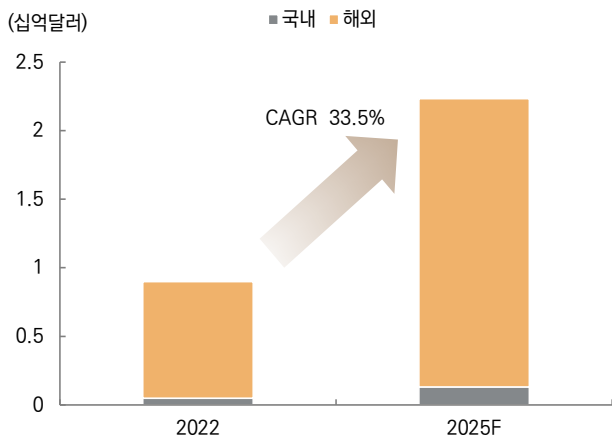
글로벌 파워모듈 판매가 확장되고 있다. 솔루션은 베트남 국책과제로 충전기 사업에 진출했고 미국 고객사 향 전기차 충전기 파워모듈의 UL 인증을 기다리고 있다. 솔루션은 국내외 2개의 급속 충전기 제조사를 고객으로 확보한 것으로 파악된다.

표 55. 한국과 중국 파워모듈 산업 경쟁력 비교

기준	중국	한국
가격경쟁력	30\$/kW	45~60\$/kW
개발 역량	저용량(20kW~30kW)	고용량(45kW~60kW)
제품 신뢰성	저가경쟁, 품질 불안정	품질 보증, AS 용이
생산능력	연간 200만대	양산 전 단계
부품수급	안정적인 공급망, 원가 우위	수입 의존, 원가 열위

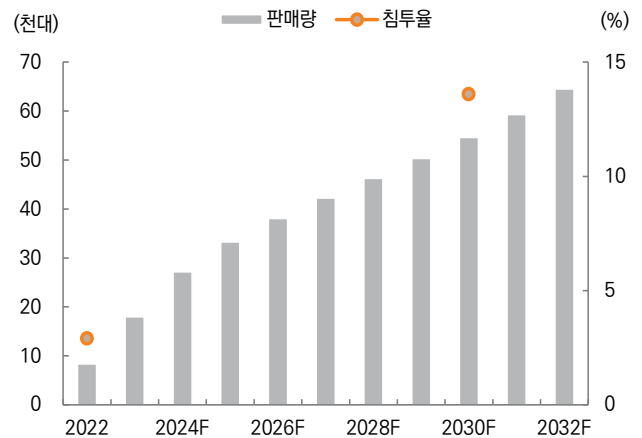
자료: QY, 미래에셋증권 리서치센터

그림 229. 글로벌 전기차 충전기 파워모듈 시장 전망



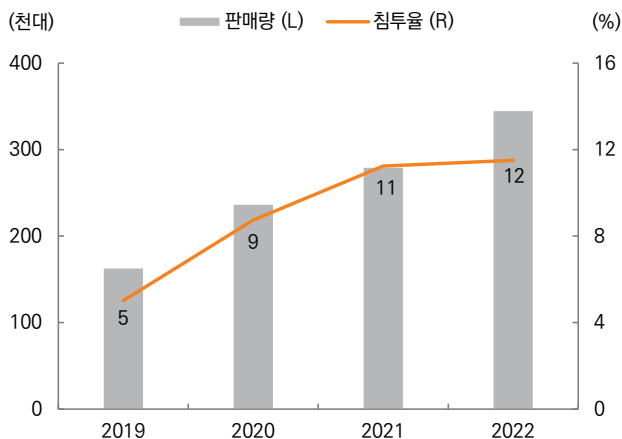
자료: BMI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 230. 베트남 전기차 판매량 전망



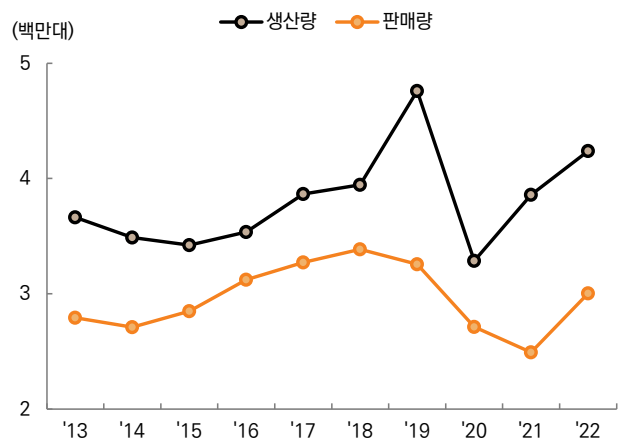
자료: BMI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 231. 베트남 전기모터사이클 판매량 및 침투율



자료: Marklines, ICCT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 232. 베트남 모터사이클 연간 판매량



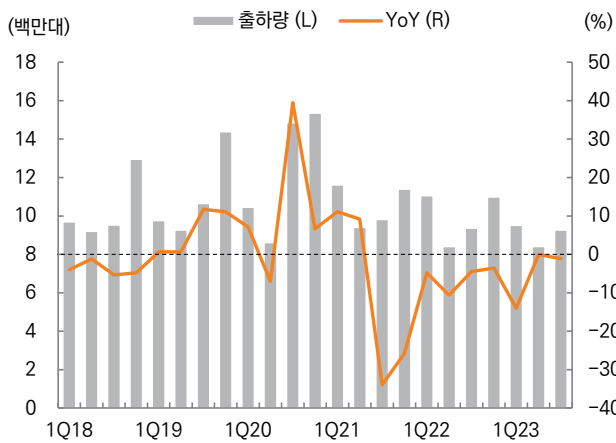
자료: FAMI, VAMM, 미래에셋증권 리서치센터

기업 개요

안정적인 사업 기반으로 ESL 등 신사업 확장하며 성장 중

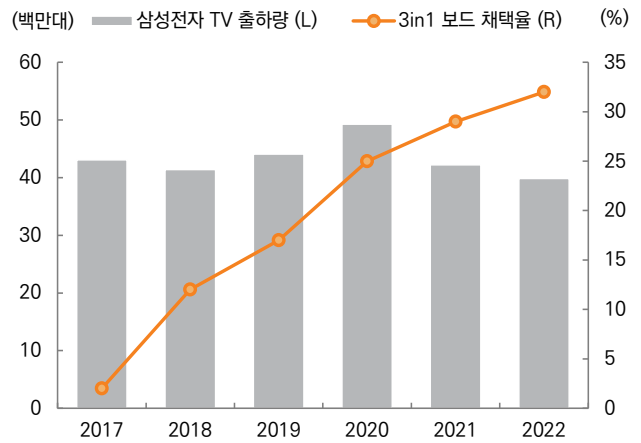
솔루엠은 2015년 삼성전기 디지털모듈(DM)사업부에서 분사해 설립되어, 현재 전자부품 사업부문과 ICT 사업부문을 영위하고 있는 전자부품 주력 기업이다. 전자부품 부문에서는 동사의 캐시카우 '3IN1 Board'와 Digital Signage를 생산하는 VS 사업이 있으며, 50년 업력의 파워모듈 제품을 주력으로 생산한다. ICT 부문은 동사의 핵심 신사업인 ESL과 기타 IoT 제품으로 구성되어 있다. 동사는 지속적인 성장을 위해 서버용 파워, EV 파워 모듈 등 고마진 제품과 센서 반도체 칩 설계 등 신규 비즈니스를 확장 중이다.

그림 233. 분기별 삼성전자 TV 출하량



자료: Omdia, 미래에셋증권 리서치센터

그림 234. 연도별 3in1 보드 채택율 추이



자료: 솔루엠, 미래에셋증권 리서치센터

솔루엠은 고객 맞춤형 디자인부터 설계, 통신, 자체 생산까지 독자적인 ESL 서플라이체인 관리로 빠르게 ESL 시장 내 높은 점유율(2020년 12% → 2022년 21%)을 차지했다. 동사는 다양한 분야의 ESL 리테일러를 타깃으로 Digital Signage, 파워모듈 등 기존 제품을 공급할 수 있다는 점에서 사업 시너지 효과를 가진다. 최근 글로벌 1위 기업 SES-imagotag의 분식 회계 논란과 Pricer의 사업 악화 등 이슈로 동사의 향후 ESL 사업 수주와 확장에 있어 반사 수혜가 기대된다.

1H23 주요 매출 비중은 파워모듈 등(48.5%), ESL(50.0%) 등이다. 동사는 3IN1 Board, ESL 등 신사업 확장으로 지난 5년간 매출액이 꾸준히 성장하였다. 특히, ESL의 전사 매출 비중은 2020년 11.2%에서 급증하였다. 2021년 멕시코 등에 해외 신규 공장을 설립하는 램프업 과정을 거치고 코로나로 인해 원재료비가 상승하며 영업이익률이 다소 감소했지만, 2022년에는 이러한 요인들이 해소되며 전년대비 +46.9%의 매출액 성장률과 사상 최대의 영업이익을 달성했다.

