

KOSPI | 전자와전기제품

아남전자 (008700)

진화하는 Audio 전문기업

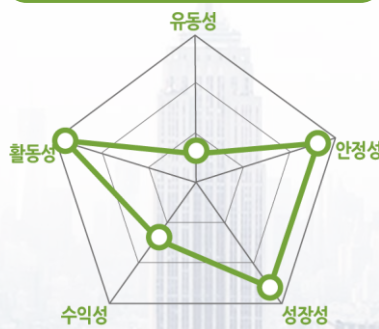
체크포인트

- 아남전자는 TV, Audio의 제조, 판매를 목적으로 1973년 '한국나소날 전기' 사명으로 설립. 2004년 TV사업 철수 후 Audio ODM(Original Development Manufacturing, 제조업자 설계/생산) 전문기업으로 성장. 매출 비중은 Audio 제품 98.5%, Audio 부품 0.5%, 기타 1.0%
- 글로벌 AVR(AV Receiver, 고급 홈오디오) 시장은 2021년 20억달러에서 2028년 26억달러로 연평균 3.9% 성장 전망. 한편 글로벌 스마트홈 시장은 2022년 1,176억달러에서 2027년 2,229억달러로 연평균 13.6% 성장 전망. 스마트홈 시장이 활성화될 시 AI 스피커, 스마트 스피커의 니즈 확대될 것
- 2022년 연간 연결기준 매출액, 영업이익은 각각 4,804억원, 206억원 시현(YoY +33.5%, +36.4%). 2023년 연간 연결기준 매출액, 영업이익은 각각 4,979억원(+3.6% YoY), 207억원(+0.3% YoY)으로 전망. 글로벌 금리인상이 하반기에 멈추며 가전 수요가 전반적으로 회복될 가능성이 있다고 판단. 중장기적으로 신규 사업 위주로 동사 매출액은 성장 가능할 것으로 전망

주가 및 주요이벤트

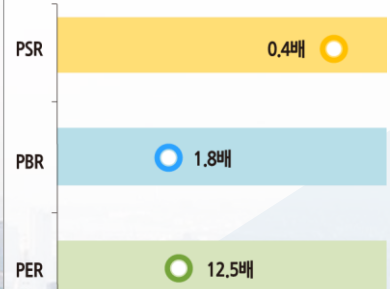


재무지표



주: 2021년 기준, Fnguide WICS 분류상 IT산업 내 등급화

벨류에이션 지표



주: PSR, PBR, PER은 2022 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류상 IT산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

아남전자 (008700)

Analyst 백종석 jongsukbaek@kirs.or.kr
RA 김정은 jeongeunkim@kirs.or.kr

KOSPI
전자와전기제품

아남전자는 Audio ODM(제조업자 설계/생산) 전문기업

아남전자는 TV, Audio의 제조, 판매 등을 목적으로 1973년 '한국나쇼날 전기(주) 사명'으로 설립. 2004년 TV사업 철수 후 Audio ODM(Original Development Manufacturing, 제조업자 설계/생산) 전문기업으로 꾸준히 성장. 매출 비중은 Audio 제품 98.5%, Audio 부품 0.5%, 기타 1.0%

글로벌 AVR 시장은 저성장. 스마트홈 시장은 견조히 성장

글로벌 AVR(AV Receiver, 고급 홈오디오) 시장은 2021년 20억달러에서 2028년 26억달러로 연평균 3.9% 성장 전망. 한편 글로벌 스마트홈 시장은 2022년 1,176억달러에서 2027년 2,229억달러로 연평균 13.6% 성장할 전망. 스마트홈 시장이 활성화될 시 AI 스피커, 스마트 스피커의 니즈가 확대될 것

2023년, 실적은 전년 수준 전망. 중장기적으로는 신제품 성장 기대

2022년 연간 연결기준 매출액, 영업이익은 각각 4,804억원, 206억원 시현(YoY +33.5%, +36.4%). 2023년 연간 연결기준 매출액, 영업이익은 각각 4,979억원(+3.6% YoY), 207억원(+0.3% YoY)으로 전망. 글로벌 금리인상이 하반기에 멈추며 가전 수요가 전반적으로 회복될 가능성이 있다고 판단. 중장기적으로 신규 사업 위주로 동사 매출액은 성장 가능할 것으로 전망

Forecast earnings & Valuation

	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액(억원)	2,433	2,647	3,598	4,804	4,979
YoY(%)	26.5	8.8	35.9	33.5	3.6
영업이익(억원)	31	70	151	206	207
OP 마진(%)	1.3	2.6	4.2	4.3	4.2
지배주주순이익(억원)	4	53	133	139	141
EPS(원)	6	69	172	180	183
YoY(%)	흑전	1,112.2	149.6	4.6	1.5
PER(배)	360.3	49.4	13.9	9.3	12.3
PSR(배)	0.7	1.0	0.5	0.3	0.3
EV/EBIDA(배)	24.3	26.3	12.8	7.4	8.9
PBR(배)	2.7	4.4	2.4	1.3	1.5
ROE(%)	0.8	9.1	19.3	15.8	13.4
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

주: 아남전자 사업보고서는 USD(달러) 기준으로 되어 있어 원화로 변경, 반경/표기

Company Data

현재주가 (4/6)	2,250원
52주 최고가	2,850원
52주 최저가	1,620원
KOSPI (4/6)	2,459.23p
자본금	437억원
시가총액	1,735억원
액면가	500원
발행주식수	77백만주
일평균 거래량 (60일)	306만주
일평균 거래액 (60일)	69억원
외국인지분율	8.26%
주요주주	아남 외 7인 33.46%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.2	20.3	-2.6
상대주가	-8.0	9.5	8.3

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



기업 개요

1 아남전자는 Audio ODM(제조업자 설계/생산) 전문기업

아남전자는 1973년 설립된 TV와 Audio 제조,판매 전문 기업. 이후 2004년 TV 사업은 철수, Audio 사업에 전념

아남전자는 TV의 제조, 판매 등을 목적으로 1973년 4월에 '한국나쇼날 전기(주) 사명으로 설립되었다. 동사는 1974년에 국내최초로 컬러 TV를 생산하여 수출했고, 1975년에는 Audio를 생산하여 수출했다. 동사는 1984년 8월, 한국거래소 유가증권시장에 상장되었다.

TV 사업을 주력으로 성장을 거듭하던 아남전자는 1990년대 중후반 들어 판매부진과 재무적 어려움을 겪게 되는데, 이는 국내 대기업 및 글로벌 기업들과의 경쟁이 격화되었기 때문이었다. 시간이 흐르며 글로벌 기업과 동사간의 TV 사업관련 원가경쟁력, 브랜드력은 그 차이가 확대되었다. 1997~1998년, IMF 발발로 동사의 재무구조는 악화되었고 1999년에 동사는 법정관리체제에 들어가기도 했다. 그러나 3년만에 법정관리에서 벗어나며 강소기업으로서의 면모를 보여주기도 했다. 결국 아남전자는 지속성장 기업을 도모하기 위하여 2004년 TV사업 철수를 단행하며 경쟁력을 보유한 Audio 사업에 주력해왔다.

