2023. 10. 4

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

파인엠텍 441270

폴더블이 밀고 2 차전지가 당기고

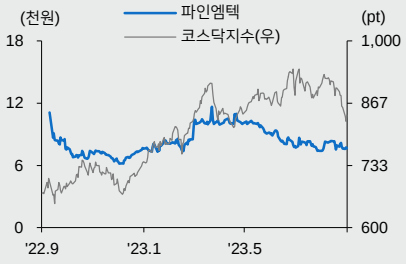
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 10,000 원으로 커버리지 개시
- ✓ 폴더블 생태계 확장과 2 차전지로의 매출 다변화를 통한 밸류에이션 리레이팅 기대
- ✓ 1) 폴더블 생태계 확장에 따른 내장·외장 힌지의 지속적인 매출 성장 예상
- ✓ 2) EV Module Housing 대량양산을 시작으로 자동차 부품 매출 확대 주목
- ✓ 2024 년 매출액 6,927 억원(+45.7% YoY), 영업이익 480 억원(+64.0% YoY) 전망

Buy(신규) 20 거래일 평균종가 대비 상승 여력

적정주가 (12 개월)	10,000 원
현재주가 (9.27)	7,660 원
상승여력	30.5%
KOSDAQ	841.02pt
시가총액	2,790억원
발행주식수	3,642만주
유동주식비율	64.51%
외국인비중	0.97%
52주 최고/최저가	11,670원/6,160원
평균거래대금	18.4억원
주요주주(%)	
홍성천 외 15 인	35.44

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.4	-10.1	0.0
상대주가	10.5	-11.5	0.0

주가그래프



투자포인트1) 폴더블 생태계 확장의 최대 수혜주

동사의 내장힌지는 국내 디스플레이 패널 고객사에 납품되기 때문에 폴더블 생태계 확장에 따른 막대한 수혜가 기대된다. 1) 중화권 및 글로벌 스마트폰 세트사의 폴더블 스마트폰 출시 확대와 2) 노트북 및 태블릿으로의 폴더블 제품 적용 확대의 동시 수혜를 전망한다.

투자포인트2) 2024년부터 시작될 외장힌지의 매력발산

동사는 외장힌지 이원화 업체로 선정되어 고객사 품질 테스트 통과와 벤더 등록을 완료하였고, 9 월말 기준으로 초도 물량 공급에 성공하였다. 동사 외장힌지의 본격적인 매출 확장은 내년으로 예상하며 '24 년 매출액 535 억원(+2329.3% YoY)를 전망한다. 매출 확장의 원동력으로는 보급형 폴더블 스마트폰 출시를 예상한다.

투자포인트3) 자동차부품 매출 확대 본격화

동사의 자동차부품 신제품인 EV Module Housing 은 기존 동사가 공급하던 EV 용 쿨링 블록과 달리 국내 배터리 셀 고객사향 대량 수주에 성공, 가파른 매출 성장이 기대된다. 해당 부품은 10 월달부터 초도양산을 시작할 계획이며 파인엠텍의 자동차부품 매출액은 2023 년 175 억원에서 2024 년 720 억원으로의 성장을 예상한다.

투자의견 Buy, 적정주가 10,000원 제시

적정주가는 24 년 추정 EPS 1,094 원에 9.2 배의 멀티플을 부여해 도출했다. 9.2 배는 국내 폴더블 부품 경쟁사 멀티플에 10% 프리미엄을 적용한 수치이다. 1) 글로벌 유일 외장, 내장힌지 동시 생산이 가능한 업체이며 2) 자동차부품에서의 매출 확대가 경쟁사 대비 빠르기 때문에 프리미엄 부여가 정당하다고 판단한다. 폴더블 생태계 확장과 2 차전지로의 매출 다변화를 통한 밸류에이션 리레이팅이 기대된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021											
2022	116.4	5.4	-7.5	-710		3,447	-8.7	1.8	30.2	-6.7	91.2
2023E	475.6	29.3	25.1	713	흑전	3,767	10.7	2.0	7.6	20.1	80.7
2024E	692.7	48.0	41.1	1,094	53.5	4,965	7.0	1.5	4.8	25.4	80.8
2025E	876.5	65.0	56.1	1,491	36.3	6,456	5.1	1.2	3.4	26.1	70.0

Part 1. 기업개요

폴더블(스마트폰) + 자동차 메탈 부품 생산 기업

파인엠텍은 2022년 9월 1일 파인테크닉스에서 IT/자동차부품 사업부문을 인적분할하여 신규 설립한 법인이다. 2022년 10월 7일에 코스닥 시장에 상장하였다. 2022년 매출액 4,170억원(분할 기일 이전 실적 합산 반영)을 기록했는데 IT부품 매출비중이 96.0%, 자동차부품 매출비중이 4.0%였다.

IT부품에는 내장힌지라고 불리는 폴더블용 Multi Plate Ass'y가 포함돼있다. 동사가 제조하는 내장힌지는 OLED 패널을 접기 위한 메탈 소재의 부품으로, OLED 패널의 지지대 역할을 담당한다. 외장힌지와 달리 외부에 드러나지 않고 OLED 패널 안에 부탁되어 사용되기 때문에 디스플레이 고객사로 납품된다. 일반 바 형태 스마트폰도 패널 하단 백플레이트에 Multi Plate가 사용되나 폴더블폰에 적용되는 부품은 힌지를 지지하기 위해 식각 공정 등이 추가되어 전체 공정의 난이도가 상승한다. 동사는 기술적 경쟁력을 바탕으로 고객사 내 독점적 지위를 유지중인 것으로 파악된다. 또한 올해부터 동사는 신규 아이템으로 국내 스마트폰 고객사향 외장힌지 양산을 본격화할 예정이다. 외장힌지란 두 패널을 연결할 때 사용하는 경첩으로, 화면을 접었다 펼 때 패널에 가해지는 충격을 최소화하는 폴더블 핵심 부품 중 하나이다.

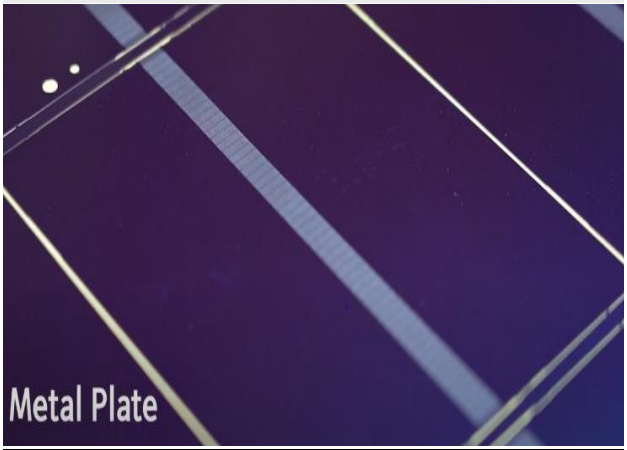
자동차부품으로는 배터리관리시스템(BMS)이 과열하지 않도록 식혀주는 역할을 하는 EV용 쿨링블록을 생산해왔다. 북미 자동차부품 고객사를 통해 다수의 완성차 OEM으로 공급되며 개당 단가가 높은 것이 특징이다. 신규 제품으로는 모듈과 모듈 사이의 전기 신호를 연결하는 EV용 Module Housing 개발을 진행해 왔으며 최근 국내 배터리 업체 S사향 대량 수주에 성공한 것으로 파악된다.