솔루엠 (248070)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,695	2,090	2,199	2,369
매출원가	1,486	1,794	1,859	1,969
매출총이익	209	296	340	400
판매비와관리비	133	141	157	175
조정영업이익	76	155	183	225
영업이익	76	155	183	225
비영업손익	-26	-8	1	0
금융손익	-11	-20	3	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	50	147	184	225
계속사업법인세비용	5	23	46	56
계속사업이익	45	125	138	169
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	45	125	138	169
지배주주	47	126	139	170
비지배주주	-2	-1	-1	-1
총포괄이익	42	123	138	169
지배주주	44	124	139	170
비지배주주	-2	-1	-1	-1
EBITDA	113	193	224	271
FCF	-4	66	101	114
EBITDA 마진율 (%)	6.7	9.2	10.2	11.4
영업이익률 (%)	4.5	7.4	8.3	9.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.8	6.0	6.3	7.2

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	41	179	159	182
당기순이익	45	125	138	169
비현금수익비용가감	70	113	84	101
유형자산감가상각비	36	37	40	45
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	33	75	43	55
영업활동으로인한자산및부채의변동	-69	-48	-19	-32
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-13	-8	-8	-12
재고자산 감소(증가)	-250	-78	-33	-51
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	116	12	14	23
법인세납부	-7	-12	-46	-56
투자활동으로 인한 현금흐름	-46	-142	-61	-71
유형자산처분(취득)	-45	-112	-58	-68
무형자산감소(증가)	0	-3	-2	-2
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	-4	-1	-1
기타투자활동	0	-23	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	58	55	-1	17
장단기금융부채의 증가(감소)	105	64	-1	17
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-47	-9	0	0
현금의 증가	54	66	98	129
기초현금	53	107	172	270
기말현금	107	172	270	399

자료: 솔루엠, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	856	998	1,137	1,333
현금 및 현금성자산	107	172	270	399
매출채권 및 기타채권	166	182	190	205
재고자산	567	623	655	706
기타유동자산	16	21	22	23
비유동자산	179	261	280	305
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	134	217	235	258
무형자산	13	15	16	17
자산총계	1,034	1,259	1,417	1,637
유동부채	679	773	794	844
매입채무 및 기타채무	254	278	293	315
단기금융부채	305	363	362	379
기타유동부채	120	132	139	150
비유동부채	65	72	72	72
장기금융부채	62	68	68	68
기타비유동부채	3	4	4	4
부채총계	744	845	866	917
지배주주지분	291	416	555	725
자본금	25	25	25	25
자본잉여금	76	76	76	76
이익잉여금	217	342	481	652
비지배주주지분	-1	-2	-3	-4
자본총계	290	414	552	721

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	18.4	11.2	10.1	8.2
P/CF (x)	7.5	5.9	6.3	5.2
P/B (x)	2.8	3.2	2.4	1.9
EV/EBITDA (x)	10.0	8.5	6.9	5.3
EPS (원)	946	2,511	2,776	3,405
CFPS (원)	2,319	4,749	4,437	5,401
BPS (원)	6,273	8,761	11,537	14,942
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	46.9	23.3	5.2	7.7
EBITDA증가율 (%)	109.4	71.3	16.1	21.1
조정영업이익증가율 (%)	185.1	104.9	18.1	23.3
EPS증가율 (%)	246.9	165.4	10.6	22.6
매출채권 회전율 (회)	12.4	14.5	14.3	14.4
재고자산 회전율 (회)	3.8	3.5	3.4	3.5
매입채무 회전율 (회)	7.4	6.8	6.5	6.5
ROA (%)	5.2	10.9	10.3	11.1
ROE (%)	16.9	35.5	28.6	26.6
ROIC (%)	13.9	23.3	20.5	23.6
부채비율 (%)	256.7	204.3	157.0	127.2
유동비율 (%)	126.0	129.0	143.3	157.8
순차입금/자기자본 (%)	87.1	59.7	26.8	4.9
조정영업이익/금융비용 (x)	6.5	7.2	0.0	0.0

(Analyst) 박준서 park.junseo@miraeasset.com

001820 · 전기전자

삼화콘덴서

전장에 콘덴서 장착

(신규)

매수

목표주가

51,000원

상승여력

36.0%

현재주가(23/11/27)

37,500원

KOSPI	2,495.66	시가총액(십억원)	390	발행주식수(백만주)	10	외국인 보유비중(%)	5.4
-------	----------	-----------	-----	------------	----	-------------	-----

Report summary

투자 의견 '매수' 및 목표주가 51,000원으로 신규 커버리지 개시

목표주가는 51,000원으로 평균 P/B를 적용해 기업가치를 산출하였다. 24F BPS 26,804원에 Target P/B는 과거 2년 평균 P/B 1.9배를 적용했다.

4Q23 Preview

4Q23 매출액 735억 원(+8.7% YoY), 영업이익 55억 원(+17.3 YoY, OPM 7.4%)으로 추정한다. 컨센서스 대비 각각 -3.8%, -27.8% 하회하는 실적을 기록할 것으로 전망한다. 시장 기대치보다 많은 4분기 계절성 비용의 집행이 예상되지만, 그럼에도 불구하고 동사의 각 사업부 마진은 견고할 것이라 판단한다.

투자포인트

주요 투자포인트는 1) 고부가가치 전장용 MLCC 매출의 지속적인 증가, 2) DC-Link의 탑재 모델 확대와 흑자 턴어라운드 기대이다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	13.3	-14.8	1.9
상대주가	4.5	-12.6	-0.5

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	262	263	291	314	336
영업이익 (십억원)	33	31	30	38	44
영업이익률 (%)	12.6	11.8	10.3	12.1	13.1
순이익 (십억원)	28	29	26	31	36
EPS (원)	2,735	2,803	2,462	3,012	3,486
ROE (%)	15.1	13.7	10.8	11.9	12.4
P/E (배)	22.0	10.7	15.2	12.5	10.8
P/B (배)	3.1	1.4	1.5	1.4	1.3
배당수익률 (%)	0.8	1.7	1.3	1.3	1.3

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 삼화콘덴서, 미래에셋증권 리서치센터

목표 주가 및 실적 전망

투자의견 ‘매수’ 및 목표주가 51,000원 제시

삼화콘덴서의 투자의견 매수와 목표 주가는 51,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 과거 2년 평균 P/B로 산출했다. Target P/B는 1.9배이다. 동사의 전자부품 사업 내에 전장용 MLCC 비중은 40%로 추정하고 전장 MLCC 수요가 증가할 것으로 판단한다. DC-LINK도 내년 BEP를 넘어 턴어라운드 이후 지속적인 성장을 거듭할 것이다.

동사의 주가는 역사적인 저점 구간이다. 동사는 전장의 성장에 주목해야 된다고 판단한다. 내년부터 전장용 MLCC는 연평균 15% 이상 성장할 것으로 판단하고 국내 고객사 향 기존 하이브리드 모델에서 전기차 모델도 추가로 동사의 DC-LINK가 채택될 것으로 추정하고 본격적인 ramp-up이 내년 매출을 증가시킬 것이다.

표 56. 삼화콘덴서 목표주가 산출

(원, 배, %)

항목	2024F	비고
BPS	26,804	
적정배수	1.9	최근 2년 평균 P/B
적정가치	50,927	
적정주가	51,000	
현재주가	37,500	
상승여력	36.0	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 57. 삼화콘덴서: 시나리오 별 가치 추정

(원, 배, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주가											
High	12,100	15,850	47,600	109,500	68,500	69,900	81,800	72,300	49,500		
Low	3,640	7,950	9,300	35,100	37,100	33,000	51,700	29,000	29,500		
Average	63,848	52,509	84,932	124,684	103,177	132,818	63,096	45,658	41,252		
PBR											
High	2.7	3.1	7.2	8.9	4.6	4.1	4.2	3.3	2.0		
Low	0.8	1.6	1.4	2.8	2.5	1.9	2.6	1.3	1.2		
Average	14.1	10.2	12.8	10.1	6.9	7.8	3.2	2.1	1.7		
BPS	4,529	5,123	6,641	12,321	14,890	16,927	19,654	21,828	24,286	26,804	29,796
ROE	5.9	11.3	25.7	63.5	21.2	14.3	15.1	13.7	10.8	11.9	12.4

자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Preview 및 실적 추이

동사는 4Q23 매출액 735억 원 (+8.7% YoY), 영업이익 55억 원 (+17.3% YoY, OPM 7.4%)으로 컨센서스를 각각 -3.8%, -27.8% 하회하는 실적을 기록할 것으로 전망한다. 컨센서스 대비 낮은 추정의 요인은 1) 계절성으로 4Q23에 집행되는 일회성 비용이 시장 기대치보다 많이 집행될 것으로 판단하고, 2) MLCC의 일회성 비용을 제외하면 동사의 각 사업부의 마진은 4Q23에도 견고할 것으로 판단한다.

4분기 사업부 별로는 MLCC 389억 원(+10% YoY), FC 76억 원(-27% YoY), DC-LINK 68억 원(+70% YoY), DCC 55억 원(+8% YoY), CL 10억 원(-27% YoY), 기타 89억 원(+4% YoY)으로 추정한다. 전자부품에 전장용 MLCC는 견조할 것으로 판단하나 IT와 산업용 MLCC는 전분기 대비 저조할 것으로 추정한다. DC-LINK는 태국 공장 증설이 완료로 2025년까지 실적이 꾸준히 증가할 것으로 판단한다.

표 58. 삼화콘덴서: 4Q23 Preview

(십억원, %, %p)

	4Q22	3Q23	4Q23F			비교	
			추정치	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	67.7	74.7	73.5	-1.6	8.7	76.5	-3.8
영업이익	4.6	8.5	5.5	-35.8	17.3	7.6	-27.8
영업이익률	6.9	11.4	7.4			9.9	-2.5
세전이익	1.3	10.6	5.9	-44.1	347.9	5.2	14.0
지배주주 순이익	4.5	8.3	4.7	-43.4	4.6	4.2	11.8
지배주주순이익률	6.6	11.1	6.4			5.5	

