

# 이엠텍 (091120)

한경래 kyungrae.har@daishin.com  
이새롬 saerom.lee@daishin.com

투자 의견 **N/R**  
유지

6개월 목표주가 **N/R**  
유지

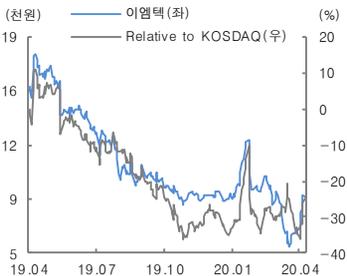
현재주가 **8,970**  
(19.04.14)

스몰캡 업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

KOSDAQ	610.29
시가총액	144십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	8십억원
52주 최고/최저	17,900원 / 5,380원
120일 평균거래대금	14억원
외국인지분율	4.83%
주요주주	정승규 외 3인 14.97% 안트로젠 9.37%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	33.9	-4.3	-0.7	-49.9
상대수익률	15.0	6.5	4.4	-37.0



## 기다리던 모멘텀 가시화

### 2020년 1월 KT&G와 PMI 전략적 제휴 체결

- 3년간 PMI가 전자 담배 '릴' 제품 국내 제외한 글로벌 독점 판매 예정
- PMI는 현재 아이코스(IQOS)를 전세계 54개 시장에서 판매하는 글로벌 유통망 확보, 판매 예정 제품 라인업은 릴 플러스, 미니, 하이브리드, 베이퍼와 해당 제품들의 신규 버전인 만큼 3년간 글로벌 시장 독점적 판매 따른 직접적인 수혜 기대

### 기존 릴 수출 계획보다 가속화될 가능성 높은 상황

- PMI는 기존에 하반기부터 글로벌 판매 예정이었으나 시기를 보다 앞당긴 것으로 추정 54개 시장 중 소수 시장 선제적 진출 이후 순차적으로 지역 확대 될 전망. 글로벌 담배 시장 내 전자담배 비중이 미미한 점 감안하면 향후 가 따른 성장 기대
- PMI 아이코스 판매 확대로 아이코스 담배 히츠 출하 비중은 2017년 4.5%에서 2019년 7.8%로 증가. PMI RRP(Reduced-Risk Products, 켈련형, 액상 등 전자담배)의 매출 비중도 2017년 12.7%에서 2019년 18.7%로 빠르게 증가 중. PMI는 2025년에 RRP 매출 비중이 38~42%까지 확대될 것으로 전망
- BAT(British American Tobacco)도 전자담배 등 차세대 제품에 3년간 10억파운드(약 1.5조원)투자 발표하고 2030년까지 비연소 제품 이용자 5천만명까지 확대 목표 세움. 글로벌 담배 업체들이 전자담배 시장에 공격적인 투자를 하는 만큼 시장 확대는 더 가속화될 전망
- 2020년 2월말 기준 국내 담배 시장 내 전자담배 비중은 13.1%로 2019년말 대비 2.0%p 증가한 점도 긍정적. 코로나19에 따른 외부 활동 보다 자택 거주 증가로 전자담배 수요 증가한 영향으로 추정

### 2020년 전자담배 수출 시작으로 실적 턴어라운드 기대

- 2020년 매출액 2,928억원(+9% YoY), 영업이익 181원(흑전 YoY) 전망. 국내 시장에 전자담배를 본격적으로 출시한 2018년 제품 사업부 매출액 1,305억원(+697% YoY), 영업이익 103억원(+흑전 YoY, OPM 7.4%) 기록. 2019년은 국내 시장 디바이스 추가 판매 둔화로 역성장(제품 사업부 매출액 1,021억원). 올해에도 국내 시장은 매출 둔화 불가피하나 본격적인 수출 시작으로 제품 사업부 매출액 1,600억원(+57% YoY) 이상 가능할 전망
- 2018년 전자담배 본격적인 국내 출시, 안정적인 실적 성장으로 주가 18,000~20,000원에 거래되었음. 2019년 전자담배 신제품의 제품 결함에 따른 비용 부담, 수출 지연 등으로 영업손실 56억원을 기록했고 주가도 60% 이상 하락. PMI와 KT&G의 릴 제품 글로벌 독점 수출 계약 체결에 따른 수출 모멘텀 가시화, 2018년 수준의 실적 회복 가능한 만큼 주가 반등 가능하다고 판단

## 실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
매출액	228	194	286	268	293
영업이익	17	14	21	-6	18
세전순이익	18	5	24	-3	20
총당기순이익	12	6	24	0	19
지배지분순이익	11	5	24	0	17
EPS	850	372	1,564	25	1,140
PER	12.1	47.4	10.9	-	7.9
BPS	8,641	10,126	12,427	11,354	12,072
PBR	1.2	1.7	1.4	0.8	0.7
ROE	9.8	4.0	14.3	0.2	9.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 이앤티, 대신증권 Research Center