안양에 위치한 본사는 R&D를 담당하며 베트남에 2곳의 생산기지를 보유하고 있다. 이중 Fine MS VINA는 Multi Plate Ass'y를 생산을 담당하며 VINA CNS에서 외장힌지와 자동차부품 생산을 진행하고 있다.

그림1 2022년 매출액 구성

자료: 파인엠텍, 메리츠증권 리서치센터

그림2 폴더블 패널용 Multi Plate



자료: 파인엠텍

Part 2. 투자포인트

1) 내장힌지, 폴더블 생태계 다변화의 최대 수혜 부품

내장힌지 → 디스플레이 고객사로 납품 → 폴더블 생태계 확장에 따른 수혜 기대

동사의 내장힌지는 폴더블 생태계 확장에 따른 막대한 수혜가 기대된다. 동사의 내장힌지가 폴더블 패널 시장 내 80% 이상의 점유율을 기록 중인 국내 디스플레이 고객사에 납품되기 때문에 1) 중화권 및 글로벌 스마트폰 세트사의 폴더블 스마트폰 출시 확대와 2) 노트북 및 태블릿으로의 폴더블 제품 적용 확대의 동시 수혜가 예상되기 때문이다.

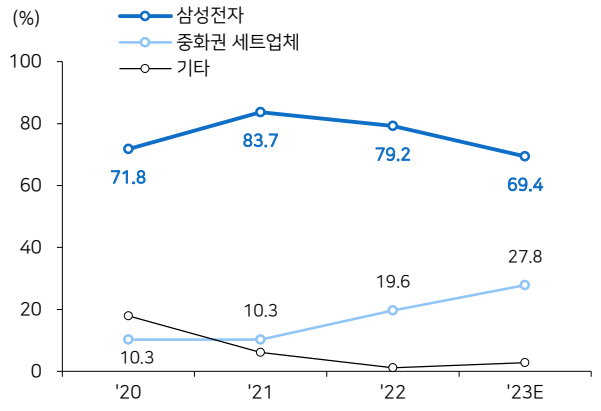
폴더블 시장 내 삼성전자의 점유율은 2021년 83.7%, 2022년 79.2%로, 폴더블 스마트폰이 최초 출시된 지 약 5년이 지났음에도 불구하고 삼성전자를 제외한 기타 스마트폰 세트사들의 시장 진출은 제한적이었다. 이는 세트사들의 입장에서는 기존 스마트폰 생산과 다른 새로운 폴더블 패널/부품 공급망을 구성해야 됨과 동시에 기대 이하의 소비자 선호로 인한 부담이 존재했기 때문이다.

중화권 폴더블향으로도 공급이 이뤄지는 동사의 내장힌지

다만 올해부터 중화권 세트업체들이 적극적으로 신규 폴더블 스마트폰 모델을 출시하면서 상황이 급변하고 있다. 이는 중국 스마트폰 시장 내 프리미엄 스마트폰의 점유율이 지속 상승함과 동시에 높은 애플 선호도가 유지되고 있기 때문이다. 기존 바 타입의 스마트폰으로는 경쟁력이 악화된 중화권 세트업체들이 점유율 반등을 위해 폴더블 스마트폰으로 승부수를 걸고 있다. 이에 따라 올해 폴더블 스마트폰 신작 모델은 작년 19개에서 37개로 증가할 전망이며 전체 폴더블 스마트폰 출하량 내 삼성전자의 점유율은 69.4%까지 축소될 전망이다.

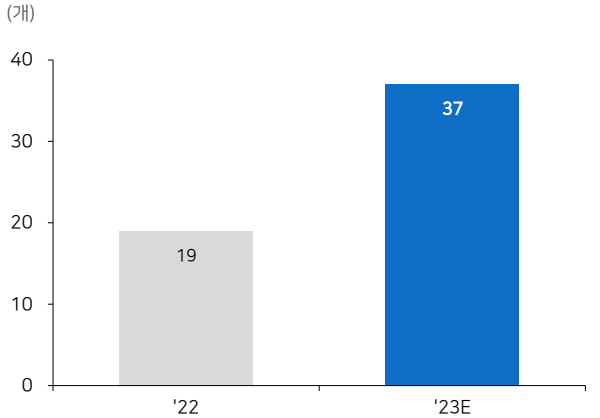
동사의 내장힌지는 현재 중화권으로도 동시에 공급이 이뤄지고 있다. 작년 동사 전체 폴더블 매출액에 10% 비중에 불과했던 중화권향 물량은 올해 20% 전후까지 확대될 전망이다. 향후에도 중화권 세트업체들의 폴더블 스마트폰 출시에 따른 동사 내장힌지의 점진적인 물량 확대가 기대되며 폴더블 부품 업체 중 글로벌 폴더블 시장 확대에 따른 수혜가 가장 명확하다고 판단된다.

그림3 삼성전자 폴더블 시장 점유율 추이



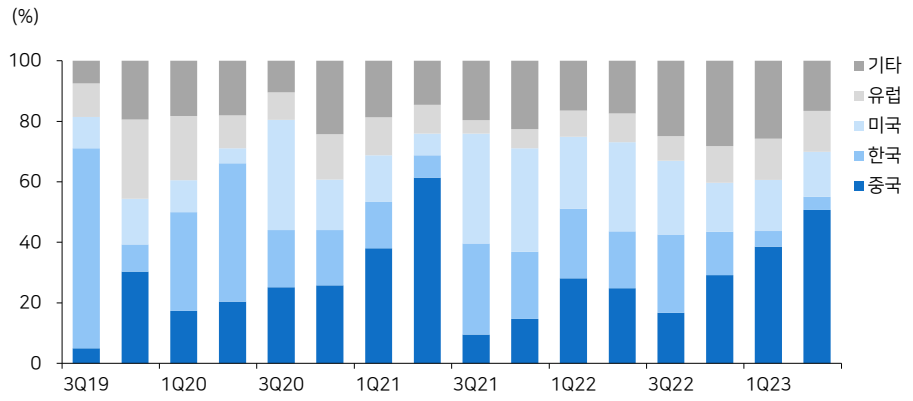
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 폴더블 스마트폰 신작 모델 수 비교