자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

표 59. 삼화콘덴서: 분기 및 연간 실적 추정표

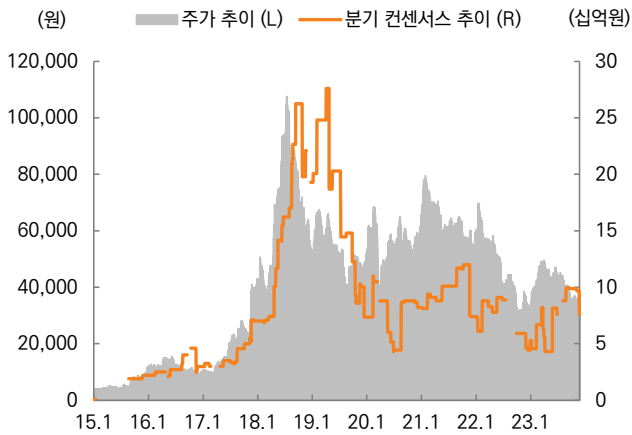
(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F	2025F
매출액	65.3	77.4	74.7	73.5	76.2	79.3	79.9	78.9	290.9	314.2	335.8
QoQ	-3.5	18.6	-3.5	-1.6	3.6	4.1	0.8	-1.4			
YoY	-4.7	15.6	23.9	8.7	16.7	2.4	7.0	7.2	11.0	8.0	6.8
MLCC	31.5	38.0	37.9	38.9	37.3	40.6	41.8	38.1	146.3	157.8	170.1
FC	6.8	10.5	10.2	7.6	7.6	9.6	9.6	9.5	35.2	36.2	37.3
DC-LINK	8.4	9.9	10.7	11.5	10.6	11.2	11.0	13.8	40.7	46.6	51.2
DCC	6.8	7.0	5.9	5.5	7.5	6.4	6.0	6.0	25.2	25.9	25.1
CI	1.2	1.2	0.9	1.0	1.4	1.3	1.3	1.3	4.4	5.2	5.8
기타	10.5	10.7	9.1	8.9	11.8	10.2	10.1	10.3	39.2	42.5	46.3
연결 영업이익	6.6	9.1	8.5	5.5	11.2	11.8	10.4	4.9	29.6	38.3	43.9
QoQ	41.3	38.0	-6.2	-35.8	105.5	5.0	-11.5	-52.6			
YoY	-26.5	-11.4	26.6	17.3	70.6	29.8	22.5	-9.6	-3.1	29.5	14.6
연결 영업이익률	10.1	11.7	11.4	7.4	14.7	14.8	13.0	6.3	10.2	12.2	13.1
세전이익	7.2	9.7	10.6	5.9	11.8	12.4	11.1	5.6	33.4	40.8	47.1
지배주주순이익	6.0	6.6	8.3	4.7	9.1	9.3	8.6	4.3	25.6	31.3	36.2
지배주주순이익률	9.2	8.6	11.1	6.4	11.9	11.8	10.7	5.5	8.8	10.0	10.8

자료: 삼화콘덴서, 미래에셋증권 리서치센터

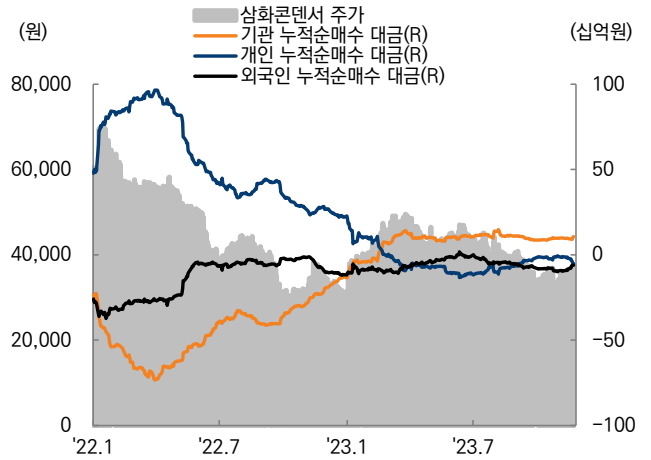
Valuation Charts

그림 235. 주가와 분기 컨센서스 추이



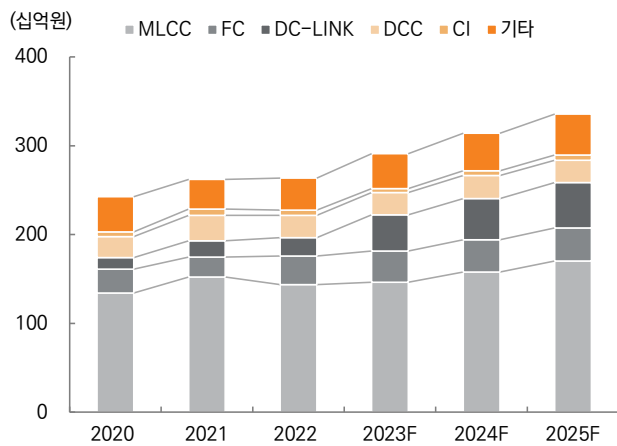
자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 236. 삼화콘덴서 누적순매수 대금



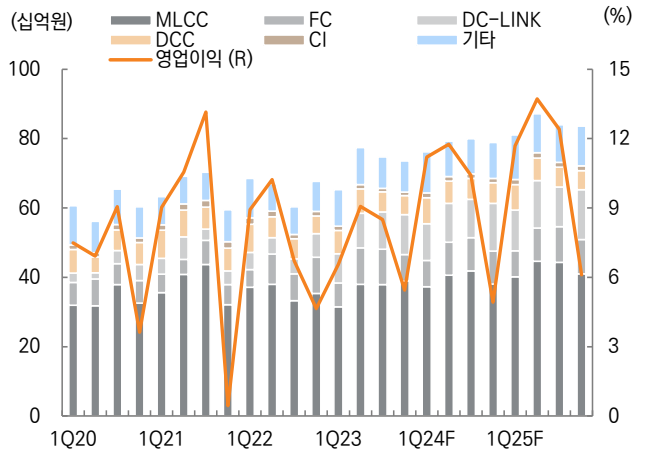
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 237. 사업부별 매출 추이 전망



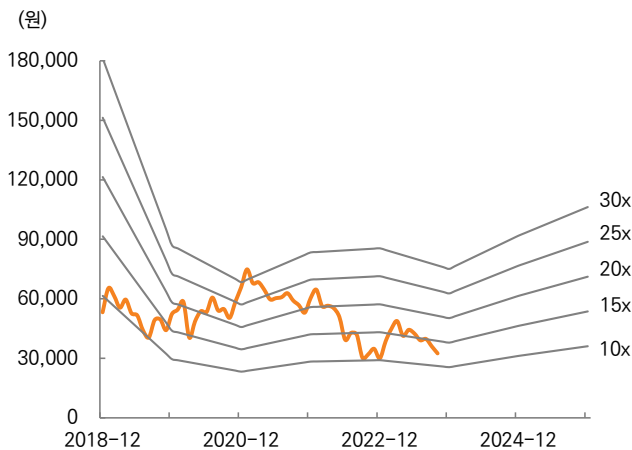
자료: 삼화콘덴서, 미래에셋증권 리서치센터

그림 238. 사업부 매출액 전망



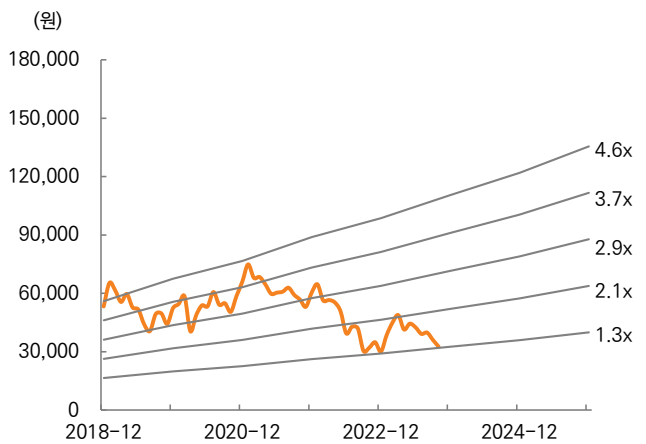
자료: 삼화콘덴서, 미래에셋증권 리서치센터

그림 239. 12MF P/E 차트



자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 240. 12MF P/B 차트



자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

표 60. MLCC 업체 실적 관련 지표

(십억원, %)

	회사명	시가총액	매출액			YoY		영업이익			YoY		순이익			YoY	
			22	23F	24F	23F	24F	22	23F	24F	23F	24F	22	23F	24F	23F	24F
한국	삼성전기	10,293	9,425	8,786	9,542	-6.8	8.6	1,183	672	964	-43.2	43.5	981	502	727	-48.8	45.0
	삼화콘덴서	388	263	295	333	11.9	12.8	31	33	43	8.3	28.6	29	27	35	-7.3	29.6
	아모텍	111	216	194	264	-10.0	35.9	-4	-	4	-	-	-9	3	3	흑전	23.4
해외	Murata	51,529	16,610	14,274	15,236	-14.1	6.7	3,181	2,372	2,854	-25.4	20.3	2,597	1,943	2,225	-25.2	14.5
	TDK	22,700	20,423	18,209	18,726	-10.8	2.8	1,628	1,458	1,747	-10.4	19.8	1,145	1,022	1,267	-10.7	23.9
	Yageo	10,032	5,249	4,411	5,043	-16.0	14.3	1,257	852	1,154	-32.2	35.5	985	711	911	-27.9	28.3
	Taiyo Yuden	4,313	3,161	2,806	3,027	-11.2	7.9	396	173	267	-56.2	54.0	299	130	196	-56.6	51.3
	Walsin	2,422	1,530	-	-	-	-	89	-	-	-	-	72	-	-	-	-
	평균																

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 61. MLCC 업체 밸류에이션 관련 지표

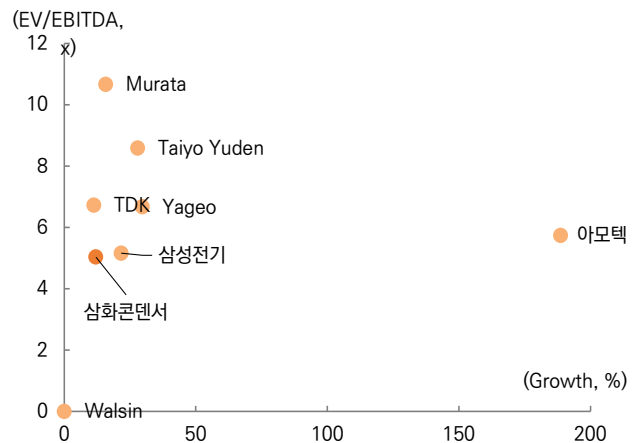
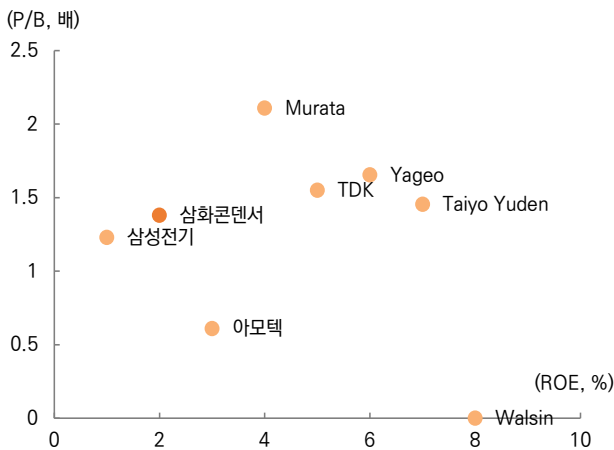
(%, 배)

