

OLD & NEW

Overweight

OLD & New

전기전자/IT부품장비

Top Picks	투자판단	적정주가
LG이노텍 (011070)	Buy	390,000원
비에이치 (090460)	Buy	35,000원
세코닉스 (053450)	Buy (신규)	9,500원

관심종목	투자판단	적정주가
뉴프렉스 (085670)	Buy	9,000원
PI첨단소재 (178920)	Buy	44,000원
KH바텍 (060720)	Buy (신규)	29,000원
엠씨넥스 (097520)	Buy (신규)	39,000원
티엘비 (356850)	Buy (신규)	25,000원
LG전자 (066570)	Buy	150,000원
삼성전기 (009150)	Buy	170,000원
해성디에스 (195870)	Buy	60,000원
대덕전자 (353200)	Buy	28,000원
아바텍 (149950)	Buy	23,000원



전기전자/IT부품장비

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.k

r

Contents

Part I	Original Device	7	기업분석	LG이노텍 (011070)	52	기업분석	티엘비 (356860)	89
Part II	New Device	19		비에이치 (090460)	62		LG전자 (066570)	93
Part III	여전히 견고한 전장	51		세코닉스 (053450)	66		삼성전기 (009150)	98
				뉴프렉스 (085670)	70		해성디에스 (195870)	103
				PI첨단소재 (178920)	75		대덕전자 (353200)	108
				KH바텍 (060720)	80		아바텍 (149950)	113
				엠씨넥스 (097520)	84			

[Summary] OLD & NEW

Overweight

Part I

Original Device

한계에 봉착한 스마트폰, 돌파구는 프리미엄 시장

- 1H23 글로벌 스마트폰 출하량은 5.5억대로 전년대비 -8.6% 감소 추정
- 작년 발생했던 재고 문제는 세트업체들의 출하량 조절을 통해 마무리 국면에 진입한 것으로 파악되나 예상했던 수요의 반등이 미발생
- 이에 따라 스마트폰 부품 업체들이 기대했던 재고 축적 수요가 지연되는 상황
- 상반기 스마트폰 수요 부진은 작년 발생했던 스마트폰 수요의 하락이 일시적 요인이 아닌 구조적 변화에 기인한 것이라는 점을 시사
- 구조적 변화 1) 프리미엄 스마트폰에 대한 선호도 상승 → 교체주기 증가
- 구조적 변화 2) 리퍼비시 스마트폰에 대한 선호도 상승 → 중저가 수요 잠식
- 하반기 신모델 출시 모멘텀도 부족하기 때문에 기대했던 스마트폰 수요의 평균으로의 회귀는 어렵다고 판단. 이를 반영하여 올해 연간 스마트폰 출하량은 전년 대비 4.5% 감소한 11.4억대를 예상
- 다만 프리미엄 시장에서의 높은 입지를 보유하고 있는 아이폰15와 점진적인 입지를 확대가 예상되는 폴더블은 상대적으로 견고한 수요를 전망

Part II

New Device

새로운 디바이스가 필요한 시점, 애플의 시도에 주목

- 스마트폰 시장의 성장이 한계에 도달했기 때문에 신규 수요 창출을 위한 새로운 디바이스에 대한 니즈 증가
- 휴대성, 핸즈프리, 실시간성에서 스마트폰 체류시간의 한계를 보완해주는 XR 디바이스를 Next 디바이스로 주목
- 2022년 기준 XR디바이스 출하량은 883만대(-20.7% YoY) 기록. 메타가 2014년에 인수한 Oculus의 출하량 비중은 82.1%
- 올해 XR 디바이스 시장은 1) Sony의 신제품 출시 2) 하반기 Meta의 'Quest3', Apple의 'Reality Pro'출시로 2022년 대비 14.0% 성장한 1,006만대 예상
- XR디바이스 확대의 수혜 부품 ① 카메라모듈
- → ToF 중심의 3D 센싱 카메라 시장의 성장과 FPCB의 탑재량 증가 예상
- XR디바이스 확대의 수혜 부품 ② 광학렌즈
- → 광학렌즈 중 VR디바이스용 접안렌즈의 폭발적 성장 예상

[Summary] OLD & NEW

Overweight

Part III

여전히 견고한 전장

부진한 IT 수요 환경에서 높아질 매력도

- 1~4월 누적 완성차 출하량은 전년 동기 대비 5.3% 성장하며 IT 세트 대비 양호한 수요 환경을 입증
- 1Q23 기준 전기차(BEV+PHEV) 판매량 또한 전년 동기 대비 31.7% 성장하며 견고한 수요 유지
- 이에 따라 전장용 카메라모듈, MLCC, PCB 모두 IT용 부품 대비 상대적으로 양호한 실적 시현
- 완성차 출하량은 Fleet 업계의 수요 정상화와 부품 공급 정상화에 따른 대기 수요 소화로 본격적인 총 수요의 YoY 확장이 시작. 이를 통해 전장 부품 업체들은 안정적인 수요 확대를 기대
- 또한 전장 관련 장비 업체들의 작년 연말 ~ 1분기 실적 호조를 감안했을 때, 앞단의 전장부품업체들 또한 순차적인 매출인식을 통한 외형 성장을 예상
- 전장부품 중 1) 옵션 채택률 상승 및 화소수 증가를 통한 P,Q 동반 상승이 가능한 전장 카메라와 2) Q 상승과 함께 과점적 지위를 통한 가격 방어가 가능한 리드프레임 선호

Top Picks

[스마트폰] LG이노텍, 비에이치 [XR디바이스/전장] 세코닉스

- [스마트폰]
- 최선호주: LG이노텍,비에이치 - 아이폰15를 통한 하반기 실적 성장 가시성에 주목. V자 반등이 가능하다는 점에서 섹터 내 매력도 부각
- 차선호주: KH바텍 - P와 Q 동반 증가 사이클 진입
- [XR디바이스]
- 최선호주: 세코닉스 - VR용 접안렌즈 및 AR용 투사모듈 기술력 보유
- 차선호주: 뉴프렉스 - VR디바이스로 유일하게 대중화에 성공한 Oculus향 신규 부품 공급 시작. 유의미한 실적 개선 기대
- [전장]
- 최선호주: 세코닉스 - 올해 연말 기준 전장 매출 비중 81.5% 예상. 모바일이 아닌 전장부품 업체로의 인식 전환 필요
- 차선호주: 해성디에스, 엠씨넥스 - P,Q 동반 성장이 예상되는 전장카메라와 고 수익성 유지가 가능한 전장용 리드프레임 선호

기업분석

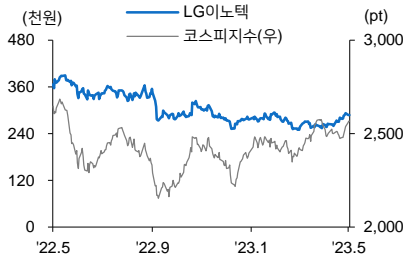
종목명	투자판단	적정주가
LG이노텍 (011070)	Buy	390,000원
비에이치 (090460)	Buy	35,000원
세코닉스 (053450)	Buy(신규)	9,500원
뉴프렉스 (085670)	Buy	9,000원
PI첨단소재 (178920)	Buy	44,000원
KH바텍 (060720)	Buy(신규)	29,000원
엠씨넥스 (097520)	Buy(신규)	39,000원
티엘비 (356860)	Buy(신규)	25,000원
LG전자 (0660570)	Buy	150,000원
삼성전기 (009150)	Buy	170,000원
해성디에스 (195870)	Buy	60,000원
대덕전자 (353200)	Buy	28,000원
아바텍 (149950)	Buy	23,000원

LG이노텍 (011070) 돌고돌아 믿을 건 아이폰

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

Buy

적정주가 (12개월)	390,000원		
현재주가 (5.24)	287,500원		
상승여력	35.7%		
KOSPI	2,567.45pt		
시가총액	68,043억원		
발행주식수	2,367만주		
유동주식비율	59.19%		
외국인비중	20.92%		
52주 최고/최저가	390,000원/250,000원		
평균거래대금	560.0억원		
주요주주(%)			
LG전자 외 1인	40.80		
국민연금공단	10.02		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.7	-5.0	-19.5
상대주가	7.9	-9.6	-18.3
주가그래프			



2023년 영업이익 1조 1,416억원(-10.2% YoY)로 컨센서스(1조 573억원) 8.0% 상회 전망

- 계절적 비수기 + 고정비 부담 증가로 2Q23 적자는 불가피(당사 추정 영업손실 -221억원)
- 다만 하반기 아이폰15 공급 확대와 함께 3Q23, 4Q23 영업이익은 컨센서스를 각각 7.5%, 6.6% 상회할 전망
- 올해 3,4분기 아이폰15 출하량은 7,850만대(+20.0% YoY, 아이폰13 7.397만대)를 예상.

아이폰15의 흥행을 기대하는 이유 1) 이연수요 2) 교체수요, 3) 업그레이드 수요

- 올해 상반기 아이폰14 이연수요에 대한 기대감이 높았으나, 1~3월 아이폰14의 판매량은 3,958만대로 전년 1~3월 아이폰 13 대비 12.6% 오히려 감소 → 하반기 아이폰15에서 기대했던 아이폰14 이연수요가 나타날 것으로 전망
- 아이폰12는 출시 후 판매량 기준 3개월간 5,486만대, 1년간 1억 5,000만대를 기록→ 장기화된 스마트폰의 교체주기를 감안해도, 아이폰12의 일부 교체수요 물량이 15에 등장할 시점
- 올해 ios17에서는 A11 Bionic 칩으로 구동되는 아이폰8과 X를 지원 기기 대상에서 제외할 가능성이 존재 . 아이폰8/X는 아이폰12와 함께 출시 후 3개월 판매량 기준 가장 흥행했던 모델
- 폴더드폼 카메라모듈 공급을 통한 P 상승과 액추에이터 일부 내재화로 인한 수익성 개선도 기대

투자의견 Buy, 적정주가 390,000원 유지

- 광학솔루션 8.2조, 기판소재 2.5조, 전장부품 0.4조, 순차입금 1.7조 → 적정시총 9.4조(주당 390,000원)
- 현재 주가는 12개월 선행 PER 7.9배, PBR 1.3배 수준으로 최근 주가 반등에도 밸류에이션 부담 없음

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	14,945.6	1,264.2	888.3	37,532	276.2	140,034	9.7	2.6	4.7	30.9	133.6
2022	19,589.4	1,271.8	979.9	41,401	10.3	180,241	6.1	1.4	3.4	25.9	129.6
2023E	20,989.2	1,141.6	868.6	36,702	-11.4	212,794	7.8	1.4	3.9	18.7	109.8
2024E	22,331.1	1,496.0	1,117.6	47,220	28.7	255,864	6.1	1.1	3.1	20.2	92.2
2025E	21,668.7	1,552.6	1,212.0	51,210	8.5	302,925	5.6	0.9	2.8	18.3	73.8

LG이노텍 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,263	1,317	1,325	1,290	1,290	1,299	1,240
매출액	3,951.7	3,702.6	5,387.4	6,547.7	4,375.8	3,682.9	5,848.8	7,081.7	19,589.4	20,989.2	22,331.1
(% QoQ)	-31.0%	-6.3%	45.5%	21.5%	-33.2%	-15.8%	58.8%	21.1%			
(% YoY)	28.7%	57.2%	41.9%	14.4%	10.7%	-0.5%	8.6%	8.2%	31.1%	7.1%	6.4%
광학솔루션	3,088.5	2,803.5	4,439.5	5,633.5	3,544.7	2,883.5	4,990.0	6,229.9	15,965	17,648	18,787
전장부품	313.8	330.5	380.8	421.4	381.6	377.2	387.2	400.3	1,446	1,547	1,721
기판소재	415.0	451.7	435.6	391.5	330.2	324.3	363.9	368.5	1,694	1,387	1,469
기타	134.5	116.9	131.5	101.3	119.3	97.8	107.6	82.9	484	408	386
영업이익	367.1	289.9	444.8	170.0	143.9	-22.1	461.6	558.2	1,271.8	1,141.6	1,496.0
(% QoQ)	-14.6%	-21.0%	53.4%	-61.8%	-15.4%	nm	nm	20.9%			
(% YoY)	5.8%	90.8%	32.5%	-60.4%	-60.8%	nm	3.8%	228.4%	0.6%	-10.2%	31.0%
광학솔루션	249.2	167.2	321.6	146.1	103.7	-67.3	384.1	503.8	877.1	924.3	1,215.3
전장부품	-1.0	-8.5	0.1	-9.2	4.7	2.1	7.0	4.4	-16.6	18.2	28.3
기판소재	107.1	123.7	113.0	28.6	25.9	37.8	61.4	45.5	376.2	170.7	227.0
기타	11.9	7.5	10.1	4.4	9.5	5.3	9.1	4.5	35.0	28.4	25.3
영업이익률 (%)	9.3%	7.8%	8.3%	2.6%	3.3%	-0.6%	7.9%	7.9%	6.5%	5.4%	6.7%
광학솔루션	8.1%	6.0%	7.2%	2.6%	2.9%	-2.3%	7.7%	8.1%	5.5%	5.2%	6.5%
전장부품	-0.3%	-2.6%	0.0%	-2.2%	1.2%	0.6%	1.8%	1.1%	-1.1%	1.2%	1.6%
기판소재	25.8%	27.4%	25.9%	7.3%	7.8%	11.7%	16.9%	12.4%	22.2%	12.3%	15.5%
기타	8.8%	6.4%	7.7%	4.4%	8.0%	5.4%	8.5%	5.4%	7.2%	7.0%	6.6%
세전이익	360.9	275.7	410.4	90.9	111.0	-57.3	426.3	530.1	1,140.7	1,010.0	1,362.9
지배주주 순이익	267.5	206.3	302.1	203.9	83.3	-95.2	386.7	493.9	979.8	868.6	1,117.6
지배주주 순이익률 (%)	6.8%	5.6%	5.6%	3.1%	1.9%	-2.6%	6.6%	7.0%	5.0%	4.1%	5.0%

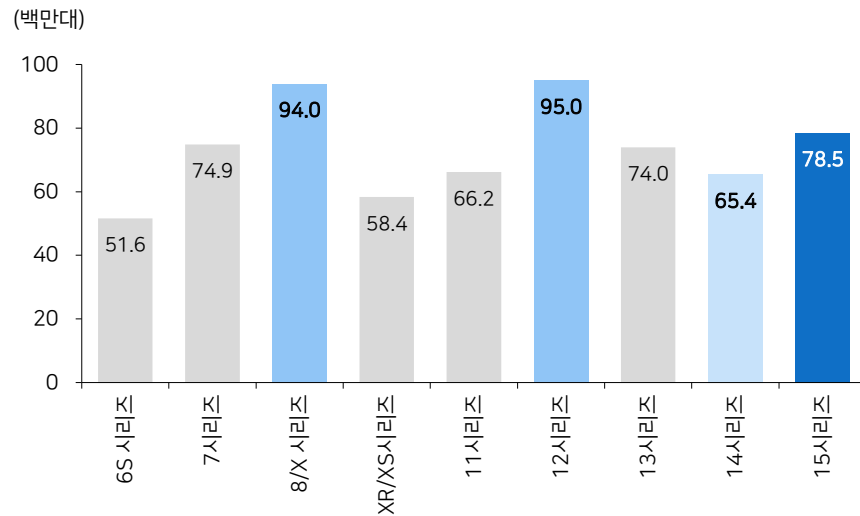
자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

출시 타이밍이 기가 막힌 아이폰15

아이폰15의 흥행 성공 예상

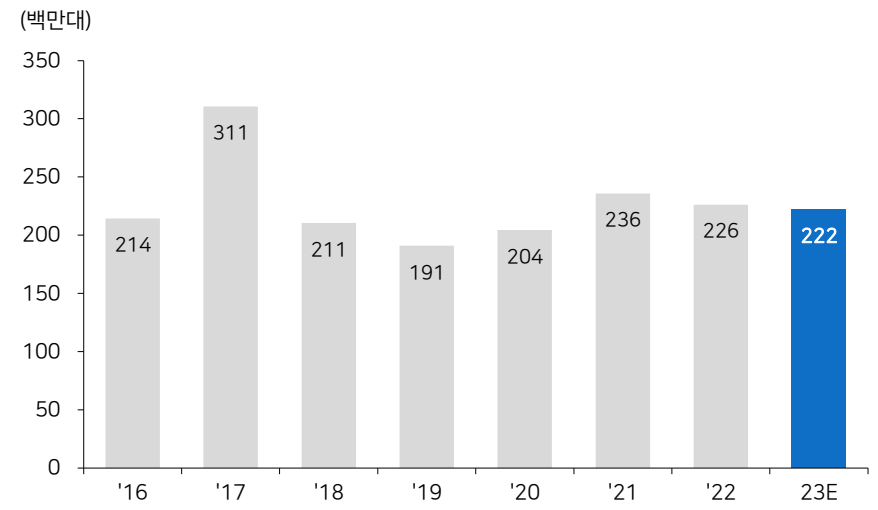
- 올해 3,4분기 아이폰15 출하량은 7,850만대(+20.0% YoY)로 전망. 흥행에 성공했던 아이폰13 대비(7,397만대) 해서도 6.1% 늘어날 것으로 예상
- IT디바이스 수요 둔화 환경이 지속됨에도 불구하고 아이폰15의 양호한 출하량을 예상하는 이유는 1) 아이폰14 이연수요 2) 아이폰 12 교체수요 3) 아이폰8/X의 업그레이드 수요를 기대하기 때문
- 아이폰15의 출하량 호조로 '23년 애플의 연간 출하량은 다른 스마트폰 세트업체 대비 상대적으로 양호한 2.22억대(-1.8% YoY)를 전망

아이폰 모델별 출시 후 2개분기 누적 출하량



주: 아이폰15는 당사 예상치
자료: 메리츠증권 리서치센터

아이폰 전모델 합산 글로벌 출하량 전망



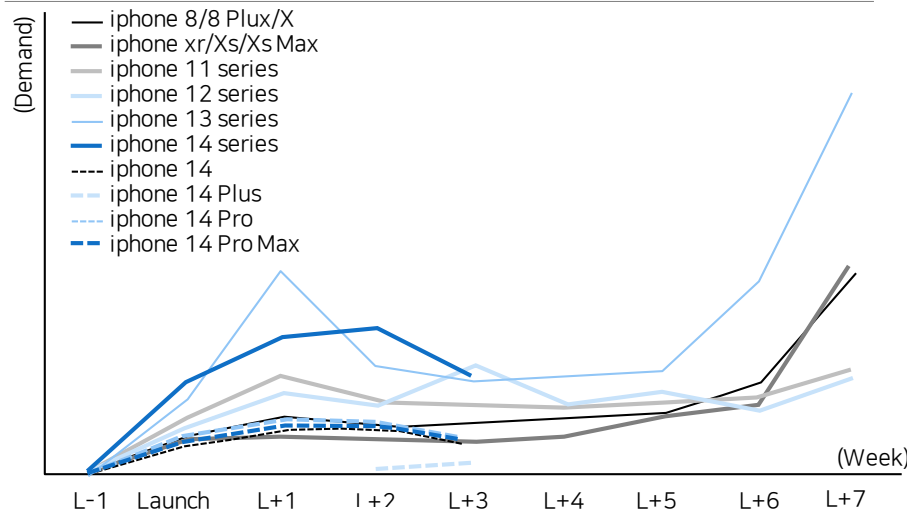
주: '23년은 당사 예상치
자료: 메리츠증권 리서치센터

아이폰14의 이연수요

올해 상반기 발생하지 않은
아이폰14의 이연수요 기대

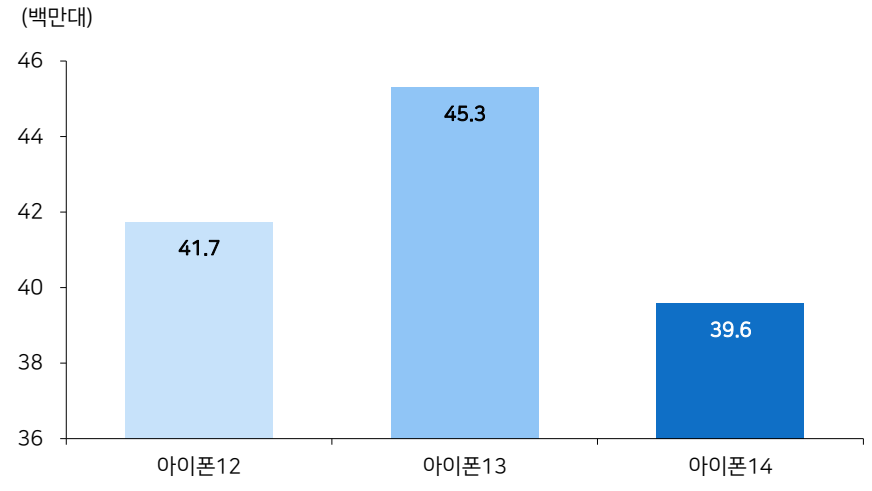
- 중국 기준 아이폰14는 아이폰14플러스의 늦은 출시에도 불구하고 출시 초기에는 아이폰13 대비 높은 판매량을 기록 → 기대감이 높았던 모델
- 그러나 아이폰 수요의 성수기인 4Q22에 폭스콘 정저우 공장 가동 중단으로 공급·수요의 불균형이 발생
- 이로 인해 사라진 대기수요가 이연수요로 올해 상반기에 나타날 것 기대했으나 1~3월 아이폰14의 판매량은 3,958만대로 전년 1~3월 아이폰 13 대비 12.6% 오히려 감소
- 이는 매크로 환경의 악화와 동시에 USB C Type, 폴디드줌 적용, 일반 모델의 Dynamic island 적용 등의 아이폰15의 스펙 변화가 구체적으로 알려졌기 때문
- 당사는 올해 상반기 나타나지 않은 아이폰14의 이연수요가 하반기 아이폰15에서 일부 나타날 것으로 전망

아이폰 출시 후 중국 내 주간 판매량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

1~3월 아이폰 신모델 판매량 추이



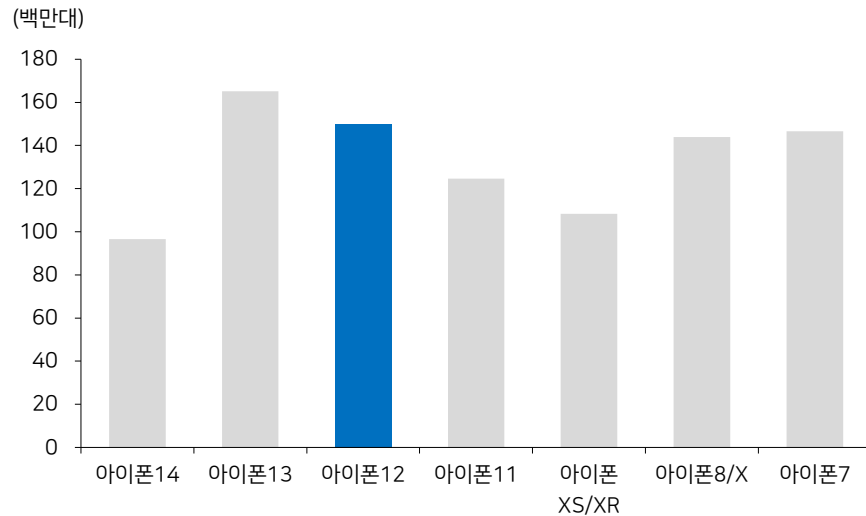
자료: 메리츠증권 리서치센터

아이폰12의 교체수요

아이폰12의 일부 교체수요 물량 등장 전망

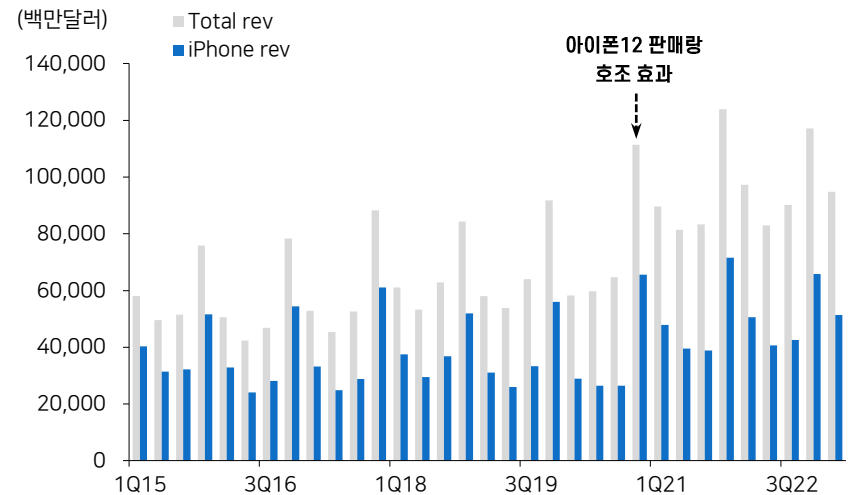
- 아이폰12는 출시 후 3개월간 판매량 5,486만대(아이폰13 4,421만대)을 기록하며 아이폰6 이후 6년 만에 슈퍼사이클에 성공한 모델
- 일년 누적 판매량 기준으로는 늦은 출시(10~11월)에도 불구하고 1억 5,000만대를 돌파
- ① 6년 만에 바뀐 디자인 ② 제품 다변화(첫 미니 모델 출시) ③ 5G 폰이라는 상징성 ④ 화웨이 몰락으로 교체 수요가 대거 집중 → 애플의 아이폰12 출시 분기의 아이폰 매출은 650억달러, 분기 전체 매출은 사상 처음으로 1,000억 달러 돌파
- 장기화된 스마트폰의 교체주기를 감안해도, 아이폰12의 일부 교체수요 물량이 15에 등장할 시점

애플 모델별 판매량 추이



주: 아이폰14는 '22년 9월 ~ '23년 3월 누적 기준
 자료: 메리츠증권 리서치센터

애플의 분기별 매출액 및 아이폰 매출액 추이



자료: Apple, 메리츠증권 리서치센터

아이폰 8과 X의 업그레이드 수요 기대

iOS 지원 대상 기기에서
아이폰8과 X의 추가 제외
가능성 존재

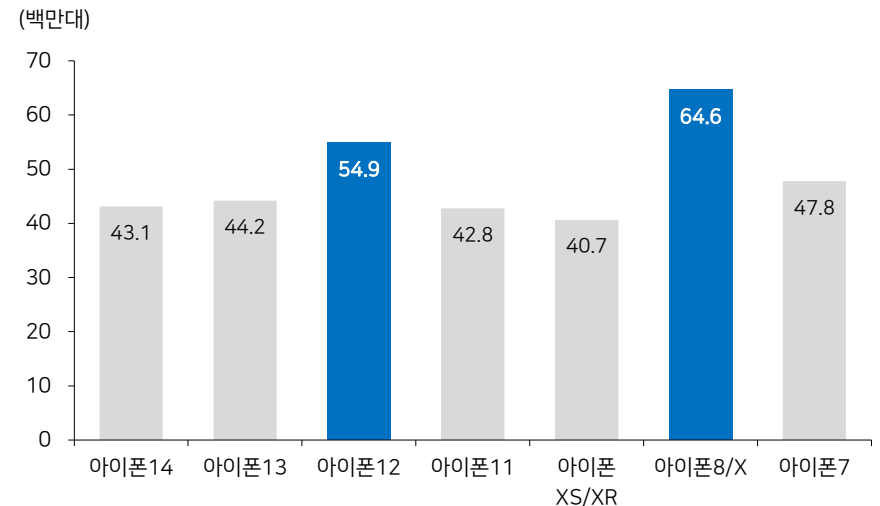
- Apple이 연례 WWDC 첫날(6월5일) 기조 연설에서 iOS17을 발표할 전망. 실제 적용 예상 시점은 9월
- 이번 iOS17에서는 iOS11 이후 6년 만에 제어센터가 바뀌는 등 유의미한 변화가 예상
- 작년 WWDC에서 발표한 iOS 16의 경우 지원 기기 대상에서 1세대 SE, 아이폰 6s/6s 플러스, 아이폰 7/7 플러스를 제외
- 이는 A5~A11 칩이 탑재된 아이폰과 아이패드는 애플이 더 이상 보안 취약점 패치를 할 수 없다는 문제가 존재하기 때문
- 이에 따라 올해 iOS17에서는 A11 Bionic 칩으로 구동되는 아이폰8과 X를 지원 기기 대상에서 제외할 가능성이 존재 → 아이폰8과 X 사용자들의 업그레이드 수요 기대
- 아이폰12와 아이폰8/X는 출시 후 3개월 판매량 기준 가장 흥행했던 모델

iOS16 발표 당시 6S, 7, SE 1세대의 업데이트가 중단



자료: Apple

출시 후 3개월 기준 가장 높은 판매량을 기록했던 아이폰8과 X



자료: 메리츠증권 리서치센터

아이폰 카메라 스펙 변화 예상 (메리츠 추정)



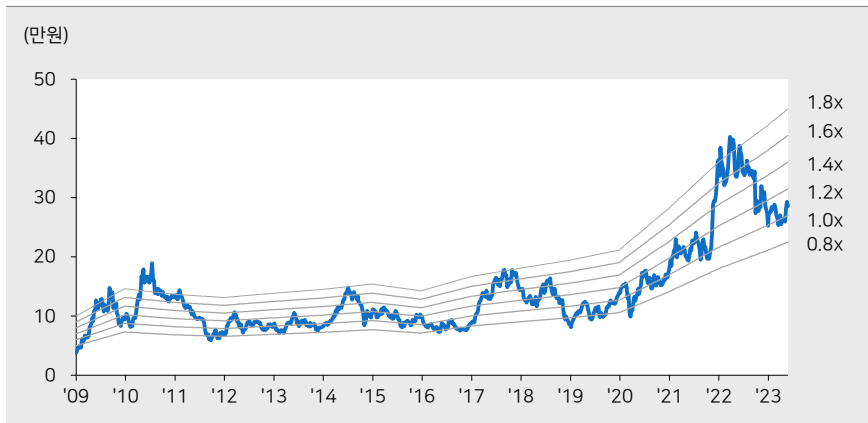
자료: 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍 밸류에이션 테이블