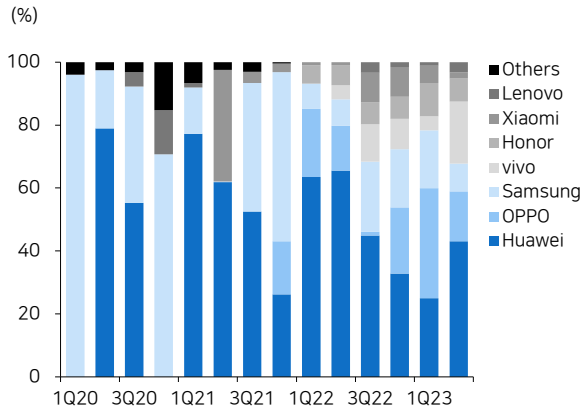
자료: DSCC, 메리츠증권 리서치센터

그림5 폴더블 스마트폰 지역별 출하량



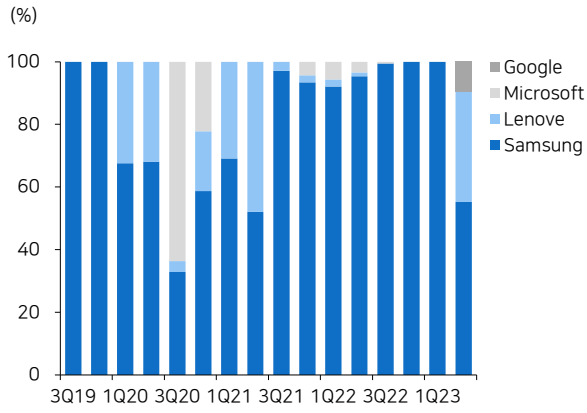
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 내 폴더블 스마트폰 시장 점유율 추이



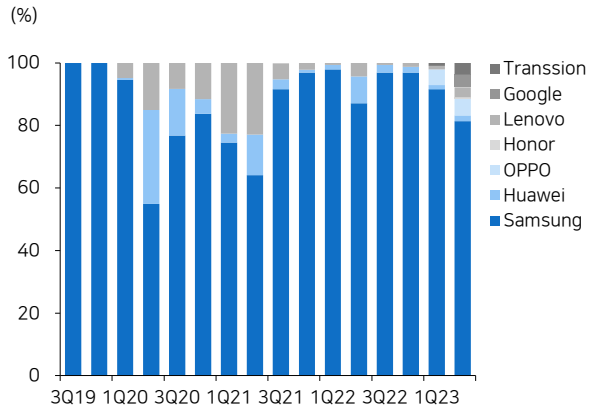
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 내 폴더블 스마트폰 시장 점유율 추이



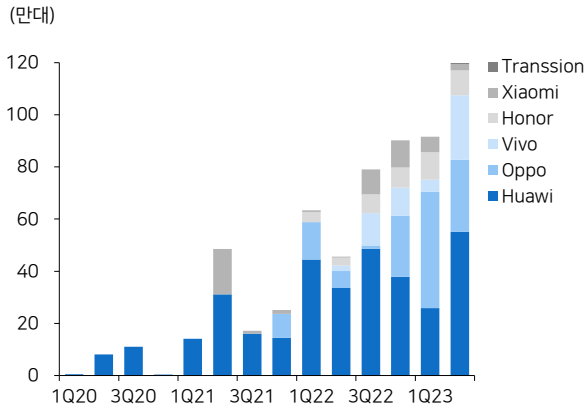
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 유럽 내 폴더블 스마트폰 시장 점유율 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 중화권 세트업체 폴더블 출하량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

스마트폰을 넘어 태블릿, 노트북으로 확대될 폴더블 생태계

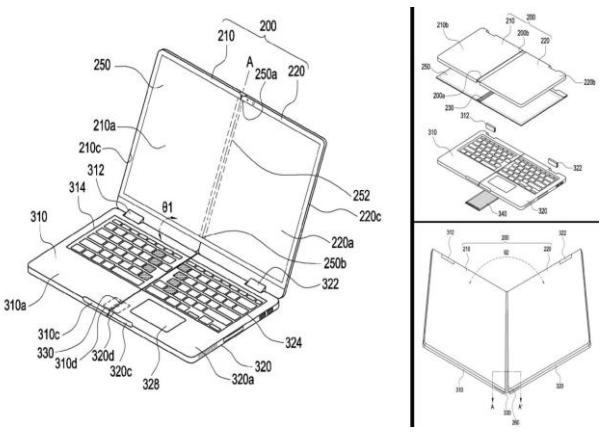
폴더블 생태계는 모바일을 넘어 노트북, 태블릿, 게임기로 확대되고 있다. 폴더블 기술이 소비자들이 원하는 넓은 화면과 휴대성을 동시에 제공할 수 있기 때문이다. 실제로 HP/레노버/에이수스, LG전자 등 주요 노트북 세트사들이 폴더블 노트북을 출시했고, 주요 태블릿 세트사들도 폴더블 기술 바탕의 신제품을 준비 중인 것으로 파악된다.

동사는 현재 내장힌지 관련 노트북 및 태블릿 제품으로의 폴더블 적용확대를 위한 선제적인 기술 개발을 진행 중이다 동사 입장에서 모바일에서 노트북 및 태블렛 제품으로 내장힌지가 확대될 경우, 제품의 사이즈 확대(모바일 6~7인치→태블릿 10인치 →노트북17~18인치)와 소재 변화를 통한 단가 상승이 기대된다. 또한 동사는 선제적인 투자로 모바일 내장힌지 기준 월 400만대의 생산능력을 이미 보유하고 있다. 많은 금액의 추가 투자 없이도 기존 설비를 통해 향후 폴더블 제품 확대에 대한 생산 대응이 가능이 가능할 전망이다. 즉 점진적으로는 가동률 상승에 따른 영업레버리지 효과도 기대할 수 있는 상황이다.

그림10 LG 그램 Fold

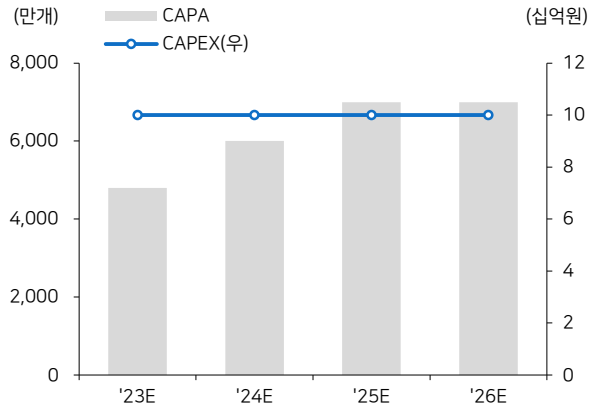
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 삼성전자 '멀티 폴더블 전자기기' 특허



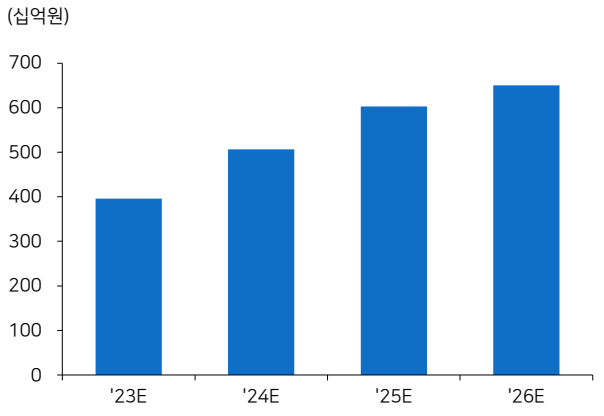
자료: WIPO,

그림12 파인엠텍 내장힌지 Capa 계획



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 파인엠텍 내장힌지 매출 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