	회사명	주가상승률			P/E			P/B			ROE			EPS(원, USD)			EV/EBITDA		
		1M	3M	YTD	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
한국	삼성전기	11.9	-5.6	2.8	10.3	22.2	15.1	1.3	1.3	1.2	13.3	6.4	8.7	12977.0	6464.0	9375.0	5.3	6.4	5.2
	삼화콘덴서	12.8	-5.0	1.5	13.1	14.5	11.2	1.7	1.5	1.4	13.7	11.3	13.1	2840.0	2597.0	3367.0	8.4	6.0	5.0
	아모텍	3.5	-25.0	-53.7	-	42.0	34.1	0.6	0.6	0.6	-5.1	1.5	1.8	-630.0	187.0	230.0	19.5	19.9	5.7
해외	Murata	15.3	9.6	13.2	20.3	24.5	21.6	2.3	2.2	2.1	11.8	8.1	9.8	141.1	118.3	134.5	9.1	13.0	10.7
	TDK	19.4	30.5	34.4	18.9	20.6	17.2	1.8	1.7	1.5	9.0	9.0	9.4	312.3	309.6	383.3	4.8	7.4	6.7
	Yageo	7.3	21.9	28.8	13.6	14.4	11.0	2.0	1.9	1.7	22.6	13.4	15.8	44.2	39.8	51.9	7.1	9.2	6.7
	Taiyo Yuden	10.4	-4.6	-16.6	14.3	31.3	21.3	1.5	1.5	1.5	10.3	4.5	6.3	247.3	115.8	176.1	7.2	12.1	8.6
	Walsin	17.0	26.8	41.4	32.5	-	-	1.3	-	-	3.7	-	-	3.4	-	-	8.0	-	-
	평균				17.6	24.2	18.8	1.6	1.5	1.4	9.9	7.7	9.3				8.7	10.6	6.9

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 241. MLCC 업체 24F P/B-ROE

그림 242. MLCC 업체 24F EV/EBITDA-EBITDAG



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

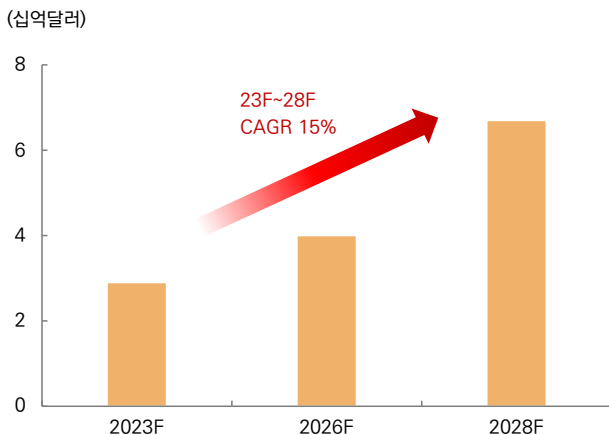
자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트: 전장용 MLCC 성장과 DC-LINK 턴어라운드

전장용 MLCC 매출이 증가할 것으로 판단한다. 동사의 MLCC 내에 전장 비중이 23년 기준으로 40%로 추정된다. 현재 북미 고객사에게도 전장용 MLCC를 납품하는 것으로 파악된다. 하반기 IT 경기 회복과 중국 리오프닝 효과는 미미하지만 전장용 수요는 꾸준하게 나오는 것으로 파악된다. 동사의 MLCC는 내년 +7% YoY 성장할 것으로 추정한다.

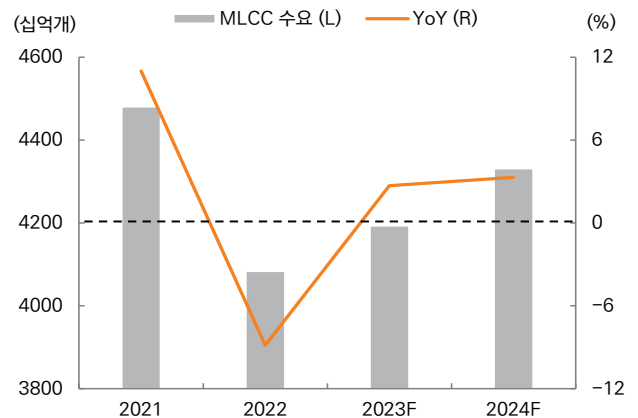
동사의 성장과 부가가치가 높은 전장용 MLCC로 매출이 성장과 이익 개선이 동시에 일어날 것으로 판단한다. 동사의 전자부품 사업부 내에서 전장이 차지하는 비중이 40%로 추정되며 전방에 따라 비중이 지속적으로 증가할 것이다. 따라서 전체 MLCC는 3% 성장으로 추정되나 전장용 MLCC 시장은 연평균 15% 이상 성장하기에 동사의 성장성이 기대된다.

그림 243. 글로벌 전장 MLCC 시장 규모 전망



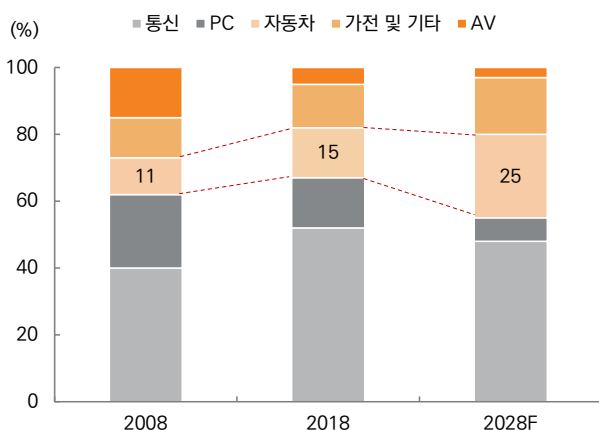
자료: 업계 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 244. 글로벌 MLCC 수요 전망



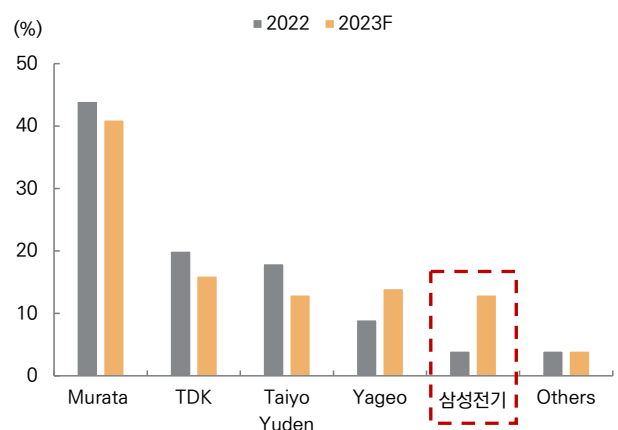
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

그림 245. MLCC 산업별 수요 전망: 전장용 비중 증가



자료: 삼성전기, Murata, 미래에셋증권 리서치센터

그림 246. 업체별 전장 MLCC 생산 능력 점유율 전망



자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터

전기차의 전자화는 전장용 MLCC의 수요를 증가시킬 것이다. 전장용 MLCC는 1) 파워트레인, 2) ADAS, 3) 인포테인먼트, 4) 바디/샤시 등 전지화의 가속화로 MLCC 탑재량이 증가한다.

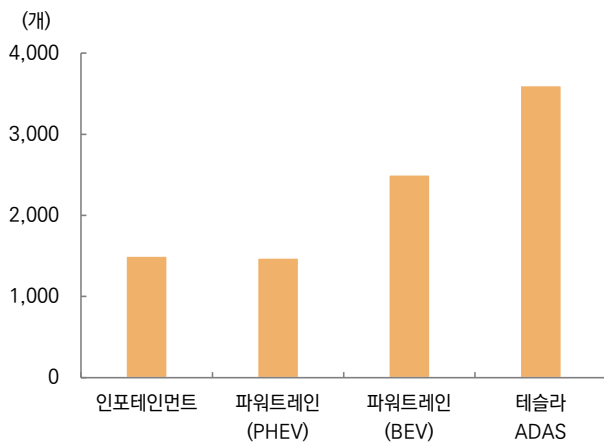
ADAS 채택과 자율주행 전기차가 수요가 증가하면 더 많은 전장용 MLCC가 요구된다. Q의 증가가 크게 기대된다. 전장용 탑재량은 스마트폰 대비 10배 이상 많다. 스마트폰에는 1,000개 미만이 탑재되나 전기차에 10,000개, ADAS 탑재 전기차에 14,000대 그리고 자율주행 전기차에 16,000개 이상이 사용될 것으로 판단한다.

표 62. IT용 MLCC vs 전장용 MLCC

	IT용 MLCC	전장용 MLCC
수명	3년	15년 ↑
온도	-55 ~ 85℃	-55 ~ 150℃
전압	6.3 ~ 10V	2.5 ~ 1,000V ↑
진동	1mm	2~5mm ↑

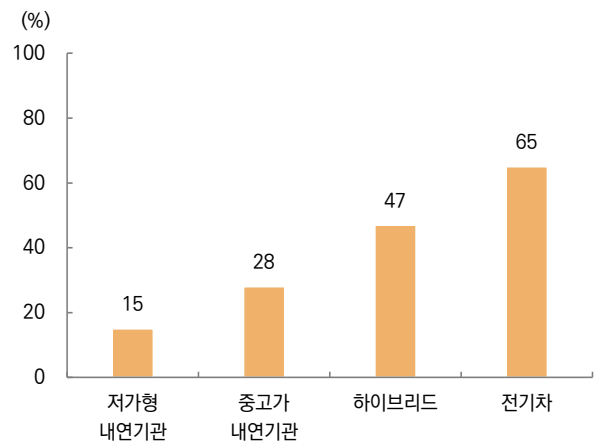
자료: 언론 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 247. 전장 Application 내 MLCC 탑재량