(배)			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
주가 (원)	High		109,000	109,000	151,000	119,500	98,500	188,000	170,000	140,000	208,500	375,000	414,500	
	Low		67,200	68,800	80,100	78,600	70,500	84,700	83,500	80,000	75,700	180,000	249,000	
	Average		85,745	84,813	112,653	98,340	82,506	144,530	130,508	110,413	150,799	224,690	335,939	
확정치	PBR	High	1.7	1.7	2.1	1.6	1.3	2.3	1.9	1.5	2.0	2.7	2.3	
		Low	1.1	1.1	1.1	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9	0.7	1.3	1.4	
		Average	1.4	1.3	1.6	1.3	1.1	1.8	1.5	1.2	1.5	1.6	1.9	
	BPS	(원)	62,876	65,287	71,681	74,578	75,145	82,426	89,501	93,151	102,576	140,034	180,241	212,794
	ROE	(%)	-1.9	1.2	7.5	5.5	0.3	9.4	8.0	4.7	10.2	30.9	25.9	18.7
	컨센서스	PBR	High	1.7	1.6	2.1	1.6	1.4	2.3	1.9	1.4	2.0	2.7	2.2
Low			1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7	1.3	1.3	
Average			1.3	1.2	1.6	1.3	1.2	1.7	1.4	1.1	1.4	1.6	1.8	
BPS		(원)	65,709	69,299	72,561	77,015	71,321	83,448	90,546	97,221	105,821	140,761	186,240	205,514
ROE		(%)	0.6	2.9	10.0	6.9	-1.7	10.8	9.5	8.3	12.9	30.8	27.6	16.2

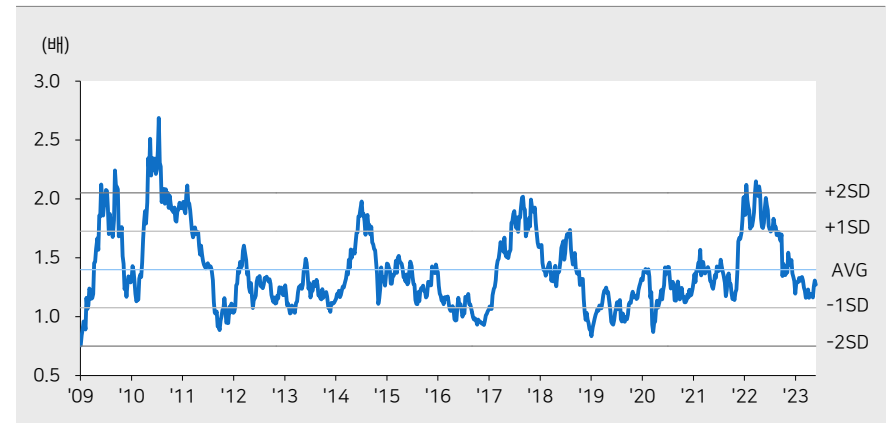
자료: 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍 PBR 변화 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍 밸류에이션 테이블 (2)

(배)			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	
주가 (원)	High		109,000	109,000	151,000	119,500	98,500	188,000	170,000	140,000	208,500	375,000	414,500		
	Low		67,200	68,800	80,100	78,600	70,500	84,700	83,500	80,000	75,700	180,000	249,000		
	Average		85,745	84,813	112,653	98,340	82,506	144,530	130,508	110,413	150,799	224,690	335,939		
확정치	PER	High		141.5	30.1	29.7	470.7	25.5	24.7	32.4	20.9	10.0	10.0		
		Low		nm	89.3	16.0	19.6	336.9	11.5	12.1	18.5	7.6	4.8	6.0	
		Average		nm	110.1	22.4	24.5	394.2	19.6	18.9	25.5	15.1	6.0	8.1	
	EPS	(원)		-1,237	770	5,020	4,018	209	7,385	6,891	4,323	9,977	37,532	41,401	36,702
		Growth (%)		-82.9	-162.3	551.5	-20.0	-94.8	3,428.8	-6.7	-37.3	130.8	276.2	10.3	-11.4
컨센서스	PER	High		56.9	22.3	23.3	nm	22.0	20.8	18.1	16.2	10.0	9.2		
		Low		165.9	35.9	11.8	15.3	nm	9.9	10.2	10.4	5.9	4.8	5.5	
		Average		211.7	44.2	16.6	19.2	nm	16.9	16.0	14.3	11.7	6.0	7.5	
	EPS	(원)		405	1,917	6,766	5,128	-1,272	8,564	8,178	7,728	12,867	37,504	45,048	31,156
		Growth (%)		흑전	흑전	778.2	2.2	-131.7	3,992.2	10.7	12.1	197.7	275.9	20.0	-24.7

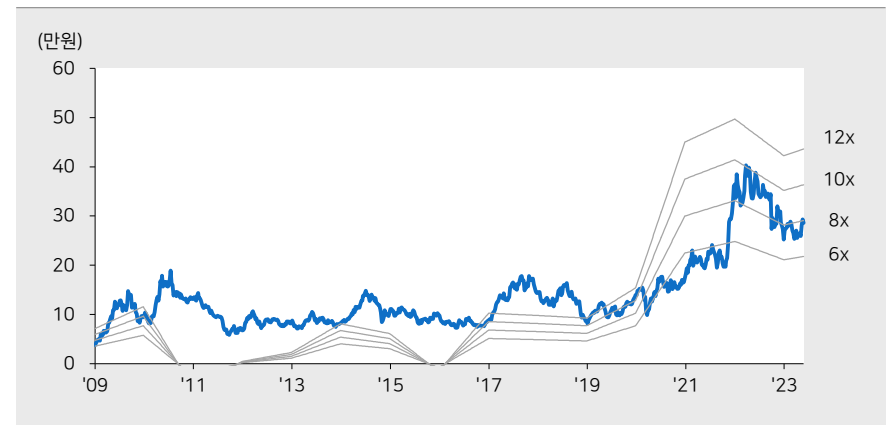
자료: 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍 적정주가 산정표

(십억원)	가치	EBITDA	배수	비고
영업가치	11,079			
광학솔루션	8,117	1,708	4.8	2014년,2017년,2020년,2020년 평균
기판소재	2,522	336	7.5	Nanya PCB, Kinsus, Unimicron 평균
전자부품	439	83	5.3	만도 EV/EBITDA
비영업가치	0			
순차입금	1,735			1Q23말 기준
주주가치	9,344			
주식수 (백만주)	24			
주당적정가치 (원)	394,813			
적정주가 (원)	390,000			
현재주가 (원)	287,500			
상승여력 (%)	35.7%			

자료: 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍 (011070)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	14,945.6	19,589.4	20,989.2	22,331.1	21,668.7
매출액증가율(%)	56.6	31.1	7.1	6.4	-3.0
매출원가	12,815.1	17,215.0	18,300.0	18,970.1	18,407.4
매출총이익	2,130.5	2,374.4	2,689.2	3,361.0	3,261.3
판매비와관리비	866.3	1,102.7	1,547.7	1,865.0	1,708.7
영업이익	1,264.2	1,271.8	1,141.6	1,496.0	1,552.6
영업이익률(%)	8.5	6.5	5.4	6.7	7.2
금융손익	-40.9	-122.9	-115.4	-112.5	-100.5
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-30.1	-13.8	-16.1	-20.6	-21.3
세전계속사업이익	1,193.2	1,135.1	1,010.0	1,362.9	1,430.8
법인세비용	314.3	158.2	141.4	245.3	218.8
당기순이익	888.3	979.9	868.6	1,117.6	1,212.0
지배주주지분 순이익	888.3	979.9	868.6	1,117.6	1,212.0
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	4,113.4	4,713.8	4,464.8	4,792.8	4,961.3
현금및현금성자산	565.9	577.9	33.3	78.1	386.4
매출채권	1,895.4	1,792.9	1,921.0	2,043.8	1,983.2
재고자산	1,392.0	1,978.8	2,120.2	2,255.7	2,188.8
비유동자산	3,628.0	5,079.8	6,103.2	6,844.4	7,502.2
유형자산	3,146.4	4,131.0	5,185.7	5,949.9	6,634.1
무형자산	198.1	204.5	165.9	136.1	113.0
투자자산	57.0	118.6	125.8	132.7	129.3
자산총계	7,741.4	9,793.6	10,568.0	11,637.2	12,463.5
유동부채	3,310.3	4,270.4	4,261.8	4,477.8	4,360.6
매입채무	1,565.9	1,992.4	2,134.7	2,271.2	2,203.8
단기차입금	1.3	207.6	207.6	207.6	207.6
유동성장기부채	414.9	446.6	190.3	168.9	168.9
비유동부채	1,116.9	1,257.4	1,270.0	1,103.8	933.5
사채	457.8	292.4	302.8	230.9	159.0
장기차입금	615.1	921.9	921.3	824.2	727.1
부채총계	4,427.2	5,527.8	5,531.7	5,581.6	5,294.1
자본금	118.3	118.3	118.3	118.3	118.3
자본잉여금	1,133.7	1,133.7	1,133.7	1,133.7	1,133.7
기타포괄이익누계액	14.4	45.0	45.0	45.0	45.0
이익잉여금	2,048.1	2,969.2	3,739.6	4,758.9	5,872.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,314.2	4,265.8	5,036.2	6,055.6	7,169.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,177.6	1,515.0	1,825.6	2,198.7	2,479.9
당기순이익(손실)	888.3	979.9	868.6	1,117.6	1,212.0
유형자산감가상각비	723.8	840.9	995.3	1,124.5	1,253.0
무형자산상각비	45.8	44.9	48.6	39.8	33.1
운전자본의 증감	-845.0	-403.1	-45.1	-43.3	21.4
투자활동 현금흐름	-1,008.3	-1,996.7	-2,025.9	-1,866.0	-1,904.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,010.4	-1,716.9	-2,050.0	-1,888.6	-1,937.3
투자자산의 감소(증가)	-3.1	-61.6	-7.2	-6.9	3.4
재무활동 현금흐름	-309.6	441.4	-344.3	-288.0	-267.4
차입금증감	-248.2	524.4	-246.1	-189.8	-169.2
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-128.7	12.0	-544.6	44.7	308.4
기초현금	694.6	565.9	577.9	33.3	78.1
기말현금	565.9	577.9	33.3	78.1	386.4
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	631,493	827,706	886,851	943,549	915,562
EPS(지배주주)	37,532	41,401	36,702	47,220	51,210
CFPS	81,048	90,559	87,484	107,550	115,085
EBITDAPS	85,932	91,159	92,338	112,403	119,938
BPS	140,034	180,241	212,794	255,864	302,925
DPS	3,000	4,150	4,150	4,150	4,150
배당수익률(%)	0.8	1.6	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	9.7	6.1	7.8	6.1	5.6
PCR	4.5	2.8	3.3	2.7	2.5
PSR	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	2.6	1.4	1.4	1.1	0.9
EBITDA	2,033.8	2,157.5	2,185.4	2,660.3	2,838.6
EV/EBITDA	4.7	3.4	3.9	3.1	2.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	30.9	25.9	18.7	20.2	18.3
EBITDA이익률	13.6	11.0	10.4	11.9	13.1
부채비율	133.6	129.6	109.8	92.2	73.8
금융비용부담률	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	30.8	23.6	16.9	25.0	29.0
매출채권회전율(x)	9.9	10.6	11.3	11.3	10.8
재고자산회전율(x)	13.3	11.6	10.2	10.2	9.8

비에이치 (090460) 하반기부터 ‘노 브레이크’

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

Buy

적정주가 (12개월)	35,000원
현재주가 (5. 24)	24,550원
상승여력	42.6%
KOSDAQ	855.46pt
시가총액	8,461억원
발행주식수	3,446만주
유동주식비율	70.67%
외국인비중	7.83%
52주 최고/최저가	32,850원/20,500원
평균거래대금	210.8억원
주요주주(%)	
이경환 외 3인	21.24

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.4	-9.7	-12.2
상대주가	7.4	-22.1	-11.2

주가그래프



2Q23 매출액 3,429억원(+9.2% QoQ, +0.3% YoY), OP 173억원(+94.2% QoQ, -28.0% YoY) 예상

- 계절적 비수기에도 1) 아이폰 래거시 모델 주문 증가 2) 폴더블 양산 시작으로 매출액과 수익성 모두 전분기 대비 성장 예상
- BH EVS는 높은 수주잔고의 인식과 함께 우호적인 환율 효과가 반영되어 2개 분기 연속 700억을 상회하는 매출 전망

2023년 영업이익 1,277억원(-2.8% YoY)로 컨센서스(1,216억원) 4.8% 상회 전망

- 1) 북미 고객사향으로 디스플레이 RF-PCB 추가 진입이 예상되었던 국내 경쟁사는 개발 참여가 내년으로 연기
- 2) 국내 디스플레이 고객사와 경쟁관계인 중국 디스플레이 업체는 신모델 빛샘공정에서 수율 이슈가 지속 발생 중
- 3) 프로 모델에서 국내 디스플레이 고객사의 점유율 하락 가능성이 존재하나, 아이폰15 전반적인 판매량 증가를 통해 하반기 YoY 실적 성장 가시성은 매우 높다고 판단

투자의견 Buy, 적정주가 35,000원으로 +2.9% 소폭 상향

- 12개월 선행 EPS(3,474원) X 10.2배(EPS 기준 역성장 기록한 '19~'20년 평균) → 종전 대비 '24년 EPS 4.9% 상향
- 동사 현재 주가는 12개월 선행 P/E 기준 6.9배로 동사 과거 5년 P/E 저점 평균(7.0배) 수준에서 거래 중
- 하반기 성수기 진입과 1H24 출시 예정인 OLED 탑재 차세대 아이패드향 신규 부품 공급 가능성을 감안했을 때, 점진적인 비중확대가 유효한 시점

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,037.0	71.1	81.7	2,428	210.6	12,067	9.6	1.9	7.9	22.5	94.5
2022	1,681.1	131.3	143.9	4,206	69.3	16,270	5.3	1.4	4.8	29.7	74.3
2023E	1,716.7	127.7	110.6	3,210	-23.7	19,250	7.6	1.3	4.3	18.1	81.1
2024E	1,860.0	157.2	135.6	3,933	22.5	22,953	6.2	1.1	3.3	18.6	70.6
2025E	1,989.8	165.4	147.0	4,266	8.5	26,989	5.8	0.9	2.6	17.1	61.4

비에이치 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2023E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,317	1,325	1,290	1,290	1,302	1,240
매출액	366.2	342.0	474.9	502.6	313.9	342.9	551.4	508.4	1,685.7	1,716.7	1,860.0
(% QoQ)	-8.9%	-6.6%	38.9%	5.8%	-37.5%	9.2%	60.8%	-7.8%			
(% YoY)	163.9%	110.6%	42.3%	25.0%	-14.3%	0.3%	16.1%	1.2%	62.6%	1.8%	8.3%
Display (애플)	260.5	238.2	363.5	355.0	156.6	175.6	367.4	339.4	1,217.2	1,038.9	986.1
Display (애플 외)	62.1	61.1	67.4	51.0	55.9	59.4	70.3	56.2	241.6	241.8	294.3
안테나	13.5	14.4	14.1	11.0	9.0	11.5	11.6	11.0	53.0	43.0	42.8
Battery	16.8	12.0	13.0	10.5	9.2	9.6	11.1	9.5	52.3	39.3	39.2
전장(EV, BMS Cable)	8.5	8.0	12.1	12.0	10.9	12.4	17.5	18.0	40.6	58.8	82.4
BH EVS	0.0	0.0	0.0	61.1	70.3	71.8	72.1	73.5	0.0	287.1	297.0
기타 매출	4.8	5.3	3.1	2.0	1.0	2.7	1.6	1.0	6.2	6.5	6.6
영업이익	22.4	24.1	59.0	25.8	8.9	17.3	59.4	42.0	131.3	127.7	157.2
(% QoQ)	94.0%	7.4%	145.4%	-56.3%	-65.4%	94.2%	243.2%	-29.3%			
(% YoY)	흑전	흑전	35.0%	-40.6%	-60.2%	-28.0%	0.7%	62.7%	84.7%	-2.8%	23.2%
영업이익률 (%)	6.1%	7.0%	12.4%	5.1%	2.8%	5.1%	10.8%	8.3%	7.8%	7.4%	8.5%
세전이익	33.6	43.3	78.9	8.7	26.1	17.5	59.7	31.7	164.5	135.0	163.0
지배주주순이익	29.4	33.0	67.8	13.7	25.4	9.9	53.0	22.4	143.9	110.6	135.5
지배주주순이익률 (%)	8.0%	9.7%	14.3%	2.7%	8.1%	2.9%	9.6%	4.4%	8.5%	6.4%	7.3%

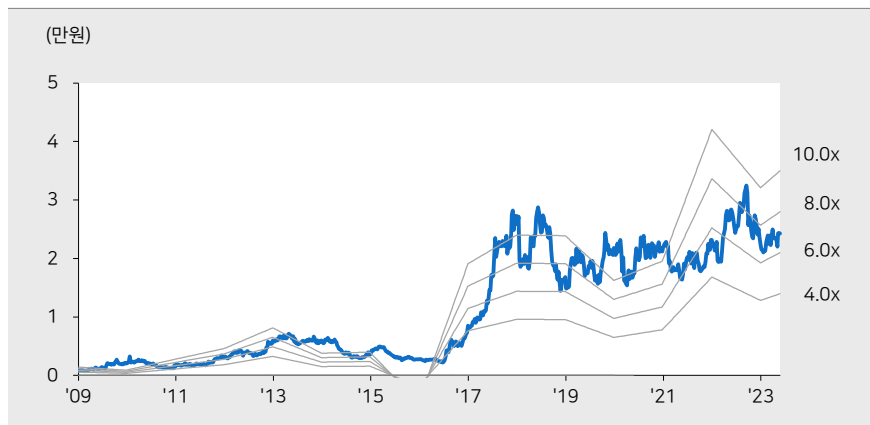
자료: 비에이치, 머릿츠증권 리서치센터

비에이치 밸류에이션 테이블

(배)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	
주가 (원)	High	12,400	14,900	12,950	10,300	17,300	31,750	29,750	25,150	26,950	24,600	33,900		
	Low	5,590	9,130	5,650	4,945	4,100	14,850	13,750	14,050	12,150	15,750	18,600		
	Average	7,937	12,157	8,647	7,141	7,935	21,696	21,482	19,046	20,393	19,633	25,424		
확정치	PER (배)	High	26.0	20.7	31.8	37.1	nm	21.4	11.1	14.2	34.5	10.1	8.1	
		Low	11.7	12.7	13.9	17.8	nm	10.0	5.1	7.9	15.5	6.5	4.4	
		Average	16.6	16.9	21.3	25.7	nm	14.6	8.0	10.8	26.1	8.1	6.0	
	EPS (원)	EPS	477	720	407	278	-783	1,483	2,682	1,770	782	2,428	4,206	3,209
		Growth (%)	32.3	50.9	-43.5	-31.7	nm	nm	80.8	-34.0	-55.8	210.6	73.2	-23.7
컨센서스	PER (배)	High	26.9	18.3	34.0	25.9	nm	16.6	12.4	10.5	16.6	12.6	7.6	
		Low	12.1	11.2	14.8	12.4	nm	7.8	5.7	5.9	7.5	8.1	4.2	
		Average	17.2	14.9	22.7	17.9	nm	11.3	9.0	8.0	12.5	10.0	5.7	
	EPS (원)	EPS	461	815	381	398	-458	1,912	2,399	2,390	1,625	1,955	4,449	3,315
		growth (%)	27.8	70.8	-47.1	-2.1	nm	nm	61.7	-0.4	-32.0	20.3	127.6	-25.5

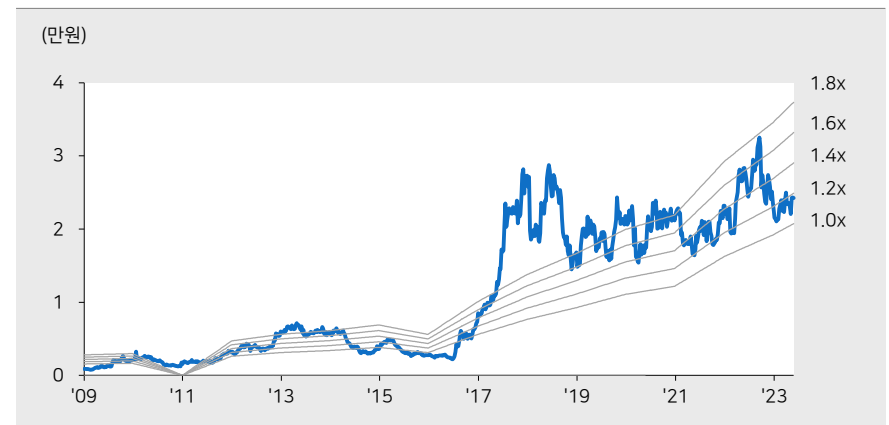
자료: 메리츠증권 리서치센터

비에이치 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

비에이치 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

비에이치 (090460)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,037.0	1,681.1	1,716.7	1,860.0	1,989.8
매출액증가율(%)	43.8	62.1	2.1	8.3	7.0
매출원가	936.5	1,488.2	1,530.8	1,638.1	1,759.2
매출총이익	100.5	192.9	185.9	221.8	230.6
판매비와관리비	29.4	61.6	58.2	64.6	65.3
영업이익	71.1	131.3	127.7	157.2	165.4
영업이익률(%)	6.9	7.8	7.4	8.5	8.3
금융손익	0.2	-1.8	-5.6	-3.0	0.8
종속/관계기업관련손익	2.3	4.9	4.9	4.9	4.9
기타영업외손익	30.8	30.2	8.1	3.9	3.6
세전계속사업이익	104.4	164.5	135.0	163.0	174.6
법인세비용	22.7	23.8	26.9	30.5	30.9
당기순이익	81.7	140.7	108.1	132.5	143.7
지배주주지분 순이익	81.7	143.9	110.6	135.6	147.0
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	505.0	529.2	762.2	902.3	1,054.0
현금및현금성자산	98.2	89.9	313.6	416.2	533.9
매출채권	217.3	128.8	131.6	142.5	152.5
재고자산	114.4	99.7	101.8	110.3	118.0
비유동자산	288.4	478.1	465.7	466.8	460.5
유형자산	240.6	263.2	254.6	256.6	251.2
무형자산	4.0	124.4	119.8	115.5	111.5
투자자산	32.1	60.3	61.2	64.5	67.6
자산총계	793.4	1,007.3	1,227.9	1,369.1	1,514.5
유동부채	371.5	412.1	532.1	547.6	556.1
매입채무	174.7	173.5	177.2	192.0	205.4
단기차입금	138.6	172.3	287.3	282.3	272.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	13.9	17.3	17.6	18.8	19.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
부채총계	385.4	429.3	549.7	566.3	575.9
자본금	16.9	17.2	17.2	17.2	17.2
자본잉여금	75.4	90.8	90.8	90.8	90.8
기타포괄이익누계액	15.3	19.3	19.3	19.3	19.3
이익잉여금	350.3	487.9	590.6	718.2	857.3
비지배주주지분	0.0	17.3	14.8	11.7	8.4
자본총계	408.0	578.0	678.2	802.7	938.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	33.1	197.4	153.3	166.7	176.3
당기순이익(손실)	81.7	140.7	108.1	132.5	143.7
유형자산감가상각비	34.7	42.2	53.6	48.0	45.3
무형자산상각비	0.2	1.9	4.6	4.3	4.0
운전자본의 증감	-99.2	9.5	-3.2	-12.8	-11.6
투자활동 현금흐름	-35.3	-240.0	-36.8	-51.1	-40.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-41.2	-66.5	-45.0	-50.0	-40.0
투자자산의 감소(증가)	-5.0	-28.3	-0.8	-3.4	-3.1
재무활동 현금흐름	36.3	35.1	107.1	-12.9	-17.9
차입금증감	46.1	22.8	115.0	-4.9	-9.9
자본의증가	4.6	15.7	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	34.1	-8.3	223.6	102.7	117.8
기초현금	64.0	98.2	89.9	313.5	416.2
기말현금	98.2	89.9	313.5	416.2	533.9
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	30,806	49,127	49,810	53,967	57,735
EPS(지배주주)	2,428	4,206	3,210	3,933	4,266
CFPS	4,109	6,438	5,366	6,053	6,204
EBITDAPS	3,150	5,124	5,392	6,080	6,230
BPS	12,067	16,270	19,250	22,953	26,989
DPS	250	250	250	250	250
배당수익률(%)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	9.6	5.3	7.6	6.2	5.8
PCR	5.6	3.5	4.6	4.1	4.0
PSR	0.8	0.5	0.5	0.5	0.4
PBR	1.9	1.4	1.3	1.1	0.9
EBITDA	106.0	175.3	185.9	209.5	214.7
EV/EBITDA	7.9	4.8	4.3	3.3	2.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	22.5	29.7	18.1	18.6	17.1
EBITDA이익률	10.2	10.4	10.8	11.3	10.8
부채비율	94.5	74.3	81.1	70.6	61.4
금융비용부담률	0.3	0.3	0.5	0.6	0.5
이자보상배율(x)	19.7	24.6	14.6	14.6	15.7
매출채권회전율(x)	6.3	9.7	13.2	13.6	13.5
재고자산회전율(x)	10.1	15.7	17.0	17.5	17.4

세코닉스 (053450) 전장과 XR 성장 모멘텀을 동시에

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

Buy (신규)

적정주가 (12개월)	9,500원
현재주가 (5.24)	6,840원
상승여력	38.9%
KOSDAQ	855.46pt
시가총액	1,012억원
발행주식수	1,479만주
유동주식비율	79.37%
외국인비중	6.92%
52주 최고/최저가	9,890원/4,925원
평균거래대금	5.9억원
주요주주(%)	
박원희 외 4인	19.52

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.8	20.6	-30.6
상대주가	14.7	4.1	-29.8

주가그래프



2Q23 OP 30억원(+6.5% QoQ, + 24.2% YoY, OPM:2.3%) 예상

- 2Q23에도 차량용 부품 판매 호조와 자체적인 비용 절감 효과로 매출액과 수익성 모두 전분기 대비 성장 예상
- 주요 고객사의 스마트폰 출하량 부진으로 전체 매출 내 스마트폰용 모바일 렌즈의 매출비중은 1Q23 12.4% → 2Q23 11.7%로의 추가 하락 예상

스마트폰용 렌즈 업체 → 전장, VR 업체로의 인식 변화 필요

- 과거 동사의 주력 사업이었던 스마트폰용 렌즈의 매출 비중은 2018년 44% → 2022년 19.7%까지 하락. 올해 차량용 부품의 판매호조와 맞물려 전체 매출 내 비중은 12.0%로 추가 하락할 전망
- 반면 차량용 부품의 매출 비중은 2018년 45% → 2022년 75.0% → 2023년 81.5%로 증가 예상
- 중장기성장 동력인 VR용 접안렌즈, AR용 투사모듈은 1) 대당 공급단가가 높고 (스마트폰 대비 4~5배), 2) 전략 고객사의 신제품이 올해 연말~내년 초 출시된다는 점에서 점진적으로 의미 있는 매출 기여가 가능할 전망.