2) 외장힌지 본격 진입,

기술적 난이도가 높아진 물방울 외장힌지 공급 성공

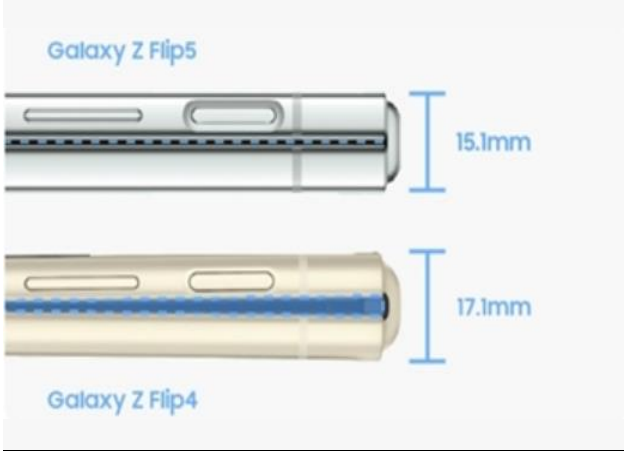
외장힌지는 두 패널을 연결할 때 사용하는 경첩으로, 화면을 접었다 펼 때 패널에 가해지는 충격을 최소화하는 폴더블 스마트폰의 핵심 부품 중 하나이다. 국내 스마트폰 세트사향 폴더블폰 외장힌지는 1세대 모델부터 경쟁사가 대부분 공급하고 있다. 동사는 이원화 업체로 선정되어 올해 고객사 품질 테스트 통과와 벤더 등록을 완료하였고, 9월말 기준으로 플립향 초도 물량 공급이 진행되었다.

다만 당사 예상 올해 외장힌지 매출은 22억원으로 미미한 수준으로 마무리될 전망이다. 이는 1) 일차 벤더로 참여한 경쟁사가 선행개발을 고객사와 같이 진행했기 때문에 유의미한 물량을 받아간 상황에서 2) 기대 이하의 폴더블 흥행으로 인해 4분기 제한적인 외장힌지 공급이 예상되기 때문이다. 올해 국내 스마트폰 세트사의 외장힌지는 무게와 두께 개선을 위해 물방울 힌지가 사용되었는데, 기술적 난이도가 상승했음에도 불구하고 공급에 성공했다는 점에서 의의가 있다.

그림14 **기존 힌지와 플렉스(물방울) 힌지 비교**

자료: 삼성전자

그림15 **갤럭시Z플립4와 플립5 두께 비교**



자료: 삼성전자

보급형 폴더블 모델 출시와 함께 내년부터 시작될 외장힌지의 매출 확대

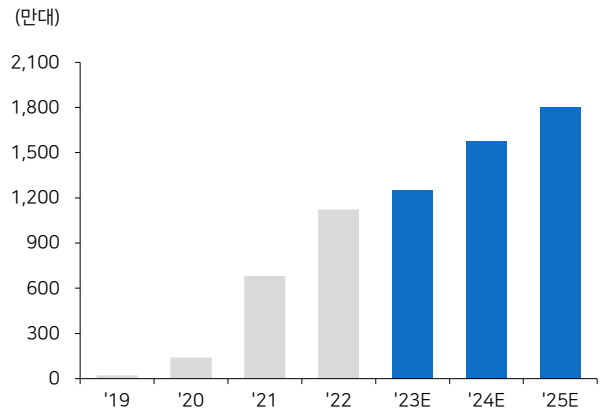
외장힌지의 본격적인 매출 확장은 내년부터 이뤄질 전망이다. 당사는 동사 외장힌지 매출 확장의 원동력으로 보급형 폴더블 모델의 출시를 예상한다. 국내 고객사는 2019년 공개한 폴드형 폴더블 스마트폰 모델과 2020년 공개한 클램쉘형 폴더블 스마트폰 2종만을 지속 출시하고 있다. 두 모델의 완성도가 높아진다는 점은 긍정적이지만 두 모델 모두 프리미엄 가격대에 속한다는 점에서 출하량 측면에서 한계가 존재할 수 밖에 없다. 올해 출시된 신규 모델들도 큰 기대를 받았지만 전년 모델 대비 제한된 성장을 기록 중인 것으로 파악된다.

고객사 입장에서는 추가적인 출하량 확대를 새로운 전략 수립이 필요한 시점이다. 보급형 폴더블 모델을 출시한다면 1) 인도와 중동을 비롯해, 유럽 내 중저가 스마트폰 시장을 공략하는데 용이하고 2) 가격적인 메리트가 있는 중국 세트사들의 폴더블 스마트폰과의 경쟁에서도 유리한 입장을 구축할 수 있다. 프리미엄 스마트폰 시장의 성장에도 중저가 스마트폰은 '22년 기준 전체 스마트폰 시장 내 70%의 높은 비중을 차지하고 있다. 충분히 시도할만한 가치가 있는 전략이다.

동사의 외장힌지는 부품 및 공정 내재화를 통해 경쟁업체 대비 원가 경쟁력을 강화했고 제품의 생산부터 공급까지 리드타임을 단축하는데 성공한 것으로 파악된다. 또한 동사의 외장힌지는 경쟁업체 대비 상대적으로 적은 부품으로도 힌지 설계가 가능하다는 장점까지 보유하고 있다. 해당 기술은 특허 등록까지 완료된 상황으로 가격 경쟁력이 시장 주도권으로 이어지는 중저가 시장 특성을 감안하면 보급형 폴더블 스마트폰 출시와 함께 동사 외장 힌지의 공급 확대는 필연적인 수순이다.

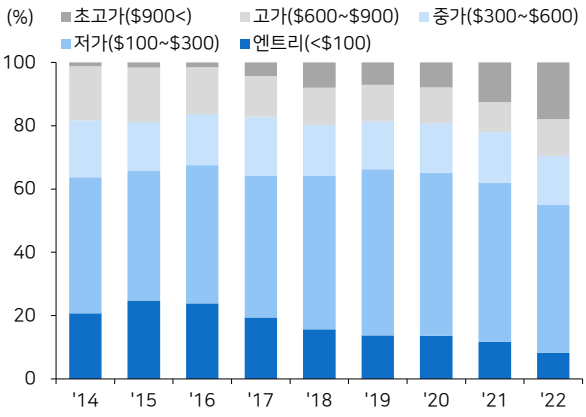
종합적으로 동사의 2024년 외장힌지 부문 매출액은 535억원(+2329.3% YoY)를 전망한다. 당사 예상대로 보급형 모델로의 공급확대가 이뤄진다면 올해 공급한 물방울 힌지 제품 대비 단가 인하는 불가피할 전망이다, 다만 전체 매출액은 공급물량 확대로 인한 가파른 성장이 기대된다. 또한 동사는 모바일 외장힌지 기준 월 100만개의 생산능력을 이미 보유하고 있다. 중장기적으로는 내장힌지와 마찬가지로 물량 증대를 통한 공장 가동률 증가로 인해 이뤄지는 고정비 절감 효과 또한 기대할 수 있는 상황이다.