자료: Guoju Electronics, 미래에셋증권 리서치센터

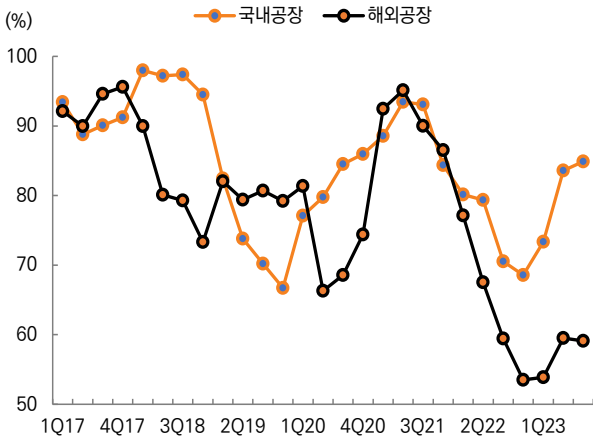
그림 248. 차종별 전자 부품이 차지하는 비중



자료: 중국산업정보네트워크, 미래에셋증권 리서치센터

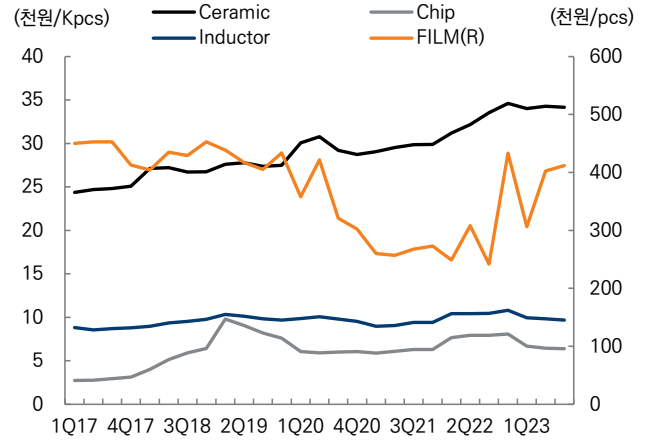
2024년 동사의 DC-LINK 성장과 동시에 턴어라운드 기대된다. 주요 국내 부품업체들과 하이브리드 위주의 차종에 납품이 이루어졌으나 최근에 탑재 차종 확대 및 전기차 모델들도 늘어나고 있는 상황이다. 태국 공장에 CAPEX를 집행해서 DC-LINK의 연간 500억 원 이상의 전체 캐파를 확대했다. DC-LINK도 적자를 내고 있었으나 24년부터 매출액 성장과 동시에 수익으로 돌아설 것으로 전망한다.

그림 249. 콘덴서 제조 가동률 추이



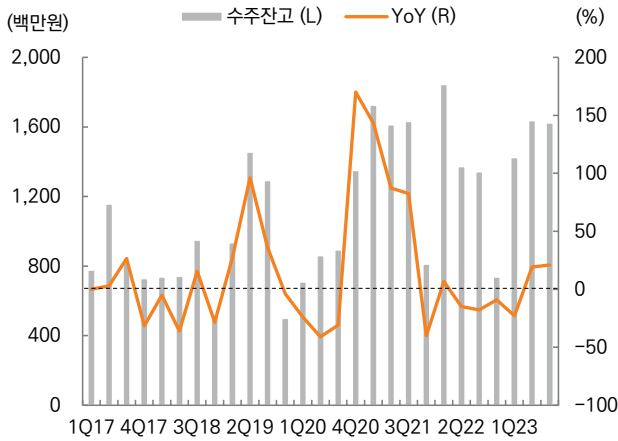
자료: 삼화콘덴서, 미래에셋증권 리서치센터

그림 250. 주요 제품 판가 추이



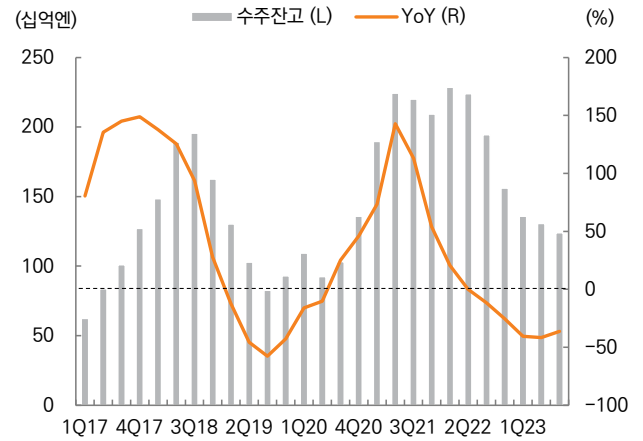
자료: MarketsandMarkets, 미래에셋증권 리서치센터

그림 251. 삼화콘덴서 수주 잔고 추이



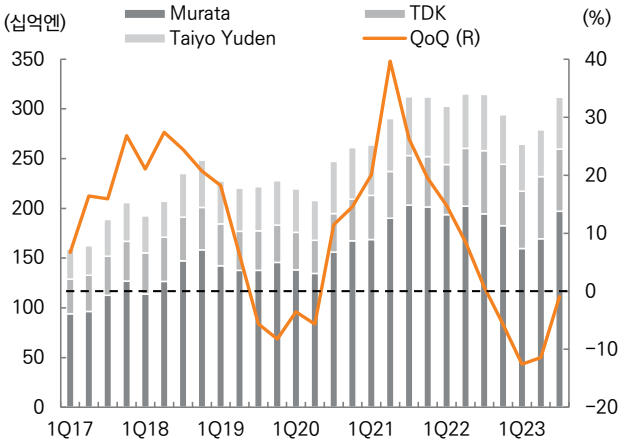
자료: 삼화콘덴서, 미래에셋증권 리서치센터

그림 252. Murata Capacitor 수주 잔고 추이



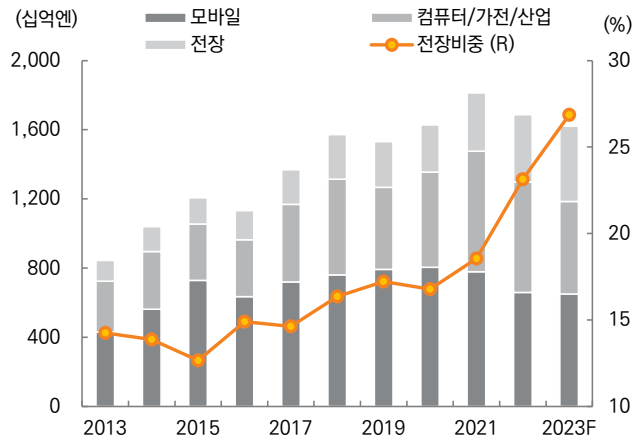
자료: Murata, 미래에셋증권 리서치센터

그림 253. 일본 MLCC 업체 Capacitor 매출 추이



자료: Murata, TDK, Taiyo Yuden, 미래에셋증권 리서치센터

그림 254. Murata 어플리케이션별 매출 추이



자료: Murata, 미래에셋증권 리서치센터

기업 개요

70년 업력의 국내 유일 종합 콘덴서 메이커

삼화콘덴서는 1956년 설립되어 콘덴서(커패시터)를 전문적으로 생산하는 종합 콘덴서 메이커 기업이다. 동사는 그룹사 삼화전기가 생산하는 전해콘덴서, 삼화전자의 페라이트 코어를 제외하고 전력용 콘덴서(FILM), 단층 세라믹 콘덴서(DCC), 적층형 콘덴서(MLCC) 등 거의 모든 콘덴서를 생산한다. 현재 자회사는 폴란드 SP LOGISTIC(LG 계열사 위주 판매), 인도네시아 PT.SAMCON(DCC 제조 및 판매), 태국 SAMHWA THAI(FC 제조 및 판매) 3곳이 있다. 1H23 주요 매출 비중은 MLCC(48.7%), DCLC(12.9%), FC(12.2%), DCC(9.7%) 등이다.

동사의 주력 제품인 MLCC의 매출 비중은 1H23 기준 산업용(중장비, 5G, 반도체 등), 전장용, IT용 순이며, 경쟁사 삼성전기와 달리 모바일 향 매출이 거의 없다. 현재 전장, 산업용 위주로 수요가 증가하고 있고 전장 고객사 확대 중이다. 신규 투자 또한 고부가 가치 제품 위주로 설비 투자를 진행하고 있다.

DCLC(DC-Link Capacitor)

전력변환용 전력전자 시스템의 인버터 회로를 보호하고, DC전력을 AC전력을 변환하는 목적으로 사용하는 콘덴서

DCLC는 전량 친환경 자동차(전기차, 수소차, 특히 하이브리드) 용으로 주로 국내외 Tier-1 업체들을 통해 글로벌 OEM 업체에 공급한다. 사업 초기에는 해외 매출 비중이 높았지만, 현재 최종 고객사별 매출 비중은 약 70%가 현대차, 30%가 해외 업체이다. 기존 고객사에서 탑재 차종 확대를 위해 여러 협업을 진행 중이며, 신규 고객사 또한 늘어나는 추세이다.

FC(Film Capacitor)

Film을 유전체로 사용하고 절연체를 함침해 제조. 역률 개선용으로 사용하는 콘덴서.

FC는 고압과 저압으로 나뉘는데, 고압 FC의 경우 본사에서 전량 생산과 판매를 담당하고 주 고객사는 한전, 효성중공업, SK건설 등 대형 플랜트 업체나 발전소 향으로 납품한다. 저압 FC는 해외 자회사에서 생산과 판매를 담당하고 판넬, 공장 그리고 아파트 배전반 향으로 납품한다.

DCC(Disc Ceramic Capacitor)

TiO3 및 SrTiO3 등의 소결체를 주원료로 사용해 높은 유전율을 가진 무극성/무기질의 콘덴서.

DCC는 인도네시아 자회사를 통해 주로 디스플레이나, LED 조명, 의료기기 쪽으로 납품하고 있다. 안정화된 시장으로 큰 변동없이 연간 200억 초중반의 매출이 발생하고 있다. 동사의 신규 제품 배터리 커패시터는 기존 슈퍼 커패시터를 고용량해 태양광 에너지 ESS 용도로 개발하고 있다. 현재 여러 업체에 샘플을 공급해 테스트하는 단계에 있으며, 최근에는 E-Mobility용 제품 적용을 검토하고 있다.