전장, VR/AR 성장성 반영 필요 = 적정주가 9,500원 제시

- 적정주가는 12개월 선행 EPS(979원) X 9.6배(흑자전환을 기록했던 '21년 평균 멀티플 적용)
- EPS 성장률 기준 올해 흑전, 2024년 79.8%의 높은 성장이 예상되기 때문에 9.6배 부여는 정당하다고 판단
- 점진적인 실적 개선이 예상됨에도 불구하고 동사 주가는 '19~'22년 평균 주가(7,179원) 이하에서 거래 중

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	442.7	10.8	4.1	286	흑전	6,689	31.7	1.4	5.5	4.6	215.1
2022	479.6	6.2	-2.2	-146	적전	7,457	-36.7	0.7	4.2	-2.1	173.9
2023E	513.4	14.3	10.9	733	흑전	8,190	9.3	0.8	3.6	9.4	154.5
2024E	590.2	24.8	19.5	1,319	79.8	9,509	5.2	0.7	2.7	14.9	143.5
2025E	659.1	35.6	27.8	1,878	42.4	11,387	3.6	0.6	1.9	18.0	127.6

세코닉스 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,195	1,260	1,338	1,359	1,276	1,317	1,325	1,290	1,288	1,302	1,245
매출액	120.1	120.7	114.3	124.6	120.6	129.6	127.9	135.4	479.6	513.4	590.2
(% QoQ)	-6.0%	0.5%	-5.3%	9.0%	-3.2%	7.4%	-1.3%	5.8%			
(% YoY)	7.6%	17.4%	13.7%	-2.5%	0.5%	7.4%	11.9%	8.7%	8.3%	7.0%	14.9%
모바일	31.1	24.3	20.3	19.0	15.0	15.2	16.4	15.0	94.7	61.6	63.4
자동차	78.9	88.6	88.3	104.0	96.5	106.1	103.2	112.4	359.8	418.2	477.6
광학필름	7.1	6.9	4.2	1.5	5.2	6.4	6.2	5.6	19.7	23.4	25.6
기타(광학부품)	3.0	0.9	1.5	0.1	3.9	1.9	2.1	2.3	5.4	10.2	23.6
전방시장별 매출 비중											
모바일	25.9	20.1	17.8	15.3	12.4	11.7	12.8	11.1	19.7	12.0	10.8
자동차	65.7	73.4	77.2	83.5	80.0	81.9	80.7	83.0	75.0	81.5	80.9
기타	8.4	6.4	5.0	1.3	7.6	6.4	6.5	5.9	5.2	6.5	8.3
영업이익	2.4	2.4	-1.7	3.0	2.8	3.0	4.3	4.2	6.2	14.3	24.8
(% QoQ)	253.9%	-0.2%	n/a	n/a	-7.4%	6.9%	42.5%	-2.0%			
(% YoY)	-50.2%	흑전	-824.6%	344.5%	16.3%	24.7%	-350.0%	38.3%	-74.2%	132.5%	73.2%
영업이익률 (%)	2.0	2.0	-1.5	2.4	2.3	2.3	3.4	3.1	1.3	2.8	4.2
세전이익	1.1	-1.6	-2.4	4.7	2.8	2.7	3.8	3.8	-0.7	13.1	23.8
지배주주순이익	1.8	1.4	-2.6	-2.8	3.9	1.8	2.6	2.5	-2.2	10.8	19.5
지배주주순이익률 (%)	1.5%	1.1%	-2.3%	-2.2%	3.2%	1.4%	2.0%	1.9%	-0.5%	2.1%	3.3%

자료: 세코닉스, 메리츠증권 리서치센터

세코닉스 밸류에이션

세코닉스 PER 밸류에이션 테이블

(배)		2018	2019	2020	2021	2022	2023E	
주가 (원)	High	15,900	8,890	8,660	11,600	13,150		
	Low	5,610	5,180	2,540	5,810	4,775		
	Average	9,788	7,169	5,636	7,589	8,323		
확정치	PER (배)	High	nm	nm	nm	40.6	nm	
		Low	nm	nm	nm	20.4	nm	
		Average	nm	nm	nm	26.6	nm	
	EPS (원)	EPS	-165	-1,537	-2,685	285	-146	733
		Growth (%)	적축	적확	적확	흑전	적전	흑전
컨센서스	PER (배)	High	42.2	10.5	nm	14.6	nm	
		Low	14.9	6.1	nm	7.3	nm	
		Average	26.0	8.5	nm	9.6	nm	
	EPS (원)	EPS	377	847	-1,823	794	-913	886
growth (%)		흑전	1.2	적전	흑전	적전	흑전	

자료: 메리츠증권 리서치센터

세코닉스 PBR 밸류에이션 테이블

(배)		2018	2019	2020	2021	2022	2023E
주가 (원)	High	15,900	8,890	8,660	11,600	13,150	
	Low	5,610	5,180	2,540	5,810	4,775	
	Average	9,788	7,169	5,636	7,589	8,323	
확정치	PBR (배)	High	1.5	1.0	1.4	1.7	1.8
		Low	0.5	0.6	0.4	0.9	0.6
		Average	0.9	0.8	0.9	1.1	1.1
	BPS (원)	10,830	9,000	6,331	6,689	7,457	8,190
	ROE (%)	(1.5)	(15.5)	(34.3)	4.6	(2.1)	9.4
	컨센서스	PBR (배)	High	1.4	0.7	1.2	1.6
Low			0.5	0.4	0.3	0.8	0.7
Average			0.9	0.6	0.8	1.0	1.3
BPS (원)		11,338	11,943	7,464	7,298	6,528	8,436
ROE (%)	3.4	7.5	-21.4	11.9	-13.9	11.2	

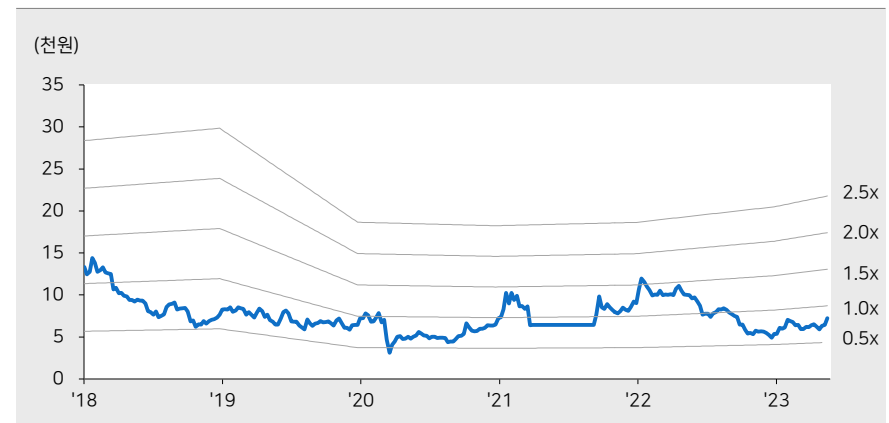
자료: 메리츠증권 리서치센터

세코닉스 적정주가 산정표

(십억원)	가치	비고
EPS	979	12개월 선행 기준
적정배수(배)	979	흑자전환을 기록했던 2021년 평균 멀티플
적정가치 (원)	9.6	
적정주가 (원)	9,451	
현재주가 (원)	9,500	
상승여력 (%)	38.9%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

세코닉스 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

세코닉스 (053450)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	442.7	479.6	513.4	590.2	659.1
매출액증가율(%)	19.5	8.3	7.0	14.9	11.7
매출원가	392.3	430.0	448.4	510.4	561.8
매출총이익	50.3	49.6	65.1	79.7	97.3
판매비와관리비	39.5	43.5	50.8	55.0	61.7
영업이익	10.8	6.2	14.3	24.8	35.6
영업이익률(%)	2.4	1.3	2.8	4.2	5.4
금융손익	0.0	-4.7	-1.3	-1.0	-0.9
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.1	-2.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	6.7	-0.7	13.1	23.8	34.7
법인세비용	2.6	1.5	2.2	4.3	6.9
당기순이익	4.1	-2.2	10.8	19.5	27.8
지배주주지분 순이익	4.1	-2.2	10.9	19.5	27.8
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	149.4	145.2	164.3	209.0	259.4
현금및현금성자산	13.3	9.8	19.4	42.4	73.3
매출채권	45.6	45.2	48.4	55.6	62.2
재고자산	84.0	81.6	87.4	100.5	112.2
비유동자산	162.7	157.1	144.3	133.6	124.2
유형자산	145.6	142.6	130.0	119.4	110.0
무형자산	3.2	3.0	2.6	2.3	2.1
투자자산	0.9	1.5	1.6	1.8	2.0
자산총계	312.0	302.4	308.7	342.7	383.5
유동부채	165.4	153.3	147.4	159.2	169.7
매입채무	52.2	53.6	57.4	66.0	73.7
단기차입금	78.0	68.9	68.9	68.9	68.9
유동성장기부채	14.2	11.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	47.6	38.7	39.9	42.8	45.3
사채	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
장기차입금	18.6	10.6	10.6	10.6	10.6
부채총계	213.0	191.9	187.4	201.9	215.0
자본금	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4
자본잉여금	47.2	47.2	47.2	47.2	47.2
기타포괄이익누계액	-0.3	12.2	12.2	12.2	12.2
이익잉여금	47.8	46.7	57.5	77.0	104.8
비지배주주지분	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
자본총계	99.0	110.4	121.2	140.7	168.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	39.5	34.6	37.7	40.6	46.4
당기순이익(손실)	4.1	-2.2	10.8	19.5	27.8
유형자산감가상각비	32.9	34.5	32.6	30.6	27.4
무형자산상각비	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
운전자본의 증감	-18.2	-8.7	-3.1	-7.0	-6.3
투자활동 현금흐름	-8.5	-17.4	-17.2	-17.6	-15.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-23.9	-21.9	-20.0	-20.0	-18.0
투자자산의 감소(증가)	0.4	-0.5	-0.1	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	-28.1	-20.7	-11.0	0.1	0.1
차입금증감	-36.5	-20.2	-11.0	0.1	0.1
자본의증가	9.5	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	2.1	-3.5	9.5	23.1	30.8
기초현금	11.3	13.3	9.8	19.3	42.4
기말현금	13.3	9.8	19.3	42.4	73.3
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	30,577	32,422	34,707	39,896	44,557
EPS(지배주주)	286	-146	733	1,319	1,878
CFPS	4,402	3,323	3,191	3,766	4,272
EBITDAPS	3,039	2,770	3,191	3,766	4,272
BPS	6,689	7,457	8,190	9,509	11,387
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	31.7	-36.7	9.3	5.2	3.6
PCR	2.1	1.6	2.1	1.8	1.6
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	1.4	0.7	0.8	0.7	0.6
EBITDA	44.0	41.0	47.2	55.7	63.2
EV/EBITDA	5.5	4.2	3.6	2.7	1.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.6	-2.1	9.4	14.9	18.0
EBITDA이익률	9.9	8.5	9.2	9.4	9.6
부채비율	215.1	173.9	154.5	143.5	127.6
금융비용부담률	1.1	1.0	0.8	0.7	0.6
이자보상배율(x)	2.3	1.2	3.3	6.2	8.8
매출채권회전율(x)	9.6	10.6	11.0	11.3	11.2
재고자산회전율(x)	5.1	5.8	6.1	6.3	6.2

Buy

적정주가 (12개월)	9,000원
현재주가 (11.8)	6,870원
상승여력	31.0%
KOSDAQ	855.46pt
시가총액	1,680억원
발행주식수	2,445만주
유동주식비율	67.86%
외국인비중	0.51%
52주 최고/최저가	9,530원/4,020원
평균거래대금	55.6억원
주요주주(%)	
임우현 외 4인	31.70

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.2	-11.8	16.4
상대주가	5.2	-23.9	17.7

주가그래프



2Q23E OP 16억원(+18.6% QoQ, -66.7% YoY, OPM:3.2%) 전망

- 2Q23 국내 고객사의 A시리즈 부진으로 인한 매출액 감소 불가피. 이에 따른 고정비 부담 심화
- 다만 상대적 고마진의 폴더블향 부품과 Meta Quest3 향 부품 공급이 반영되며 수익성은 전분기대비 개선될 전망

하반기부터 지속될 VR/AR 모멘텀에 주목

- 동사 고객사인 Oculus는 2020년 11월 출시한 Quest 2를 통해 2022년 기준 전세계 VR/AR 디바이스 출하량의 82.1%를 점유 중
- 작년 말 출시한 Quest Pro의 흥행 부진으로 1Q23 VR디바이스향 매출액은 부진
- 다만 올해 출시되는 Quest 3는 1) Quest2를 잇는 대중적인 가격과 2) 대당 공급제품의 증가(Quest2 4개 → Quest3 6개)로 유의미한 실적 기여 기대
- 2024년에도 1) 국내 전략 고객사의 XR디바이스 출시와 2) 오큘러스의 보급형 신모델 출시로 VR/AR 디바이스 모멘텀은 지속될 전망

적정주가 9,000원으로 상향

- 12개월 선행 EPS(467원) X 19.4배(흑자 전환 후 '21년 ~ '22년 평균 멀티플) → 종전 대비 EPS 7.9% 상향
- 주요 전방 시장인 VR/AR 디바이스 시장의 성장성과 VR/AR 디바이스향 부품 공급을 통해 하반기부터 이어질 실적 성장을 감안, 타 부품업체 대비 높은 밸류에이션이 정당하다고 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	171.7	1.5	2.4	105	흑전	2,107	74.5	3.7	22.4	5.4	214.6
2021	260.3	17.9	14.4	595	417.2	2,704	12.5	2.7	7.6	24.8	162.3
2022E	230.8	9.5	9.1	373	-37.4	3,049	18.4	2.3	8.5	13.0	190.1
2023E	280.6	17.1	15.4	630	68.9	3,678	10.9	1.9	6.4	18.7	160.7
2024E	351.6	24.9	22.8	932	48.1	4,611	7.4	1.5	4.6	22.5	133.5

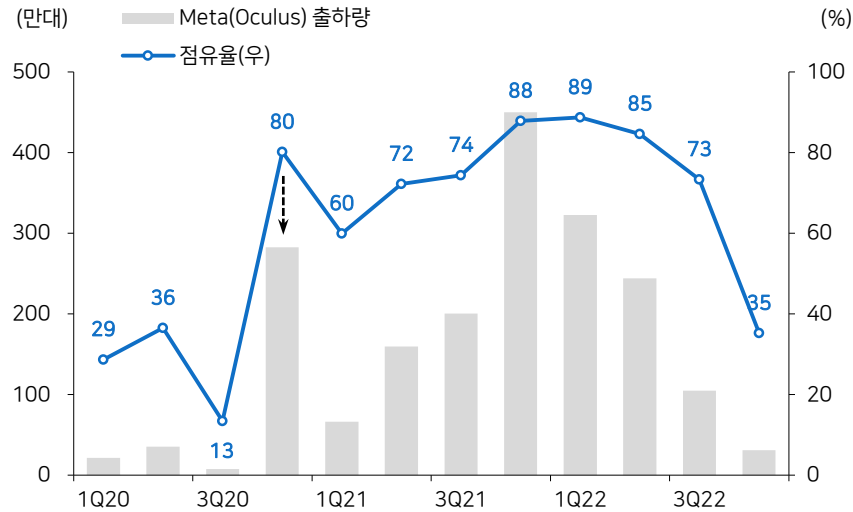
뉴프렉스 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,317	1,325	1,290	1,290	1,302	1,240
매출액	66.2	63.3	64.6	66.2	53.5	50.9	64.6	61.9	260.3	230.8	280.6
(% QoQ)	13.6%	-4.4%	2.0%	2.6%	-19.2%	-4.9%	26.9%	-4.1%			
(% YoY)	99.4%	102.1%	32.2%	13.6%	-19.3%	-19.6%	0.0%	-6.5%	51.6%	-11.3%	21.5%
영업이익	6.6	4.9	3.0	3.4	1.4	1.6	3.6	2.9	17.9	9.5	17.1
(% QoQ)	269.6%	-25.8%	-38.7%	14.5%	-60.0%	18.6%	123.3%	-20.4%			
(% YoY)	흑전	흑전	-10.0%	92.7%	-79.1%	-66.7%	21.3%	-15.6%	1065.3%	-46.7%	79.6%
영업이익률 (%)	9.9%	7.7%	4.6%	5.2%	2.6%	3.2%	5.6%	4.7%	6.9%	4.1%	6.1%
세전이익	7.9	6.5	6.2	-3.6	2.1	1.7	3.7	2.6	17.0	10.1	17.1
지배주주순이익	7.4	6.0	5.4	-4.3	2.0	1.4	3.4	2.3	14.4	9.1	15.4
지배주주순이익률 (%)	11.1%	9.4%	8.4%	-6.5%	3.7%	2.7%	5.3%	3.7%	5.5%	3.9%	5.5%

자료: 뉴프렉스, 메리츠증권 리서치센터

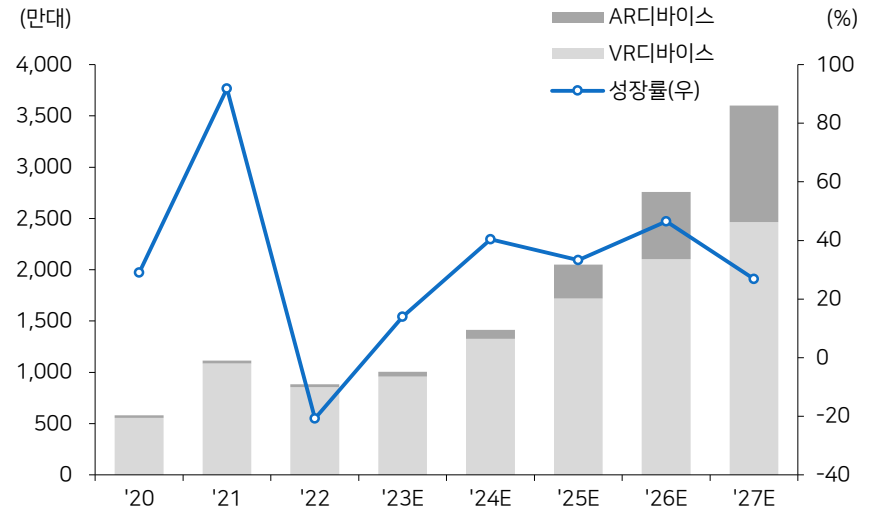
VR기기 출하량 현황 및 전망

메타(오culus) VR기기 출하량 및 점유율 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

글로벌 XR 디바이스 시장 전망



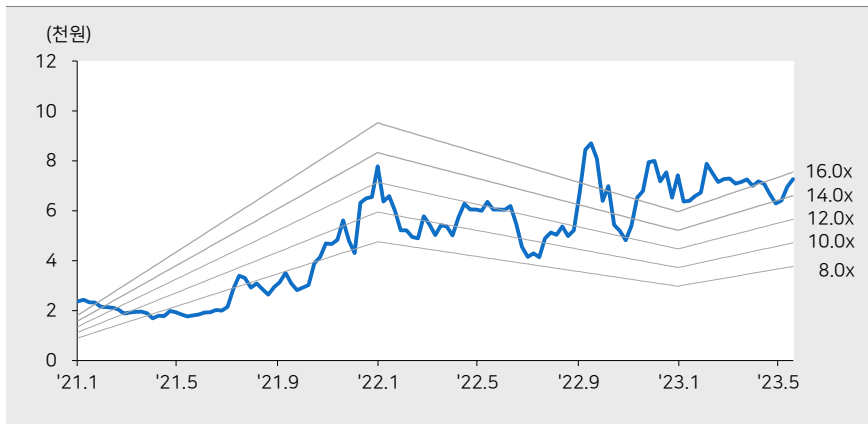
자료: 메리츠증권 리서치센터

뉴프렉스 밸류에이션 테이블

(배)			2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
주가 (원)	High		2,250	2,793	3,587	4,400	3,933	3,840	2,850	7,940	9,720		
	Low		1,047	1,027	1,267	2,147	1,920	1,550	902	1,555	3,850		
	Average		1,596	1,549	2,057	2,852	3,172	2,555	1,831	3,007	5,925		
확정치	PER	High	19.7	nm	nm	22.1	11.5	nm	nm	76.0	16.3		
		Low	9.2	nm	nm	10.8	5.6	nm	nm	14.9	6.5		
		Average	14.0	nm	nm	14.3	9.3	nm	nm	28.8	10.0		
	EPS	(원)	114	-97	-143	199	343	-455	-439	105	595	373	630
		Growth (%)	흑전	적전	적확	흑전	72.3	적전	적축	흑전	469.7	-37.4	69.0

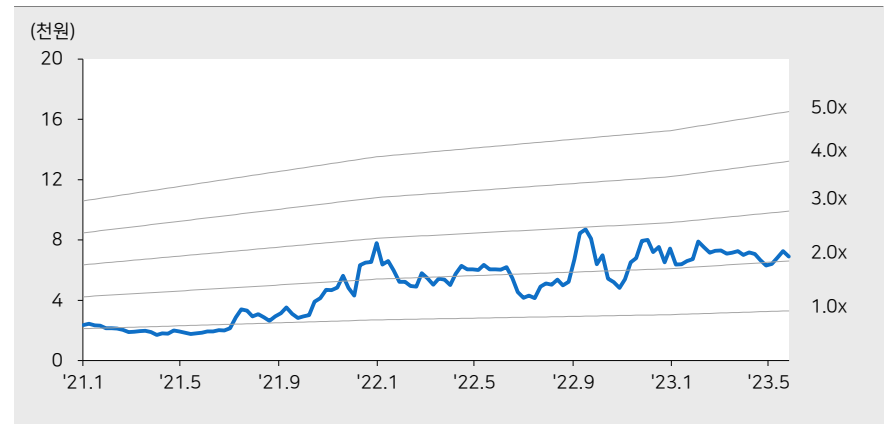
자료: 메리츠증권 리서치센터

뉴프렉스 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

뉴프렉스 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

뉴프렉스 (085670)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	171.7	260.3	230.8	280.6	351.6
매출액증가율(%)	15.5	51.6	-11.3	21.5	25.3
매출원가	155.5	224.5	203.5	241.7	300.7
매출총이익	16.2	35.8	27.3	38.9	50.9
판매비와관리비	14.7	17.9	17.8	21.7	26.0
영업이익	1.5	17.9	9.5	17.1	24.9
영업이익률(%)	0.9	6.9	4.1	6.1	7.1
금융손익	0.9	-1.1	0.6	-0.0	0.4
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	2.8	17.0	10.1	17.1	25.3
법인세비용	0.2	2.6	1.0	1.7	2.5
당기순이익	2.7	14.4	9.1	15.4	22.8
지배주주지분 순이익	2.4	14.4	9.1	15.4	22.8
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	66.7	75.7	119.9	131.4	163.1
현금및현금성자산	1.3	8.8	60.5	59.2	72.7
매출채권	38.4	36.2	32.1	39.0	48.9
재고자산	21.2	19.4	17.2	20.9	26.2
비유동자산	97.9	99.4	100.2	106.5	103.2
유형자산	95.5	97.0	97.4	103.3	99.6
무형자산	0.9	0.7	1.2	1.4	1.6
투자자산	0.3	0.8	0.7	0.8	1.0
자산총계	164.6	175.1	220.1	237.9	266.3
유동부채	102.6	98.9	138.0	140.5	145.7
매입채무	36.0	30.9	27.4	33.3	41.7
단기차입금	53.2	55.1	99.1	95.1	89.1
유동성장기부채	6.8	2.8	2.5	1.2	1.2
비유동부채	9.7	9.4	6.2	6.2	6.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	6.6	3.5	1.0	-0.2	-1.4
부채총계	112.3	108.3	144.2	146.6	152.3
자본금	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1
자본잉여금	20.6	20.6	20.6	20.6	20.6
기타포괄이익누계액	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9
이익잉여금	6.6	21.0	30.1	45.5	68.3
비지배주주지분	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
자본총계	52.3	66.8	75.9	91.2	114.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	7.7	23.8	22.7	23.7	29.4
당기순이익(손실)	2.7	14.4	9.1	15.4	22.8
유형자산감가상각비	9.6	12.1	14.5	14.1	13.7
무형자산상각비	0.3	0.3	0.6	0.7	0.8
운전자본의 증감	-5.8	-12.8	2.0	-3.3	-4.7
투자활동 현금흐름	-13.1	-10.7	-12.2	-18.4	-8.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-13.9	-8.1	-15.0	-20.0	-10.0
투자자산의 감소(증가)	-0.2	-0.4	0.1	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	0.8	-5.6	41.2	-6.5	-7.1
차입금증감	-3.6	-5.1	41.2	-6.5	-7.1
자본의증가	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-4.3	7.5	51.7	-1.3	13.5
기초현금	5.6	1.3	8.8	60.5	59.2
기말현금	1.3	8.8	60.5	59.2	72.7
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	7,467	10,752	9,466	11,475	14,380
EPS(지배주주)	105	595	373	630	932
CFPS	655	1,598	1,010	1,308	1,613
EBITDAPS	493	1,250	1,010	1,308	1,613
BPS	2,107	2,704	3,049	3,678	4,611
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	74.5	12.5	18.4	10.9	7.4
PCR	11.9	4.6	6.8	5.3	4.3
PSR	1.0	0.7	0.7	0.6	0.5
PBR	3.7	2.7	2.3	1.9	1.5
EBITDA	11.3	30.3	24.6	32.0	39.4
EV/EBITDA	22.4	7.6	8.5	6.4	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.4	24.8	13.0	18.7	22.5
EBITDA이익률	6.6	11.6	10.7	11.4	11.2
부채비율	214.6	162.3	190.1	160.7	133.5
금융비용부담률	1.1	1.0	1.6	1.7	1.3
이자보상배율(x)	0.8	7.2	2.6	3.5	5.5
매출채권회전율(x)	5.6	7.0	6.8	7.9	8.0
재고자산회전율(x)	9.5	12.8	12.6	14.7	14.9

PI첨단소재 (178920) 이익 회복에 대한 눈높이 상향 필요

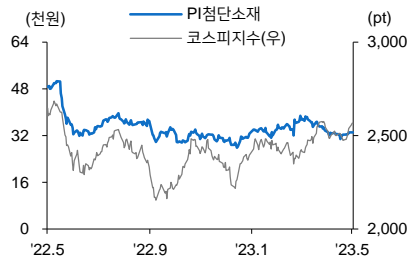
Analyst 양승수 02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	44,000원
현재주가 (5.24)	33,100원
상승여력	32.9%
KOSPI	2,567.45pt
시가총액	9,720억원
발행주식수	2,937만주
유동주식비율	45.62%
외국인비중	5.53%
52주 최고/최저가	50,700원/27,850원
평균거래대금	59.7억원
주요주주(%)	
코리아피아이홀딩스 외 1 인	54.15
국민연금공단	8.48

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.3	1.2	-32.0
상대주가	-2.0	-3.7	-30.9

주가그래프



2Q23 OP 15억원(흑전% QoQ, -88.8% YoY) 전망

- 2Q23 중국 세트업체들의 셀인 물량 증가로 인한 가동률 상승으로 흑자전환 예상
- 다만 중화권 스마트폰 수요 회복 지연에 따라 2Q23은 기대보다 낮은 가동률 회복을 전망 (당사 예상 가동률 45%)
- 긍정적인 부분은 2분기 예상 가동률과 판매량을 고려했을 때, 2분기말 기준 자체 재고는 510톤으로의 적정 구간 진입을 예상

업황 바닥은 통과, 이익 회복에 대한 눈높이 상향 필요

- 3Q23부터 북미 고객사향 성수기 진입을 통한 가동률 상승과 낮아진 가격으로 구매한 원부재료(DMF)가 원가 단에 반영되면서 급격한 수익성 상승이 가능할 전망 (2Q23 OPM 2.6% → 3Q23 24.6% 예상)
- 또한 하반기부터 동사 기준 단가가 높은 폴더블용 필름과 대형 디스플레이용 CoF 공급이 매출에 반영되고, 면적당 단가가 높은 디스플레이용 PI 바니쉬의 양산이 연말에 시작된다는 점도 업황 회복 측면에서 긍정적
- 중장기적으로는 IRA 법안 통과에 따른 배터리용 절연 필름의 물량 확대를 기대

투자의견 Buy, 적정주가 44,000원 유지

- 12개월 선행 EPS(1,552원) X 28.3배(과거 5개년 평균 멀티플 적용)
- 강한 실적 회복과 긍정적인 모멘텀이 예상된다는 점에서 분할 매수 전략이 유효하다고 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	301.9	75.9	64.0	2,179	53.4	11,097	25.3	5.0	15.8	21.0	45.1
2022	276.4	52.1	45.7	1,557	-28.6	11,627	18.6	2.5	12.0	13.7	46.1
2023E	261.4	27.6	23.8	811	-47.9	11,660	40.8	2.8	18.6	7.0	45.5
2024E	338.1	83.6	69.1	2,353	190.0	13,233	14.1	2.5	9.2	18.9	44.1
2025E	389.4	100.5	83.8	2,854	21.3	15,308	11.6	2.2	7.6	20.0	39.2

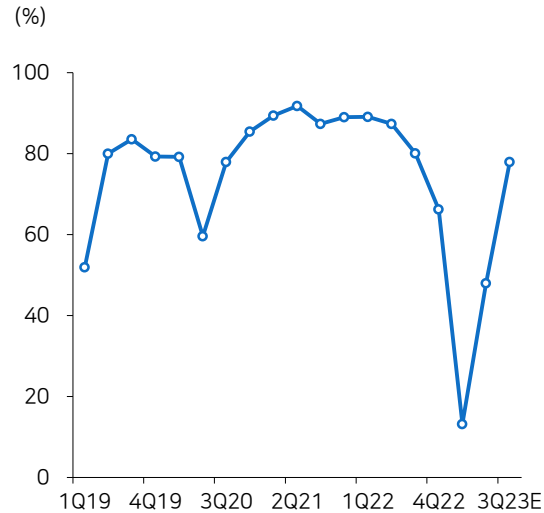
PI첨단소재 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,317	1,325	1,290	1,290	1,302	1,240
매출액	78.3	75.1	70.3	52.9	42.6	58.9	82.4	77.4	276.5	261.4	338.1
(% QoQ)	11.9%	-4.1%	-6.4%	-24.8%	-19.4%	38.3%	39.9%	-6.0%			
(% YoY)	0.9%	1.4%	-12.4%	-24.4%	-45.6%	-21.5%	17.2%	46.5%	-8.4%	-5.5%	29.3%
FPCB용 PI	35.5	31.3	24.4	19.1	21.8	25.1	29.9	26.8	110.3	103.6	109.1
방열시트용 PI	24.6	25.5	31.3	18.5	7.4	15.9	28.5	24.7	99.9	76.5	104.9
일반산업용 PI	17.0	16.6	13.6	14.2	12.0	16.1	20.6	21.8	61.4	70.5	92.9
PI Varnish	1.2	1.6	1.0	1.0	1.4	1.8	2.1	2.5	4.8	7.8	22.2
PI Powder							0.5	0.6		1.0	3.0
영업이익	13.2	12.9	14.1	11.9	-11.7	1.5	20.3	17.5	52.1	27.6	83.6
(% QoQ)	-8.2%	-2.2%	8.8%	-15.8%	적전	흑전	1214.5%	-13.6%			
(% YoY)	-35.9%	-40.0%	-26.6%	-17.8%	적전	-88.1%	43.8%	47.6%	-31.3%	-47.1%	202.9%
영업이익률 (%)	16.9%	17.2%	20.0%	22.4%	-27.5%	2.6%	24.6%	22.6%	18.9%	10.6%	24.7%
세전이익	14.0	15.6	17.2	7.2	-12.2	2.2	20.9	18.2	54.0	29.2	84.8
지배주주순이익	11.9	12.8	13.6	7.5	-8.0	-1.0	17.8	15.0	45.7	23.8	69.1
지배주주순이익률 (%)	15.2%	17.0%	19.3%	14.2%	-18.9%	-1.6%	21.5%	19.4%	16.5%	9.1%	20.4%