### 전자담배 수출은 확실한 성장 모멘텀

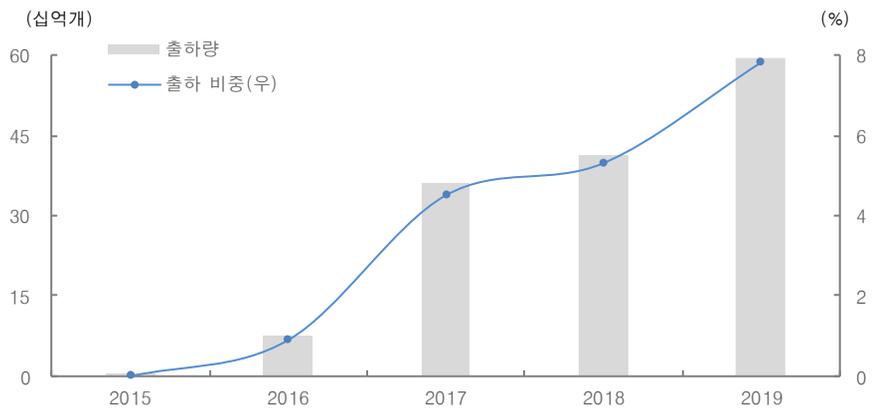
글로벌 담배 시장 내 전자담배 비중은 아직 미미한 수준이다. PMI는 ‘Smoke-Free Future’ 슬로건을 걸고 적극적으로 전자담배 시장을 개척하고 있다. PMI 아이코스 판매 확대로 아이코스용 담배 히츠의 출하 비중은 2017년 4.5%에서 2019년 7.8%로 증가했다. PMI RRP(Reduced-Risk Products, 껌련형, 액상 등 전자담배)의 매출 비중도 2017년 12.7%에서 2019년 18.7%로 빠르게 증가하고 있다. PMI는 2025년에 RRP 매출 비중 38~42%까지 확대를 목표로 하고 있다.

PMI에 이어 BAT(British American Tobacco)도 전자담배 등 차세대 제품에 3년간 10억 파운드(약 1.5조원)투자를 발표했다. 2030년까지 비연소 제품 이용자를 5천만명까지 확대하는 목표도 세웠다. 글로벌 담배 업체들이 전자담배 시장에 공격적인 투자를 하는 만큼 전자담배 시장 확대는 더 가속화될 전망이다.

PMI 추정 2019년말 아이코스 이용자는 1,360만명으로 2018년말 대비 42%의 고성장을 기록했다. 2019년 아이코스 신규 이용자 증가 수는 400만명으로 2018년 연간 이용자 증가 수 270만명 대비 가파른 상승세를 보이고 있다. 그중 2019년 기존 담배를 끊고 아이코스로 전환한 이용자 수는 966만명으로 전년 대비 46% 증가하며 기존 담배 시장을 빠르게 대체하는 것도 확인할 수 있다.

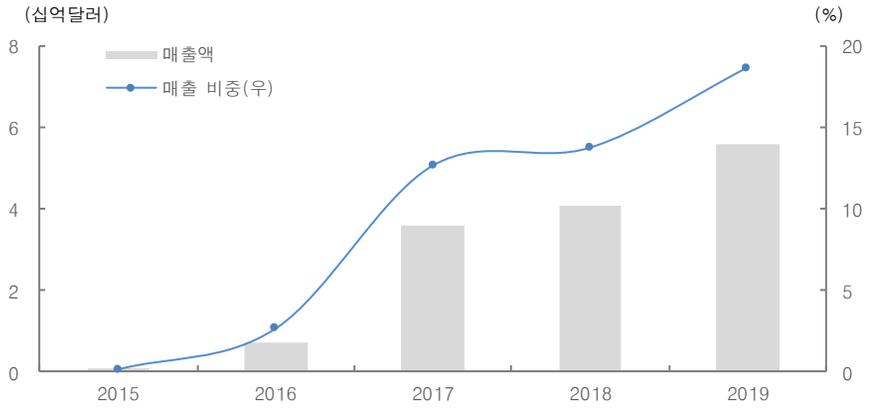
향후 3년간 PMI 글로벌 54개 유통 지역에서 릴 제품의 순차적인 판매 확대는 중장기 성장 모멘텀으로 작용할 전망이다. 전자담배 시장의 점유율 증가, PMI의 공격적인 글로벌 시장 선점 전략을 고려할 때 전자담배 수출 물량은 2020년 보다 2021년 대폭 확대될 것으로 보인다.