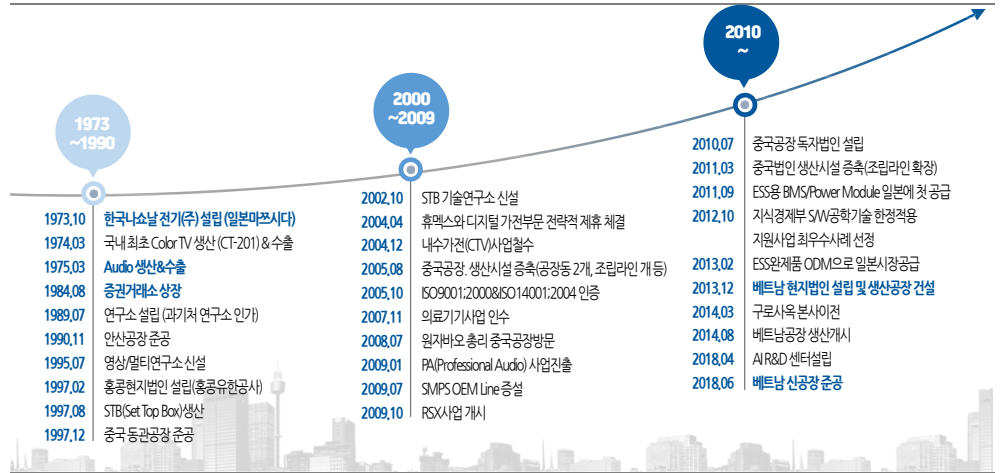
아남전자는 Audio ODM 전문기업으로 꾸준히 성장. 2013년 진출한 베트남 법인이 생산성/원가경쟁력 확보에 주효

다행히도 아남전자는 Audio ODM(Original Development Manufacturing, 제조업자 설계/생산) 전문기업으로 꾸준히 성장했다. 경쟁력이 있는 분야에 선택과 집중을 한 전략이 적절했다고 보인다. 2010년대에 동사의 베트남 생산법인 투자는 동사의 생산성, 원가경쟁력 확보에 주효했는데, 이 과정을 간략히 살펴보면 다음과 같다.

아남전자는 2013년, 베트남에 현지법인을 설립하고 생산공장을 건설하였고 2014년부터는 베트남 공장에서 Audio 제품 생산을 개시했다. 다만 초기에 고려했던 것보다 생산시설의 확장이 비교적 빠르게 필요하게 되어 동사는 2018년에 베트남 내에 공장을 확장하여 이전하게 되었다. 이러한 과정에서 공장이전비용 및 초기 수출하락에 따른 손실 등이 일시적으로 발생하여 2018년에는 실적이 부진하기도 했다(2018년 아남전자 연결 영업이익 -120억원 기록). 그러나 2018년 확장 이전 후 베트남 생산법인은 점차 생산 안정화를 이루게 되었다.

2020년, 코로나19 사태가 발생했지만 AV(Audio/Video) 시장과 동사 실적은 우려와 달리 오히려 성장을 하였는데, 이는 코로나 팬데믹으로 인해 소비자들이 주택 내에 머무는 시간이 길어지고 AV기기 이용시간, 신규구입 증가 등 수요가 증가한 때문으로 파악된다.

아남전자 연혁



자료: 아남전자, 한국IR협의회 기업리서치센터

연결 자회사는 2개

아남전자의 연결 자회사는 2개이다. 동사는 아남전자홍콩유한공사(판매법인, 지분율 100%), 아남전자베트남유한회사(생산법인, 지분율 79.4%, 나머지 지분은 아남전자홍콩유한공사가 보유)를 지배하고 있다.

최대주주는 (유)아남 외 6인

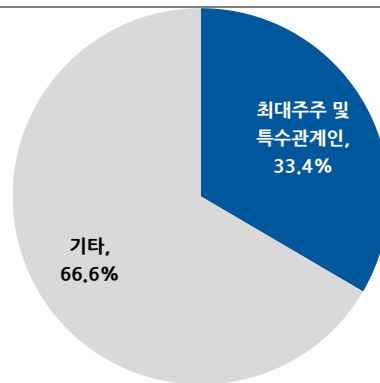
최대주주는 (유)아남 외 6인

동사의 최대주주는 (유)아남 외 6인으로, 지분 33.4%를 보유 중이다(2022년 사업보고서 기준).

2007년 11월 (주)아남인스트루먼트의 회사분할로 (유)아남이 신설되었고, (유)아남이 아남전자의 최대주주가 되었다(20.23% 보유). (유)아남의 대표이사는 김주채 회장이며 김주채 회장은 아남전자 창업자인 (고)김양수 선대회장의 아들이다.

김태수 대표이사는 전문경영인으로서 2015년말부터 아남전자 CEO를 맡아 회사를 이끌고 있다.

주주 구성



자료: Dart, 한국IR협의회 기업리서치센터
주: 2022년 12월 31일 기준

3 매출 구성, 주요 제품

아남전자 매출은
대부분 Audio 완제품
ODM 형태로 납품

아남전자 매출 비중은 Audio 제품 98.5%, Audio 부품 0.5%, 기타 1.0%로 구분된다(2022년 사업보고서 기준). 대부분 완제품을 설계/생산/제조하여 고객에게 납품한다.

동사 Audio 제품은 응용처로 구분하면 크게 TA, NCA 부문으로 나누어진다.

TA(Traditional Audio) 부문은 고가의 Audio 기기 분야로 통상 'AVR(AV Receiver)' 이라고 불리는 고부가 전문 Audio 제품의 제조/납품이다. AVR의 소비자판가는 매우 다양한데, 100만원대부터 500만원에 달하는 소비자가격도 존재하는 고급 제품군이다. AVR 시장은 저성장 시장이나, 매니아 소비층이 유지되는 분야이다.

NCA(New Category Audio) 부문은 스마트 스피커, AI 스피커, 사운드바, 블루투스 스피커 등 상대적으로 중가 또는 중저가이면서 성장하는 Audio 기기들의 제조/납품이다. 이 제품군 역시 판가는 저가부터 고가까지 너무나 다양하다. NCA 부문 제품 시장은 대부분 고성장하나, 경쟁강도도 높은 시장 특징이 있다.

참고로 동사의 2022년 기준 TA, NCA 부문 매출비중은 약 6:4 정도로 파악된다.

4 주고객은 글로벌 Audio 전문기업들. 주로 수출이 대부분

아남전자는 다양한 고객 보유.
매출의 대부분이 수출

아남전자 고객은 10여개사에 이른다. 주로 해외 글로벌 Audio, 가전 전문기업들이다. Top5 고객은 Marantz, Denon, Harman Kardon, 국내 가전 대기업, Yamaha 순으로, 모두 AVR 제품 관련 고객이다.

동사는 매출 중 99.8%를 수출하고 있다. 원재료, 부자재도 달러로 조달하고 있고 매출도 달러로 하여 환율 측면에서는 리스크가 낮다고 판단한다. 참고로 지역별 매출비중은 북미향 50%, 유럽향 26%, 아시아향 24% 이다 (2022년 연간 기준).

생산은 베트남에서,
연구개발은 본사에서

동사는 다양한 신제품 출시를 확대하고 소프트웨어 개발능력을 강화하고 있다. 베트남 생산법인에서 전 제품을 생산 및 수출하고 본사에서는 신제품/신사업 관련 연구개발/기획 등을 전담하고 있다.