그림16 삼성전자 연도별 폴더블 출하량 추이 및 전망



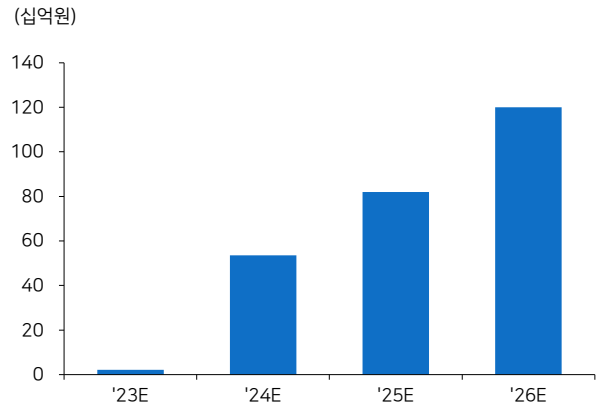
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림17 전체 스마트폰 시장 내 중저가 비중



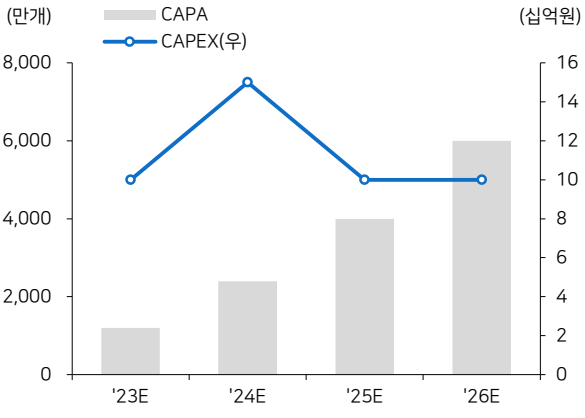
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 파인엠텍 외장힌지 매출액 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림19 파인엠텍 외장힌지 Capa 및 Capex 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

3) EV용 배터리 부품 대량양산 시작

EV Module Housing의 매출 확대를 통한 전장으로의 매출 다변화에도 주목

2024년부터 IT부품과 함께 동사 자동차부품 사업의 급격한 매출확대가 기대된다. 제품 라인업 확대를 통한 고객사 확대가 예상되기 때문이다. 기존 동사의 자동차 부품 매출액은 배터리를 식혀주는 역할을 하는 EV용 쿨링 블록을 통해 발생하였다. 고객사는 북미 자동차 부품 스타트업으로, 고객사를 통한 최종 완성품이 여러 완성차 OEM향으로 공급이 이뤄졌으나 스타트업이라는 한계로 인해 급격한 매출 성장을 기대하기는 어려웠다.

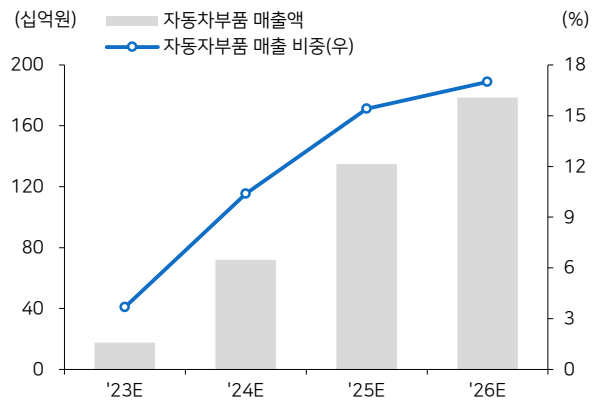
그러나 동사의 신제품인 EV Module Housing은 가파른 매출 성장이 기대된다. EV Module Housing은 배터리 모듈과 모듈의 전기 신호를 연결함과 동시에 외부로부터의 충격 보호로도 활용되는 부품이다. 기존 동사가 공급하던 EV용 쿨링 블록과 달리 국내 배터리 셀 고객사향 대량 수주에 성공해 직접 공급이 이뤄질 예정이다. 국내 배터리 셀 고객사의 생산능력 확대와 배터리 관련 부품이 안정성 문제로 인해 이원화가 어렵다는 점을 감안했을 때, 중장기적으로 안정적인 매출 성장이 가능하다고 판단한다. 해당 부품은 10월달부터 초도양산을 시작할 전망이다.

자동차부품 중심으로 진행될 VINA CNS 3공장 증설

동사는 올해 기준 연 50만개의 자동차부품 생산능력을 VINA CNS에 보유하고 있다. 추가적인 증설을 위해 VINA CNS 옆 부지를 선 확보해놓은 상황으로 고객사의 요청에 따라 10월달부터 3공장 착공을 시작할 계획이다. 완공시점은 내년 상반기로 예상되며 완공 후 자동차부품의 생산능력은 연 300만개 수준으로 확대될 전망이다. 향후에도 지속인 증설이 진행될 예정이며 목표하는 생산능력은 2026년 기준 연 1,000만개 수준이다.

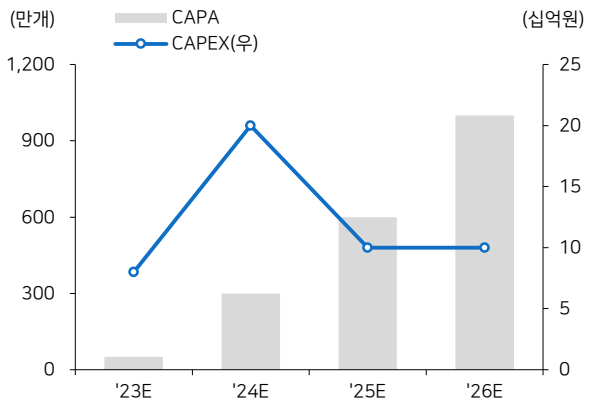
파인엠텍의 자동차부품 매출액은 2023년 175억원에서 2024년 720억원으로의 성장이 예상된다. IT부품 대비 재료비 비중이 높다는 단점이 있으나 수요 불확실성이 높은 스마트폰에 대한 의존도를 낮춤과 동시에 안정적인 매출 성장이 가능한 전장비중이 확대된다는 점에서 긍정적이다. 중장기적으로는 2026년 기준 전체 매출 내 17.0%까지 자동차부품 매출액이 확대되어 동사의 핵심적인 신성장 동력으로 작용할 전망이다.

그림20 파인엠텍 자동차부품 매출액 전망



자료: 파인엠텍, 메리츠증권 리서치센터

그림21 파인엠텍 자동차부품 Capa 및 Capex 전망



자료: 파인엠텍, 메리츠증권 리서치센터

Part 3. 실적 전망 및 Valuation

폴더블과 자동자부품 매출 확대로 지속적인 매출 고성장 예상

파인엠텍의 2023년 실적은 매출액 4,756억원(+14.0% YoY), 영업이익 293억원(-6.9% YoY)을 예상한다. 내장한지 매출액(+14.8% YoY)의 성장에도 불구하고 외장힌지와 EV Module Housing을 생산하는 VINA CNS의 고정비 증가로 인한 손실이 불가피할 전망이다. 다만 2024년 실적은 매출액 6,927억원(+45.7% YoY), 영업이익 480억원(+64.0% YoY)의 고성장을 예상한다. 멀티플레이트의 지속적인 매출 확대와 함께 외장힌지와 EV Module Housing 매출 확대를 통해 VINA CNS가 흑자 전환하는 영향이다.