자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

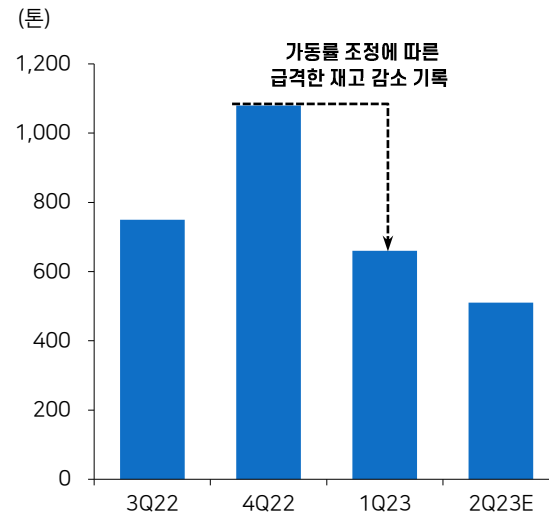
PI첨단소재 핵심차트

PI첨단소재 가동률 추이 및 전망



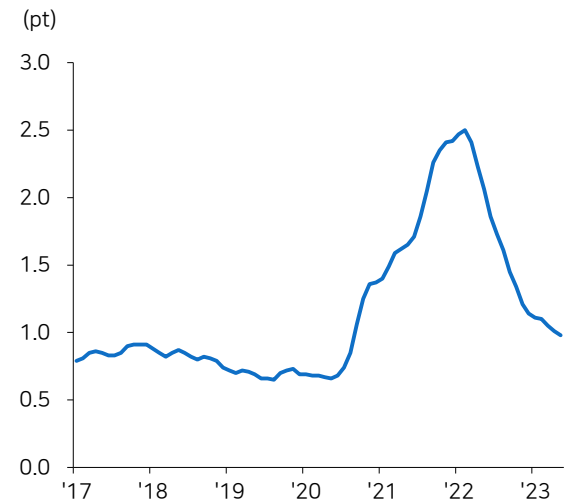
자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

PI첨단소재 분기말 기준 재고 현황 및 전망



자료: PI첨단소재, 메리츠증권 리서치센터

DMF 가격 지수



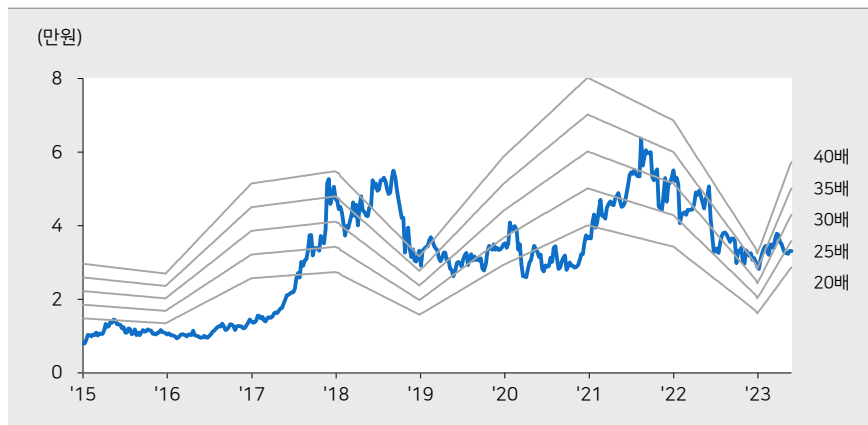
자료: Businessanalytiq, 메리츠증권 리서치센터

PI첨단소재 밸류에이션 테이블

(배)			2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
주가 (원)	High		14,700	55,300	57,900	38,000	41,700	67,800	56,000		
	Low		8,970	13,250	29,450	25,550	21,300	36,200	28,200		
	Average		11,268	26,180	43,827	31,763	31,884	49,583	39,377		
확정치	PER	High	20.6	49.5	48.6	63.0	29.3	31.1	36.0		
		Low	12.6	11.9	24.7	42.3	15.0	16.6	18.1		
		Average	15.8	23.5	36.8	52.6	22.4	22.8	25.3		
	EPS	(원)	714	1,116	1,191	603	1,421	2,179	1,557	811	2,353
		Growth (%)	23.5	56.3	6.7	-49.4	135.5	53.4	-28.6	-47.9	190.0
컨센서스	PER	High	21.8	43.0	42.2	48.0	28.4	33.8	32.6		
		Low	13.3	10.3	21.5	32.3	14.5	18.0	16.4		
		Average	16.7	20.3	32.0	40.1	21.7	24.7	22.9		
	EPS	(원)	675	1,287	1,371	792	1,469	2,007	1,716	968	1,846
		Growth (%)	16.7	80.2	22.8	-42.2	85.5	36.6	-14.5	-43.6	90.7

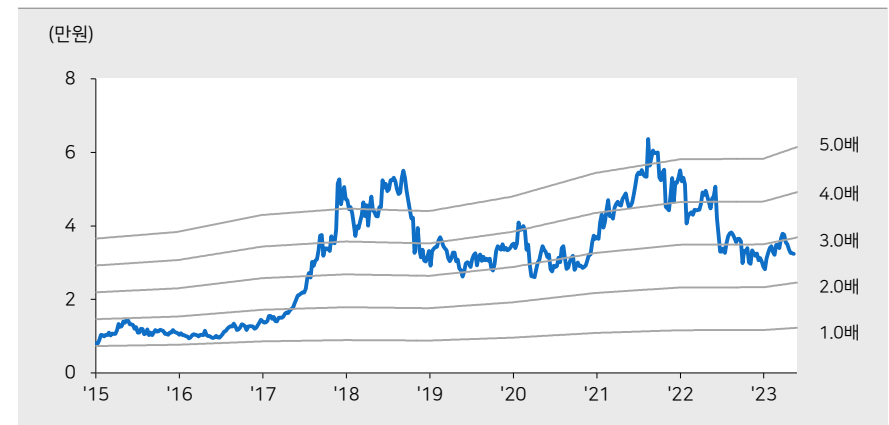
자료: 메리츠증권 리서치센터

PI첨단소재 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

PI첨단소재 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

PI첨단소재 (178920)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	301.9	276.4	261.4	338.1	389.4
매출액증가율(%)	15.3	-8.4	-5.4	29.3	15.2
매출원가	197.8	196.9	201.1	220.3	248.2
매출총이익	104.1	79.6	60.3	117.8	141.2
판매비와관리비	28.2	27.4	32.7	34.1	40.7
영업이익	75.9	52.1	27.6	83.6	100.5
영업이익률(%)	25.1	18.9	10.6	24.7	25.8
금융손익	-0.4	-0.0	-1.2	-1.5	-0.8
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	7.8	1.9	2.8	2.7	2.5
세전계속사업이익	83.3	54.0	29.2	84.8	102.1
법인세비용	19.3	8.3	5.4	15.7	18.3
당기순이익	64.0	45.7	23.8	69.1	83.8
지배주주지분 손이익	64.0	45.7	23.8	69.1	83.8
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	196.4	131.7	120.4	167.2	233.3
현금및현금성자산	90.5	16.4	11.4	26.2	71.0
매출채권	44.4	30.0	28.4	36.7	42.3
재고자산	42.1	83.7	79.1	102.4	117.9
비유동자산	276.6	367.3	377.9	392.7	392.6
유형자산	255.1	342.9	355.9	372.6	374.0
무형자산	13.5	14.0	11.5	9.5	7.9
투자자산	0.9	0.6	0.6	0.8	0.9
자산총계	473.0	499.0	498.3	559.9	625.9
유동부채	108.7	64.5	57.5	75.9	85.5
매입채무	23.2	13.3	12.6	16.2	18.7
단기차입금	27.5	20.2	15.0	18.0	20.0
유동성장기부채	13.3	3.3	3.8	7.7	7.7
비유동부채	38.4	93.0	98.3	95.4	90.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	17.3	73.0	79.3	71.5	63.8
부채총계	147.1	157.5	155.9	171.3	176.4
자본금	14.7	14.7	14.7	14.7	14.7
자본잉여금	187.5	187.5	187.5	187.5	187.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	201.8	217.4	218.3	264.5	325.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	325.9	341.5	342.4	388.6	449.5

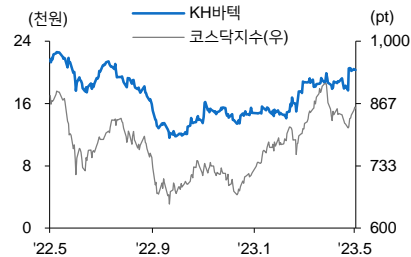
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	88.6	17.4	53.6	80.5	100.7
당기순이익(손실)	64.0	45.7	23.8	69.1	83.8
유형자산감가상각비	21.8	23.5	27.0	28.3	28.6
무형자산상각비	2.0	2.4	2.4	2.0	1.7
운전자본의 증감	-8.8	-46.1	3.2	-16.3	-10.9
투자활동 현금흐름	-50.6	-97.8	-37.2	-42.6	-27.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-32.7	-107.8	-40.0	-45.0	-30.0
투자자산의 감소(증가)	0.2	0.2	0.0	-0.2	-0.1
재무활동 현금흐름	-24.0	5.1	-21.5	-23.1	-28.3
차입금증감	1.7	37.9	1.4	-0.2	-5.4
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	14.6	-74.1	-5.0	14.8	44.8
기초현금	75.8	90.5	16.4	11.4	26.2
기말현금	90.5	16.4	11.4	26.2	71.0
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	10,279	9,414	8,902	11,514	13,258
EPS(지배주주)	2,179	1,557	811	2,353	2,854
CFPS	3,749	2,848	1,941	3,880	4,452
EBITDAPS	3,390	2,654	1,941	3,880	4,452
BPS	11,097	11,627	11,660	13,233	15,308
DPS	1,090	779	779	779	779
배당수익률(%)	2.0	2.7	2.4	2.4	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	25.3	18.6	40.8	14.1	11.6
PCR	14.7	10.1	17.1	8.5	7.4
PSR	5.4	3.1	3.7	2.9	2.5
PBR	5.0	2.5	2.8	2.5	2.2
EBITDA	99.6	78.0	57.0	113.9	130.7
EV/EBITDA	15.8	12.0	18.6	9.2	7.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.0	13.7	7.0	18.9	20.0
EBITDA이익률	33.0	28.2	21.8	33.7	33.6
부채비율	45.1	46.1	45.5	44.1	39.2
금융비용부담률	0.3	0.3	0.5	0.6	0.5
이자보상배율(x)	81.4	74.0	20.0	44.0	54.3
매출채권회전율(x)	7.7	7.4	9.0	10.4	9.9
재고자산회전율(x)	8.2	4.4	3.2	3.7	3.5

Buy (신규)

적정주가 (12개월)	29,000원
현재주가 (5. 24)	20,300원
상승여력	42.9%
KOSDAQ	855.46pt
시가총액	4,807억원
발행주식수	2,368만주
유동주식비율	70.51%
외국인비중	7.72%
52주 최고/최저가	22,600원/11,600원
평균거래대금	84.9억원
주요주주(%)	
남광희 외 3인	25.2%

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.0	26.1	-4.7
상대주가	9.9	8.8	-3.6

주가그래프



2Q23 OP 41억원(+238.3% QoQ, + 10.7% YoY) 예상

- 주요 고객사의 폴더블 언팩 행사가 3주 정도 앞당겨짐(2022년 8월 2주 → 올해 7월 중순 예상)에 따라 동사의 힌지 출하 시점은 전년 대비 2주가량 앞당겨진 6월 중순이 될 것으로 예상
- 힌지 부품의 매출 조기 인식으로 매출액과 수익성 모두 전분기 대비 크게 개선될 전망

P와 Q 동반 증가 사이클 진입. 핵심 공급자로서의 매력 보유

- 하반기 신모델 세트 출하량은 1,210만대(+60.0% YoY, 신모델 2개 분기 출하량 기준), 부품 기준 출하량은 1,450만대로 가정.
- 동사의 신제품 내 M/S는 플립에서의 일부 이원화 가능성(플립 비중 65%, 65% 내 20% 이원화)을 반영해 전체 출하량 내 87%로 가정(동사 기준 출하량 '21년 1,000만대 → '22년 1,110만대 → '23년 1,260만대).
- P는 Blended ASP 기준 전년대비 +50% 이상 상승 반영
- 종합적으로 동사 조립모듈(힌지)의 2023년 매출액은 전년 대비 72.9% 증가한 3,754억원을 전망

2021년과 같은 폴더블폰의 흥행을 예상, 적정주가 29,000원 제시

- 적정주가는 12개월 선행 EPS(1,86원) X 15.6배(폴더블 최고 성수기인 2021년 평균 멀티플 적용)
- 최근 가파른 주가 상승에도 동사 현재 주가는 12개월 선행 P/E 기준 10.9배로 과거 2년 P/E 저점(11.5배)을 하회하는 저평가 국면에 위치

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	339.8	26.9	33.4	1,411	흑전	9,206	18.9	2.9	14.0	16.9	76.3
2022	363.9	32.5	24.8	1,048	-24.5	9,737	13.3	1.4	5.1	11.1	50.3
2023E	500.2	44.9	41.4	1,748	66.8	11,197	11.6	1.8	5.2	16.7	53.0
2024E	576.5	52.2	47.1	1,991	13.9	12,900	10.2	1.6	4.2	16.5	50.8
2025E	639.5	58.2	52.0	2,196	10.3	14,808	9.2	1.4	3.3	15.8	47.6

KH바텍 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,195	1,260	1,338	1,359	1,276	1,317	1,325	1,290	1,250	1,230	1,210
매출액	66.1	53.8	178.9	65.1	43.3	78.2	266.0	112.6	363.9	500.2	576.5
(% QoQ)	-43.0%	-18.6%	232.6%	-63.6%	-33.5%	80.6%	240.3%	-57.7%			
(% YoY)	69.5%	30.5%	24.5%	-43.8%	-34.5%	45.3%	48.7%	73.0%	7.1%	37.4%	15.3%
알루미늄 캐스팅	36.9	25.3	20.2	19.4	20.3	19.9	19.9	19.2	101.8	79.3	78.5
조립모듈(현지)	17.0	19.5	148.2	32.5	11.2	47.7	235.4	81.1	217.2	375.4	452.8
FPCB	8.8	5.4	5.8	7.8	6.9	5.9	6.0	7.5	17.1	19.2	17.6
기타	3.4	3.6	4.7	5.4	4.9	4.7	4.8	4.9	27.8	26.2	27.6
영업이익	4.9	3.7	19.7	4.1	1.2	4.1	27.4	6.9	32.5	39.7	48.2
(% QoQ)	-54.9%	-24.3%	427.5%	-79.2%	-70.1%	238.3%	562.0%	-74.8%			
(% YoY)	610.3%	230.2%	39.6%	-62.6%	-75.2%	10.7%	39.0%	68.3%	20.8%	22.1%	21.3%
영업이익률 (%)	7.5%	7.0%	11.0%	6.3%	2.8%	5.3%	10.3%	6.1%	8.9%	7.9%	8.4%
세전이익	14.7	0.8	24.1	8.7	5.3	4.6	30.6	7.7	31.8	48.2	55.7
지배주주순이익	5.4	4.6	32.3	-17.5	11.6	3.2	21.3	5.3	25.0	41.4	47.1
지배주주순이익률 (%)	8.2%	8.5%	18.1%	-27.0%	26.7%	4.1%	8.0%	4.7%	6.9%	8.3%	8.2%

자료: KH바텍, 메리츠증권 리서치센터

KH바텍 밸류에이션 테이블

KH바텍 PER 밸류에이션 테이블

(배)		2018	2019	2020	2021	2022	2023E	
주가 (원)	High	16,750	23,400	26,600	31,950	27,350		
	Low	6,280	6,700	12,000	16,750	11,600		
	Average	10,897	11,305	20,705	22,075	18,675		
확정치	PER (배)	High	nm	nm	nm	22.6	26.1	
		Low	nm	nm	nm	11.9	11.1	
		Average	nm	nm	nm	15.6	17.8	
	EPS (원)	EPS	-1,935	-542	-582	1,411	1,048	1,748
		Growth (%)	적확	적축	적확	흑전	-25.7	
컨센서스	PER (배)	High	nm	61.9	665.0	26.4	15.7	
		Low	nm	17.7	300.0	13.8	6.7	
		Average	nm	29.9	517.6	18.2	10.7	
	EPS (원)	EPS	-1,390	378	40	1,212	1,743	1,618
		growth (%)	-25.9	-127.2	-89.4	2,930.0	43.8	-7.2

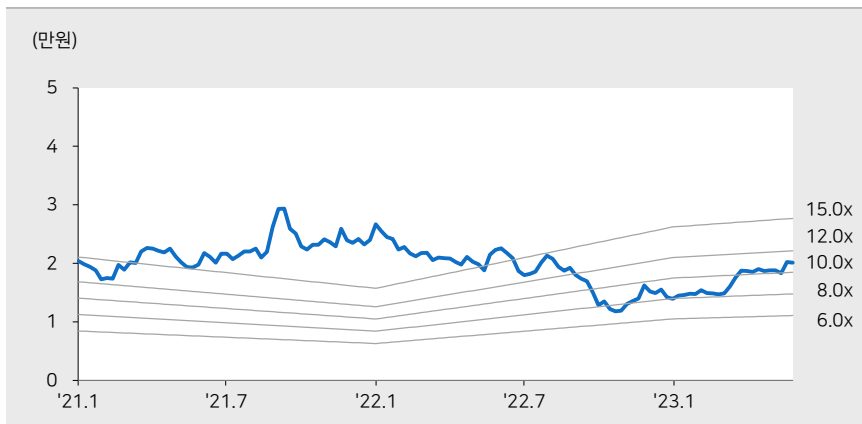
자료: 메리츠증권 리서치센터

KH바텍 적정주가 산정표

(십억원)	가치	비고
EPS	1,846	12개월 선행 기준
적정배수(배)	15.6	2021년 평균 멀티플
적정가치 (원)	28,871	
적정주가 (원)	29,000	
현재주가 (원)	20,300	
상승여력 (%)	42.9%	

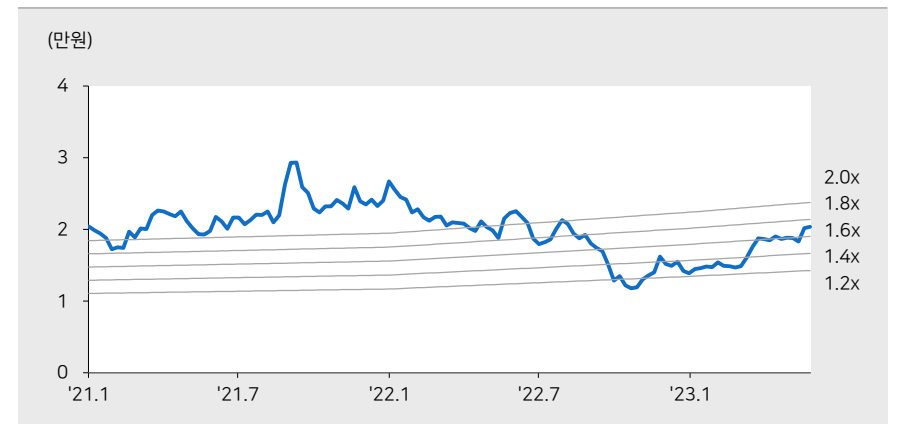
자료: 메리츠증권 리서치센터

KH바텍 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

KH바텍 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

KH바텍 (060720)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	339.8	363.9	500.2	576.5	639.5
매출액증가율(%)	83.7	7.1	37.4	15.3	10.9
매출원가	277.4	298.2	409.9	472.4	524.1
매출총이익	62.4	65.7	90.3	104.1	115.5
판매비와관리비	35.5	33.2	45.4	52.0	57.3
영업이익	26.9	32.5	44.9	52.2	58.2
영업이익률(%)	7.9	8.9	9.0	9.0	9.1
금융손익	-0.2	-7.6	-1.8	-1.4	-0.8
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	10.4	7.7	5.1	4.9	4.8
세전계속사업이익	37.1	32.6	48.2	55.7	62.2
법인세비용	4.3	6.0	6.5	8.2	9.8
당기순이익	33.1	25.0	41.7	47.5	52.4
지배주주지분 순이익	33.4	24.8	41.4	47.1	52.0
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	211.4	182.0	246.4	311.1	381.2
현금및현금성자산	83.4	50.7	66.1	103.2	150.5
매출채권	27.0	19.5	26.8	30.9	34.3
재고자산	22.7	17.5	24.0	27.7	30.7
비유동자산	170.4	162.8	157.9	148.6	136.3
유형자산	151.1	145.2	139.5	130.0	117.6
무형자산	11.4	11.0	10.3	9.7	9.1
투자자산	7.9	6.6	8.1	9.0	9.7
자산총계	381.9	344.8	404.4	459.7	517.4
유동부채	119.0	113.6	137.6	151.8	163.6
매입채무	48.3	34.3	47.2	54.4	60.3
단기차입금	35.5	24.1	24.1	24.1	24.1
유동성장기부채	7.5	1.5	0.0	0.0	0.0
비유동부채	46.2	1.9	2.5	2.9	3.2
사채	17.1	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	17.5	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	165.3	115.4	140.1	154.8	166.9
자본금	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8
자본잉여금	63.4	63.4	63.4	63.4	63.4
기타포괄이익누계액	6.7	1.8	1.8	1.8	1.8
이익잉여금	150.4	167.9	202.5	242.8	288.0
비지배주주지분	-1.4	-1.2	-0.9	-0.5	-0.1
자본총계	216.6	229.4	264.3	305.0	350.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	75.4	38.9	63.1	67.9	70.8
당기순이익(손실)	33.1	25.0	41.7	47.5	52.4
유형자산감가상각비	14.3	17.7	25.7	24.5	22.4
무형자산감각비	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
운전자본의 증감	30.6	-4.2	0.2	0.1	0.1
투자활동 현금흐름	-33.0	-31.7	-44.1	-26.5	-18.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-16.4	-13.5	-20.0	-15.0	-10.0
투자자산의 감소(증가)	-3.7	1.3	-1.5	-0.8	-0.7
재무활동 현금흐름	4.9	-43.5	-3.7	-4.2	-4.7
차입금증감	0.6	-28.1	3.1	2.6	2.1
자본의증가	5.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	49.9	-32.7	15.3	37.2	47.3
기초현금	33.6	83.4	50.7	66.1	103.2
기말현금	83.4	50.7	66.1	103.2	150.5
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	14,355	15,370	21,124	24,349	27,011
EPS(지배주주)	1,411	1,048	1,748	1,991	2,196
CFPS	2,014	2,311	3,009	3,265	3,431
EBITDAPS	1,767	2,149	3,009	3,265	3,431
BPS	9,206	9,737	11,197	12,900	14,808
DPS	300	300	300	300	300
배당수익률(%)	1.1	2.2	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	18.9	13.3	11.6	10.2	9.2
PCR	13.3	6.0	6.7	6.2	5.9
PSR	1.9	0.9	1.0	0.8	0.8
PBR	2.9	1.4	1.8	1.6	1.4
EBITDA	41.8	50.9	71.2	77.3	81.2
EV/EBITDA	14.0	5.1	5.2	4.2	3.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.9	11.1	16.7	16.5	15.8
EBITDA이익률	12.3	14.0	14.2	13.4	12.7
부채비율	76.3	50.3	53.0	50.8	47.6
금융비용부담률	0.9	1.2	0.7	0.7	0.6
이자보상배율(x)	8.6	7.5	12.5	13.9	14.9
매출채권회전율(x)	15.2	15.7	21.6	20.0	19.6
재고자산회전율(x)	13.2	18.1	24.1	22.3	21.9

엠씨넥스 (097520) 전장부품 업체로의 전환 과도기

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

Buy (신규)

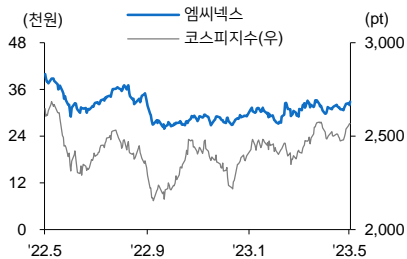
적정주가 (12개월)	39,000원
현재주가 (5. 24)	32,850원
상승여력	18.7%

KOSPI	2,567.45pt
시가총액	5,906억원
발행주식수	1,798만주
유동주식비율	69.45%
외국인비중	8.75%
52주 최고/최저가	39,050원/25,900원
평균거래대금	33.3억원

주요주주(%)	
민동욱 외 6 인	28.32
국민연금공단	5.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.9	-8.2	5.1
상대주가	-7.6	-8.5	0.4

주가그래프



2Q23 OP 81억원(+187.2% QoQ, +91.4% YoY, OPM:3.5%) 예상

- 동사가 메인카메라를 공급하는 A시리즈 출화량 둔화로 2Q23 매출액(2,336억원)은 QoQ 둔화 예상
- 다만 1) 수익성 높은 OIS 액추에이터의 A시리즈향 탑재 증가와 2) 기아차향 자율주행 부품 공급 및 현대차향 카메라 직납 물량 증가로 인한 전장 매출 상승으로 QoQ 증익 예상

전장부품 업체로의 전환 과도기, 매출 내 전장 비중 점진적 상승에 주목

- 현대차 직납 물량 개시로 고부가가치인 ADAS용 카메라 공급 확대가 본격화되었으며, 2H23부터는 화소수 상승(2M→6M)에 따른 ASP 상승을 기대
- 국내 고객사의 자율주행 기능 강화 신모델 출시로 DCU 포함 자율주행 관련 신규 제품 라인업 확대 본격화
- 차량용의 매출 비중은 2022년 15.8% → 2023년 24.1% → 2024년 30.0%로 점진적 증가 예상
- 모바일 실적도 하반기 폴더지움 액추에이터 공급망 진입에 따른 상대적인 수익성 방어를 기대

종합 전장부품으로의 인식 제고를 통한 밸류에이션 리레이팅 기대 = 적정주가 39,000원 제시

- 적정주가는 12개월 선행 EPS(2,058원) X 19.1배(전장에 대한 기대감이 반영되기 시작한 '20~'21년 평균 멀티플)
- 현재 주가는 업황 부진에 따른 모바일 실적 부진으로 전장에 대한 프리미엄이 반영되지 않은 '19년 말 수준으로 회귀
- 전장사업부의 매출 확대를 통한 종합 전장부품 기업으로의 인식 제고로 점진적인 밸류에이션 리레이팅 기대

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,009.3	23.9	39.5	2,206	2.5	16,634	26.1	3.5	13.7	14.3	75.8
2022	1,108.6	10.7	23.0	1,278	-42.1	17,192	21.8	1.6	8.3	7.6	74.4
2023E	1,040.7	31.4	34.0	1,892	48.1	18,595	17.4	1.8	6.6	10.6	59.4
2024E	1,118.3	40.0	41.7	2,320	22.6	20,426	14.2	1.6	5.9	11.9	53.6
2025E	1,232.5	49.5	49.4	2,750	18.6	22,687	11.9	1.4	5.1	12.8	61.4

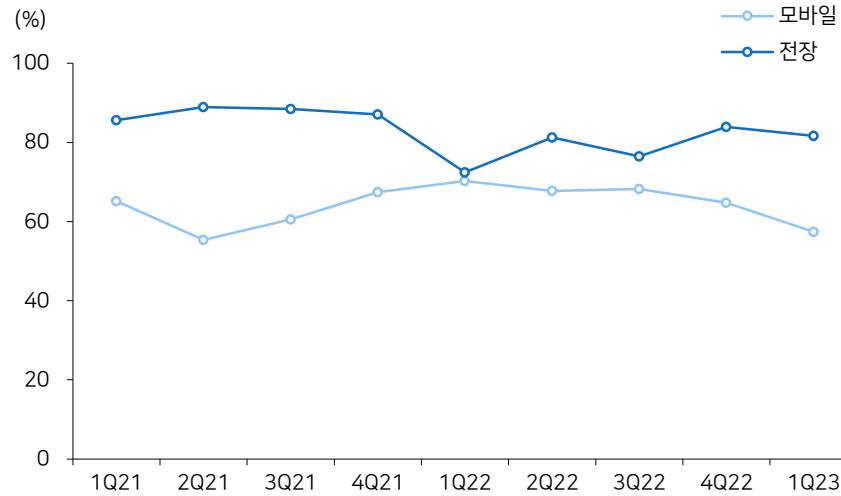
엠씨넥스 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,195	1,260	1,338	1,359	1,276	1,317	1,325	1,290	1,288	1,302	1,240
매출액	301.7	280.9	278.3	247.8	251.0	233.6	286.2	269.9	1,108.6	1,040.6	1,118.3
(% QoQ)	-5.9%	-6.9%	-0.9%	-11.0%	1.3%	-6.9%	22.5%	-5.7%			
(% YoY)	18.3%	48.7%	13.7%	-22.7%	-16.8%	-16.8%	2.8%	8.9%	9.8%	-6.1%	7.5%
모바일	266.3	232.1	231.3	200.4	200.2	174.0	216.8	197.1	930.1	788.1	780.8
자동차	32.7	48.5	46.9	47.2	50.5	58.8	69.2	72.5	175.4	251.0	336.0
기타	2.7	0.2	0.1	0.1	0.3	0.8	0.2	0.3	3.1	1.6	1.5
전방시장별 매출 비중											
모바일	88.3	82.6	83.1	80.9	79.8	74.5	75.7	73.0	83.9	75.7	69.8
자동차	10.9	17.3	16.8	19.1	20.1	25.2	24.2	26.8	15.8	24.1	30.0
기타	0.9	0.1	0.0	0.0	0.1	0.3	0.1	0.1	0.3	0.2	0.1
영업이익	4.0	4.2	0.1	2.4	2.8	8.1	11.1	9.4	10.7	31.4	40.0
(% QoQ)	-68.3%	5.5%	-97.8%	2499.9%	18.0%	187.2%	37.4%	-14.9%			
(% YoY)	-10.5%	흑전	-98.8%	-81.1%	-29.7%	91.4%	12002.3%	296.1%	-55.2%	193.9%	27.2%
영업이익률 (%)	1.3	1.5	0.0	1.0	1.1	3.5	3.9	3.5	1.0	3.0	3.6
세전이익	8.6	19.4	14.3	-13.1	9.0	10.0	13.0	11.4	29.2	43.4	53.1
지배주주순이익	7.1	14.1	9.1	-7.4	8.2	7.1	10.2	8.5	23.0	34.0	41.7
지배주주순이익률 (%)	2.4%	5.0%	3.3%	-3.0%	3.3%	3.1%	3.6%	3.1%	2.1%	3.3%	3.7%