아남전자 베트남 생산법인



아남전자 베트남 유한회사	
사업장위치	베트남 하남성 동반4공단
영위사업	Audio 제품 생산
면적	토지 (100,000㎡) 건물(43,800㎡)
생산Capa	제품230만대/Month

자료: 아남전자, 한국IR협의회 기업리서치센터

Marantz AVR



자료: Marantz, 한국IR협의회 기업리서치센터

Harman Kardon 블루투스 스피커



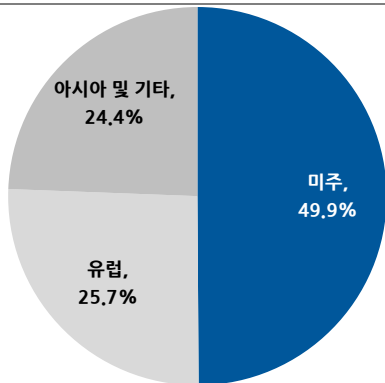
자료: Harman Kardon, 한국IR협의회 기업리서치센터

Denon 사운드바



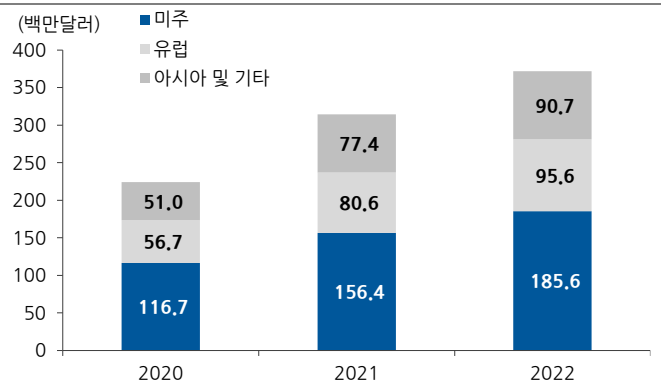
자료: Denon, 한국IR협의회 기업리서치센터

아남전자 2022년 지역별 매출 비중



자료: Dart, 한국IR협회의 기업리서치센터

아남전자 지역별 매출액 추이



자료: Dart, 한국IR협회의 기업리서치센터

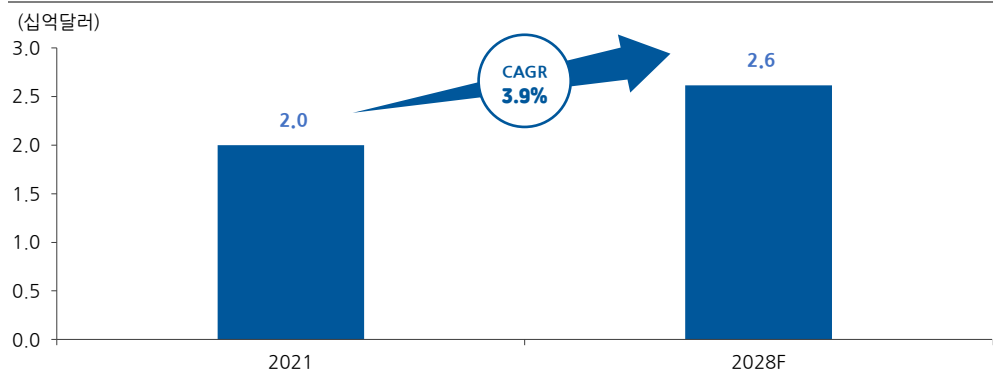
산업 현황

1 글로벌 AVR 시장은 저성장

**글로벌 AVR 시장,
21~28년 연평균 +3.9%**

글로벌 AVR(고급 홈오디오) 시장은 2021년 20억달러 규모에서 2028년 26억달러 규모로(연평균 +3.9%) 저성장이 예상된다(출처: Research and Markets). 아남전자는 업계 구조조정이 끝난 이 시장에서 살아남은 ODM 강자로서 지위를 유지 중이며 향후에도 이러한 동사의 입지는 지속될 것으로 판단한다.

글로벌 AVR 시장 전망



자료: Research and Markets, Yahoo Finance, 한국IR협회의 기업리서치센터

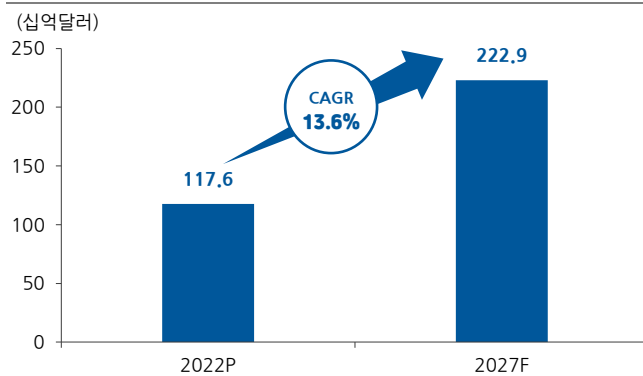
2 글로벌 스마트홈 시장은 꾸준한 성장 기대

**글로벌 스마트홈 시장,
22~27년 연평균 +13.6%**

글로벌 스마트홈 시장은 2022년 1,176억달러에서 2027년 2,229억달러로 연평균 13.6% 성장할 전망이다(출처: Statista). 이처럼 스마트홈 시장은 꾸준한 성장이 기대된다.

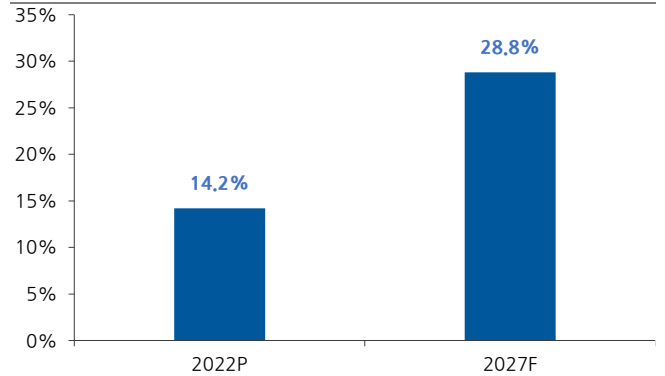
선진시장인 북미/유럽지역에서 AI 스피커에 대한 소비자 니즈가 증가하고 이에 다양한 제조/서비스 분야 업체들의 관심도 증가 중이다. 향후 홈오디오 시장에 AI가 주요 트렌드로 자리 잡을 것으로 전망된다.

글로벌 스마트홈 시장 전망



자료: Statista, 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 스마트홈 침투율 전망



자료: Statista, 한국IR협회의 기업리서치센터

AI, IoT를 활용하여 가정 내 다수 기기 제어하는 스마트홈 시장 성장세

인공지능(AI)과 사물인터넷(IoT) 기술이 발전함에 따라 사람이 직접 제어하지 않아도 가정 내 다수 기기가 알아서 작동하는 스마트홈 시장이 성장하고 있다. 다수의 언론에 따르면 삼성전자, LG전자, 구글, 애플, 아마존 등 글로벌 Top IT기업들은 스마트홈 시장 개화와 대중화에 예민하게 대응할 태세이다.