동사의 실적 우상향 흐름은 폴더블 생태계 확대와 자동차부품의 성장에 힘입어 향후에도 지속될 전망이다. 현재의 가정에는 국내, 중국 세트사의 폴더블 신제품 출시만 가정하고 있으나 북미 세트사의 폴더블 제품 출시가 현실화 된다면 2025년 이후 실적 전망치에 대한 상향조정 또한 필요하다. 1) 이미 폴더블 관련 다수의 특허를 출원했고 2) 세트사 입장에서 폴더블을 제외한 유의미한 혁신을 선보이기 어렵다는 점에서 시장 참여 가능성은 높다고 본다.

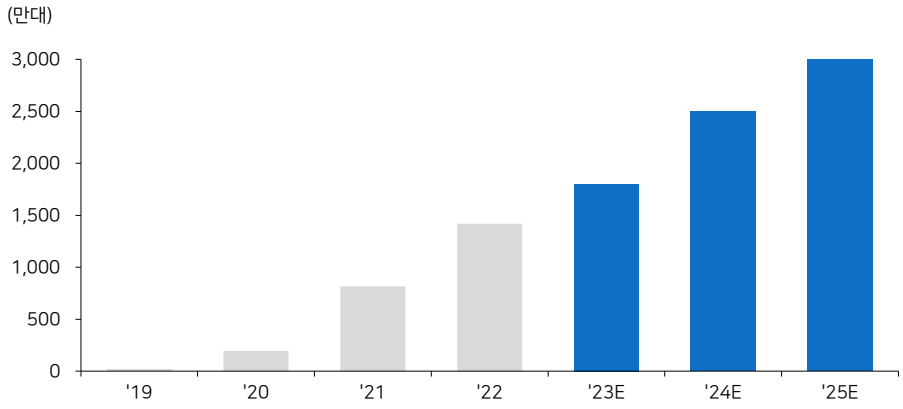
동사의 장점은 내장힌지에 공격적인 선투자를 진행했다는 점이다. 향후에는 외장힌지와 자동차부품을 생산하는 VINA CNS 중심의 투자가 예상되며 2023년 280억원, 2024년 450억원, 2025년 300억원의 Capex를 전망한다. 인적분할 당시 2021년 발행한 총 500억원 규모 7회차(250억원)와 8회차 신주인수권부사채(250억원)를 파인엠텍에 귀속하여 현금을 확보했고, 2023년 EBITDA 440억원, 2024년 660억원이 예상돼 Capex 집행을 위한 재원마련에는 문제가 없다.

표1 파인엠텍 실적 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
환율(원/달러)	**1,276**	**1,315**	**1,300**	**1,320**	**1,290**	**1,275**	**1,260**	**1,255**	**1,288**	**1,303**	**1,270**
매출액	**51.2**	**109.6**	**224.9**	**90.3**	**73.2**	**191.1**	**306.6**	**131.9**	**417.1**	**475.9**	**692.7**
(%, QoQ)	-18.3%	114.2%	197.8%	-59.8%	-18.9%	161.0%	60.4%	-57.0%			
(%, YoY)	-30.9%	34.6%	12.9%	44.3%	43.2%	153.1%	36.4%	46.0%	48.1%	14.1%	45.7%
IT부품 매출액	49.4	106.9	221.4	80.7	58.8	175.3	288.6	108.2	400.4	458.4	620.7
자동차부품 매출액	1.8	2.6	3.5	9.6	14.4	15.8	18.0	23.8	16.7	17.5	72.0
영업이익	**1.1**	**8.2**	**17.7**	**2.4**	**2.2**	**14.1**	**24.9**	**6.3**	**31.5**	**29.3**	**48.0**
(%, QoQ)	27.1%	676.3%	115.8%	-86.4%	-8.2%	536.8%	76.9%	-74.6%			
(%, YoY)	-80.1%	-3.7%	4.6%	190.5%	109.8%	72.1%	41.0%	162.3%		-6.9%	62.1%
영업이익률	**2.1%**	**7.5%**	**7.9%**	**2.7%**	**3.0%**	**7.4%**	**8.1%**	**4.8%**	**7.5%**	**6.2%**	**6.9%**
세전이익	-1.8	1.9	19.1	10.4	2.4	14.2	25.1	6.5	15.0	29.6	48.5
지배주주순이익	-0.3	-0.1	18.1	7.4	0.0	12.5	24.0	4.3	12.1	23.7	38.8
지배주주순이익률	-0.6%	-0.1%	8.1%	8.2%	-0.1%	6.6%	7.8%	3.3%	2.9%	5.0%	5.5%

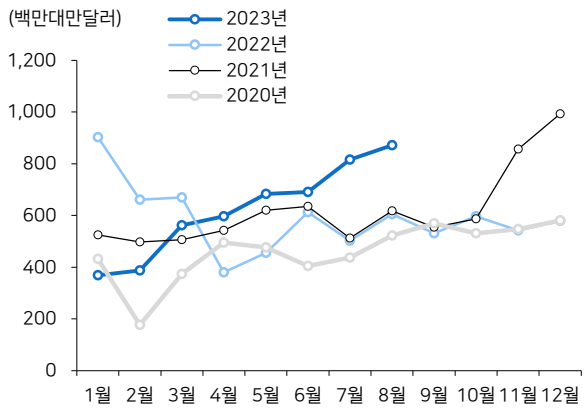
주: '22년 실적은 분할 기일(22년 9월 1일) 이전 실적 합산 반영
자료: 파인엠텍, 메리츠증권 리서치센터

그림22 글로벌 폴더블 시장 전망



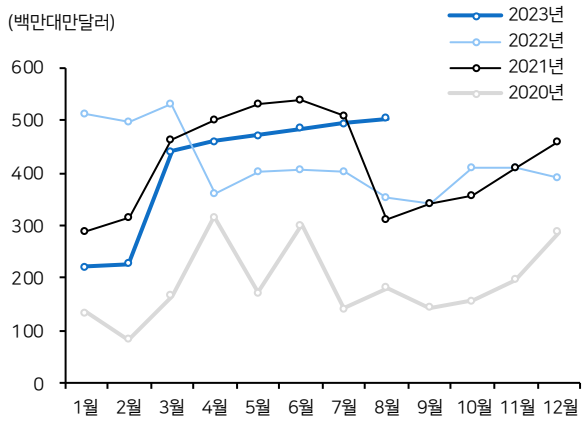
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림23 대만 Jarllytec 월별 매출액