자료: 엠씨넥스, 메리츠증권 리서치센터

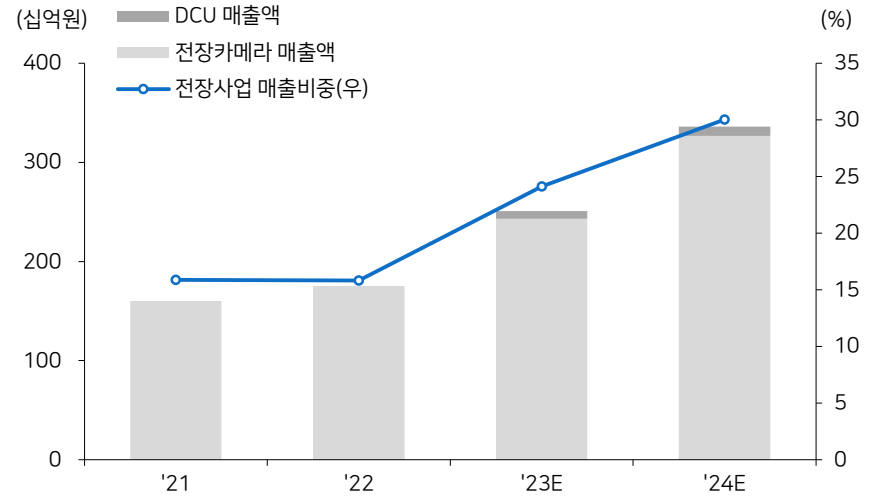
엠씨넥스 핵심차트

엠씨넥스 제품별 가동률 추이



자료: 엠씨넥스, 메리츠증권 리서치센터

엠씨넥스 전자사업부 매출 전망



자료: 엠씨넥스, 메리츠증권 리서치센터

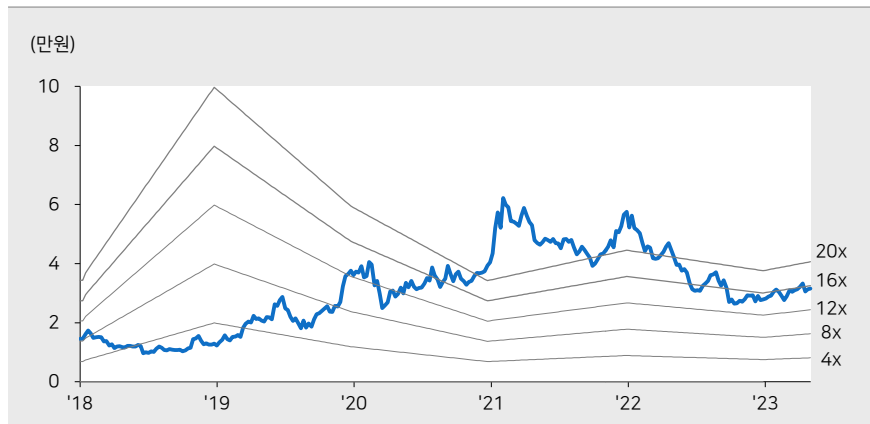
엠시넥스 밸류에이션

엠시넥스 PER 밸류에이션 테이블

(배)		2018	2019	2020	2021	2022	2023E	
주가 (원)	High	27,300	38,300	44,150	66,500	58,300		
	Low	11,200	12,000	21,000	36,600	25,900		
	Average	17,441	21,906	34,191	49,104	36,834		
확정치	PER (배)	High	13.0	7.5	20.5	30.1	45.6	
		Low	5.4	2.4	9.8	16.6	20.3	
		Average	8.3	4.3	15.9	22.3	28.8	
	EPS (원)	EPS	2,092	5,079	2,152	2,206	1,278	1,892
		Growth (%)	흑전	142.8	-57.6	2.5	-42.1	48.1
컨센서스	PER (배)	High	16.5	7.7	14.9	38.8	26.2	
		Low	6.8	2.4	7.1	21.4	11.6	
		Average	10.6	4.4	11.5	28.7	16.5	
	EPS (원)	EPS	1,653	4,985	2,973	1,712	2,227	1,880
		growth (%)	흑전	201.6	-40.4	-42.4	30.1	-15.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

엠시넥스 PER 밴드



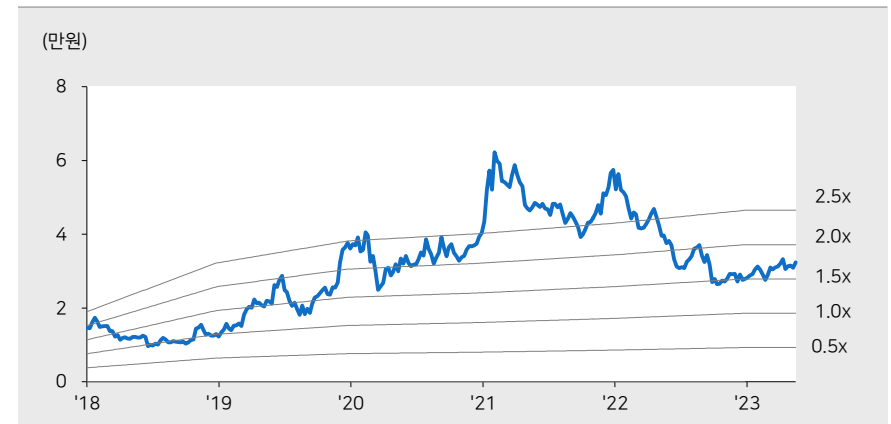
자료: 메리츠증권 리서치센터

엠시넥스 적정주가 산정표

(십억원)	가치	비고
EPS	2,058	12개월 선행 기준
적정배수(배)	19.1	20년 ~ '21년 평균 멀티플
적정가치 (원)	39,251	
적정주가 (원)	39,000	
현재주가 (원)	32,850	
상승여력 (%)	18.7%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

엠시넥스 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

엠시넥스 (097520)

2023년 하반기 전망 시리즈 7

전기전자/IT부품장비

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,009.3	1,108.6	1,040.7	1,118.3	1,232.5
매출액증가율(%)	-23.0	9.8	-6.1	7.5	10.2
매출원가	920.6	1,034.0	947.7	1,008.9	1,108.9
매출총이익	88.6	74.6	93.0	109.4	123.6
판매비와관리비	64.8	63.9	61.5	69.4	74.1
영업이익	23.9	10.7	31.4	40.0	49.5
영업이익률(%)	2.4	1.0	3.0	3.6	4.0
금융손익	-1.2	-3.9	-2.8	-1.0	-0.3
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	27.6	22.4	14.8	14.1	13.8
세전계속사업이익	50.3	29.2	43.4	53.1	62.9
법인세비용	10.8	6.2	9.4	11.4	13.5
당기순이익	39.5	23.0	34.0	41.7	49.4
지배주주지분 순이익	39.5	23.0	34.0	41.7	49.4
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	277.3	247.6	257.7	295.8	399.0
현금및현금성자산	20.3	43.5	66.1	90.0	172.1
매출채권	152.0	102.6	96.3	103.5	114.1
재고자산	93.7	93.3	87.6	94.1	103.8
비유동자산	248.3	291.3	275.1	268.4	259.4
유형자산	198.9	234.3	218.8	212.6	204.1
무형자산	4.0	4.7	4.0	3.4	3.0
투자자산	3.0	7.6	7.6	7.6	7.6
자산총계	525.5	538.9	532.8	564.2	658.4
유동부채	209.5	198.0	166.8	170.4	229.1
매입채무	136.6	124.3	116.7	125.4	138.2
단기차입금	35.5	42.0	26.3	14.1	57.3
유동성장기부채	14.5	6.2	0.0	5.3	5.3
비유동부채	17.1	31.9	31.7	26.6	21.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	15.8	29.4	29.4	24.1	18.7
부채총계	226.6	229.8	198.5	197.0	250.5
자본금	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
자본잉여금	58.6	56.9	56.9	56.9	56.9
기타포괄이익누계액	4.8	7.6	7.6	7.6	7.6
이익잉여금	228.0	241.9	267.2	300.1	340.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	299.0	309.1	334.3	367.2	407.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	92.8	122.3	81.4	76.8	79.6
당기순이익(손실)	39.5	23.0	34.0	41.7	49.4
유형자산감가상각비	54.4	53.3	55.5	51.2	48.6
무형자산상각비	0.5	0.6	0.7	0.6	0.5
운전자본의 증감	1.9	27.6	3.3	-3.7	-5.4
투자활동 현금흐름	-67.5	-93.5	-23.8	-28.6	-22.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-38.9	-115.5	-40.0	-45.0	-40.0
투자자산의 감소(증가)	0.3	-4.6	0.0	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	-23.8	-5.4	-35.0	-24.3	24.9
차입금증감	-15.7	11.4	-22.0	-12.2	37.9
자본의증가	6.2	-1.7	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	2.5	23.2	22.6	23.8	82.2
기초현금	17.8	20.3	43.5	66.1	90.0
기말현금	20.3	43.5	66.1	90.0	172.1
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	56,362	61,672	57,885	62,204	68,559
EPS(지배주주)	2,206	1,278	1,892	2,320	2,750
CFPS	5,864	5,504	4,871	5,107	5,480
EBITDAPS	4,395	3,593	4,871	5,107	5,480
BPS	16,634	17,192	18,595	20,426	22,687
DPS	500	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.9	1.8	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	26.1	21.8	17.4	14.2	11.9
PCR	9.8	5.1	6.7	6.4	6.0
PSR	1.0	0.5	0.6	0.5	0.5
PBR	3.5	1.6	1.8	1.6	1.4
EBITDA	78.7	64.6	87.6	91.8	98.5
EV/EBITDA	13.7	8.3	6.6	5.9	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.3	7.6	10.6	11.9	12.8
EBITDA이익률	7.8	5.8	8.4	8.2	8.0
부채비율	75.8	74.4	59.4	53.6	61.4
금융비용부담률	0.1	0.4	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	15.9	2.6	7.5	11.9	11.7
매출채권회전율(x)	7.2	8.7	10.5	11.2	11.3
재고자산회전율(x)	11.5	11.7	11.5	12.3	12.5

티엘비 (356860) 하반기 가파른 반등을 기대하는 이유

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

Buy (신규)

적정주가 (12개월)	25,000원
현재주가 (5.24)	21,250원
상승여력	17.6%
KOSDAQ	855.46pt
시가총액	2,089억원
발행주식수	983만주
유동주식비율	66.21%
외국인비중	2.60%
52주 최고/최저가	24,000원/16,025원
평균거래대금	43.0억원
주요주주(%)	
백성현 외 9인	32.74

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.4	-9.4	-8.7
상대주가	15.3	-21.8	-7.7

주가그래프



2Q23 OP 22억원(+45.1% QoQ, -77.7% YoY, OPM: 4.9%) 예상

- 2Q23 주요 고객사의 Bit growth 반등으로 매출액과 수익성 모두 전분기 대비 성장 예상
- DDR5 매출은 127억원(+33.0% QoQ, +141.6% YoY, 매출비중:28%)를 기록하며 견고한 성장세가 이어질 전망

티엘비의 구조적 반등을 예상하는 이유

- 2022년 기준 글로벌 기판 생산 중 중국이 차지하는 비중은 53%.
- 뒤를 잇는 대만/한국(25%), 일본(9%)의 생산이 고부가가치 반도체기판에 집중되어 있다는 점을 고려했을 때, 티엘비가 생산하는 모듈 PCB는 대부분의 생산이 중국에 집중되어 있는 상황
- 이로 인해 최근 부각되고 있는 기판에서의 중국 공급망 제외에 대한 수혜가 티엘비에 집중될 전망. 실제로 국내 메모리 업체가 국내 공급업체로 비중확대를 진행함에 따라 티엘비의 수주 물량 확대가 진행 중
- 또한 전방 업황 부진에도 점진적으로 주문이 늘어나고 있는 DDR5의 매출 비중이 제일 높다는 점과
- 하반기 AI 서비스 확대에 따른 빅테크 기업들의 데이터센터 투자가 재개된다면 하이엔드용 메모리 모듈 PCB의 수주 확대가 이뤄질 수 있다는 점도 기대요인

티엘비 기판에 대한 프리미엄 반영 필요. 투자의견 Buy, 적정주가 25,000원 제시

- 적정주가는 12개월 선행 EPS(1,807원) X 13.9배(2022년 고점 멀티플 적용)
- 높은 DDR5 매출 비중과 탈중국화 및 경쟁사의 생산 이슈에 따른 수혜를 누릴 수 있다는 점을 고려, 하반기 실적 개선에 대한 기대감이 타 기판업체 대비 매우 높기 때문에 2022년 고점 멀티플 적용이 적합하다고 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	178.1	13.4	12.6	1,278	-11.7	8,510	15.9	2.4	11.8	16.2	49.0
2022	221.6	38.8	31.0	3,154	146.7	11,498	6.0	1.6	4.0	31.5	45.8
2023E	194.0	13.9	11.6	1,183	-62.5	12,383	18.0	1.7	9.0	9.9	38.0
2024E	224.1	31.8	26.8	2,729	130.6	14,814	7.8	1.4	4.2	20.1	34.2
2025E	235.2	35.1	29.8	3,034	11.2	17,550	7.0	1.2	3.1	18.8	29.6

티엘비 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,317	1,325	1,290	1,290	1,231	1,175
매출액	51.8	58.3	56.8	54.6	41.5	45.3	52.3	54.9	221.5	194.0	224.1
(% QoQ)	1.7%	12.6%	-2.7%	-3.8%	-24.0%	9.2%	15.5%	4.8%			
(% YoY)	22.2%	44.3%	28.2%	7.1%	-20.0%	-22.3%	-7.9%	0.5%	24.4%	-12.5%	15.6%
SSD	21.8	30.9	29.5	25.7	21.2	21.3	24.1	26.3	107.9	92.8	0.0
R-DIMM	17.1	17.5	15.9	18.0	7.9	8.2	7.8	5.5	68.5	29.4	0.0
ETC	4.7	4.7	4.5	2.7	2.9	3.2	3.7	3.8	16.6	13.6	0.0
DDR5	8.8	5.3	6.8	8.2	9.5	12.7	16.7	19.2	29.1	58.2	0.0
영업이익	9.1	10.0	12.1	7.6	1.5	2.2	4.6	5.5	38.8	13.9	31.8
(% QoQ)	119.8%	10.3%	20.8%	-37.1%	-79.7%	45.1%	106.3%	19.7%			
(% YoY)	404.6%	267.7%	153.5%	84.4%	-83.0%	-77.7%	-61.8%	-27.4%	189.1%	-64.1%	128.4%
영업이익률 (%)	17.5	17.2	21.3	14.0	3.7	4.9	8.8	10.1	17.5	7.2	14.2
세전이익	9.3	10.2	13.9	5.2	2.8	2.2	4.6	4.4	38.6	13.9	32.4
지배주주순이익	7.8	8.5	11.5	3.3	2.4	1.6	3.9	3.8	31.0	11.6	26.8
지배주주순이익률 (%)	15.0%	14.5%	20.2%	6.0%	5.7%	3.4%	7.5%	6.9%	14.0%	6.0%	12.0%

자료: 티엘비, 머릿츠증권 리서치센터

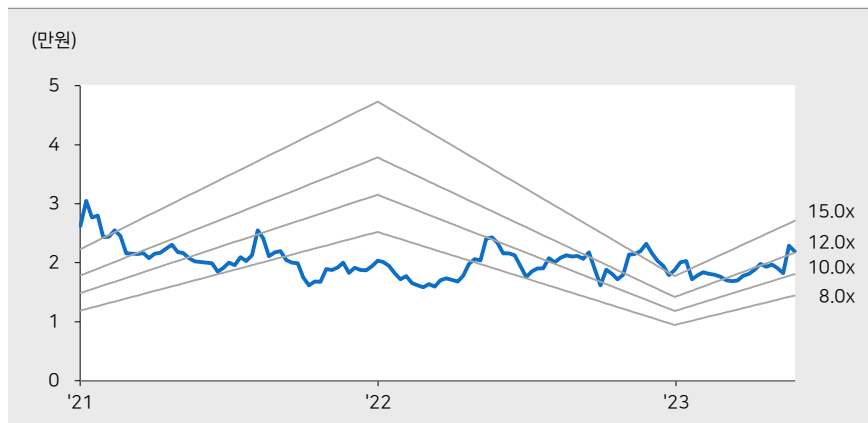
티엘비 밸류에이션 테이블

티엘비 PER 밸류에이션 테이블

(배)			2020	2021	2022	2023E	2024E
주가 (원)	High		76,100	72,000	50,000		
	Low		45,600	30,600	17,500		
	Average		52,396	42,286	36,204		
확정치	PER (배)	High	52.6	56.3	15.9		
		Low	31.5	23.9	5.5		
		Average	36.2	33.1	11.5		
	EPS (원)	EPS	1447.2	1278.4	3153.8	1183.2	2728.9
		Growth (%)	34.2	-11.7	146.7	-62.5	130.6
컨센서스	PER (배)	High	47.2	54.8	13.9		
		Low	28.3	23.3	4.9		
		Average	32.5	32.2	10.0		
	EPS (원)	EPS	1,613	1,315	3,607	1,285	2,353
		growth (%)	36.8	-18.5	174.3	-64.4	

자료: 메리츠증권 리서치센터

티엘비 PER 밴드



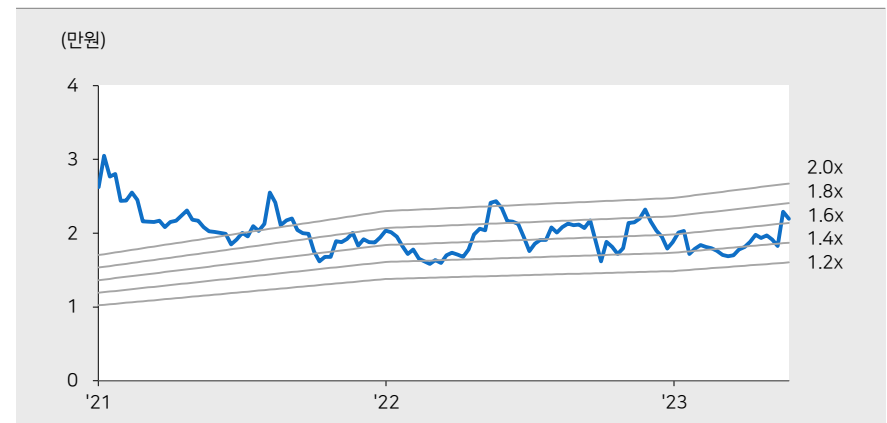
자료: 메리츠증권 리서치센터

티엘비 적정주가 산정표

(십억원)	가치	비고
EPS	1,807	12개월 선행 기준
적정배수(배)	13.9	2022년 고점 멀티플 적용
적정가치 (원)	25,049	
적정주가 (원)	25,000	
현재주가 (원)	21,250	
상승여력 (%)	17.6%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

티엘비 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

티엘비 (356860)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	178.1	221.6	194.0	224.1	235.2
매출액증가율(%)	-3.3	24.4	-12.5	15.6	4.9
매출원가	155.7	175.2	170.5	180.6	187.7
매출총이익	22.4	46.4	23.4	43.5	47.5
판매비와관리비	9.0	7.5	9.5	11.7	12.4
영업이익	13.4	38.8	13.9	31.8	35.1
영업이익률(%)	7.5	17.5	7.2	14.2	14.9
금융손익	-0.1	-0.3	0.0	0.5	1.2
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.7	0.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	15.0	38.6	13.9	32.4	36.3
법인세비용	2.5	7.6	2.3	5.5	6.5
당기순이익	12.6	31.0	11.6	26.8	29.8
지배주주지분 순이익	12.6	31.0	11.6	26.8	29.8

Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	53.4	75.0	86.4	117.2	150.8
현금및현금성자산	13.5	28.4	45.6	70.1	101.3
매출채권	13.0	19.1	16.8	19.4	20.3
재고자산	23.2	20.6	18.0	20.8	21.9
비유동자산	71.3	89.8	81.6	78.2	72.9
유형자산	60.4	69.9	63.5	58.3	52.3
무형자산	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
투자자산	5.9	14.0	12.2	14.1	14.8
자산총계	124.7	164.8	168.0	195.5	223.7
유동부채	27.8	28.3	22.8	26.4	27.7
매입채무	13.6	11.3	9.9	11.4	12.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	7.3	2.3	0.0	0.0	0.0
비유동부채	13.2	23.4	23.4	23.5	23.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	12.5	23.1	23.1	23.1	23.1
부채총계	41.0	51.8	46.2	49.8	51.1
자본금	2.5	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	33.2	30.7	30.7	30.7	30.7
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	48.0	77.4	86.1	110.0	136.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	83.7	113.1	121.8	145.7	172.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-0.4	36.3	20.0	30.0	35.1
당기순이익(손실)	12.6	31.0	11.6	26.8	29.8
유형자산감가상각비	3.9	5.1	6.4	5.2	6.0
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-16.1	-5.9	2.0	-2.1	-0.8
투자활동 현금흐름	-8.9	-26.1	2.4	-2.6	-1.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-23.2	-15.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-3.9	-8.3	1.7	-1.9	-0.7
재무활동 현금흐름	2.1	4.1	-5.3	-2.9	-2.9
차입금증감	2.4	5.4	-2.3	0.1	0.0
자본의증가	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-6.5	14.9	17.2	24.5	31.3
기초현금	20.0	13.5	28.4	45.6	70.1
기말현금	13.5	28.4	45.6	70.1	101.3

Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	18,113	22,532	19,725	22,793	23,917
EPS(지배주주)	1,278	3,154	1,183	2,729	3,034
CFPS	1,866	4,534	2,071	3,774	4,186
EBITDAPS	1,776	4,475	2,071	3,774	4,186
BPS	8,510	11,498	12,383	14,814	17,550
DPS	125	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.6	1.6	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	15.9	6.0	18.0	7.8	7.0
PCR	10.9	4.1	10.3	5.6	5.1
PSR	1.1	0.8	1.1	0.9	0.9
PBR	2.4	1.6	1.7	1.4	1.2
EBITDA	17.5	44.0	20.4	37.1	41.2
EV/EBITDA	11.8	4.0	9.0	4.2	3.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.2	31.5	9.9	20.1	18.8
EBITDA이익률	9.8	19.9	10.5	16.6	17.5
부채비율	49.0	45.8	38.0	34.2	29.6
금융비용부담률	0.2	0.4	0.5	0.4	0.4
이자보상배율(x)	41.5	42.9	14.4	34.5	38.0
매출채권회전율(x)	18.3	13.8	10.8	12.4	11.9
재고자산회전율(x)	8.6	10.1	10.0	11.5	11.0

LG전자 (066570) B2B 기업으로의 전환 과정

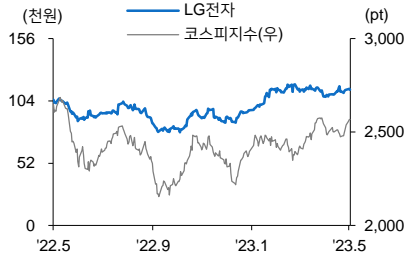
Analyst 양승수 02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	150,000원
현재주가 (5. 24)	113,300원
상승여력	32.4%
KOSPI	2,567.45pt
시가총액	185,413억원
발행주식수	16,365만주
유동주식비율	65.74%
외국인비중	29.31%
52주 최고/최저가	117,900원/77,800원
평균거래대금	918.5억원
주요주주(%)	
LG 외 2 인	33.68
국민연금공단	8.47

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.5	25.2	10.5
상대주가	3.7	19.0	12.2

주가그래프



2Q23 별도 기준 OP 9,847억원(-27.5% QoQ, +91.2% YoY) 예상

- 전통적인 여름 성수기 진입에 따른 마케팅비용의 추가적인 집행은 불가피하나, 가전의 견조한 수익성 유지와 안정적인 재고관리를 통한 기타 사업부의 흑자 기조 유지로 YoY 큰 폭의 매출 성장 예상
- IT 수요 둔화 환경을 고려했을 때, 2분기까지도 섹터 내 동사의 상대적인 실적 강세가 유지될 전망

H&A사업부와 VS사업부에 주목

- H&A사업부:** 가2023년 H&A 사업부 실적은 매출액 31.1조원(+4.0% YoY), 영업이익 2.2조원(+92.1% YoY)를 전망. 가전수요 둔화 환경에서도 '비용정상화 + B2B 사업의 성장 + 블룸존 시장 공력'을 통한 실적 성장 유효. 부가가치가 높은 B2B 제품군의 판매 확대로 상고하저의 계절성 악화도 기대
- VS사업부:** 연말 기준 수주잔고 100조원 확보가 예상됨에 따라 중장기 성장성에 대한 눈높이 상향 필요. 1) GM향으로 2H23 가동 예정인 멕시코 공장은 추가 고객사 확보로 인한 증설 가능성이 상존. 수주잔고의 급증 추이('21년 60조원 → '23년 100조원 예상)를 봤을 때, 본격적인 매출 확대와 수익성 개선이 2024년부터 동시에 이뤄질 전망

적정주가 150,000원 유지

- HA 18.3조원, HE 4.7조원, VS 4.8조원, BS 1.2조원, 비영업가치 3.4조원, 순차입금 6.3조원, 우선주 0.9조원 → 적정 시총 25.3조원 (주당 15만원)
- 상대적 실적 강세에도 동사 주가는 여전히 낮은 밸류에이션(12개월 선행 PBR 0.98배)에 거래 중. 상고하저 실적에도 하반기 VS 사업부의 실적 기여도가 높아진다는 점에서 주가 상승 여력이 충분하다고 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	73,908.0	4,058.0	1,031.7	6,210	-31.5	95,284	22.2	1.4	4.6	6.3	166.1
2022	83,467.3	3,551.0	1,196.4	7,232	32.2	105,025	12.0	0.8	3.7	6.6	145.2
2023E	86,752.5	4,357.1	1,443.9	8,744	20.8	112,308	13.0	1.0	3.3	7.3	132.4
2024E	92,872.9	5,362.6	1,925.3	11,686	33.5	122,253	9.7	0.9	2.7	9.1	120.6
2025E	104,885.2	6,056.2	2,386.6	14,505	24.1	134,749	7.8	0.8	2.4	10.3	113.8