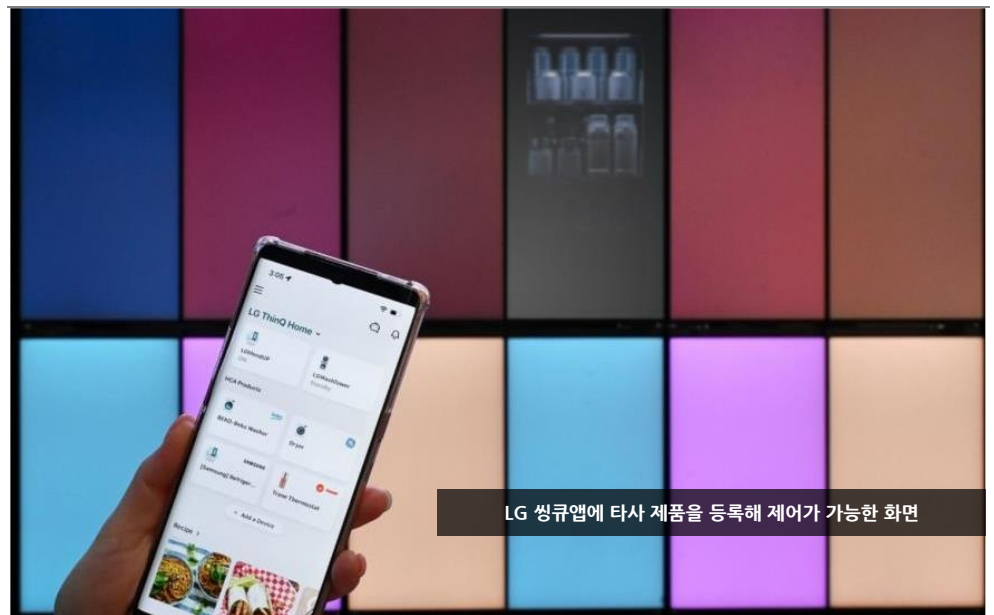
삼성전자는 플랫폼 '스마트싱스 스테이션' 통해 스마트홈 구현

최근 삼성전자는 스마트홈을 쉽고 빠르게 구현할 수 있는 '스마트싱스 스테이션(SmartThings Station)'을 출시했다. '스마트싱스 스테이션'은 업계 최신 IoT 통신 규격인 '매터(Matter)'와 '지그비(Zigbee)'를 지원해 다양한 전자 기기와 연동/제어가 가능하다. 이를 통해 쉽게 스마트홈 구현이 가능하다. 구체적으로 살펴보면, 제품 상단 스마트 버튼을 터치하면 삼성 스마트싱스 스테이션은 사용자 패턴을 분석, 생활 패턴에 맞춘 루틴 기능을 실현한다. 예를 들어 소비자가 '취침'을 설정해 놓고 이를 실행하면 침실의 TV와 조명이 꺼지고 커튼이 닫히는 등 수면을 위한 환경이 조성되는 것이다.

LG전자, CES에서 자사 '씽큐'를 통해 냉장고 등 4개 제품 제어

LG전자는 자사 플랫폼 'ThinQ(씽큐)'를 통해 스마트홈을 경험하도록 하고 있다. LG전자는 CES 2023에서 스마트홈 관련 기술을 시연했다. 당시 LG전자는 씽큐 앱으로 무드업 냉장고, 워시타워, 에어로타워, 벽걸이 에어컨 등 4개 제품을 제어했다. 최근 LG전자는 씽큐의 핵심가치로 진화/연결/개방을 꼽으며 스마트홈 청사진을 제시하기도 했다. 한편 LG전자는 자사 플랫폼에 생성형 인공지능(AI) 기술 도입도 검토 중이다.

LG전자, CES 2023에서 스마트홈 기술 시연



LG 씽큐앱에 타사 제품을 등록해 제어가 가능한 화면

자료: LG전자, 연합뉴스, 한국IR협의회 기업리서치센터

**스마트홈 관련 표준 제정 위해
삼성전자 등 글로벌 500여개
기업들이 노력 중**

나이가 삼성전자, LG전자는 초연결성을 위해 글로벌 통신 표준인 '매터(Matter)'를 개발하고 스마트홈 생태계를 넓히는 중이다. 매터를 통해 제조사간 장벽을 없애 진정한 '연결성'을 실현하겠다는 의지다. 양사는 표준 연합(이하 CSA)의 스마트홈 표준 멤버 미팅에 참여 중이다. CSA는 제조, IT, 반도체 등 산업 전반의 주요 글로벌 기업들이 모여서 만든 IoT 스마트홈 관련 표준을 제정하는 민간체이다. 소속사로는 삼성전자, LG전자, 아마존, 애플, 구글, 이케아 등 글로벌 기업 500여 곳이 있다. 매터는 여러 다른 전자기기들도 스마트홈 플랫폼에서 호환이 가능하도록 하는 일종의 규격이다. 업계는 향후 매터가 성장할 것으로 예상하고 있다.

GS건설, 아마존 시비서 '알렉사' 연동한 스마트홈 구축



자료: GS건설, 노컷뉴스, 한국IR협의회 기업리서치센터

**스마트홈 시장 활성화 시
동사의 스마트 스피커 니즈
확대 가능**

다만 통신서비스 회사와 IT기기/시스템 회사, 건설사 간에 규격 통일이나 사업협력, 사업구조 표준화가 잘 되어있지 않고 업계간 주도권 다툼이 물밑에서 있다보니 아직은 스마트홈 시스템이 대중들에게 피부로 와 닿지는 않는 형편이다. 향후 각 회사들의 노력이 결실을 맺을지 관찰해야 할 것이다.

스마트홈 시장이 활성화될 시 AI 스피커, 스마트 스피커의 니즈가 전반적으로 확대될 것이다. 이런 시장이 조성된다면 중장기적으로 아남전자의 AI 스피커, 스마트 스피커 관련 주문도 동반하여 늘어날 수 있을 것으로 예상된다.



투자포인트

1 Audio 분야 검증된 높은 기술력

아남전자는 음장효과 관련
기술력 등 높은 Audio 관련
기술력 보유

아남전자는 Audio 설계/제조 분야에 높은 기술력을 보유하고 있다. 동사의 음장효과 관련 기술력은 뛰어난기에 글로벌 정상급 Audio/가전 기업들이 동사에게 지속적으로 ODM 제조 의뢰를 하고 있는 것이다. 대표적인 동사 주고객인 Mrantz는 독일의 Audio 기기 전문기업으로, AVR 분야 글로벌 1위 브랜드로 인정받는 기업이다. 이렇게 세계적인 기업이 아남전자에게 비중있게 ODM 제조를 맡긴다는 것이 바로 동사의 기술력을 방증하는 것이라고 판단된다.