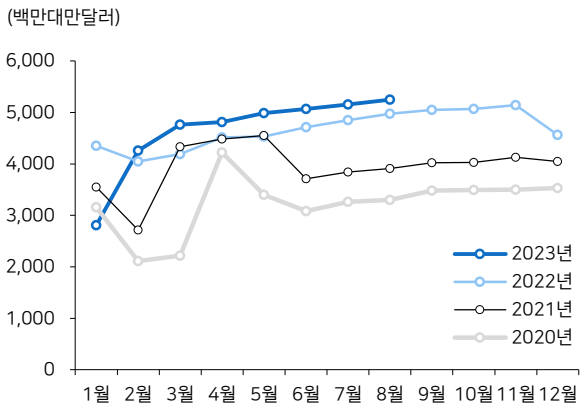
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림24 대만 Fositek 월별 매출액



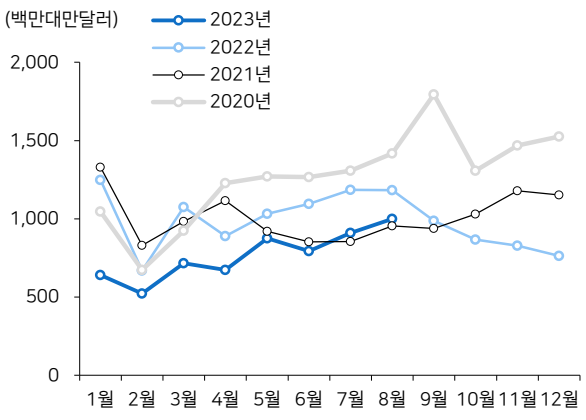
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림25 대만 AVC 월별 매출액



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림26 대만 SZS 월별 매출액



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

투자의견 Buy
적정주가 10,000원 제시

파인엠텍에 대한 투자의견 Buy, 적정주가 10,000원을 제시한다. 당사 추정 2024년 EPS 1,094원에 9.2배를 적용했다. 9.2배는 국내 폴더블 부품 경쟁사의 2024년 PER(당사 추정치 기준)에 10% 프리미엄을 적용한 수치다. 프리미엄 근거는 1) 파인엠텍이 글로벌 유일 외장, 내장힌지 동시 생산이 가능한 업체이며 2) 자동차부품에서의 매출 확대가 경쟁사 대비 빠르기 때문이다. 2024년부터 본격화될 폴더블 생태계의 확장 국면에서 내장힌지와 외장힌지를 동시에 생산 가능한 유일한 업체이기 때문에 프리미엄 부여가 정당하다고 판단한다.

적정주가는 보수적 가정을 위해 향후 상장될 전환사채와 신주인수권부사채 물량을 전부 반영

앞서 언급했듯 인적분할 당시 2021년 발행한 총 500억원 규모 7회차(250억원)와 8회차 신주인수권부사채(250억원)가 파인엠텍에 귀속되었다. 전환사채와 신주인수권부사채의 전환가액은 7,090원으로 '24년까지 전량 행사된다고 가정할 경우 각각 42.3만주, 76.2만주가 추가 상장될 예정이다. 보수적 가정을 위해 당사 추정 2024년 EPS에 현재 남아있는 전환사채와 신주인수권부사채가 전부 행사된다고 가정, 추가 상장될 가능성이 있는 118.5만주를 전부 반영하였다. 다만 118.5만주 중 관계사 물량이 35만주이고, 성장이 담보된 지분희석이기 때문에 시장 우려 대비 주가에 미치는 영향은 제한적일 전망이다. 오히려 글로벌 힌지 Peer 업체 대비 과도한 할인을 받고 있다는 점에서 주가 상승 여력이 크다고 판단한다. 폴더블 생태계 확장과 자동차부품 매출 확대를 통한 밸류에이션 리레이팅을 기대할 수 있는 시점이다.

그림27 파인엠텍 적정주가 산정

(원)	2024E	비고
EPS	1,094	2024년 추정 EPS
적정배수 (배)	9.2	국내 경쟁사의 24년 PER 8.3배에 10% 프리미엄 적용
적정가치	10,024	
적정주가	**10,000**	
공모주가 (5.11)	7,660	
상승여력 (%)	30.5%	

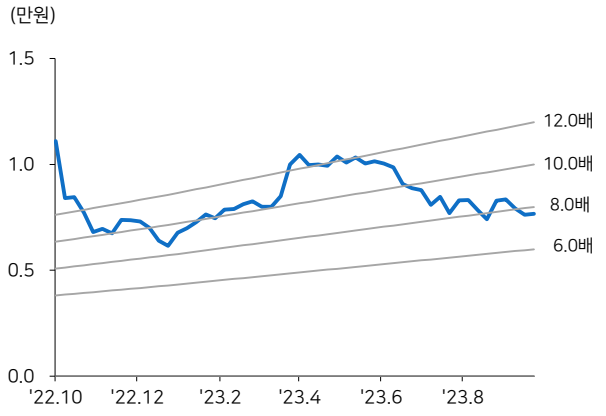
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림28 글로벌 힌지 업체 Peer valuation

국내 기판	PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		매출액		영업이익		시가총액
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	(백만달러)
파인엠텍	**11.8**	**7.7**	**1.7**	**1.4**	**20.1**	**25.4**	**475.9**	**692.7**	**29.3**	**48.0**	**206**
KH바텍	9.2	8.2	1.3	1.2	15.1	14.9	456.9	557.9	39.8	48.4	255
Jarllytec	20.8	17.3	N/A	N/A	-19.8	19.8	8.2	9.1	249	298	256
SZS	18.9	14.4	1.0	1.0	-52.8	31.5	5.2	6.8	300	346	469
AVC	24.3	19.0	6.1	5.0	7.4	29.7	27.8	29.8	1,848	2,146	3,816
암페놀	28.2	25.7	6.1	5.6	-5.0	9.4	24.5	24.4	12,305	13,121	49,124

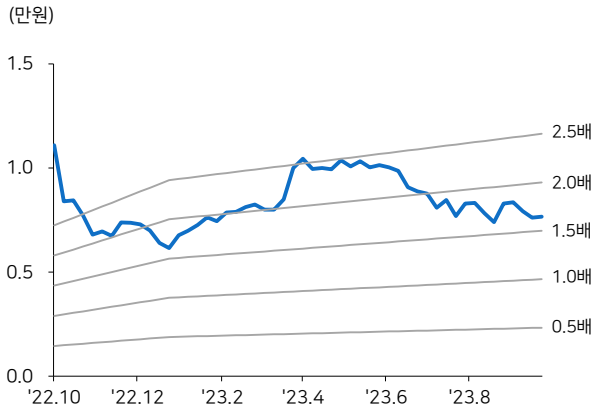
주: 파인엠텍, KH바텍은 당사 추정치 기준, 기타 업체는 QuantiWise 컨센서스 기준. 국내 업체는 십억원, 해외업체는 백만달러 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림29 파인엠텍 인적분할 이후 PER 밴드