LG전자 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,269	1,317	1,325	1,290	1,290	1,300	1,240
연결 매출액	20,969.0	19,321.7	21,176.8	21,859.7	20,415.9	20,097.2	22,732.9	23,506.6	83,327.2	86,752.5	92,872.9
(% QoQ)	0.9%	-7.9%	9.6%	3.2%	-6.6%	-1.6%	13.1%	3.4%			
(% YoY)	17.7%	15.3%	14.1%	5.2%	-2.6%	4.0%	7.3%	7.5%	12.7%	4.1%	7.1%
별도 매출액	17,234.8	15,984.3	16,018.2	15,472.5	16,261.4	16,632.1	17,130.5	16,679.7	64,709.8	66,703.8	71,548.6
H&A 매출액	7,970.4	8,067.6	7,473.0	6,384.5	8,021.7	8,258.6	7,935.2	6,875.9	29,895.5	31,091.3	32,335.0
HE 매출액	4,065.1	3,457.8	3,712.1	4,491.7	3,359.6	3,431.1	3,986.3	4,758.1	15,726.7	15,535.1	16,050.0
VS 매출액	1,877.6	2,030.5	2,345.4	2,396.0	2,386.5	2,581.4	2,853.2	2,945.8	8,649.5	10,766.9	13,078.1
BS 매출액	1,873.8	1,538.1	1,429.2	1,249.2	1,479.6	1,436.5	1,402.7	1,314.6	6,090.3	5,633.5	6,027.9
기타 매출액	1,447.9	890.3	1,058.5	951.1	1,014.0	924.5	953.0	785.3	4,347.8	3,676.9	4,057.7
LGI 매출액	3,951.7	3,702.6	5,387.4	6,547.7	4,375.8	3,682.9	5,848.8	7,081.7	19,589.4	20,989.2	22,331.1
영업이익	1,942.9	854.7	746.6	69.3	1,497.4	953.0	1,090.5	816.2	3,613.5	4,357.1	5,362.6
(% QoQ)	160.7%	-56.0%	-12.6%	-90.7%	2060.8%	-36.4%	14.4%	-25.2%			
(% YoY)	9.9%	-9.9%	25.1%	-90.7%	-22.9%	11.5%	46.1%	1077.8%	-11.0%	20.6%	23.1%
별도 영업이익	1,598.0	515.1	311.6	-104.2	1,358.2	984.7	640.0	266.3	2,320.5	3,249.1	3,920.8
H&A 영업이익	445.6	432.2	228.3	23.6	1,018.8	681.6	364.2	105.4	1,129.7	2,169.9	2,225.6
HE 영업이익	187.2	-18.9	-55.4	-107.5	200.3	148.5	105.1	40.5	5.3	494.4	790.3
VS 영업이익	-6.7	50.0	96.1	30.2	54.0	65.4	109.5	93.3	169.7	322.2	475.4
BS 영업이익	103.1	14.3	-14.4	-77.8	65.7	42.3	24.9	12.1	25.2	145.1	173.0
기타 영업이익	868.8	37.5	57.0	27.3	19.4	46.9	36.2	15.0	990.6	117.5	256.5
LGI 영업이익	367.1	289.9	444.8	170.0	143.9	-22.1	461.6	558.2	1,271.7	1,141.6	1,496.0
연결 영업이익률 (%)	9.3%	4.4%	3.5%	0.3%	7.3%	4.7%	4.8%	3.5%	4.3%	5.0%	5.8%
별도 영업이익률	9.3%	3.2%	1.9%	-0.7%	8.4%	5.9%	3.7%	1.6%	3.6%	4.9%	5.5%
H&A 영업이익률	5.6%	5.4%	3.1%	0.4%	12.7%	8.3%	4.6%	1.5%	3.8%	7.0%	6.9%
HE 영업이익률	4.6%	-0.5%	-1.5%	-2.4%	6.0%	4.3%	2.6%	0.9%	0.0%	3.2%	4.9%
VS 영업이익률	-0.4%	2.5%	4.1%	1.3%	2.3%	2.5%	3.8%	3.2%	2.0%	3.0%	3.6%
BS 영업이익률	5.5%	0.9%	-1.0%	-6.2%	4.4%	2.9%	1.8%	0.9%	0.4%	2.6%	2.9%
기타 영업이익률	60.0%	4.2%	5.4%	2.9%	1.9%	5.1%	3.8%	1.9%	22.8%	3.2%	6.3%
LGI 영업이익률	9.3%	7.8%	8.3%	2.6%	3.3%	-0.6%	7.9%	7.9%	6.5%	5.4%	6.7%
세전이익	2,066.0	747.5	485.3	-562.3	934.2	754.7	892.2	630.8	2,350.7	3,212.0	4,283.0
지배주주순이익	1,226.6	193.0	122.7	-345.9	471.3	361.4	449.7	161.5	1,196.4	1,443.9	1,925.3
지배주주순이익률 (%)	5.8%	1.0%	0.6%	-1.6%	2.3%	1.8%	2.0%	0.7%	1.4%	1.7%	2.1%

주: 2022년 2분기부터 태양광 패널 사업 종료로 인해 과거 손익계산서 재작성

자료: LG전자, 메리츠증권 리서치센터

LG전자 적정주가 산출

(십억원)	적정가치	EBITDA	배수	비고
영업가치	28,701			
H&A	17,980	3,269	5.5	글로벌 가전업체 평균
HE	4,679	883	5.3	글로벌 TV세트업체 평균
VS	4,852	933	5.2	발레오, 만도, Continental, Denso, Borgwarner 평균
BS	1,191	265	4.5	글로벌 IT세트업체 평균
비영업가치	3,441			
LG디스플레이	1,498			현재 시총에 지분 37.90% 적용 후 30% 할인
LG이노텍	1,943			현재 시총에 지분 40.79% 적용 후 30% 할인
순차입금	6,260			1Q23말 순차입금 적용
우선주 시총	878			
적정가치	25,004			
주식수(백만주)	164			
주당 적정가치 (원)	152,792			
적정주가 (원)	150,000			
현재주가 (원)	114,200			
상승여력 (%)	31.3%			

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
영업이익	H&A	1,448.8	1,545.0	1,996.2	2,352.5	2,209.2	1,129.7	2,169.9
	HE	1,336.5	1,506.7	789.0	931.3	1,099.8	5.3	494.4
	VS	-106.9	-119.8	-195.0	-380.3	-932.9	169.7	322.2
	BS	151.9	167.8	485.9	360.8	321.8	25.2	145.1
유/무형 감가상각비	H&A	452.4	464.6	606.9	679.5	764.5	884.0	1,099.1
	HE	305.7	273.4	329.8	272.6	372.7	372.0	388.3
	VS	172.4	313.4	433.6	502.3	529.4	521.2	610.8
	BS	172.2	180.2	170.6	225.0	227.6	111.2	119.6
EBITDA	H&A	1,901.2	2,009.6	2,603.0	3,032.0	2,973.7	2,013.7	3,269.0
	HE	1,642.2	1,780.1	1,118.8	1,203.9	1,472.6	377.3	882.7
	VS	65.5	193.6	238.6	122.0	-403.5	690.8	933.0
	BS	324.1	348.0	656.5	585.8	549.4	136.4	264.7

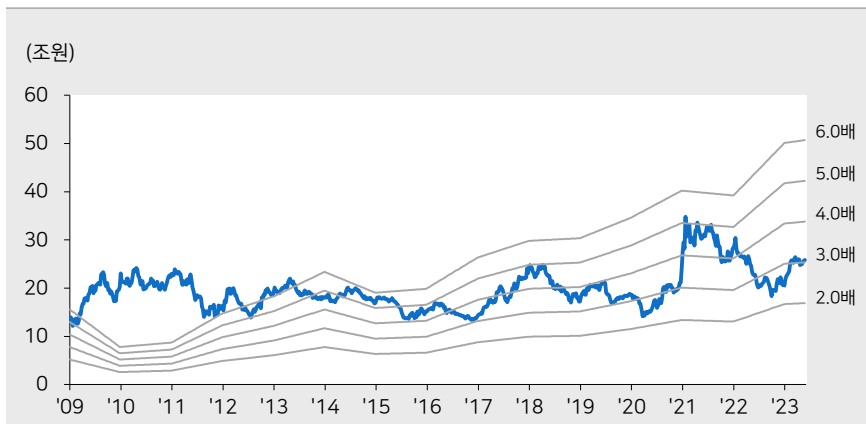
자료: 메리츠증권 리서치센터

LG전자 밸류에이션 테이블

(배)			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
주가 (원)	High		94,300	91,800	79,600	64,300	66,100	109,500	114,500	83,400	136,500	193,000	150,500	
	Low		55,800	64,600	58,200	39,300	44,700	51,200	58,800	58,500	41,600	115,000	77,200	
	Average		73,605	74,500	68,187	52,875	54,306	77,170	86,194	70,583	73,627	147,087	103,870	
확정치	PBR	High	1.4	1.4	1.2	1.0	1.0	1.5	1.5	1.1	1.6	2.0	1.4	
		Low	0.9	1.0	0.9	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	1.2	0.7	
		Average	1.1	1.1	1.1	0.8	0.8	1.1	1.1	0.9	0.9	1.5	1.0	
	BPS	(원)	65,248	64,917	64,808	64,294	66,288	73,129	78,820	79,245	85,368	95,284	105,025	112,308
	ROE	(%)	0.7	1.5	3.4	1.1	0.7	13.7	9.0	0.2	13.2	6.3	6.6	7.3
	컨센서스	PBR	High	1.3	1.3	1.2	1.0	1.0	1.4	1.4	1.0	1.5	2.0	1.4
Low			0.8	0.9	0.9	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	1.2	0.7	
Average			1.0	1.1	1.0	0.8	0.8	1.0	1.1	0.8	0.8	1.6	0.9	
BPS		(원)	74,032	68,765	68,245	67,143	65,662	76,315	81,830	83,796	89,580	94,768	110,175	116,052
ROE	(%)	4.7	2.9	6.5	3.3	3.7	14.3	11.1	5.9	13.2	9.5	9.0	10.5	

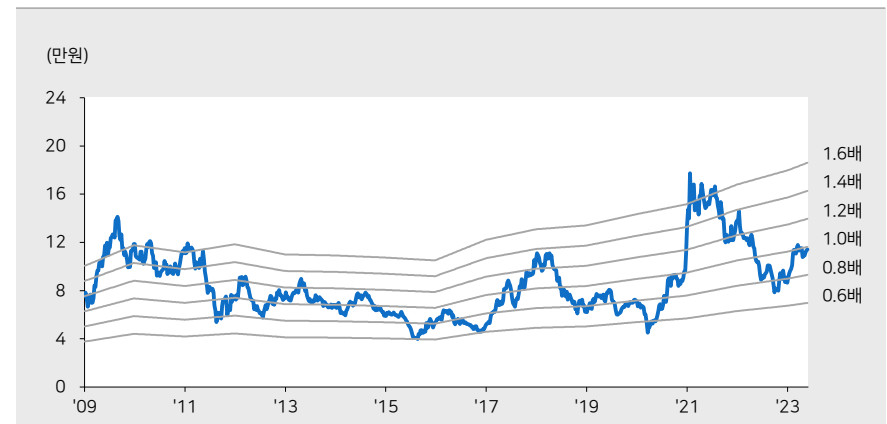
자료: 메리츠증권 리서치센터

LG전자 EV/EBITDA 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

LG전자 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

LG전자 (066570)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	73,908.0	83,467.3	86,752.5	92,872.9	104,885.2
매출액증가율(%)	27.3	12.9	3.9	7.1	12.9
매출원가	55,010.8	63,231.1	65,078.4	69,128.5	78,069.7
매출총이익	18,897.2	20,236.2	21,674.1	23,744.4	26,815.5
판매비와관리비	14,839.2	16,685.3	17,317.0	18,381.8	20,759.3
영업이익	4,058.0	3,551.0	4,357.1	5,362.6	6,056.2
영업이익률(%)	5.5	4.3	5.0	5.8	5.8
금융손익	-71.7	-193.7	-285.1	-197.3	-105.5
종속/관계기업관련손익	448.9	-1,168.0	-778.7	-739.8	-709.8
기타영업외손익	-596.3	350.6	-81.2	-142.5	-111.4
세전계속사업이익	3,838.9	2,539.8	3,212.1	4,283.0	5,129.5
법인세비용	1,057.8	532.3	963.6	1,284.9	1,413.1
당기순이익	1,415.0	1,863.1	2,248.4	2,998.1	3,716.4
지배주주지분 순이익	1,031.7	1,196.4	1,443.9	1,925.3	2,386.6
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	27,487.8	27,488.2	30,239.4	34,183.7	39,830.8
현금및현금성자산	6,051.5	6,322.4	8,240.4	10,632.8	13,233.8
매출채권	8,166.5	8,216.5	8,539.9	9,142.4	10,324.9
재고자산	9,754.0	9,388.8	9,758.3	10,446.8	11,798.0
비유동자산	25,993.7	27,667.9	26,956.0	26,442.3	26,597.0
유형자산	14,700.8	15,831.8	14,969.9	14,233.8	13,918.6
무형자산	2,443.3	2,454.8	2,432.8	2,334.6	2,175.3
투자자산	5,558.5	4,596.6	4,768.7	5,089.2	5,718.4
자산총계	53,481.5	55,156.1	57,195.4	60,626.1	66,427.8
유동부채	23,619.9	22,332.6	23,136.8	24,373.3	27,061.4
매입채무	8,741.9	8,212.4	8,535.7	9,137.8	10,319.7
단기차입금	330.1	885.9	1,385.9	1,335.9	1,285.9
유동성장기부채	1,565.5	1,401.6	916.9	733.5	586.8
비유동부채	9,763.6	10,331.6	9,445.0	8,768.1	8,292.2
사채	4,893.1	4,173.1	4,173.1	4,173.1	4,173.1
장기차입금	3,142.9	4,584.6	3,667.7	2,934.1	2,347.3
부채총계	33,383.5	32,664.1	32,581.8	33,141.3	35,353.6
자본금	904.2	904.2	904.2	904.2	904.2
자본잉여금	3,044.4	3,048.4	3,048.4	3,048.4	3,048.4
기타포괄이익누계액	-1,106.6	-749.5	-749.5	-749.5	-749.5
이익잉여금	14,433.6	15,834.0	17,151.0	18,949.4	21,209.0
비지배주주지분	2,867.4	3,499.9	4,304.5	5,377.3	6,707.1
자본총계	20,098.0	22,492.0	24,613.5	27,484.7	31,074.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	2,677.4	3,107.8	6,833.1	7,277.6	7,786.1
당기순이익(손실)	1,415.0	1,863.1	2,248.4	2,998.1	3,716.4
유형자산감가상각비	2,238.3	2,506.7	3,189.3	2,967.9	2,862.3
무형자산상각비	491.1	478.4	522.0	498.2	459.3
운전자본의 증감	-5,415.4	-3,722.9	-18.3	-34.1	-66.8
투자활동 현금흐름	-2,465.5	-3,227.6	-3,898.9	-3,814.4	-4,319.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,648.1	-3,116.8	-2,327.4	-2,231.8	-2,547.1
투자자산의 감소(증가)	-309.8	-206.2	-950.8	-1,060.4	-1,339.0
재무활동 현금흐름	-282.3	448.3	-1,016.2	-1,070.8	-865.2
차입금증감	-24.0	1,206.8	-889.2	-943.9	-738.3
자본의증가	121.1	4.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	155.2	270.8	1,918.1	2,392.4	2,601.0
기초현금	5,896.3	6,051.5	6,322.4	8,240.4	10,632.8
기말현금	6,051.5	6,322.4	8,240.4	10,632.8	13,233.8
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	451,628	510,042	530,117	567,517	640,920
EPS(지배주주)	6,210	7,232	8,744	11,686	14,505
CFPS	55,001	49,292	48,864	53,133	56,677
EBITDAPS	41,475	39,940	49,304	53,949	57,305
BPS	95,284	105,025	112,308	122,253	134,749
DPS	850	700	700	700	700
배당수익률(%)	0.6	0.8	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	22.2	12.0	13.0	9.7	7.8
PCR	2.5	1.8	2.3	2.1	2.0
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	1.4	0.8	1.0	0.9	0.8
EBITDA	6,787.3	6,536.1	8,068.5	8,828.7	9,377.9
EV/EBITDA	4.6	3.7	3.3	2.7	2.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.3	6.6	7.3	9.1	10.3
EBITDA이익률	9.2	7.8	9.3	9.5	8.9
부채비율	166.1	145.2	132.4	120.6	113.8
금융비용부담률	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
이자보상배율(x)	17.0	9.8	11.8	15.8	19.3
매출채권회전율(x)	9.6	10.2	10.4	10.5	10.8
재고자산회전율(x)	8.6	8.7	9.1	9.2	9.4

삼성전기 (009150) 불확실한 회복 강도

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

Buy

적정주가 (12개월) 170,000원

현재주가 (5.24) 143,100원

상승여력 18.8%

KOSPI	2,567.45pt
시가총액	106,887억원
발행주식수	7,469만주
유동주식비율	73.49%
외국인비중	30.16%
52주 최고/최저가	157,800원/112,000원
평균거래대금	553.6억원

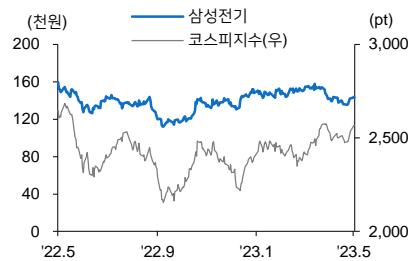
주요주주(%)

삼성전자 외 5 인	23.83
국민연금공단	8.80

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.6	5.6	-6.2
상대주가	-1.1	0.4	-4.8

주가그래프



2Q23 OP 1,784억원(+27.4% QOQ, -50.5% YoY, OPM: 8.7%) 예상

- 2Q23 중국 스마트폰 세트사들의 셀인 물량 증가로 인한 재고 축적으로 매출액, 수익성 모두 전분기 대비 성장 예상
- 2Q23 MLCC 가동률은 76%(1Q23 68%)를 예상하며 컴포넌트 사업부의 영업이익률은 두 자릿수(11.3%)으로의 회복이 가능할 전망

하반기 보수적인 접근이 유효한 시점

- 연초 기대와 다르게 1Q23 중국 스마트폰 판매량은 5.2% 역성장하며 회복이 지연
- 2분기 다수의 신모델 출시에 따른 셀인 물량 증가 효과가 반영되고 있으나, 수요 환경의 회복이 없다면 신모델 출시에 따른 일시적인 효과에 그칠 개연성이 높음
- 수요 부진으로 인해 IT용 MLCC 제품 중심으로 판가 인하 압박도 존재
- 일본 MLCC 업체인 Murata와 Taiyo yuden은 FY2024 영업이익 기준 각각 26%, 53% 감익 가이드런스 제시. 전장 비중이 높은 TDK만 13% 증가한 영업이익 가이드런스 제시.
- 2023년 영업이익 8,383억원(-29.1% YoY)로 컨센서스(9,050억원) 7.4% 하회 전망

투자의견 Buy, 적정주가 170,000원으로 5.6% 하향 제시

- 12개월 선행 BPS(107,769원) X 1.6배(10% 초반의 ROE를 기록했던 '19~'20년 평균)
- 하반기 점진적인 회복의 방향성은 맞으나 스마트폰 셀인과 셀스루 환경의 괴리감 회복이 필요

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	9,675.0	1,486.9	892.5	11,866	46.7	86,584	16.6	2.3	6.4	14.3	44.7
2022	9,424.6	1,182.8	980.6	13,046	8.6	97,145	10.0	1.3	4.8	13.8	42.9
2023E	8,712.9	838.3	695.8	9,233	-25.9	104,065	15.5	1.4	5.9	8.9	28.6
2024E	9,669.9	1,107.0	870.6	11,574	25.3	113,238	12.4	1.3	4.5	10.3	29.0
2025E	10,341.6	1,268.6	1,050.7	13,985	20.8	124,732	10.2	1.1	3.8	11.4	28.0

삼성전기 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,268	1,317	1,325	1,290	1,290	1,300	1,240
연결 매출액	2,616.8	2,455.6	2,383.7	1,968.4	2,021.7	2,060.6	2,362.0	2,268.7	9,424.5	8,712.9	9,669.9
(% QoQ)	7.7%	-6.2%	-2.9%	-17.4%	2.7%	1.9%	14.6%	-3.9%			
(% YoY)	14.2%	2.1%	-6.4%	-19.0%	-22.7%	-16.1%	-0.9%	15.3%	-2.6%	-7.6%	11.0%
컴포넌트솔루션	1,229	1,140	930	833	826	934	982	988	4,132	3,729	4,161
(% QoQ)	4.7%	-7.3%	-18.4%	-10.4%	-0.9%	13.2%	5.1%	0.6%			
(% YoY)	12.9%	-4.6%	-29.6%	-29.0%	-32.8%	-18.0%	5.6%	18.6%	-13.5%	-9.7%	11.6%
모듈솔루션	868	779	901	656	799	749	906	798	3,204	3,253	3,397
(% QoQ)	11.6%	-10.2%	15.7%	-27.3%	21.8%	-6.2%	21.0%	-12.0%			
(% YoY)	3.2%	-4.2%	14.5%	-15.7%	-8.0%	-3.8%	0.6%	21.8%	-0.5%	1.5%	4.4%
기판솔루션	520	536	553	480	398	377	474	483	2,088	1,731	2,112
(% QoQ)	8.5%	3.2%	3.0%	-13.2%	-17.1%	-5.2%	25.8%	1.9%			
(% YoY)	17.5%	15.0%	-4.8%	0.2%	-23.5%	-29.8%	-14.2%	0.6%	6.1%	-17.1%	22.0%
영업이익	410.5	360.1	311.0	101.2	140.1	178.4	268.2	251.6	1,182.9	838.3	1,107.0
(% QoQ)	29.8%	-12.3%	-13.6%	-67.4%	38.3%	27.4%	50.4%	-6.2%			
(% YoY)	15.1%	0.6%	-31.8%	-68.0%	-65.9%	-50.5%	-13.8%	148.6%	-20.4%	-29.1%	32.0%
컴포넌트솔루션	268.7	210.3	115.8	13.0	55.9	105.3	141.6	149.5	607.7	452.3	660.1
(% QoQ)	21.2%	-21.7%	-45.0%	-88.8%	329.4%	88.5%	34.5%	5.6%			
(% YoY)	14.7%	-21.5%	-65.9%	-94.1%	-79.2%	-49.9%	22.3%	1048.7%	-42.9%	-25.6%	45.9%
모듈솔루션	41.1	24.2	48.3	-3.2	34.4	21.9	41.7	22.4	110.4	120.3	126.0
(% QoQ)	171.2%	-41.1%	99.5%	-106.6%	-1177.7%	-36.3%	90.4%	-46.4%			
(% YoY)	-42.1%	-38.5%	35.7%	-121.0%	-16.4%	-9.6%	-13.7%	-800.7%	-31.5%	8.9%	4.7%
기판솔루션	100.7	125.6	146.9	91.4	49.8	51.2	84.9	79.8	464.6	265.7	320.9
(% QoQ)	26.8%	24.7%	17.0%	-37.8%	-45.5%	2.8%	65.9%	-6.0%			
(% YoY)	95.5%	147.4%	82.5%	15.1%	-50.6%	-59.2%	-42.2%	-12.7%	77.2%	-42.8%	20.8%
연결 영업이익률 (%)	15.7%	14.7%	13.0%	5.1%	6.9%	8.7%	11.4%	11.1%	12.6%	9.6%	11.4%
컴포넌트솔루션	21.9%	18.4%	12.4%	1.6%	6.8%	11.3%	14.4%	15.1%	14.7%	12.1%	15.9%
모듈솔루션	4.7%	3.1%	5.4%	-0.5%	4.3%	2.9%	4.6%	2.8%	3.4%	3.7%	3.7%
기판솔루션	19.4%	23.4%	26.6%	19.1%	12.5%	13.6%	17.9%	16.5%	22.3%	15.4%	15.2%
세전이익	427.0	385.2	380.0	-5.4	141.1	181.0	270.9	269.0	1,148.3	862.0	1,152.2
지배주주순이익	315.4	281.3	271.7	112.2	118.1	147.2	237.0	235.1	993.5	737.5	922.8
지배주주순이익률 (%)	12.1%	11.5%	11.4%	5.7%	5.8%	7.1%	10.0%	10.4%	10.5%	8.5%	9.5%

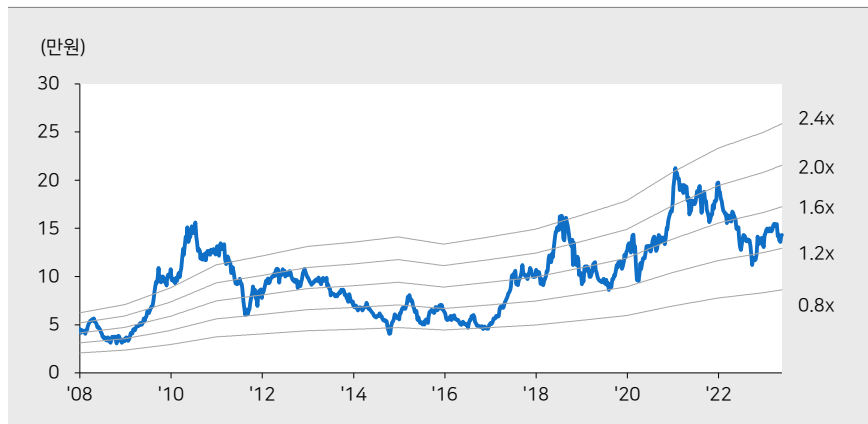
주: 2021년 4분기에 RFPCB 사업 중단에 따라 과거 손익계산서 재작성
 자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 밸류에이션 테이블

(배)		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	
주가 (원)	High	112,500	102,000	74,700	82,000	63,300	114,500	166,000	126,000	179,000	223,000	199,000		
	Low	77,800	71,500	39,800	48,800	44,800	49,850	88,900	84,100	81,700	153,000	108,500		
	Average	98,459	87,690	60,348	63,848	52,509	84,932	124,684	103,177	132,818	182,411	146,884		
확정치	PBR	High	2.2	1.9	1.2	1.5	1.1	2.1	2.6	1.8	2.4	2.5	2.0	
		Low	1.5	1.3	0.7	0.9	0.8	0.9	1.4	1.2	1.1	1.7	1.1	
		Average	1.9	1.6	1.0	1.1	0.9	1.5	2.0	1.5	1.7	2.1	1.5	
	BPS	(원)	51,103	54,871	59,829	55,610	55,896	55,818	63,743	69,975	76,164	88,545	99,142	106,599
	ROE	(%)	11.9	8.2	11.5	0.3	0.3	3.8	14.5	10.2	10.9	14.3	13.8	8.9
컨센서스	PBR	High	2.2	1.9	1.3	1.4	1.1	1.9	2.6	1.8	2.3	2.5	2.0	
		Low	1.5	1.3	0.7	0.8	0.8	0.8	1.4	1.2	1.1	1.7	1.1	
		Average	1.9	1.6	1.1	1.1	0.9	1.4	1.9	1.5	1.7	2.0	1.5	
	BPS	(원)	50,540	54,670	56,486	58,791	55,669	58,824	64,033	70,286	76,941	90,371	100,341	106,411
	ROE	(%)	12.8	10.2	7.2	1.6	0.5	4.1	15.1	10.7	10.7	17.1	13.5	8.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 PBR 변화 추이



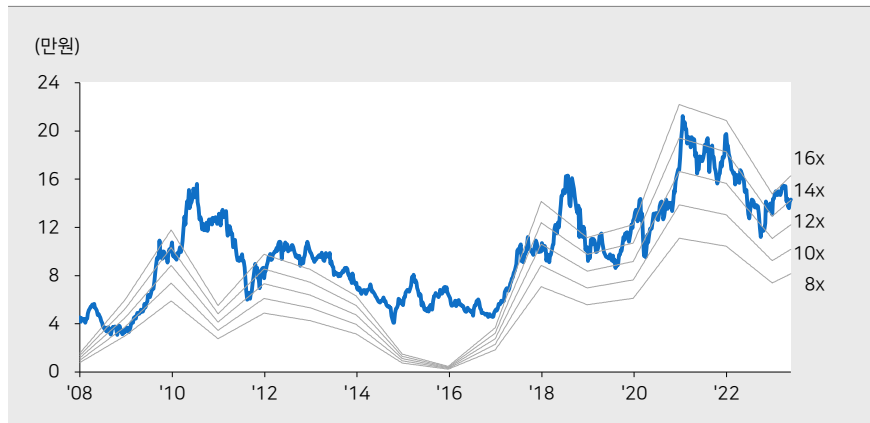
자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 밸류에이션 테이블 (2)

(배)			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
주가 (원)	High		112,500	102,000	74,700	82,000	63,300	114,500	166,000	126,000	179,000	223,000	199,000	
	Low		77,800	71,500	39,800	48,800	44,800	49,850	88,900	84,100	81,700	153,000	108,500	
	Average		98,459	87,690	60,348	63,848	52,509	84,932	124,684	103,177	132,818	182,411	146,884	
확정치	PER	High	19.2	23.2	11.1	636.7	359.9	53.6	19.0	18.4	22.3	18.8	15.3	
		Low	13.3	16.3	5.9	378.9	254.7	23.4	10.2	12.3	10.2	12.9	8.3	
		Average	16.8	20.0	9.0	495.8	298.5	39.8	14.3	15.1	16.5	15.4	11.3	
	EPS	(원)	5,861	4,391	6,700	129	176	2,135	8,746	6,841	8,030	11,866	13,045	9,233
		Growth (%)	26.1	-25.1	52.6	-98.1	36.6	1,113.7	309.7	-21.8	17.4	47.8	9.9	-29.2
컨센서스	PER	High	18.4	19.2	18.9	88.6	219.8	50.0	18.8	18.1	23.4	16.1	16.0	
		Low	12.7	13.4	10.1	52.7	155.6	21.8	10.0	12.1	10.7	11.0	8.7	
		Average	16.1	16.5	15.3	69.0	182.3	37.1	14.1	14.8	17.4	13.2	11.8	
	EPS	(원)	6,102	5,319	3,942	926	288	2,288	8,846	6,972	7,640	13,869	12,434	8,908
		Growth (%)	31.3	-9.3	-10.2	-86.2	123.6	1,200.8	314.4	-21.2	9.6	81.5	-10.3	-28.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 적정주가 산정표