삼화콘덴서 (001820)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	263	291	314	336
매출원가	206	232	246	262
매출총이익	57	59	68	74
판매비와관리비	27	29	30	30
조정영업이익	31	30	38	44
영업이익	31	30	38	44
비영업손익	2	3	3	3
금융손익	1	2	3	3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	33	33	41	47
계속사업법인세비용	4	8	9	11
계속사업이익	29	26	32	37
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	29	26	32	37
지배주주	29	26	31	36
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	28	31	32	37
지배주주	27	30	31	36
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	50	51	60	68
FCF	24	11	27	24
EBITDA 마진율 (%)	19.0	17.5	19.1	20.2
영업이익률 (%)	11.8	10.3	12.1	13.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.0	8.9	9.9	10.7

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	48	34	51	56
당기순이익	29	26	32	37
비현금수익비용가감	27	28	28	31
유형자산감가상각비	19	21	22	24
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	8	7	6	7
영업활동으로인한자산및부채의변동	-2	-14	-2	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-9	-4	-5
재고자산 감소(증가)	6	-6	-2	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	7	0	2	2
법인세납부	-8	-8	-9	-11
투자활동으로 인한 현금흐름	-29	-23	-25	-33
유형자산처분(취득)	-24	-22	-24	-32
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-3	-1	-1	-1
기타투자활동	-2	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-6	-7	-5	-5
장단기금융부채의 증가(감소)	-5	-2	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-5	-5	-5	-5
기타재무활동	4	0	0	0
현금의 증가	13	6	21	18
기초현금	44	57	63	84
기말현금	57	63	84	102

자료: 삼화콘덴서, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	162	187	215	242
현금 및 현금성자산	57	63	84	102
매출채권 및 기타채권	54	65	69	74
재고자산	34	41	43	45
기타유동자산	17	18	19	21
비유동자산	125	130	133	141
관계기업투자등	2	2	3	3
유형자산	98	100	102	110
무형자산	1	1	1	1
자산총계	287	317	348	383
유동부채	54	56	60	63
매입채무 및 기타채무	38	41	44	47
단기금융부채	7	6	6	6
기타유동부채	9	9	10	10
비유동부채	8	8	9	9
장기금융부채	4	4	4	4
기타비유동부채	4	4	5	5
부채총계	62	65	69	72
지배주주지분	224	251	277	309
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	5	5	5	5
이익잉여금	205	225	251	282
비지배주주지분	1	2	2	2
자본총계	225	253	279	311

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	10.7	15.2	12.5	10.8
P/CF (x)	5.5	7.3	6.5	5.8
P/B (x)	1.4	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	5.1	6.4	5.1	4.2
EPS (원)	2,803	2,462	3,012	3,486
CFPS (원)	5,441	5,135	5,777	6,501
BPS (원)	21,679	24,286	26,804	29,796
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	17.5	19.9	16.2	14.0
배당수익률 (%)	1.7	1.3	1.3	1.3
매출액증가율 (%)	0.5	10.4	8.0	6.8
EBITDA증가율 (%)	-1.1	2.1	18.0	12.5
조정영업이익증가율 (%)	-8.0	-3.1	29.5	14.6
EPS증가율 (%)	2.5	-12.2	22.3	15.7
매출채권 회전율 (회)	5.0	5.0	4.8	4.8
재고자산 회전율 (회)	7.1	7.8	7.5	7.7
매입채무 회전율 (회)	8.2	8.6	8.4	8.4
ROA (%)	10.5	8.5	9.5	10.0
ROE (%)	13.7	10.8	11.9	12.4
ROIC (%)	17.2	14.0	17.2	18.7
부채비율 (%)	27.5	25.6	24.7	23.3
유동비율 (%)	302.8	332.5	358.6	381.7
순차입금/자기자본 (%)	-25.9	-26.6	-31.7	-34.6
조정영업이익/금융비용 (x)	66.2	63.0	86.9	99.0

(Analyst) 박준서 park.junseo@miraeasset.com



370090 · 전기전자

퓨런티어

프론티어를 넘어서

Not Rated

목표주가

-

상승여력

-

현재주가(23/11/27)

34,750원

KOSDAQ	810.25	시가총액(십억원)	284	발행주식수(백만주)	8	외국인 보유비중(%)	1.5
--------	--------	-----------	-----	------------	---	-------------	-----

Report summary

4Q23 Preview

4Q23 매출액 71억 원 (-21.8% YoY), 영업이익 8억 원 (흑전 YoY, OPM 11.5%)으로 추정한다. 컨센서스 대비 각각 1%, 22% 상회하는 실적을 기록할 것으로 전망한다. 3분기 대비 영업이익률은 감소하지만, 동사 특성상 장비 사업부 매출 규모가 커질수록 레버리지 효과가 발생하기에 4분기 영업이익은 높은 장비 사업부 비중으로 컨센서스 대비 견조할 것으로 판단한다.

투자포인트

주요 투자포인트는 1) 자율주행 및 ADAS 고도화에 따른 카메라 검사 장비 수요 증가, 2) 강력한 락인 효과를 기반으로 한 고객사 다변화, 3) 카메라 스펙 업그레이드에 따른 검사장비 Q 증가이다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	6.6	30.9	80.5
상대주가	-1.5	36.2	63.4

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액 (십억원)	14	18	15	22	27
영업이익 (십억원)	0	-2	-2	1	2
영업이익률 (%)	0.0	-11.1	-13.3	4.5	7.4
순이익 (십억원)	1	-2	-2	3	2
EPS (원)	134	-436	-384	432	256
ROE (%)	12.5	-30.2	-36.1	29.6	7.7
P/E (배)	0.0	0.0	0.0	0.0	72.2
P/B (배)	0.0	0.0	0.0	0.0	3.8
배당수익률 (%)	-	-	-	-	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 퓨런티어, 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망

4Q23 Preview 및 실적 추이

동사는 4Q23 매출액 71억 원 (-21.8% YoY), 영업이익 8억 원 (흑전 YoY, OPM 11.5%)으로 컨센서스를 각각 1%, 22% 상회하는 실적을 기록할 것으로 전망한다. 장비 사업부의 매출 규모가 커질수록 레버리지 효과가 나타나기에 전분기 대비 영업이익률은 감소되나 4분기에도 장비 사업부의 비중이 클 것으로 영업이익은 컨센서스 대비 견조할 것으로 판단한다.

방향성은 확고하다. 동사의 24년과 25년 매출은 ADAS 및 자율주행으로 전환될수록 동사의 장비의 수요는 증가할 것으로 판단된다. 24년 매출액은 587억 원(+20.5% YoY), 영업이익은 383억 원(+29.5% YoY)로 전망한다. 당사의 영업마진은 지속적으로 개선될 것으로 판단하는데, 이는 레버리지 효과가 있는 장비 사업부의 비중이 24년, 25년 각각 67%와 71%까지 차지할 것으로 추정하기 때문이다.

표 63. 퓨런티어: 4Q23 Preview

(십억원, %, %p)

	4Q22	3Q23	4Q23F			비교	
			추정치	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	9.0	10.8	7.1	-34.5	-21.8	7.1	1.0
영업이익	1.3	1.5	0.8	-46.5	흑전	0.8	21.7
영업이익률	-8.0	14.1	11.5			14.1	

자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

표 64. 퓨런티어: 분기 및 연간 실적 추정표

(십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2023F	2024F	2025F
매출액	6.5	7.1	4.3	9.0	18.7	12.1	10.8	7.1	48.70	58.69	69.47
QoQ	8.4	8.1	-39.7	112.2	107.0	-35.2	-10.9	-34.5			
YoY	-97.2	-97.0	4.4	49.9	186.2	71.5	153.5	-21.8	81.0	20.5	23.0
장비사업부	3.9	4.4	1.7	5.0	10.2	7.6	7.9	4.6	30	39	49
QoQ		13.2	-61.3	194.5	104.1	-24.9	3.1	-42.0			
YoY					163.2	74.7	365.5	-8.3	-97.7	30.0	25.0
부품사업부	2.7	2.7	2.6	4.1	8.6	4.5	2.9	2.5	19	19	20
QoQ		0.8	-4.8	58.1	110.7	-47.5	-34.7	-14.5			
YoY					219.4	66.3	14.1	-38.3	-95.1	5.0	5.0
연결 영업이익	0	1	-0	1	5	2	2	1	9.4	11.7	14.7
QoQ	-89.6	1140.0	-154.8	-482.4	300.0	-64.2	-18.0	-46.5			
YoY	-99.6	-82.6	88.9	170.8	10300.0	200.0	-548.3	-37.3	5775.0	24.4	25.7
연결 영업이익률	0.8	8.8	-8.0	14.4	27.8	15.3	14.1	11.5	19.3	19.9	21.2

자료: 퓨런티어, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트: 강력한 락인 효과와 고객사 확장

동사의 장비는 강력한 락인 효과를 누릴 것이다. 동사의 장비는 렌즈와 이미지 센서를 3차원 공간에서 조립해 균일한 화상 품질을 구현하는 까다로운 생산 공정 장비이기 때문이다. 주요 end 고객사인 OEM 업체들이 Tier1 업체 또는 자율주행 솔루션 업체에게 동사의 장비를 지정할 정도로 동사의 검사 장비는 신뢰와 레퍼런스가 쌓였다.

고객사의 다변화가 기대된다. 동사는 end 고객사 기준 편중된 고객사를 가지고 있으나 검증된 기술력 기반으로 end 고객사를 구축할 것이다. 고객사 증가와 더불어 Q의 증가도 기대된다. 카메라의 MP 상승과 뷰잉 → 센싱 스펙으로 업그레이드될 수록 동사들의 검사장비의 개수는 증가할 것이다. 출하 전 검사하는 EOL 장비의 경우, 라인에 장비당 해상력, 색 재현성, 왜곡, 이물검사를 각각 검사하는 장비가 추가되는 양상이다.