음장효과(Sound Effect)는 소리의 원 신호에 추가적으로 변형을 거쳐 음원 제작자 또는 청취자가 의도한 대로의 소리로 바꾸는 과정이다. 즉 청취자의 환경이나 선호에 맞춰서 신호를 변형시키는 것이다. 예를 들어서 소비자가 어떤 게임을 플레이할 때 게임 자체는 입체음향을 구현할 수 있게 멀티채널 신호를 출력한다고 가정해본다. 그러나 소비자가 헤드폰만 사용해서 게임을 플레이하고 있다면, 소비자는 2채널밖에 재생할 수 없다. 따라서 멀티채널의 신호를 2채널에서 공간감을 유지한 채 재현하고자 한다면 음장효과를 적용하게 되는 것이다. 음장효과는 단순한 다운믹스 알고리즘부터 시작해서 보다 정교한 매트릭스 인코딩/디코딩, 심리음향 등을 반영한 복잡한 효과에 까지 이른다. 그 대상도 헤드폰에서부터 22채널이 넘어가는 멀티채널 환경까지 다양하다. 아남전자는 오랜 업력을 바탕으로 한 음장효과 관련 노하우와 다수의 연구인력 보유를 통해 높은 퀄리티의 전문 Audio 제품을 설계/제조하고 있다.

본사 인력 대부분이
연구개발 인력

아남전자의 본사 인력은 현재 약 130명이다. 이중 80%대가 연구개발 전문인력으로, 제품 음질을 더욱 높이고 수준 높은 신규 Audio/스피커 기기를 개발하기 위해 노력하고 있다.

본사 연구소 설비



<전자파 무반사실>



<무향실>

자료: 아남전자, 한국IR협의회 기업리서치센터

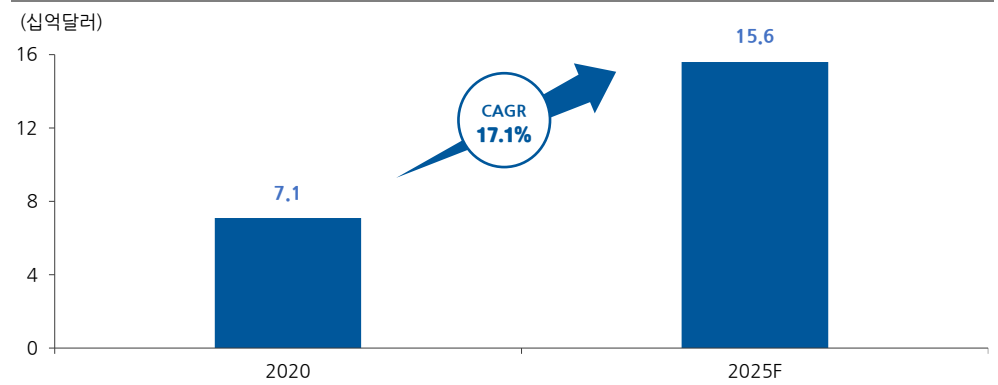
2 스마트 스피커 등 신규기기 성장 수혜

글로벌 스마트 스피커 시장은
20~25년 연평균 +17.1%

앞서 글로벌 스마트홈 시장의 성장성과 기업들의 대응을 살펴보았다. 좀더 세부적으로 스마트 스피커 관련하여 시장 동향을 알아보면 다음과 같다.

글로벌 스마트 스피커 시장규모는 2020년 71억달러에서 2025년 156억달러로 연평균 17.1% 성장할 전망이다(출처: MarketandMarket).

글로벌 스마트 스피커 시장 전망

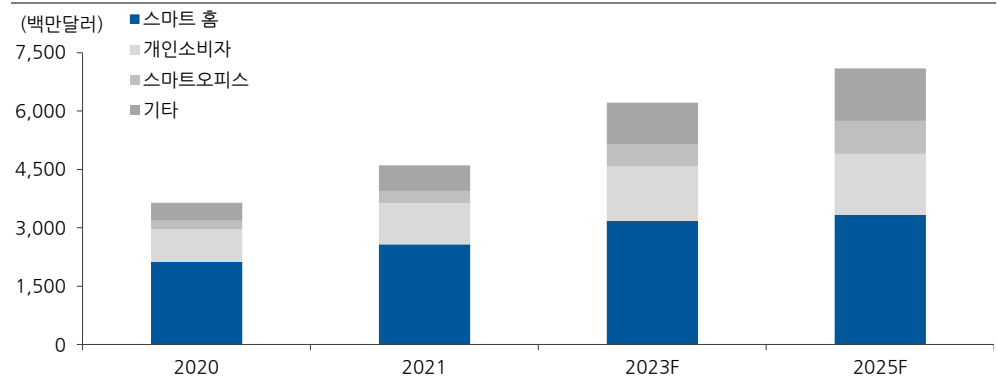


자료: MarketandMarket, KOTRA 해외시장뉴스, 한국IR협의회 기업리서치센터

스마트 스피커 용도 확장 전망











미국 지역의 사용분야별 스마트 스피커 사용 현황 및 전망을 살펴보면, 아래 그림과 같다. 스마트홈 분야가 가장 비중이 높고 성장도 견조하지만 개인소비자용 및 스마트오피스용도 견조하게 증가할 것으로 기대되고 있다. 즉 스마트 스피커의 용도는 향후 다양하게 확장될 중요한 시장임을 알 수 있다.

미국 스마트 스피커 시장 전망



자료: MarketandMarket, KOTRA 해외시장뉴스, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 시장에서 선보이는 주요 스마트 스피커 제품

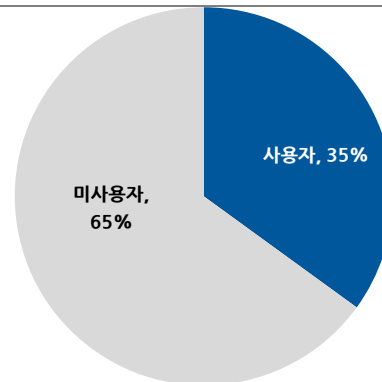
	Sonos One (Gen 2) The best smart speaker		Sonos Beam (Gen 2) The best smart speaker for TV
	Amazon Echo Dot (5th Gen) with Clock The best budget smart speaker		Bose Portable Home Speaker The best portable smart speaker
	Amazon Echo (4th Gen) The best smart speaker for Amazon Alexa		Marshall Woburn II The best smart speaker for room-filling sound
	Google Nest Audio The best smart speaker for Google Assistant		Amazon Echo Studio The best smart speaker for 3D sound
	Apple HomePod Mini The best affordable smart speaker for HomeKit		HomePod 2023 The best smart speaker for HomeKit

자료: DigitalTrends, 한국IR협의회 기업리서치센터

스마트 스피커 등
신규제품 성장 잠재력 높아

아래 표에서 알 수 있듯, 아직 스마트 스피커를 사용하지 않는 미국 내 소비자가 65%에 이르는 만큼, 향후 스마트 스피커 시장의 성장 잠재력은 높다. 이렇듯 아남전자의 NCA(New Category Audio) 부문에서 생산되는 스마트 스피커, AI 스피커, 사운드바, 블루투스 스피커 등 여러 신규제품에 대한 시장은 열려있고, 이는 동사에게 기회로 작용할 것으로 예상된다.

미국 내 스마트 스피커를 사용하는 사용자 비중



자료: Voicebotai, KOTRA 해외시장뉴스, 한국IR협의회 기업리서치센터
주: 2021년 1월, 성인인구 내 비중 기준

3 AVR 제품은 지속적으로 캐쉬카우 역할을 해줄 전망

AVR 제품 시장은 성장 가능,
AVR은 동사 캐쉬카우

산업 현황에서 전술한 바와 같이, 고가의 전문 Audio 분야인 AVR 시장은 고성장은 쉽지 않으나 낮은 성장은 가능할 것으로 예상된다. 아남전자는 관련업계 구조조정이 끝난 이 시장에서 살아남은 ODM 강자로서 지위를 유지 중이고 향후에도 이러한 동사 입지는 지속될 전망이다. 따라서 동사의 AVR 제품군은 지속적으로 캐쉬카우 역할을 해줄 것으로 기대한다.