(십억원)	가치	비고
BPS	107,769	12MF BPS
적정배수(배)	1.6	10% 초반의 ROE를 기록했던 19년, 20년의 평균
적정가치 (원)	172,117	
적정주가 (원)	170,000	
현재주가 (원)	143,100	
상승여력 (%)	18.8%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 (009150)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	9,675.0	9,424.6	8,712.9	9,669.9	10,341.6
매출액증가율(%)	24.8	-2.6	-7.6	11.0	6.9
매출원가	7,127.1	7,161.4	6,688.3	7,382.3	7,780.6
매출총이익	2,547.9	2,263.2	2,024.6	2,287.6	2,561.0
판매비와관리비	1,061.1	1,080.3	1,186.3	1,180.6	1,292.5
영업이익	1,486.9	1,182.8	838.3	1,107.0	1,268.6
영업이익률(%)	15.4	12.6	9.6	11.4	12.3
금융손익	-30.9	-17.1	-23.6	0.2	13.1
종속/관계기업관련손익	10.4	-2.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	25.0	24.0	47.3	45.1	47.5
세전계속사업이익	1,491.3	1,186.8	862.0	1,152.2	1,329.3
법인세비용	413.7	164.1	124.6	229.5	215.6
당기순이익	915.4	993.5	737.5	922.8	1,113.7
지배주주지분 순이익	892.5	980.6	695.8	870.6	1,050.7

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	4,598.3	4,888.3	4,498.2	5,512.4	6,671.3
현금및현금성자산	1,185.2	1,677.1	1,529.4	2,217.6	3,147.6
매출채권	1,219.4	990.7	915.9	1,016.5	1,087.1
재고자산	1,818.4	1,901.6	1,758.0	1,951.1	2,086.6
비유동자산	5,343.1	6,108.9	6,143.3	6,148.3	6,118.6
유형자산	4,639.4	5,235.3	5,300.7	5,319.3	5,302.0
무형자산	141.8	150.1	126.2	103.1	83.9
투자자산	368.3	339.9	332.8	342.4	349.1
자산총계	9,941.4	10,997.2	10,641.5	11,660.7	12,789.9
유동부채	2,234.7	2,525.1	1,436.9	1,607.3	1,717.5
매입채무	591.7	381.8	353.0	391.8	419.0
단기차입금	56.5	810.3	60.0	50.0	50.0
유동성장기부채	339.0	298.3	67.3	103.9	113.1
비유동부채	835.6	778.6	932.4	1,017.3	1,081.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	619.8	336.6	519.3	565.4	602.3
부채총계	3,070.3	3,303.7	2,369.4	2,624.6	2,799.0
자본금	388.0	388.0	388.0	388.0	388.0
자본잉여금	1,053.5	1,053.5	1,053.5	1,053.5	1,053.5
기타포괄이익누계액	616.9	623.2	623.2	623.2	623.2
이익잉여금	4,807.2	5,620.5	6,157.5	6,869.3	7,761.3
비지배주주지분	152.2	155.0	196.7	248.8	311.7
자본총계	6,871.1	7,693.5	8,272.2	9,036.1	9,991.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,731.2	1,575.4	1,742.0	1,807.5	2,066.8
당기순이익(손실)	915.4	993.5	737.5	922.8	1,113.7
유형자산감가상각비	828.5	833.7	834.6	981.4	1,017.3
무형자산상각비	38.0	45.1	58.9	48.1	39.2
운전자본의 증감	-624.4	-431.9	102.2	-137.4	-96.5
투자활동 현금흐름	-845.1	-1,327.6	-876.1	-995.5	-983.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-844.2	-1,296.5	-900.0	-1,000.0	-1,000.0
투자자산의 감소(증가)	-63.3	26.4	7.1	-9.6	-6.7
재무활동 현금흐름	-1,181.0	193.1	-1,013.5	-123.9	-153.4
차입금증감	-824.1	422.7	-798.5	72.7	46.1
자본의증가	8.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-252.9	444.5	-147.6	688.1	930.0
기초현금	1,485.5	1,232.6	1,677.1	1,529.4	2,217.6
기말현금	1,232.6	1,677.1	1,529.4	2,217.6	3,147.6

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	129,530	126,176	116,649	129,460	138,454
EPS(지배주주)	11,866	13,046	9,233	11,574	13,985
CFPS	33,348	30,991	23,185	28,603	31,127
EBITDAPS	31,506	27,601	23,185	28,603	31,127
BPS	86,584	97,145	104,065	113,238	124,732
DPS	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
배당수익률(%)	1.1	1.6	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	16.6	10.0	15.5	12.4	10.2
PCR	5.9	4.2	6.2	5.0	4.6
PSR	1.5	1.0	1.2	1.1	1.0
PBR	2.3	1.3	1.4	1.3	1.1
EBITDA	2,353.3	2,061.6	1,731.8	2,136.5	2,325.0
EV/EBITDA	6.4	4.8	5.9	4.5	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.3	13.8	8.9	10.3	11.4
EBITDA이익률	24.3	21.9	19.9	22.1	22.5
부채비율	44.7	42.9	28.6	29.0	28.0
금융비용부담률	0.4	0.5	0.6	0.4	0.4
이자보상배율(x)	37.4	25.5	14.9	29.3	31.1
매출채권회전율(x)	8.9	8.5	9.1	10.0	9.8
재고자산회전율(x)	6.1	5.1	4.8	5.2	5.1

해성디에스 (195870) 전장용 리드프레임 고수익성 지속 전망

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

Buy

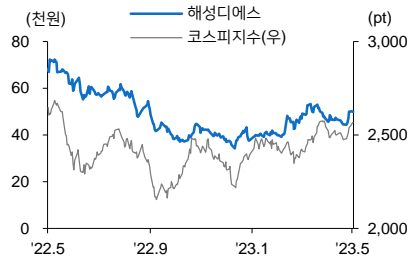
적정주가 (12개월)	60,000원
현재주가 (5.24)	49,950원
상승여력	20.1%

KOSPI	2,567.45pt
시가총액	8,492억원
발행주식수	1,700만주
유동주식비율	61.34%
외국인비중	14.88%
52주 최고/최저가	72,400원/34,300원
평균거래대금	92.0억원

주요주주(%)	
해성산업 외 3 인	36.31
국민연금공단	8.23

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.3	16.4	-25.4
상대주가	7.4	10.7	-24.3

주가그래프



2Q23 OP 290억원(-6.7% QoQ, -46.3% YoY, OPM: 15.6%) 예상

- 전방시장의 지속적인 재고조정 영향으로 QoQ 매출액 둔화 및 감익 불가피
- 다만 전장용 리드프레임 매출액은 757억원(Flat QoQ, +3.1% YoY)를 기록, 견조한 실적 흐름을 이어갈 전망

전장용 리드프레임의 고수익성 지속 전망

- PCB 업계의 전반적인 업황 악화에도 전장용 리드프레임의 고수익성이 올해 지속될 것으로 전망
- 핵심 이유는 다른 제품군과 다르게 판가가 하락하지 않았고 2) 견조한 수요를 바탕으로 수주 물량이 공급 가능한 물량을 초과하고 있기 때문
- 고신뢰성을 요구하는 전장 시장 업황의 특성으로 인해 다른 기판과 달리 Seller's Market의 지위가 유지 중
- 2023년 전장용 리드프레임 매출액 3,104억원(+6.6% YoY) 전망

투자의견 Buy, 적정주가 60,000원 유지

- 12개월 선행 EPS(7,018원) X 8.9배(2019~2022년 평균 멀티플)
- 전장 매출 비중이 높은 대만의 리드프레임 경쟁사들은 동사와 달리 높은 멀티플에 거래 중
- 올해 동사의 전장용 리드프레임 매출 비중이 38.5%까지 상승한다는 점에서 프리미엄이 입증된 전장에 대한 가치 반영 필요

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	655.4	86.3	71.3	4,192	136.9	17,313	11.7	2.8	7.4	27.1	61.4
2022	839.4	204.4	159.4	9,376	124.3	26,312	3.8	1.4	2.4	43.0	47.5
2023E	806.5	134.5	111.9	6,583	-29.8	31,995	7.6	1.6	4.1	22.6	42.3
2024E	944.1	163.1	130.2	7,660	16.3	38,755	6.5	1.3	3.4	21.7	39.1
2025E	1,098.4	180.3	143.1	8,419	9.9	46,273	5.9	1.1	2.7	19.8	34.1

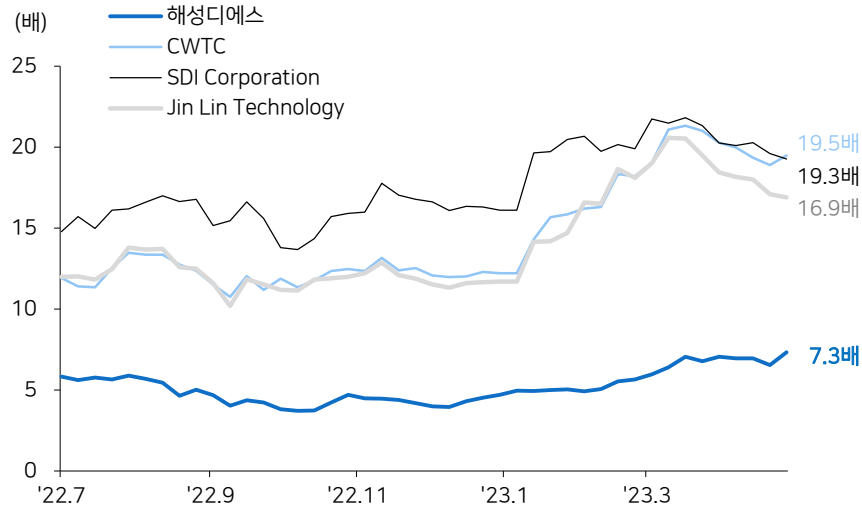
해성디에스 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	202E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,317	1,325	1,290	1,290	1,302	1,240
매출액	199.6	216.2	224.3	199.2	192.4	186.1	211.1	216.9	839.3	806.5	944.1
(% QoQ)	6.5%	8.3%	3.7%	-11.2%	-3.4%	-3.3%	13.5%	2.7%			
(% YoY)	45.2%	35.6%	31.2%	6.2%	-3.6%	-13.9%	-5.9%	8.9%	28.1%	-3.9%	17.1%
Leadframe	131.8	142.0	143.8	121.3	124.6	121.4	138.0	141.2	538.9	525.1	617.4
전장용	65.7	73.5	77.8	74.3	75.6	75.7	80.7	78.4	291.3	310.4	
IT용	66.1	68.5	66.0	47.0	49.0	45.6	57.3	62.8	247.5	214.7	
Package Substrate	67.9	74.2	80.5	77.9	67.8	64.7	73.1	75.7	300.5	281.3	326.7
영업이익	48.3	54.1	57.4	44.6	31.1	29.0	36.5	37.9	204.4	134.5	163.1
(% QoQ)	61.6%	11.9%	6.1%	-22.3%	-30.3%	-6.7%	25.6%	4.0%			
(% YoY)	375.6%	196.5%	104.9%	49.1%	-35.7%	-46.3%	-36.5%	-15.0%	136.8%	-34.2%	21.3%
영업이익률 (%)	24.2%	25.0%	25.6%	22.4%	16.2%	15.6%	17.3%	17.5%	24.4%	16.7%	17.3%
세전이익	51.2	59.3	66.8	28.1	35.4	30.6	38.0	39.5	205.3	143.5	164.8
지배주주순이익	39.8	45.8	51.5	22.4	27.3	22.8	30.2	31.7	159.4	111.9	130.2
지배주주순이익률 (%)	19.9%	21.2%	22.9%	11.2%	14.2%	12.2%	14.3%	14.6%	19.0%	13.9%	13.8%

자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

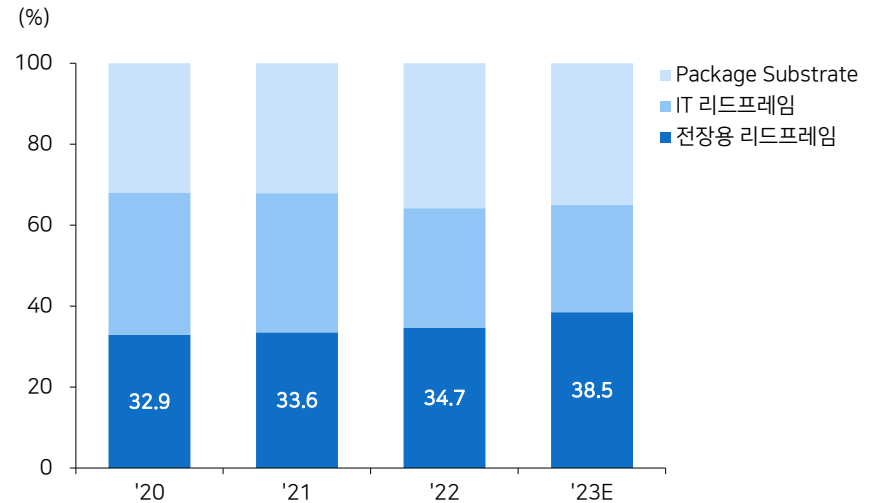
해성디에스 핵심차트

글로벌 리드프레임 Peer 12M PER 밸류에이션 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

해성디에스 제품별 매출 비중 추이



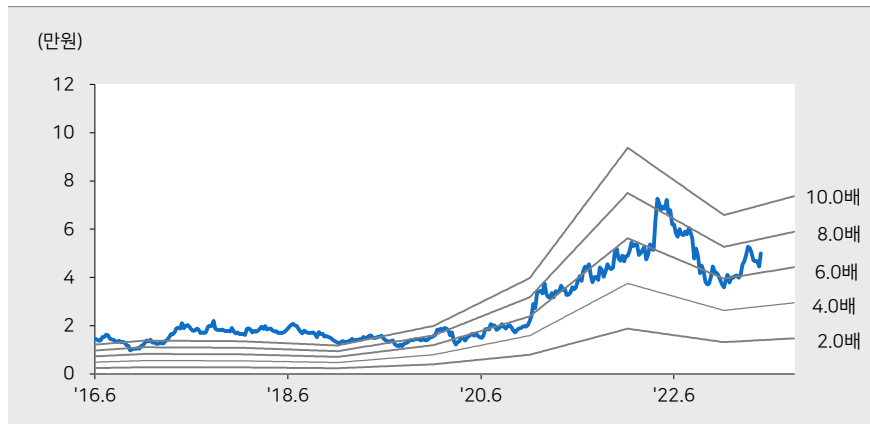
자료: 해성디에스, 메리츠증권 리서치센터

해성디에스 밸류에이션 테이블

(배)			2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
주가 (원)	High		19,150	22,500	21,400	18,700	24,500	53,200	74,700	
	Low		9,430	12,250	12,400	10,750	10,800	23,200	35,100	
	Average		12,929	17,046	17,454	14,017	17,719	38,961	53,124	
확정치	PER	High	16.3	16.0	17.5	17.3	13.9	12.7	8.0	
		Low	8.0	8.7	10.1	10.0	6.1	5.5	3.7	
		Average	11.0	12.1	14.2	13.0	10.0	9.3	5.7	
	EPS	(원)	1174.4	1410.5	1226.1	1078.4	1764.1	4191.9	9376.4	6583.4
		Growth (%)	19.9	20.1	-13.1	-12.1	63.6	137.6	123.7	-29.8
컨센서스	PER	High	18.1	16.3	15.8	15.9	12.3	13.4	7.2	
		Low	8.9	8.9	9.2	9.1	5.4	5.8	3.4	
		Average	12.2	12.3	12.9	11.9	8.9	9.8	5.1	
	EPS	(원)	1058	1,382	1354	1179	1991	3,973	10,345	6421
		Growth (%)	8.1	17.7	-4.0	-12.9	68.9	99.5	160.4	-37.9

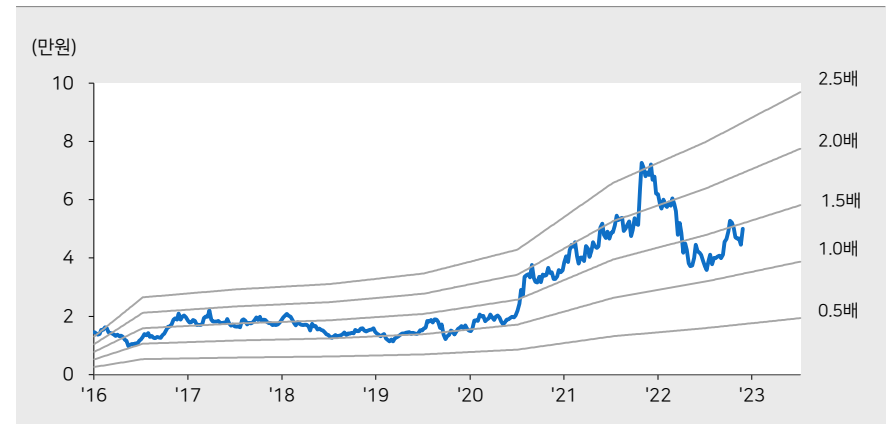
자료: 메리츠증권 리서치센터

해성디에스 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

해성디에스 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

해성디에스 (195870)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	655.4	839.4	806.5	944.1	1,098.4
매출액증가율(%)	42.9	28.1	-3.9	17.1	16.3
매출원가	519.7	574.1	615.4	716.9	839.5
매출총이익	135.7	265.2	191.1	227.2	258.8
판매비와관리비	49.3	60.8	56.6	64.1	78.6
영업이익	86.3	204.4	134.5	163.1	180.3
영업이익률(%)	13.2	24.4	16.7	17.3	16.4
금융손익	-1.1	-0.4	1.4	2.5	3.9
중속/관계기업관련손익	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	5.1	1.3	7.7	-0.7	-0.7
세전계속사업이익	89.5	205.3	143.5	164.8	183.5
법인세비용	18.5	45.9	31.6	34.6	40.4
당기순이익	71.1	159.4	111.9	130.2	143.1
지배주주지분 순이익	71.3	159.4	111.9	130.2	143.1
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	256.0	371.3	443.3	517.0	632.4
현금및현금성자산	29.3	76.3	159.8	185.1	246.3
매출채권	130.4	137.4	132.0	154.5	179.7
재고자산	88.7	115.6	111.1	130.0	151.3
비유동자산	219.0	288.3	330.7	399.3	422.5
유형자산	207.8	253.6	296.1	364.5	387.2
무형자산	6.1	20.1	20.0	20.2	20.6
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	475.0	659.6	774.0	916.3	1,054.8
유동부채	154.8	196.5	189.3	220.6	251.5
매입채무	33.2	27.8	26.7	31.3	36.4
단기차입금	41.0	41.2	61.2	66.2	56.2
유동성장기부채	14.3	21.9	0.0	4.4	20.8
비유동부채	25.8	15.9	40.7	36.9	16.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	22.6	8.4	33.4	29.0	8.2
부채총계	180.6	212.3	230.0	257.4	268.2
자본금	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0
자본잉여금	21.8	21.8	21.8	21.8	21.8
기타포괄이익누계액	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
이익잉여금	187.5	340.5	437.1	552.0	679.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	294.3	447.3	543.9	658.8	786.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	57.1	196.9	158.1	162.8	178.9
당기순이익(손실)	71.1	159.4	111.9	130.2	143.1
유형자산감가상각비	32.4	38.0	47.5	51.6	57.3
무형자산상각비	0.6	1.0	1.3	1.3	1.4
운전자본의 증감	-62.5	-40.4	5.0	-21.1	-23.6
투자활동 현금흐름	-33.5	-122.5	-82.3	-127.2	-88.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-27.6	-78.1	-90.0	-120.0	-80.0
투자자산의 감소(증가)	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-17.8	-27.3	7.8	-10.3	-29.7
차입금증감	-8.2	-2.2	23.1	5.0	-14.4
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	5.9	47.0	83.5	25.3	61.2
기초현금	23.4	29.3	76.3	159.8	185.1
기말현금	29.3	76.3	159.8	185.1	246.3
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	38,551	49,374	47,440	55,535	64,609
EPS(지배주주)	4,192	9,376	6,583	7,660	8,419
CFPS	7,652	15,424	10,779	12,708	14,057
EBITDAPS	7,016	14,320	10,779	12,708	14,057
BPS	17,313	26,312	31,995	38,755	46,273
DPS	600	900	900	900	900
배당수익률(%)	1.2	2.5	1.8	1.8	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	11.7	3.8	7.6	6.5	5.9
PCR	6.4	2.3	4.6	3.9	3.6
PSR	1.3	0.7	1.1	0.9	0.8
PBR	2.8	1.4	1.6	1.3	1.1
EBITDA	119.3	243.4	183.3	216.0	239.0
EV/EBITDA	7.4	2.4	4.1	3.4	2.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	27.1	43.0	22.6	21.7	19.8
EBITDA이익률	18.2	29.0	22.7	22.9	21.8
부채비율	61.4	47.5	42.3	39.1	34.1
금융비용부담률	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	61.1	105.8	51.1	53.4	61.9
매출채권회전율(x)	6.3	6.3	6.0	6.6	6.6
재고자산회전율(x)	8.5	8.2	7.1	7.8	7.8

대덕전자 (353200) 반등의 기울기와 속도에 대한 고민

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

Buy

적정주가 (12개월)	28,000원
현재주가 (5.24)	22,950원
상승여력	22.0%
KOSPI	2,567.45pt
시가총액	11,341억원
발행주식수	4,942만주
유동주식비율	67.17%
외국인비중	12.28%
52주 최고/최저가	33,500원/18,350원
평균거래대금	148.4억원
주요주주(%)	
대덕 외 9 인	32.84
국민연금공단	8.26

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.6	-21.2	30.8
상대주가	-6.4	-13.1	61.4

주가그래프



2Q23 OP 95억원(-7.6% QoQ, -84.7% YoY, OPM: 4.3%) 예상

- 주요 고객사의 감산 영향과 FC-BGA 3차 램프업 물량 공급 지연으로 QoQ 감익 예상
- 상대적으로 견고한 전장을 제외한 컨슈머 및 네트워크향 물량 감소로 FC-BGA 매출액 또한 QoQ 둔화 불가피

하반기 V자가 아닌 완만한 반등 예상

- 1) 동사의 신규 수주 물량이 작년 4분기에 저점을 찍고 반등했다는 점 2) FC-BGA 3차 램프업 물량이 하반기에 반영된다는 점을 고려했을 때, 동사 기준 2Q23를 실적 저점으로 판단
- 다만 하반기 V자 반등이 아닌 완만한 기울기의 회복을 예상
- 이는 1) 동사 전방시장인 IT 세트 및 메모리 반도체 시장의 예상 회복 시점이 지연되고 있고 2) 공급-수요의 불균형 해소로 반도체 기판 시장이 Buyer's market으로 전환되어 작년과 같은 높은 판가가 유지되기 어렵기 때문
- 2023년 연결 영업이익은 전년 대비 59.2% 감소한 948억원 전망

투자의견 Buy, 적정주가 28,000원 유지

- 12개월 선행 EPS(2,432원) X 11.7배(글로벌 반도체 기판 업체 평균 멀티플)
- 최근 동사 주가는 5월 16일 저점(19,980원)에서 업황 회복에 대한 기대감이 반영되어 16.9% 반등
- 추세적 상승으로 이어지기 위해서는 실적 전망 불확실성 해소를 통한 실적 가시성 확보 필요

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,000.9	72.5	63.0	1,263	흑전	13,237	19.7	1.9	6.8	9.6	38.0
2022	1,316.2	232.5	183.9	3,705	193.4	16,598	5.1	1.1	2.4	23.9	39.4
2023E	986.5	94.8	94.5	1,911	-48.4	17,472	12.0	1.3	4.5	10.8	28.0
2024E	1,195.0	173.6	158.1	3,200	67.4	19,582	7.2	1.2	3.3	16.6	29.9
2025E	1,535.4	233.3	208.1	4,211	31.6	22,663	5.4	1.0	2.4	19.1	32.7

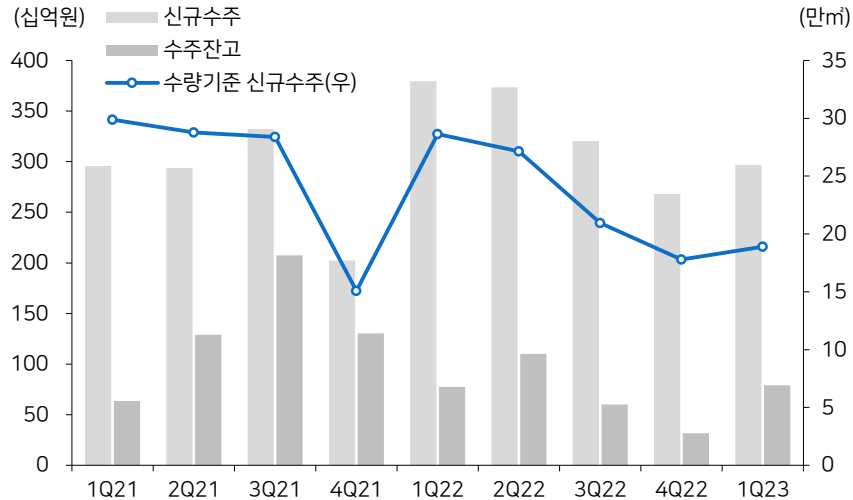
대덕전자 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,268	1,317	1,325	1,290	1,290	1,300	1,240
매출액	305.4	343.0	371.4	296.4	217.7	219.7	260.5	288.7	1,316.1	986.5	1,195.0
(% QoQ)	8.7%	12.3%	8.3%	-20.2%	-26.6%	0.9%	18.6%	10.8%			
(% YoY)	30.7%	48.7%	45.3%	5.5%	-28.7%	-35.9%	-29.9%	-2.6%	31.5%	-25.0%	21.1%
패키지기판	251.9	291.7	330.9	254.1	180.8	181.8	221.1	247.3	1,128.6	830.9	1,023.2
Memory	156.3	178.2	188.2	132.5	88.0	84.8	101.0	110.5	655.2	384.3	442.3
Non-Memory	95.7	113.6	142.6	121.5	92.7	96.9	120.1	136.8	473.4	446.6	580.8
MLB기판	30.3	34.5	34.7	39.5	35.4	36.9	38.9	41.4	139.0	152.6	171.4
FPCB	23.2	16.8	5.8	2.8	1.5	1.0	0.5	0.0	48.6	3.0	0.0
영업이익	44.8	61.9	77.5	48.3	10.3	9.5	31.6	43.5	232.5	94.8	173.6
(% QoQ)	67.0%	38.2%	25.3%	-37.7%	-78.7%	-7.6%	232.4%	37.7%			
(% YoY)	-51.0%	366.0%	202.0%	80.2%	-77.1%	-84.7%	-59.3%	-10.0%	220.8%	-59.2%	83.2%
영업이익률 (%)	14.7%	18.0%	20.9%	16.3%	4.7%	4.3%	12.1%	15.1%	17.7%	9.6%	14.5%
세전이익	48.0	72.0	95.7	28.8	14.1	15.4	37.5	51.1	244.5	118.1	197.7
지배주주순이익	36.4	54.8	70.5	22.2	11.2	8.5	30.6	44.2	183.9	94.4	158.1
지배주주순이익률 (%)	11.9%	16.0%	19.0%	7.5%	5.2%	3.9%	11.7%	15.3%	14.0%	9.6%	13.2%
주요지표											
FC-BGA 매출액	44.8	56.9	87.8	83.4	70.4	67.0	92.5	97.8	272.9	327.7	397.1
패키지기판 내 비중 (%)	17.8%	19.5%	26.5%	32.8%	38.9%	36.9%	41.8%	39.5%	24.2%	39.4%	38.8%

자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

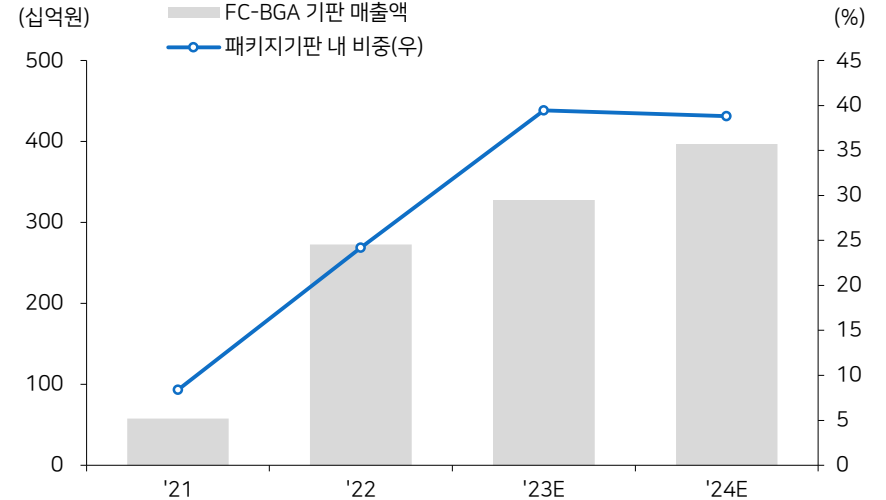
대덕전자 핵심차트

대덕전자 신규수주, 수주잔고 추이



자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 FC-BGA 매출액 추이 및 전망



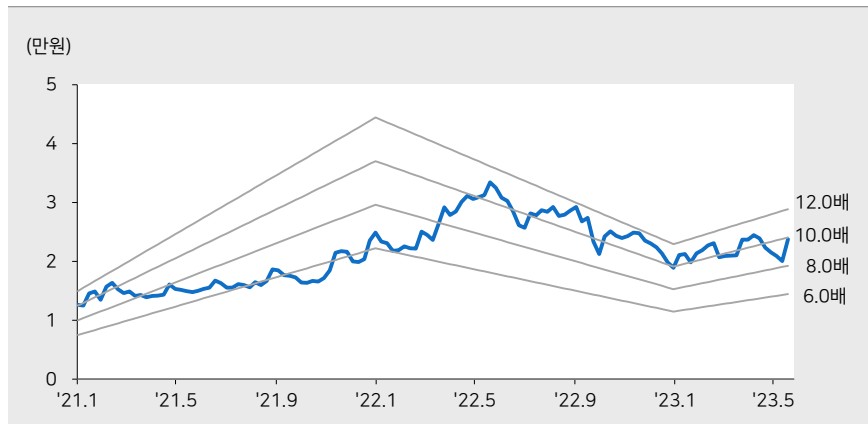
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 밸류에이션 테이블