그림 255. 뷰잉과 센싱 카메라 전망

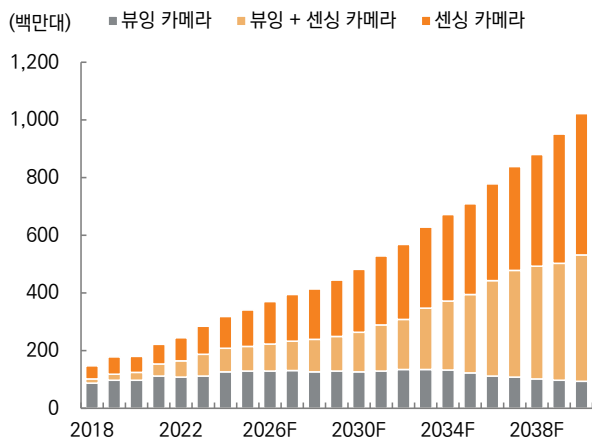
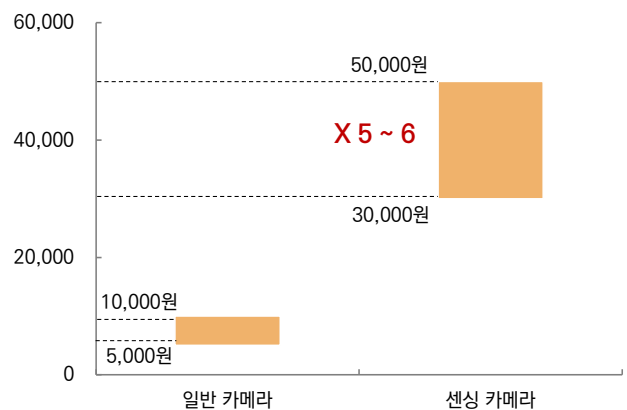


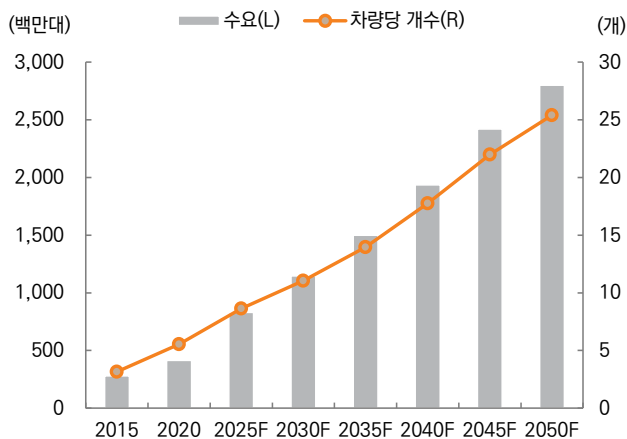
그림 256. 센싱 카메라 가격 전망



자료: TSR, 미래에셋증권 리서치센터

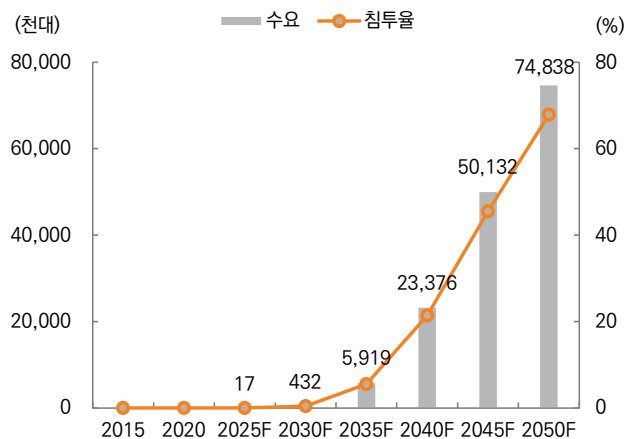
자료: 업계 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 257. ADAS 및 자율주행 센서 수요와 탑재 센서 수



자료: Techinsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 258. Level 4, Level 5 차량 수요와 침투율 전망



자료: Techinsights, 미래에셋증권 리서치센터

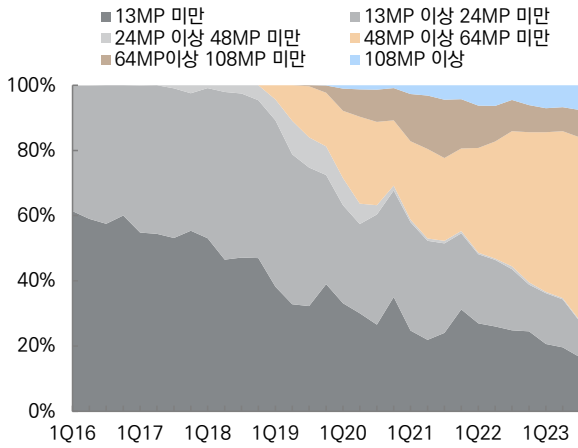
그림 259. 지역별 OEM 및 시장 주도 업체의 '22~24년 전장용 카메라 탑재 진행 상황

CarOEM/ 시장 선도 업체		지역별 CarOEM					시장 선도 업체			
		EU CarOEM	US CarOEM	CN CarOEM	KR CarOEM	JP CarOEM	Mobileye	Huawei (CN EV)	Tesla (US EV)	
주요 업체 브랜드										
평균 카메라 화소 수	전면 센싱 카메라	2 ~ 5M (8M)	2 ~ 5M (5M)	2 ~ 5M (8M)	2 ~ 5M (8M)	1.7~2 M (5M)	1.7~ 8M (8M)	2 ~ 5M (8M~17M)	1.3 ~ 1.7M (→8M)	
	서라운드 카메라	VGA ~ 3M (3M)	VGA ~ 1.3M (3M)	1 ~ 3M (8M)	VGA ~ 3M (3M)	VGA ~ 1.3M (3M)	2 ~ 5M (8M)	3 ~ 5M (8M)	1.3 ~ 1.7M (→5M)	
	인캐빈 카메라 (DMS/OMS)	VGA ~ 2M (→5M)	VGA ~ 2M (2M)	2 ~ 5M (→8M)	VGA~ 2M (→5M)	VGA~ 1.7M (→2M)	-	2~ 5M (→8M)	2M (→5M)	
메인 DCU 타입 (High-end)	전면 센싱 카메라	Camera + ECU Integrated (Camera Head/ECU)						Camera Head/ECU		
	서라운드 카메라	CDC/ADAS ECU in SVM ECU (ADAS ECU)	SVM ECU (ADAS ECU)	IVI/CDC/AD ADAS ECU in SVM ECU (AD ECU)	CDC in SVM ECU (ADAS ECU)	SVM ECU (ADAS ECU)	ADAS/AD ECU in SVM ECU (→AD ECU)	ADAS/AD ECU in SVM ECU (AD ECU)	ADAS/AD ECU in SVM ECU (→AD ECU)	
메인 AD 레벨 (High-end)		Lv1 ~ Lv2+ (Lv3 → Lv4)		Lv1 ~ Lv2+ (Lv4)	Lv1 ~ Lv2+ (Lv3 → Lv4)	Lv1 ~ Lv2+ (Lv3)	Lv2+ ~ Lv3 (Lv4)			

: High Performance

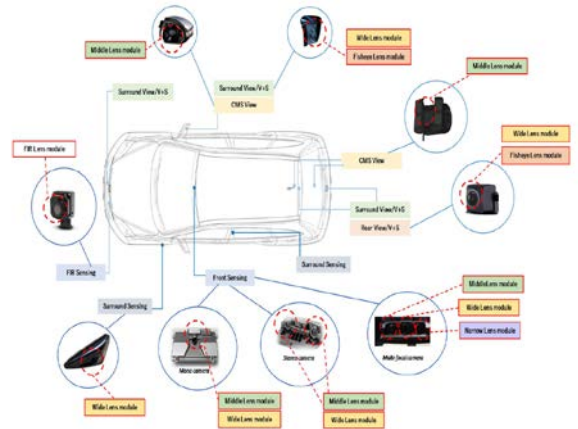
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 260. 글로벌 스마트폰 카메라 평균 화소 변화 추이



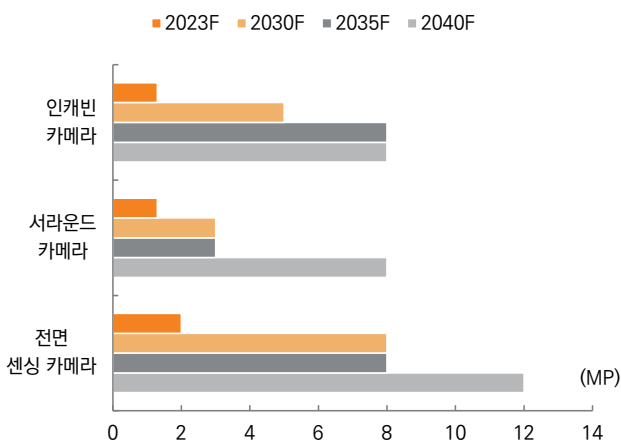
자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 261. 차량용 카메라 탑재 위치



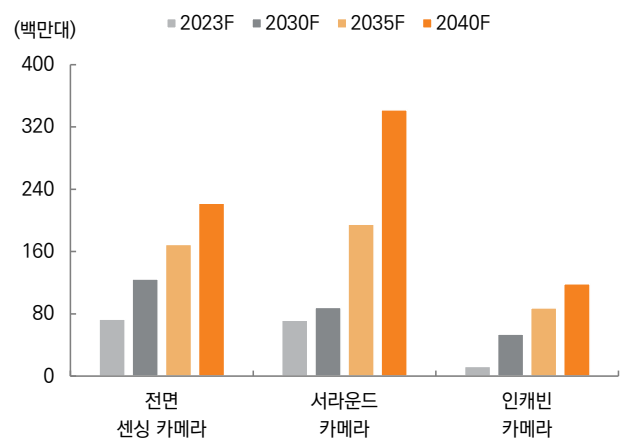
자료: TSR, 미래에셋증권 리서치센터

그림 262. 차량용 카메라 평균 화소 변화 전망



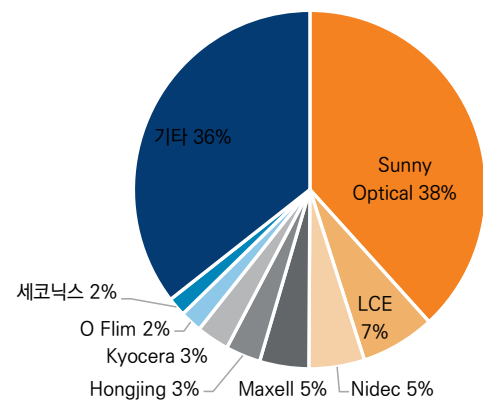
자료: TSR, 미래에셋증권 리서치센터

그림 263. 차량용 카메라 모듈 생산량 전망



자료: TSR, 미래에셋증권 리서치센터

그림 264. 2023년 차량용 카메라 렌즈 모듈 시장 점유율 전망



자료: TSR, 미래에셋증권 리서치센터

그림 265. 퓨런티어 주요 고객사



자료: 퓨런티어, 미래에셋증권 리서치센터

기업 개요

ADAS/자율주행용 센싱카메라 공정장비 글로벌 No.1 기업

퓨런티어는 2009년 설립 당시 모바일 카메라 검사 장비 생산을 시작으로, 2015년부터 전장용 센싱카메라 핵심 공정장비를 주력으로 하는 전장화 수혜기업이다. 동사는 장비 사업부와 부품사업부를 영위하고 있다.