실적 추이 및 전망

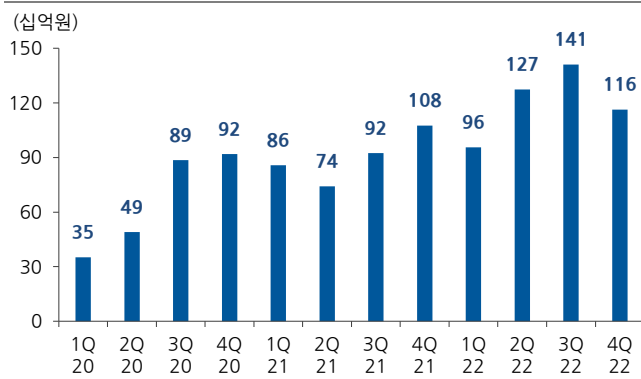
1 2022년, 신규 고객 효과와 우호적 환율로 양호한 실적 달성

2022년 연간 실적 신규 고객, 환율 효과 등으로 YoY 양호

아남전자의 2022년 4분기 실적은 비교적 양호했다. 4분기 연결기준 매출액, 영업이익은 각각 1,163억원, 34억원을 기록했다(각각 YoY +8.1%, -53.8%). 2022년 상반기부터 신규 고객이 추가된 점과 원/달러 환율 상승이 진행된 점이 매출 호조의 주원인이었다. 다만 연말 전 재고관련 손실 반영과 인건비 소폭 상승 등으로 영업이익은 전분기 및 전년 대비 감소했다.

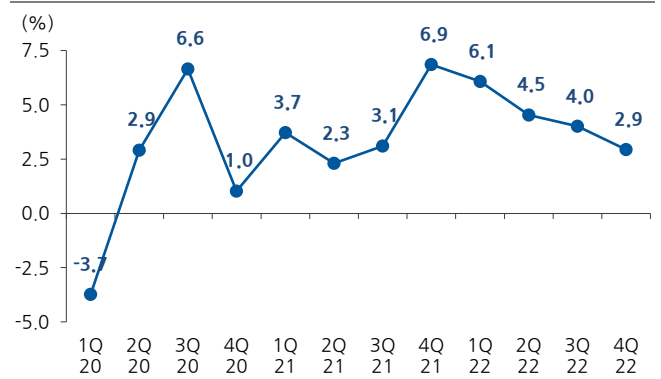
아남전자의 2022년 연간 연결기준 매출액, 영업이익은 각각 4,804억원, 206억원이었다(YoY +33.5%, +36.4%). 매출액은 신규 고객 확대와 원/달러 환율 상승 효과 등으로 전년 대비 성장했다. 영업이익은 규모의 경제 효과 확대와 베트남 공장 안정화 등에 따른 판관비 효율화, 일부 신제품 효과 등 영향으로 전년 대비 증가했다.

연결기준 분기별 매출 추이



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

연결기준 분기별 영업이익률 추이



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

신규 고객 추가가 실적에 긍정적으로 작용

2022년 매출액 YoY 증가분(33.5%) 내에서 환율효과와 물량증가 효과를 간략히 나누어 분석해보면 다음과 같다. 원/달러 평균환율은 2021년 연간 1,146원에서 2022년 연간 1,291원으로 12.7% 증가하였다. 따라서 환율효과를 제외한 물량증가 효과는 +20.8%로 추정되는데, 이는 2022년부터 AVR 분야에서 신규 고객이 추가된 영향인 것으로 분석된다.

2 2023년, 실적은 전년 수준으로 전망. 단 중장기적으로는 신제품 위주 성장 기대

2023년 실적은 전년 수준 전망. 관련은 신사업 동향

아남전자의 2023년 연간 연결기준 매출액, 영업이익은 각각 4,979억원(+3.6% YoY), 207억원(+0.3% YoY)으로 전망한다. 2022년부터 고객 추가 효과는 있지만 큰 폭의 성장을 기존 사업에서 기대하기는 단기적으로는 어렵은 점, 신사업의 성장성을 기대하나 당장 2023년에 의미있게 증가할 것으로 예상하기에는 근거가 부족한 점 등을 고려했다. 매출액은 물량효과 등으로 달러 기준으로 전년 대비 3% 증가한 수준으로 추정한다. 영업이익률은 보수적으로 전년 대비 소폭 하락을 가정하였다.

참고로 환율의 경우 2022년 연간 원/달러 환율은 평균 1,291원이었고 2023년의 경우 평균환율 1,300원을 가정하고 실적 전망을 하였다. 하반기에 경기가 소폭 안정화되며 현재 환율 수준(원/달러 환율 1,313원 내외) 보다는 환율이 소폭 내려갈 수 있다는 전제로 추정한다.

2023년에 긍정적 요인은 신사업의 성장, 기존 사업의 캐쉬카우 역할 지속 등을 고려할 수 있고, 잠재적인 부정적 요인으로는 예상보다 깊은 경기침체 도래 가능성이 있다.

각국의 글로벌 금리인상이 하반기부터 멈추며 가전 수요가 전반적으로 회복될 가능성이 있다고 판단한다. 중장기적으로는 신규 사업 위주로 동사 매출액은 성장 가능할 것으로 전망한다.

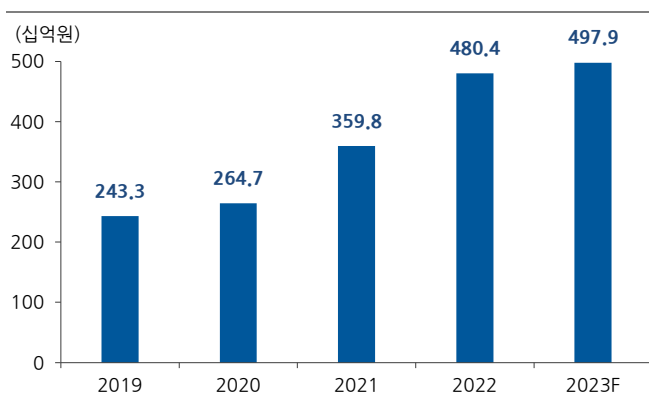
실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

구분	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	2,433	2,647	3,598	4,804	4,979
Audio 제품	2,360	2,610	3,537	4,732	4,904
Audio 부품	15	11	18	24	30
기타	58	26	43	48	45
영업이익	31	70	151	206	207
지배주주순이익	4	53	133	139	141
YoY 증감률					
매출액	26.5	8.8	35.9	33.5	3.6
영업이익	흑전	122.4	117.7	36.4	0.3
지배주주순이익	흑전	1,112.2	149.6	4.6	1.5
영업이익률	1.3	2.6	4.2	4.3	4.2
지배주주순이익률	0.2	2.0	3.7	2.9	2.8