(배)			2020	2021	2022	2023E	
주가 (원)	High		14,900	25,450	34,100		
	Low		7,720	11,800	18,700		
	Average		10,659	16,558	26,165		
확정치	PER	High	nm	20.2	9.2		
		Low	nm	9.3	5.0		
		Average	nm	13.1	7.1		
	EPS	(원)		-284	1,262	3,705	1,911
		Growth (%)		Nm	흑전	193.4	-48.4
컨센서스	PER	High	nm	21.2	8.6		
		Low	nm	9.8	4.7		
		Average	nm	13.8	6.6		
	EPS	(원)		-874	1,200	3,980	1,856
		Growth (%)		Nm	흑전	231.7	-53.4

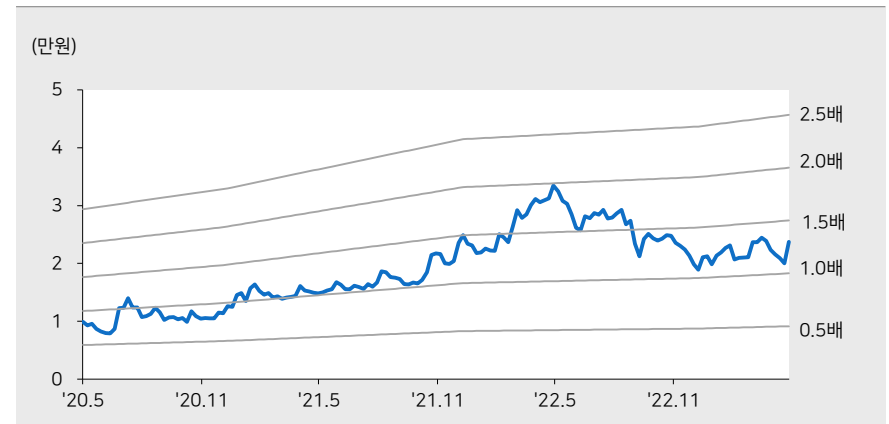
자료: 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 (353200)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,000.9	1,316.2	986.5	1,195.0	1,535.4
매출액증가율(%)	63.8	31.5	-25.0	21.1	28.5
매출원가	883.3	1,019.3	835.9	945.4	1,194.9
매출총이익	117.7	296.9	150.6	249.5	340.5
판매비와관리비	45.2	64.3	55.8	75.9	107.1
영업이익	72.5	232.5	94.8	173.6	233.3
영업이익률(%)	7.2	17.7	9.6	14.5	15.2
금융손익	7.4	9.4	23.3	24.0	26.8
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.0	2.6	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	79.9	244.5	118.1	197.7	260.1
법인세비용	12.4	60.6	23.6	39.5	52.0
당기순이익	63.0	183.9	94.5	158.1	208.1
지배주주지분 순이익	63.0	183.9	94.5	158.1	208.1

Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	372.8	498.1	390.0	516.8	717.8
현금및현금성자산	76.7	122.4	108.4	175.7	279.4
매출채권	167.5	189.0	141.7	171.6	220.5
재고자산	110.8	120.2	90.1	109.2	140.3
비유동자산	568.2	693.7	762.4	793.3	831.2
유형자산	539.3	641.4	713.5	746.6	785.9
무형자산	13.4	12.1	8.8	6.6	5.1
투자자산	0.1	6.0	6.0	6.0	6.1
자산총계	941.0	1,191.8	1,152.4	1,310.1	1,548.9
유동부채	182.4	265.0	193.8	234.5	301.0
매입채무	65.8	37.0	27.8	33.6	43.2
단기차입금	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
유동성장기부채	0.0	6.8	0.0	0.0	0.0
비유동부채	76.8	71.7	58.6	66.9	80.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	19.0	19.0	19.0	19.0
부채총계	259.1	336.8	252.4	301.4	381.5
자본금	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8
자본잉여금	545.1	545.1	545.1	545.1	545.1
기타포괄이익누계액	0.2	1.0	1.0	1.0	1.0
이익잉여금	110.8	283.1	328.2	436.9	595.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	681.9	855.0	900.0	1,008.7	1,167.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2025E	2025E
영업활동 현금흐름	203.8	293.6	182.0	256.7	298.6
당기순이익(손실)	63.0	183.9	94.5	158.1	208.1
유형자산감가상각비	97.3	100.4	127.9	116.9	110.7
무형자산상각비	3.7	4.4	4.3	3.2	2.5
운전자본의 증감	-5.9	-63.2	-24.8	-2.5	-4.2
투자활동 현금흐름	-133.5	-258.8	-168.5	-140.0	-145.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-129.5	-204.8	-200.0	-150.0	-150.0
투자자산의 감소(증가)	0.2	-5.9	0.0	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	-16.4	12.2	-27.5	-49.4	-49.4
차입금증감	-12.4	25.9	-6.9	0.0	0.1
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	54.0	45.7	-14.0	67.3	103.7
기초현금	22.6	76.7	122.4	108.4	175.7
기말현금	76.7	122.4	108.4	175.7	279.4

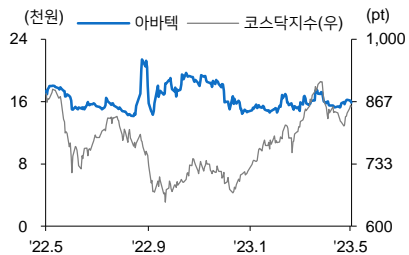
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	20,255	26,634	19,963	24,181	31,071
EPS(지배주주)	1,263	3,705	1,911	3,200	4,211
CFPS	4,281	7,815	4,594	5,944	7,012
EBITDAPS	3,511	6,826	4,594	5,944	7,012
BPS	13,237	16,598	17,472	19,582	22,663
DPS	300	400	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	1.2	2.1	4.4	4.4	4.4
Valuation(Multiple)					
PER	19.7	5.1	12.0	7.2	5.4
PCR	5.8	2.4	5.0	3.9	3.3
PSR	1.2	0.7	1.1	0.9	0.7
PBR	1.9	1.1	1.3	1.2	1.0
EBITDA	173.5	337.3	227.0	293.8	346.5
EV/EBITDA	6.8	2.4	4.5	3.3	2.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.6	23.9	10.8	16.6	19.1
EBITDA이익률	17.3	25.6	23.0	24.6	22.6
부채비율	38.0	39.4	28.0	29.9	32.7
금융비용부담률	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	126.8	362.8	80.1	155.6	208.6
매출채권회전율(x)	6.6	7.4	6.0	7.6	7.8
재고자산회전율(x)	9.8	11.4	9.4	11.4	12.3

아바텍 (149950) 2024년 최고 유망주

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

Buy

적정주가 (12개월)	23,000원		
현재주가 (5.24)	15,880원		
상승여력	44.8%		
KOSDAQ	855.46pt		
시가총액	2,478억원		
발행주식수	1,561만주		
유동주식비율	52.57%		
외국인비중	0.68%		
52주 최고/최저가	21,400원/14,150원		
평균거래대금	11.3억원		
주요주주(%)			
위재곤 외 6인	36.10		
박창환 외 3인	15.10		
엘지디스플레이	12.81		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.6	-15.3	-6.3
상대주가	0.5	-26.9	-5.3
주가그래프			



2Q23 OP -6억원(적축 QoQ, 적축 YoY) 예상

- 1Q23 실적은 주요 고객사의 LCD 물량 감소로 인한 디스플레이 부문의 부진으로 당사 추정치를 하회했으나
- 2Q23에는 MLCC는 S사향 안정적인 공급이 이뤄지고, 디스플레이는 계절성에 기반한 점진적인 회복이 예상되기 때문에 매출액, 수익성 모두 전분기 대비 개선 전망

든든해진 MLCC, 디스플레이는 계절성에 기반한 점진적 회복 기대

- MLCC부문은 S사향 안정적인 물량 공급으로 3Q23부터 10분기 동안 이어진 적자에서 벗어나 흑자전환을 예상
- 4분기부터는 신규 고객사 확보 + 내년부터 증설 물량 반영으로 추가적인 매출 성장이 이뤄질 전망
- 디스플레이 부문은 LCD 업황 부진의 여파가 존재하나, 계절성에 기반한 분기별 점진적인 매출 성장을 예상
- 내년 매출 발생 예정인 북미 고객사의 태블릿용 OLED 식각·코팅 사업은 파일럿 라인 가동이 성공적으로 이뤄지고 있으며, 국내 고객사의 물량 확보 여부에 따라 추가 투자 가능성도 상존

투자의견 Buy, 적정주가 23,000원 유지

- 디스플레이 1,040억원, MLCC 사업부 1,760억원, 순현금 380억원 → 적정시총 3,180억원(주당 23,000원)
- 2024년부터 시작되는 큰 폭의 실적 성장 방향성에 기반한 투자 아이디어는 여전히 유효
- 향후 가파른 실적 성장에 따라 밸류에이션 부담 또한 빠르게 해소될 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	80.8	-2.4	0.1	6	-98.3	9,063	3,580.4	2.2	51.8	0.1	8.4
2022	73.2	-5.4	-4.3	-277	적전	8,762	-54.2	1.7	77.1	-3.1	9.6
2023E	80.2	-1.1	0.8	49	흑전	10,999	326.1	1.4	24.7	0.5	14.2
2024E	208.4	30.1	28.7	1,837	3,672.3	12,836	8.6	1.2	4.7	15.4	33.6
2025E	249.8	38.2	35.7	2,289	24.6	15,125	6.9	1.0	3.5	16.4	29.6

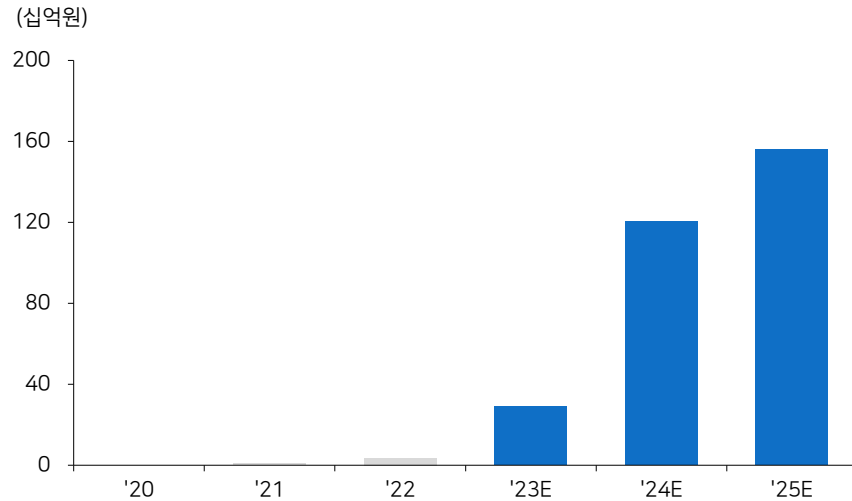
아바텍 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
환율 (원)	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,317	1,325	1,290	1,290	1,302	1,175
매출액	18.8	15.0	18.7	20.7	16.7	17.9	20.9	24.7	73.2	80.2	208.4
(% QoQ)	-12.1%	-19.9%	24.3%	10.7%	-19.1%	6.9%	16.7%	18.5%			
(% YoY)	-5.5%	-20.8%	-9.1%	-3.1%	-10.9%	18.9%	11.7%	19.6%	-9.4%	9.6%	159.7%
Display 매출액	18.7	15.0	18.7	17.2	10.3	11.3	13.9	15.6	69.6	51.2	87.9
MLCC 매출액	0.0	0.0	0.0	3.5	6.4	6.6	6.9	9.1	3.6	29.0	120.5
영업이익	-1.2	-2.1	-0.6	-1.5	-1.5	-0.6	-0.1	1.7	-5.4	-0.6	31.5
(% QoQ)	적축	적확	적축	적확	적축	적축	적축	흑전			
(% YoY)	적전	적확	적확	적확	적확	적축	적축	흑전	적확	적축	-5568.2%
영업이익률 (%)	-6.5%	-13.7%	-3.2%	-7.1%	-9.1%	-3.3%	-0.6%	6.7%	-7.3%	-0.7%	15.1%
세전이익	-1.0	-2.7	-0.6	-0.4	-0.4	-0.1	0.4	0.9	-4.7	0.9	32.6
지배주주순이익	-0.7	-1.9	-0.1	-1.6	-1.0	0.1	0.6	1.0	-4.3	0.8	28.7
지배주주순이익률 (%)	-3.6%	-12.9%	-0.7%	-7.5%	-6.2%	0.8%	2.9%	4.2%	-5.9%	0.9%	13.8%

자료: 아바텍, 메리츠증권 리서치센터

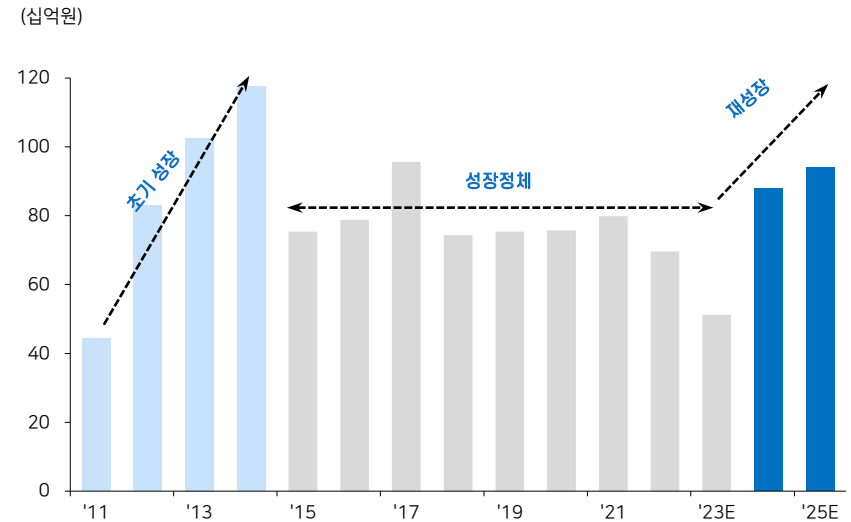
아바텍 핵심차트

아바텍 MLCC 매출액 추이 및 전망



자료: 아바텍, 메리츠증권 리서치센터

아바텍 디스플레이 매출액 추이 및 전망



자료: 아바텍, 메리츠증권 리서치센터

아바텍 밸류에이션 테이블

(배)			2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
주가 (원)	High		16,250	14,400	9,630	8,800	8,250	9,130	9,470	27,450	22,500		
	Low		8,300	6,080	6,030	6,100	4,650	5,090	4,500	8,500	13,500		
	Average		12,226	9,665	7,439	7,370	6,742	7,106	7,599	19,145	17,423		
확정치	PBR	High	2.4	2.0	1.2	1.0	0.9	1.0	1.1	3.0	2.6		
		Low	1.2	0.8	0.8	0.7	0.5	0.6	0.5	0.9	1.5		
		Average	1.8	1.3	1.0	0.8	0.8	0.8	0.9	2.1	2.0		
	BPS (원)		6,851	7,335	7,705	8,811	8,779	8,719	8,924	9,063	8,762	10,999	12,836
	ROE (%)		22.4	7.7	6.7	11.1	5.6	5.3	3.8	0.1	-3.1	0.5	15.4

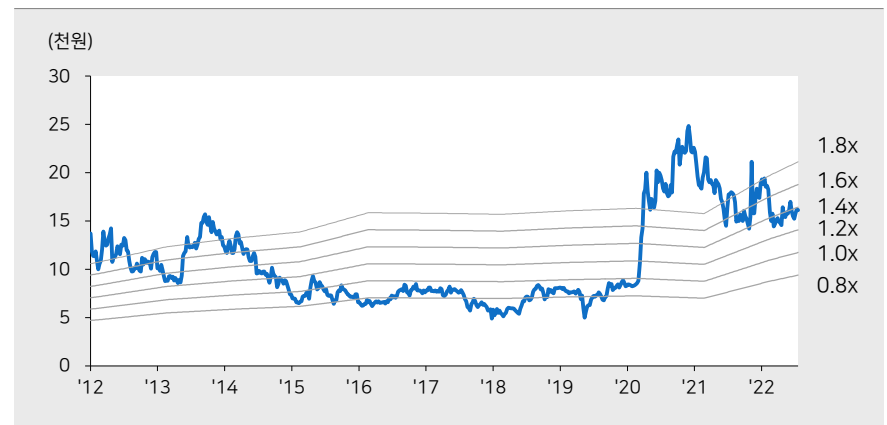
자료: 메리츠증권 리서치센터

아바텍 적정주가 산정표

(십억원)	가치	EBITDA	배수	비고
영업가치	280			
MLCC 사업부(2024E)	104	15	6.8	12~'14년 평균 멀티플
Display 사업부(2024E)	176	31	5.6	글로벌 MLCC 기업 평균 멀티플 20% 할인
비영업가치	0			
순차입금	(38)			1Q23말 기준
주주가치	318			
주식수 (백만주)	13.8			상장주식수 - 자사주
주당적정가치 (원)	22,954			
적정주가 (원)	23,000			
현재주가 (원)	15,880			
상승여력 (%)	44.8%			

자료: 메리츠증권 리서치센터

아바텍 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

아바텍 (149950)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	80.8	73.2	80.2	208.4	249.8
매출액증가율(%)	6.6	-9.4	9.6	159.7	19.9
매출원가	76.9	72.0	74.2	159.8	189.4
매출총이익	3.9	1.2	6.0	48.6	60.4
판매비와관리비	6.2	6.5	7.1	18.5	22.2
영업이익	-2.4	-5.4	-1.1	30.1	38.2
영업이익률(%)	-3.0	-7.3	-1.4	14.4	15.3
금융손익	1.1	0.5	2.0	2.5	3.8
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	-1.4	-4.8	0.9	32.6	42.0
법인세비용	-1.5	-0.4	0.1	3.9	6.3
당기순이익	0.1	-4.3	0.8	28.7	35.7
지배주주지분 순이익	0.1	-4.3	0.8	28.7	35.7
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	43.4	56.3	49.1	106.3	136.5
현금및현금성자산	19.5	11.2	2.4	34.1	55.6
매출채권	3.3	7.2	7.9	18.8	22.6
재고자산	5.2	8.6	9.5	22.7	27.2
비유동자산	109.9	93.6	146.9	161.4	169.4
유형자산	63.7	76.0	138.8	153.3	161.2
무형자산	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
투자자산	39.3	9.3	0.0	0.0	0.0
자산총계	153.3	149.9	196.0	267.7	305.9
유동부채	10.7	12.8	24.0	56.4	58.7
매입채무	2.9	2.2	2.4	6.2	7.4
단기차입금	0.0	0.0	10.0	20.0	15.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1.2	0.3	0.4	11.0	11.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	10.0	10.0
부채총계	11.9	13.1	24.4	67.4	69.8
자본금	8.2	8.2	8.7	8.7	8.7
자본잉여금	33.2	33.2	52.7	52.7	52.7
기타포괄이익누계액	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
이익잉여금	110.6	106.9	107.7	136.4	172.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	141.5	136.8	171.7	200.3	236.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	4.5	-2.0	10.7	41.8	50.6
당기순이익(손실)	0.1	-4.3	0.8	28.7	35.7
유형자산감가상각비	7.7	7.8	10.3	15.5	16.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-10.5	-11.1	-0.3	-2.4	-1.2
투자활동 현금흐름	-0.6	-6.2	-63.7	-30.1	-24.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-6.0	-20.6	-73.0	-30.0	-24.0
투자자산의 감소(증가)	-0.7	29.9	9.3	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-0.6	-0.2	44.2	20.0	-5.0
차입금증감	0.0	0.0	10.0	20.0	-5.0
자본의증가	0.0	0.0	20.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	3.4	-8.3	-8.8	31.7	21.5
기초현금	16.1	19.5	11.2	2.4	34.1
기말현금	19.5	11.2	2.4	34.1	55.6
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	5,174	4,689	5,140	13,351	16,005
EPS(지배주주)	6	-277	49	1,837	2,289
CFPS	881	471	589	2,922	3,476
EBITDAPS	345	161	589	2,922	3,476
BPS	9,063	8,762	10,999	12,836	15,125
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	3,580.4	-54.2	326.1	8.6	6.9
PCR	22.8	31.8	27.0	5.4	4.6
PSR	3.9	3.2	3.1	1.2	1.0
PBR	2.2	1.7	1.4	1.2	1.0
EBITDA	5.4	2.5	9.2	45.6	54.2
EV/EBITDA	51.8	77.1	24.7	4.7	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.1	-3.1	0.5	15.4	16.4
EBITDA이익률	6.7	3.4	11.5	21.9	21.7
부채비율	8.4	9.6	14.2	33.6	29.6
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)					
매출채권회전율(x)	26.6	14.1	10.7	15.6	11.7
재고자산회전율(x)	26.5	10.6	8.9	13.0	10.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

LG이노텍 (011070) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.05.25	산업분석	Buy	260,000	주민우	-19.0	-12.5	
2021.06.21	기업브리프	Buy	265,000	주민우	-13.5	-9.1	
2021.07.30				Univ Out			
2022.08.01	산업분석	Buy	500,000	양승수	-32.7	-27.2	
2022.10.04	기업브리프	Buy	470,000	양승수	-39.0	-31.1	
2023.01.26	기업브리프	Buy	390,000	양승수	-	-	

비에이치 (090460) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.07.30				Univ Out			
2022.08.01	산업분석	Buy	43,000	양승수	-32.0	-26.5	
2022.09.08	기업브리프	Buy	49,000	양승수	-41.9	-33.0	
2022.10.26	기업브리프	Buy	47,000	양승수	-49.7	-48.7	
2022.11.09	산업분석	Buy	42,000	양승수	-43.8	-33.9	
2023.02.14	기업브리프	Buy	34,000	양승수	-30.5	-22.5	
2023.05.25	산업분석	Buy	35,000	양승수	-	-	

세코닉스 (053450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.05.25	산업분석	Buy	9,500	양승수	-	-	

뉴프렉스 (085670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.08.01	산업분석	Buy	7,000	양승수	-4.0	36.1	
2023.05.12	기업브리프	Buy	8,400	양승수	-17.5	-13.3	
2023.05.25	산업분석	Buy	9,000	양승수	-	-	

PI첨단소재 (178920) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.05.25	산업분석	Buy	71,000	주민우	-27.2	-18.3	
2021.07.30				Univ Out			
2022.08.01	산업분석	Buy	46,000	양승수	-22.7	-13.8	
2022.10.25	기업브리프	Buy	40,000	양승수	-19.5	-6.4	
2023.03.17	기업브리프	Buy	44,000	양승수	-	-	

KH바텍 (060720) 투자등급변경 내용

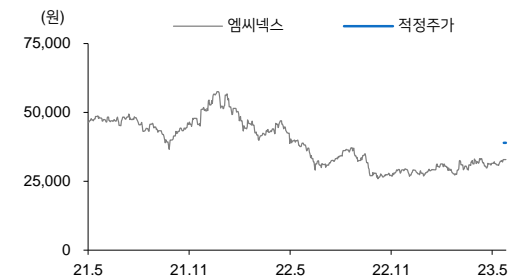
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.05.25	산업분석	Buy	29,000	양승수	-	-	

엠씨넥스 (097520) 투자등급변경 내용

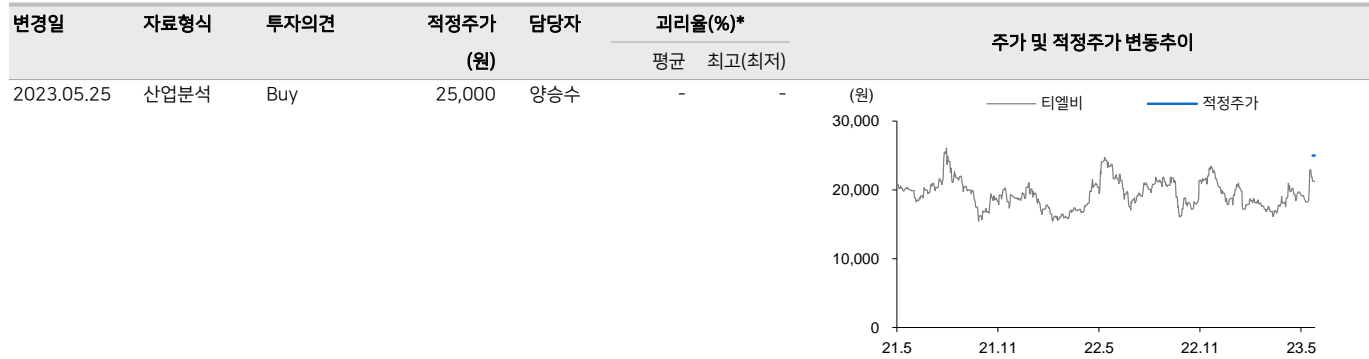
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.05.25	산업분석	Buy	39,000	양승수	-	-	



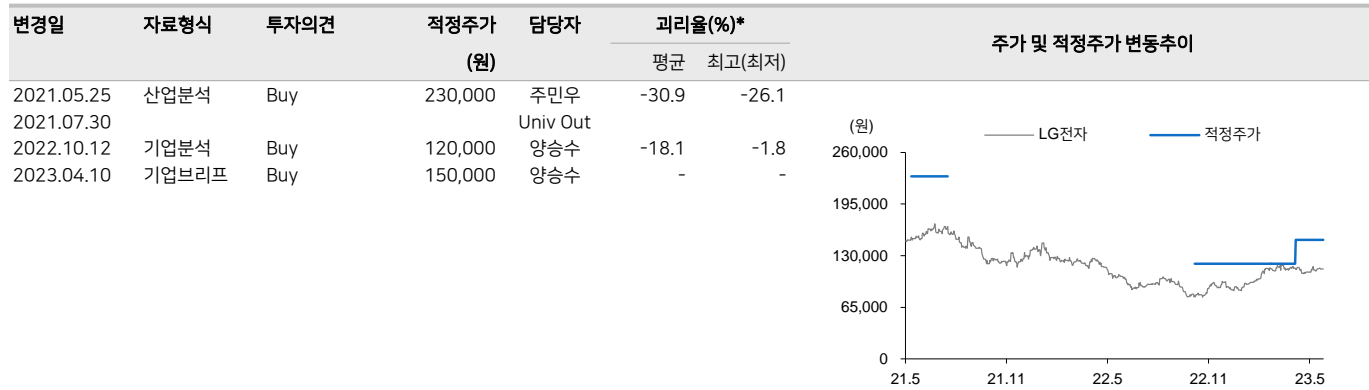
티엘비 (356860) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



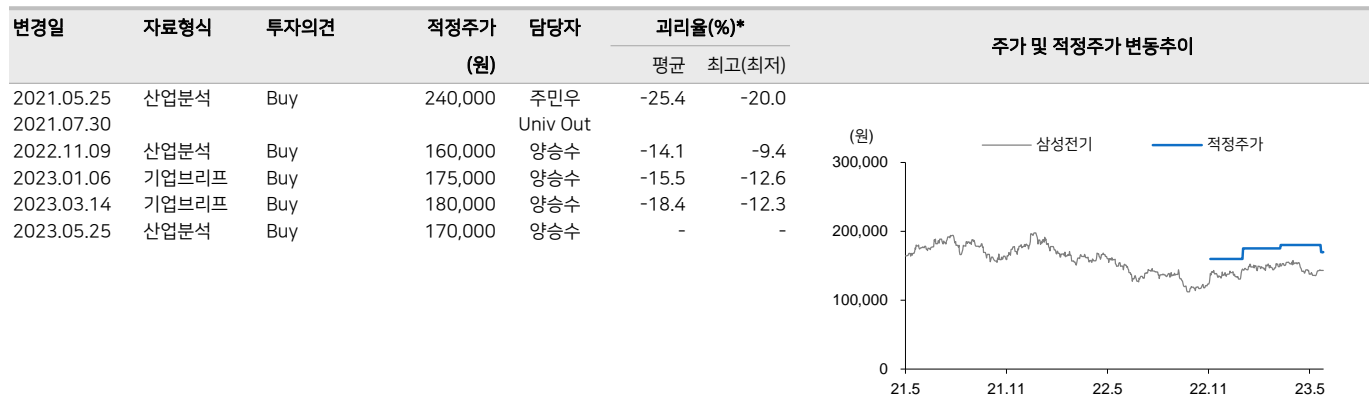
LG전자 (066570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



삼성전기 (009150) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



해성디에스 (195870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이 (원)
					평균	최고(최저)	
2022.08.01	산업분석	Buy	90,000	양승수	-41.6	-31.3	
2022.10.17	기업브리프	Buy	77,000	양승수	-50.0	-47.5	
2022.11.09	산업분석	Buy	66,000	양승수	-39.0	-32.0	
2023.01.17	기업브리프	Buy	53,000	양승수	-16.2	0.6	
2023.04.18	기업브리프	Buy	60,000	양승수	-	-	

대덕전자 (353200) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이 (원)
					평균	최고(최저)	
2022.08.01	산업분석	Buy	37,000	양승수	-22.2	-18.6	
2022.08.16	기업브리프	Buy	38,000	양승수	-32.1	-21.7	
2022.11.04	기업브리프	Buy	33,000	양승수	-32.4	-21.1	
2023.01.13	기업브리프	Buy	30,000	양승수	-27.1	-21.2	
2023.02.22	기업브리프	Buy	28,000	양승수	-	-	

아바텍 (149950) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

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