동사의 전장용 센싱카메라 장비로는 Active Align(렌즈와 이미지센서를 3차원 공간에서 조립해 균일한 화상 품질을 구현하는 조립장비. 까다로운 생산 공정으로 가격과 생산 난도가 높음), 검사 장비인 Intrinsic Calibration(Active Align에서 조립이 완료된 카메라 간의 광학 편차를 없애는 검사장비), EOL(출하 전 카메라의 해상력, 색 재현성, 왜곡, 이물검사를 수행하는 후공정 장비) 등이 있다. 라이다용 조립/검사장비는 국내 라이다 비상장사 에스오에스랩과 협업 진행 중이며, 현재 조립 장비는 개발 후 일부 납품 중이고 검사 장비는 개발 단계에 있다. 주요 매출 구조는 동사 → 카메라 제조사 혹은 전장 Tier-1 업체 → (자율주행 솔루션 업체) → 완성차 OEM 업체이다.

부품사업부는 2018년 아이알브이테크를 합병해 신설했으며, 자동화 장비 내 필요한 산업용 PC, LED 광원, FA 컴포넌트 등 부품을 판매한다. 주된 고객사는 모회사인 하이비전시스템이다. 일부 제품은 장비 사업의 필수 부품으로 내재화되어 원가, 품질 등 다양한 측면에서 사업 시너지를 극대화할 수 있는 이점이 있다. 또한, 부품사업부는 동사의 캐시카우로 전방 산업의 매출 변동성이 상대적으로 큰 장비사업부의 안정적인 성장 동력원 역할을 한다. 주요 매출 구조는 동사 → 하이비전시스템 → 카메라모듈 관련 업체이다.

1H23 매출 비중은 장비사업부(57.7%), 부품사업부(42.3%)이다. 자율주행 핵심 센서인 카메라의 기능이 기존 뷰잉에서 센싱으로 전환되며, 동사의 전장용 카메라 장비 전사 매출 비중은 2021년 25%에서 1H23 56.5%로 급증하였고 매출액 또한 3배가 증가했다. 모바일용 장비 매출은 전장용 장비 발주 위주로 대응하고 있는 전략 하에 지속해서 축소 중이다. 외주 생산으로 인해 장비 조립 비용이 낮아 BEP 이상의 매출이 영업이익으로 반영되는 사업 특성상, 자동차의 IT 기기화와 자율주행 고도화에 맞춰 전장용 장비의 마진 견인이 기대된다.

퓨런티어 (370090)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021	2022
매출액	18	15	22	27
매출원가	15	11	15	18
매출총이익	3	4	7	9
판매비와관리비	5	5	6	8
조정영업이익	-2	-2	1	2
영업이익	-2	-2	1	2
비영업손익	-1	1	1	0
금융손익	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-3	-1	2	2
계속사업법인세비용	0	1	-1	0
계속사업이익	-2	-2	3	2
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-2	-2	3	2
지배주주	-2	-2	3	2
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-2	-2	3	2
지배주주	-2	-2	3	2
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-1	-1	2	3
FCF	-1	-1	-2	-1
EBITDA 마진율 (%)	-5.6	-6.7	9.1	11.1
영업이익률 (%)	-11.1	-13.3	4.5	7.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-11.1	-13.3	13.6	7.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021	2022
유동자산	9	6	13	43
현금 및 현금성자산	3	2	4	24
매출채권 및 기타채권	3	1	4	5
재고자산	2	2	5	12
기타유동자산	1	1	0	2
비유동자산	3	3	4	6
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	1	1	1
무형자산	0	0	1	1
자산총계	12	9	18	49
유동부채	5	3	4	10
매입채무 및 기타채무	3	2	3	8
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	2	1	1	2
비유동부채	0	1	1	1
장기금융부채	0	1	0	1
기타비유동부채	0	0	1	0
부채총계	5	3	5	11
지배주주지분	7	5	13	38
자본금	1	1	3	4
자본잉여금	7	7	9	32
이익잉여금	0	-2	1	3
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	7	5	13	38

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021	2022
영업활동으로 인한 현금흐름	0	-1	-2	-1
당기순이익	-2	-2	3	2
비현금수익비용가감	2	2	0	1
유형자산감가상각비	1	0	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	1	2	-1	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	0	0	-4	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1	2	-3	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	-3	-8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	-1	2	4
법인세납부	0	0	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	2	-1	-1	-2
유형자산처분(취득)	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	-1	0
장단기금융자산의 감소(증가)	2	0	0	0
기타투자활동	0	-1	0	-2
재무활동으로 인한 현금흐름	-2	0	5	23
장단기금융부채의 증가(감소)	0	1	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	5	24
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-2	-1	0	-1
현금의 증가	0	-1	2	20
기초현금	4	3	2	4
기말현금	3	2	4	24

자료: 퓨런티어, 미래에셋증권 리서치센터

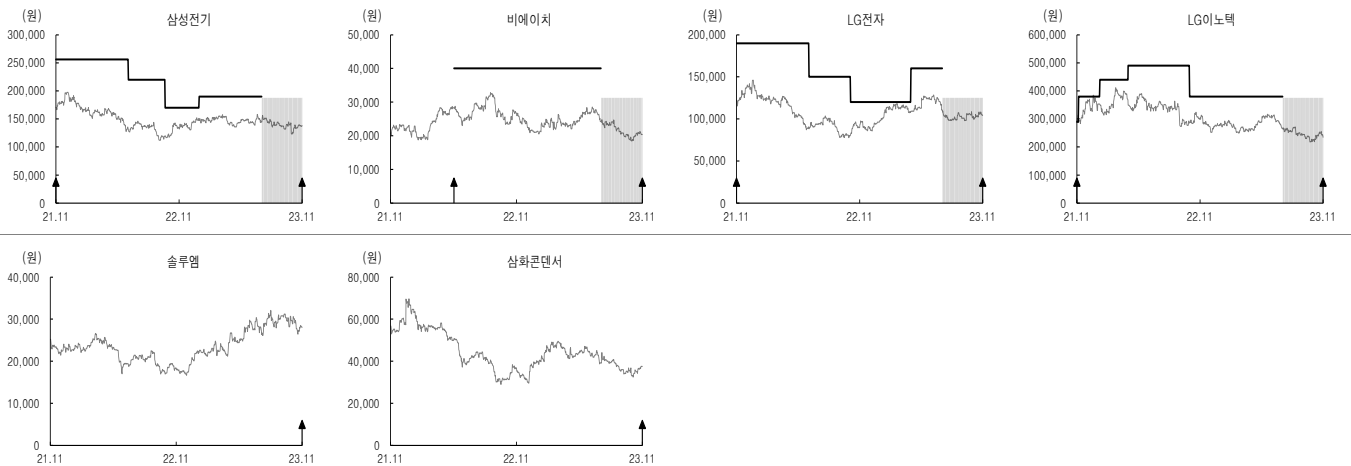
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021	2022
P/E (x)	0.0	0.0	0.0	72.2
P/CF (x)	0.0	0.0	0.0	45.1
P/B (x)	0.0	0.0	0.0	3.8
EV/EBITDA (x)	3.3	1.3	-1.8	49.3
EPS (원)	-436	-384	432	256
CFPS (원)	-131	-89	404	409
BPS (원)	1,326	898	2,023	4,827
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	-	-	0.0
매출액증가율 (%)	25.3	-16.8	47.0	21.3
EBITDA증가율 (%)	-	-	-	31.9
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	33.8
EPS증가율 (%)	-	-	-	-40.9
매출채권 회전율 (회)	6.5	6.4	8.1	5.7
재고자산 회전율 (회)	10.6	8.4	6.5	3.1
매입채무 회전율 (회)	8.4	6.8	7.6	3.5
ROA (%)	-20.2	-21.7	20.2	5.9
ROE (%)	-30.2	-36.1	29.6	7.7
ROIC (%)	-46.3	-78.6	33.7	14.1
부채비율 (%)	65.6	67.1	37.8	27.6
유동비율 (%)	194.0	207.1	311.0	432.6
순차입금/자기자본 (%)	-47.7	-24.7	-27.4	-60.8
조정영업이익/금융비용 (x)	-34.8	-364.1	63.5	38.6

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성전기 (009150)					LG이노텍 (011070)				
2023.11.28	매수	190,000	-	-	2022.10.31	매수	120,000	-15.19	-1.75
2023.07.31	분석 대상 제외		-	-	2022.06.30	매수	150,000	-39.61	-31.00
2023.01.26	매수	190,000	-22.56	-16.84	2021.09.29	매수	190,000	-36.54	-23.16
2022.10.17	매수	170,000	-20.39	-10.59	비에이치 (090460)				
2022.06.30	매수	220,000	-39.77	-33.64	2023.11.28	매수	30,000	-	-
2021.09.06	매수	256,000	-	-	2023.07.31	분석 대상 제외		-	-
LG전자 (066570)					2023.05.30	1년 경과 이후	40,000	-	-
2023.11.28	매수	140,000	-	-	2022.05.30	매수	40,000	-	-
2023.07.31	분석 대상 제외		-	-	솔루엠 (248070)				
2023.04.28	매수	160,000	-25.00	-19.88	2023.11.28	매수	43,000	-	-
삼화콘덴서 (001820)					2022.10.27	매수	380,000	-25.45	-14.74
					2022.04.28	매수	490,000	-30.96	-20.41
					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	-	-

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



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 퓨런티어 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 삼성전기, LG이노텍, LG전자 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 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.