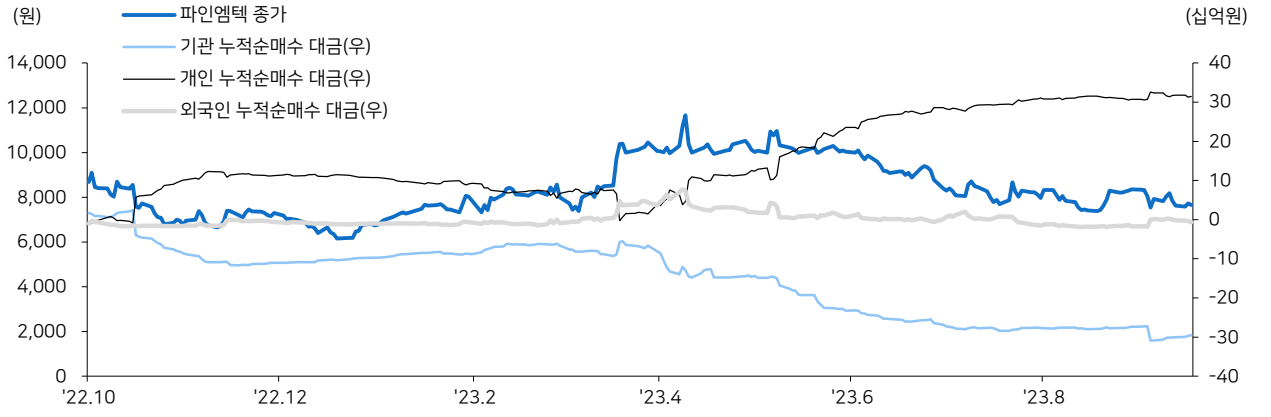
주: 2022년 EPS는 분할 기일(22년 9월 1일) 이전 실적 합산 반영
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림30 파인엠텍 인적분할 이후 PBR 밴드



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림31 파인엠텍 수급 추이



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

파인엠텍 (441270)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**0.0**	**116.4**	**475.6**	**692.7**	**876.5**
매출액증가율(%)			308.6	45.7	26.5
매출원가	0.0	102.9	414.5	604.5	763.6
매출총이익	0.0	13.4	61.1	88.2	112.9
판매관리비	0.0	8.0	31.8	40.1	47.9
영업이익	**0.0**	**5.4**	**29.3**	**48.0**	**65.0**
영업이익률(%)	0.0	4.7	6.2	6.9	7.4
금융손익	0.0	-14.8	-0.6	-0.3	0.3
종속/관계기업손익	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	2.2	0.9	0.8	0.8
세전계속사업이익	0.0	-7.2	29.6	48.5	66.2
법인세비용	0.0	-0.2	5.9	9.7	13.2
당기순이익	**0.0**	**-7.0**	**23.7**	**38.8**	**52.9**
지배주주지분 순이익	0.0	-7.5	25.1	41.1	56.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**0.0**	**9.0**	**35.7**	**53.3**	**67.4**
당기순이익(손실)	0.0	-7.0	23.7	38.8	52.9
유형자산상각비	0.0	3.3	14.7	18.7	19.5
무형자산상각비	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	0.0	1.0	-1.4	-2.9	-3.7
투자활동 현금흐름	**0.0**	**-18.3**	**-30.4**	**-57.5**	**-40.4**
유형자산의증가(CAPEX)	0.0	-10.1	-28.0	-45.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	0.0	-19.4	-1.9	-6.9	-5.8
재무활동 현금흐름	**0.0**	**14.0**	**-2.3**	**23.1**	**-6.0**
차입금의 증감	0.0	84.7	-2.3	14.7	-6.0
자본의 증가	0.0	116.1	0.0	8.4	0.0
현금의 증가(감소)	0.0	3.7	3.0	19.0	21.0
기초현금	0.0	34.1	37.8	40.8	59.8
기말현금	0.0	37.8	40.8	59.8	80.8

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	0.0	106.1	118.8	171.1	221.6
현금및현금성자산	0.0	37.8	40.8	59.8	80.8
매출채권	0.0	19.5	22.3	30.2	38.2
재고자산	0.0	17.1	19.5	28.5	36.0
비유동자산	0.0	166.5	181.6	214.9	231.2
유형자산	0.0	131.1	144.4	170.8	181.3
무형자산	0.0	10.2	10.2	10.2	10.2
투자자산	0.0	19.4	21.2	28.1	33.9
자산총계	**0.0**	**272.6**	**300.4**	**386.0**	**452.9**
유동부채	0.0	88.5	91.8	127.1	138.6
매입채무	0.0	28.4	32.3	47.1	59.6
단기차입금	0.0	8.0	8.0	18.0	8.0
유동성장기부채	0.0	3.5	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.0	41.6	42.4	45.4	47.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	35.8	35.8	35.8	35.8
부채총계	**0.0**	**130.1**	**134.2**	**172.5**	**186.5**
자본금	0.0	16.3	16.3	16.9	16.9
자본잉여금	0.0	99.9	99.9	107.7	107.7
기타포괄이익누계액	0.0	3.3	3.3	3.3	3.3
이익잉여금	0.0	-7.1	17.9	59.1	115.1
비지배주주지분	0.0	30.4	29.0	26.7	23.6
자본총계	**0.0**	**142.6**	**166.2**	**213.5**	**266.4**

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS		11,071	13,523	18,420	23,308
EPS(지배주주)		-710	713	1,094	1,491
CFPS		890	1,251	1,773	2,246
EBITDAPS		834	1,251	1,773	2,246
BPS		3,447	3,767	4,965	6,456
DPS		0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	-8.7	10.7	7.0	5.1
PCR	0.0	6.9	6.1	4.3	3.4
PSR	0.0	0.6	0.6	0.4	0.3
PBR	0.0	1.8	2.0	1.5	1.2
EBITDA(십억원)	0.0	8.8	44.0	66.7	84.5
EV/EBITDA	0.0	30.2	7.6	4.8	3.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)		-6.7	20.1	25.4	26.1
EBITDA 이익률		7.5	9.2	9.6	9.6
부채비율		91.2	80.7	80.8	70.0
금융비용부담률		1.1	0.5	0.4	0.3
이자보상배율(x)		4.1	11.2	17.1	22.1
매출채권회전율(x)		6.0	22.8	26.4	25.6
재고자산회전율(x)		6.8	25.9	28.9	27.2

Compliance Notice

본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 양승수은(는) 의 파인엠텍 기업설명회에 파인엠텍의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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

투자등급 관련사항 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

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

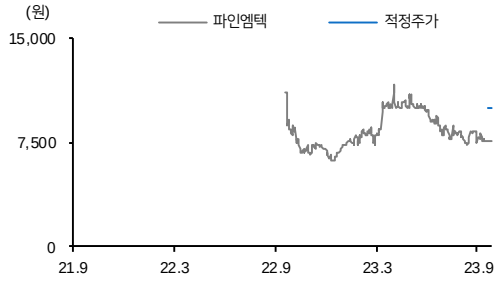
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023 년 9 월 30 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

파인엠텍 (441270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.10.04	기업브리프	Buy	10,000	양승수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이