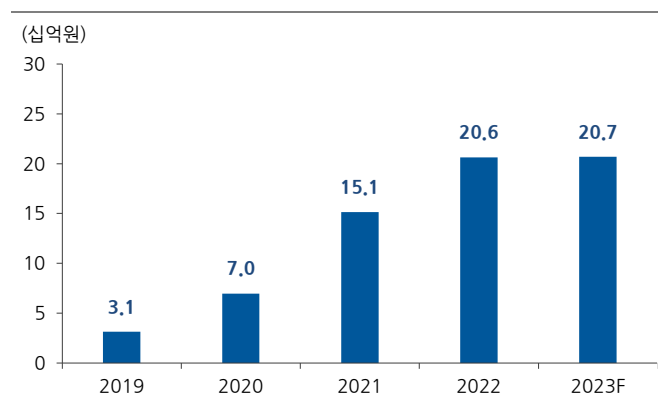
자료: Dart, 한국IR협의회 기업리서치센터

연결기준 매출액 연간 추이 및 전망



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

연결기준 영업이익 연간 추이 및 전망



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

밸류에이션은 큰 부담은 없는 상황. 향후 신사업 동향이 관건

**시장 대비 PBR 고평가,
PER 저평가**

아남전자의 현재 시가총액은 1,735억원 수준이다. 2023년 동사의 PBR, PER은 1.5배, 12.3배 정도로, 코스피 시장 (0.9배, 15.1배) 대비 PBR 측면에선 고평가, PER 측면에선 저평가 상태로 관측된다.

아남전자의 Peer그룹으로는 원론적으로는 국내 Audio 기업, 중소형가전 및 스피커 관련 기업들을 고려할 수 있다. 다만 국내에 순수 Audio 기업은 비상장사인 인켈을 제외할 시 동사가 유일한 상황이다. 따라서 국내 중소형가전 및 스피커 분야 상장기업인 위닉스, 위니아, 에스텍, 인포마크 등을 Peer그룹으로 생각해 볼 수 있다. 다만 위니아, 인포마크의 경우 각각 1) 2022년 영업적자로 전환한 점, 2) 적자가 지속되고 컨센서스가 부재한 점 등 때문에 불가피하게 Peer그룹에서 제외시켰다.

따라서 위닉스, 에스텍을 Peer로 선정했다. 동사는 Peer와 비교 시 2022년 PBR은 높은 밸류에이션을, PER은 낮은 밸류에이션을 받고 있다(Peer 평균 2022년 PBR 0.7배, PER 50.6배). 다만 위닉스의 경우 2022년 전년 대비 이익이 급감한 상황임은 주지할 필요가 있다.

참고로 ROE와 PBR은 정의 상관관계를 가진다. 아래 표에서 알 수 있듯이 동사는 Peer 대비 ROE가 높으므로 PBR이 높은 것은 일견 당연하다. 향후 동사가 ROE를 추가로 끌어올린다면 동사의 PBR은 밸류에이션 매력을 인정받아 추가 상승이 가능할 전망이다.

**신규 사업을 잘 진행한다면
향후 밸류에이션 상승 가능**

중장기적으로 아남전자가 신규 사업에 적기 투자하고 잘 진행한다면 향후 PER 밸류에이션은 상승이 가능할 것으로 판단한다.

동종 업종 밸류에이션

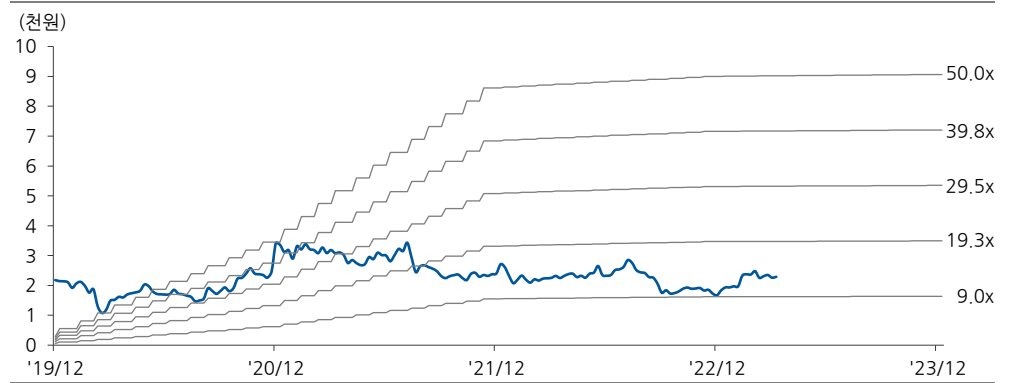
(단위: 원, 십억원, 배, %)

기업명	종가	시가총액	매출액			PER			PBR			ROE		
			2021	2022	2023F	2021	2022	2023F	2021	2022	2023F	2021	2022	2023F
코스피	2,459	1,882,218	2,920,598	3,672,553	2,802,881	-	-	15.1	-	-	0.9	-	-	-
코스닥	866	407,990	272,134	327,832	138,793	-	-	20.3	-	-	2.5	-	-	-
아남전자	2,250	174	360	480	498	13.9	9.3	12.3	2.4	1.3	1.5	19.3	15.8	13.4
위닉스	10,710	191	400	329	-	18.3	91.9	-	1.6	0.9	-	10.3	1.1	-
에스텍	7,820	85	331	468	-	-	9.4	-	0.6	0.5	-	-24.5	7.2	-
동종업계 평균	-	-	-	-	-	18.3	50.6	-	1.1	0.7	-	-	-	-

주: 2023년 4월 6일 종가기준, 2023년 비교 기업의 실적 추정은 컨센서스 기준

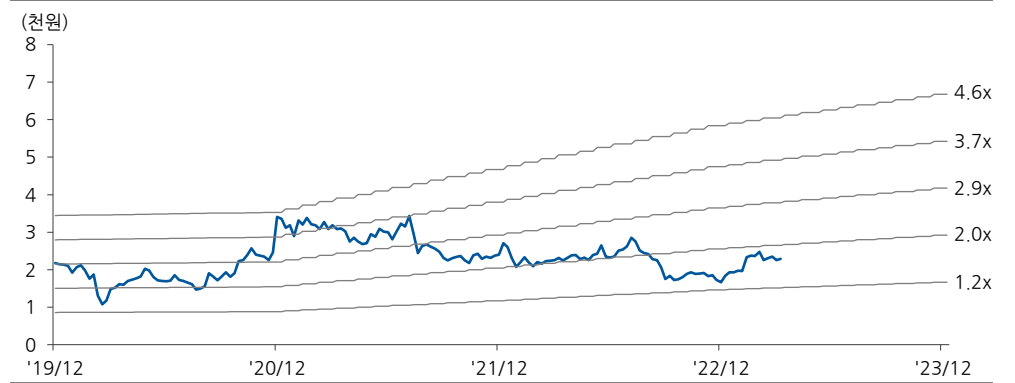
자료: Quantwise, Refinitiv, 한국IR협의회 기업리서치센터

PER Band



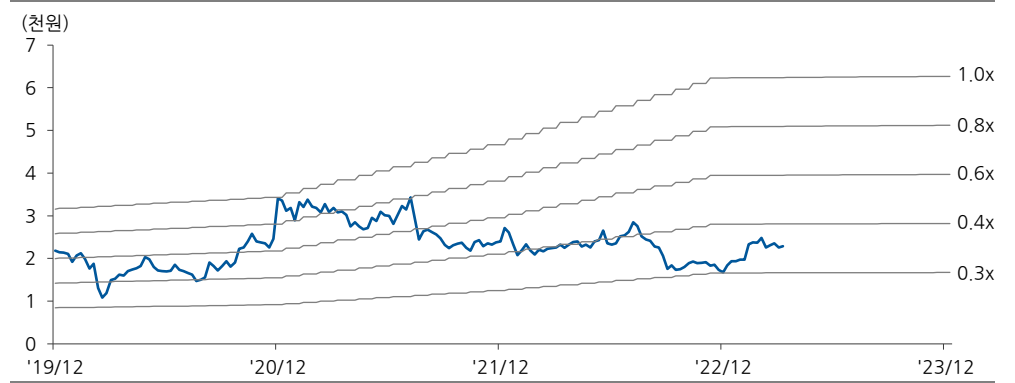
자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

PBR Band



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

PSR Band



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터


리스크 요인
원활한 자재 수급 여부, 신사업 관련 관찰 필요

**코로나19 이상의
큰 전염병 이벤트가 아닌 한
자재 수급 리스크는 제한적**

동사의 주력 사업인 AVR 제품의 경우 수요는 꾸준하고 고객의 신뢰도 받고 있다. 따라서 주문한 제품들을 납기 차질 없이 제조하여 고객에게 납품하는 것이 무엇보다 중요하다. 코로나 팬데믹 초반에 각종 부품 및 원자재 조달이 공급망 차질로 인해 잠시 위협받기도 했다. 그러나 동사는 부품 재고 관리력과 고객사와의 신뢰 지속으로 큰 문제없이 코로나 시기에도 제품 납품을 했고, 오히려 2020년 당시 전년보다 우수한 실적을 달성하기도 했다. 따라서 코로나19 이상의 큰 전염병 이벤트가 오지 않는 한 사업 진행에 있어 리스크는 제한적일 것으로 판단한다.

**향후 스마트 스피커 시장의
활성화 시 동사의 적절한 전략
실행여부 주시해야**

스마트 스피커, AI 스피커, 사운드바 등 신사업 관련은 기대와 우려가 공존한다. 글로벌 스마트 스피커 시장이 성장하고 있기 때문에 동사에게도 기회가 올 것으로 기대하나 관련하여 글로벌 IT기업들의 윈스톱 수주-납품 가능성도 존재하기 때문이다. 따라서 향후 스마트 스피커 시장이 더욱 활성화될 시점에서는 타 기업들과의 전략적 제휴나 조인트벤처 설립, 인수합병 등의 필요성도 있을 수 있다. 이와 관련하여 동사가 기민한 대처와 맞춤형 전략을 발휘할 수 있을지 향후 관찰이 필요하다.

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	2,433	2,647	3,598	4,804	4,979
증가율(%)	26.5	8.8	35.9	33.5	3.6
매출원가	2,187	2,347	3,195	4,323	4,480
매출원가율(%)	89.9	88.7	88.8	90.0	90.0
매출총이익	245	301	403	481	499
매출이익률(%)	10.1	11.4	11.2	10.0	10.0
판매관리비	214	231	252	274	292
판매비율(%)	8.8	8.7	7.0	5.7	5.9
EBITDA	80	117	212	275	282
EBITDA 이익률(%)	3.3	4.4	5.9	5.7	5.7
증가율(%)	흑전	46.0	80.2	30.1	2.3
영업이익	31	70	151	206	207
영업이익률(%)	1.3	2.6	4.2	4.3	4.2
증가율(%)	흑전	122.4	117.7	36.4	0.3
영업외손익	-26	-14	-14	-30	-29
금융수익	5	3	3	7	8
금융비용	30	19	18	38	39
기타영업외손익	-1	2	1	1	2
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	6	56	137	177	178
증가율(%)	흑전	892.8	147.3	28.8	0.6
법인세비용	1	2	4	38	37
계속사업이익	4	53	133	139	141
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4	53	133	139	141
당기순이익률(%)	0.2	2.0	3.7	2.9	2.8
증가율(%)	흑전	1,112.2	149.6	4.6	1.5
지배주주지분 순이익	4	53	133	139	141

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
영업활동으로인한현금흐름	211	-71	-293	329	570
당기순이익	4	53	133	139	141
유형자산 상각비	48	45	58	67	73
무형자산 상각비	2	3	2	2	2
외환손익	1	15	13	6	0
운전자본의감소(증가)	131	-203	-518	63	325
기타	25	16	19	52	29
투자활동으로인한현금흐름	-12	-21	2	-113	2
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	-0
유형자산의 감소	0	0	13	2	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-19	-14	-29	-136	0
기타	7	-7	18	21	2
재무활동으로인한현금흐름	-158	83	400	-318	-34
차입금의 증가(감소)	-118	115	432	-267	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-40	-32	-32	-51	-34
기타현금흐름	0	0	0	2	-0
현금의증가(감소)	42	-9	109	-99	537
기초현금	48	85	83	206	106
기말현금	90	76	192	106	644

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
유동자산	889	1,433	2,181	2,075	2,320
현금성자산	90	76	192	106	644
단기투자자산	102	106	87	88	91
매출채권	492	727	898	987	785
재고자산	200	519	980	876	781
기타유동자산	5	4	24	19	19
비유동자산	576	495	538	632	558
유형자산	423	350	375	468	395
무형자산	22	20	20	21	19
투자자산	4	5	5	8	8
기타비유동자산	127	120	138	135	136
자산총계	1,465	1,928	2,720	2,708	2,877
유동부채	851	1,313	1,840	1,657	1,686
단기차입금	490	614	1,018	835	835
매입채무	249	618	706	651	675
기타유동부채	112	81	116	171	176
비유동부채	37	23	96	71	71
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	7	0	63	49	49
기타비유동부채	30	23	33	22	22
부채총계	888	1,336	1,936	1,728	1,757
지배주주지분	577	592	784	979	1,120
자본금	399	375	409	437	437
자본잉여금	20	19	20	22	22
자본조정 등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	0	0	-0	3	3
이익잉여금	160	200	357	520	661
자본총계	577	592	784	979	1,120

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022	2023F
P/E(배)	360.3	49.4	13.9	9.3	12.3
P/B(배)	2.7	4.4	2.4	1.3	1.5
P/S(배)	0.7	1.0	0.5	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	24.3	26.3	12.8	7.4	8.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	6	69	172	180	183
BPS(원)	748	767	1,016	1,269	1,452
SPS(원)	3,153	3,431	4,664	6,226	6,453
DPS(원)	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	0.8	9.1	19.3	15.8	13.4
ROA	0.3	3.1	5.7	5.1	5.0
ROIC	2.8	7.5	11.6	10.7	11.9
안정성(%)					
유동비율	104.5	109.1	118.6	125.2	137.6
부채비율	153.9	225.7	247.0	176.4	156.8
순차입금비율	64.3	77.5	109.9	75.7	70.1
이자보상배율	1.0	3.6	8.3	5.5	6.1
활동성(%)					
총자산회전율	1.7	1.6	1.5	1.8	1.8
매출채권회전율	5.5	4.3	4.4	5.1	5.6
재고자산회전율	10.2	7.4	4.8	5.2	6.0

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.