그림 31. PMI의 히츠 출하량, 출하 비중 추이



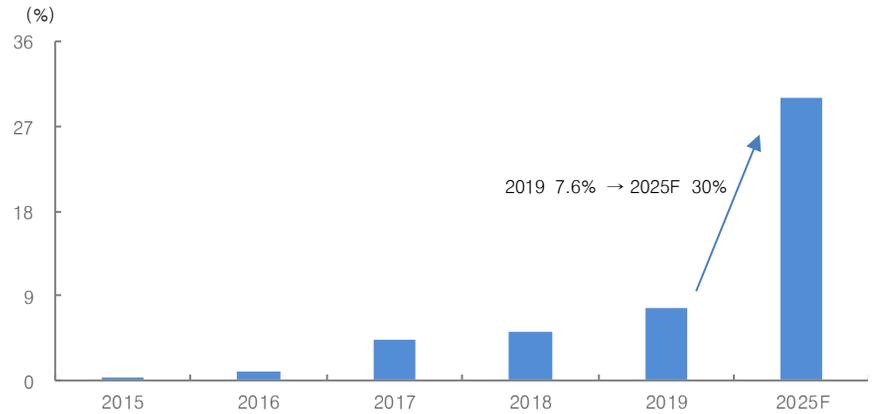
자료: PMI, 대신증권 Research Center

그림 32. PMI의 RRP 매출액, 매출 비중 추이



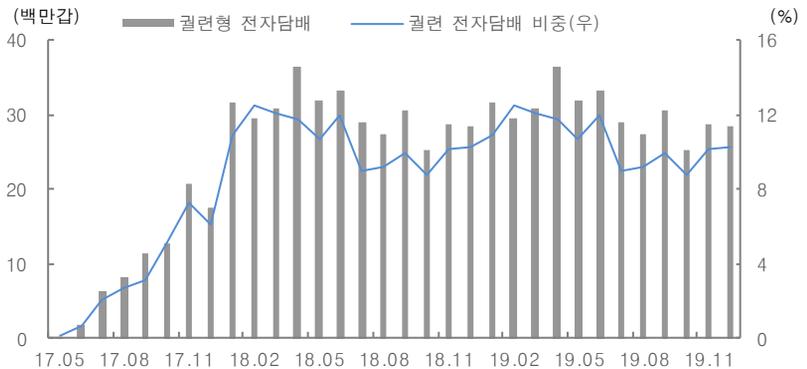
자료: PMI, 대신증권 Research Center

그림 33. PMI의 Smoke-Free Products 출하 비중 추이 및 목표



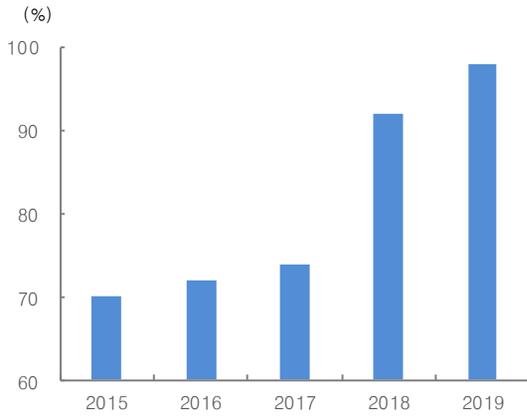
자료: PMI, 대신증권 Research Center

그림 34. 쉐련형 전자담배 국내 시장 출시 후 전체 담배 시장 내 점유율 추이



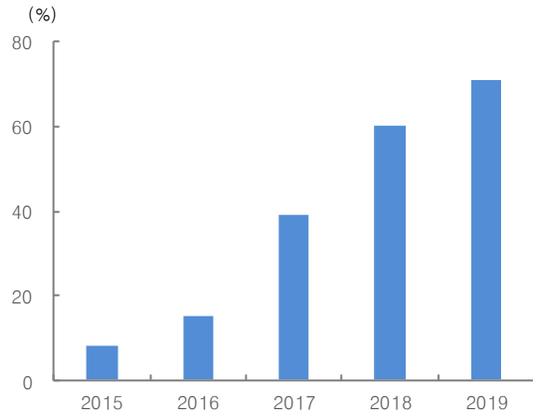
자료: 기획재정부 대신증권 Research Center

그림 35. PMI Smoke-Free R&D 지출 비중 추이



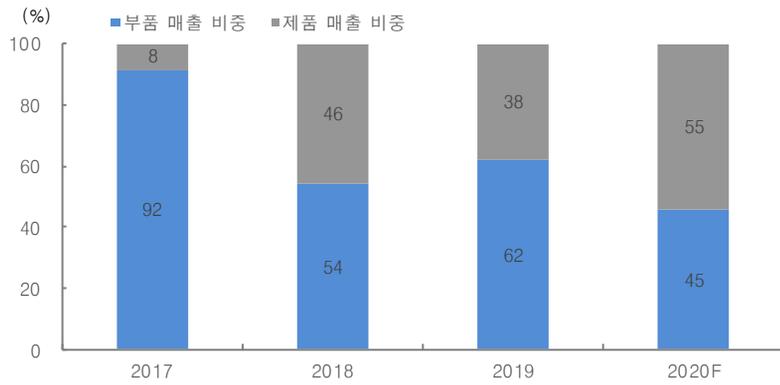
자료: PMI, 대신증권 Research Center

그림 36. PMI Smoke-Free Commercial 지출 비중 추이



자료: PMI, 대신증권 Research Center

그림 37. 제품 및 부품 매출 비중 추이



자료: 이엠텍, 대신증권 Research Center

## 전자담배 수출 시작으로 2020년 실적 턴어라운드 기대

2020년은 전자담배 본격적인 수출 시작으로 실적 턴어라운드 기대된다. 2020년 매출액 2,928억원(+9% YoY), 영업이익 181원(흑전 YoY)이 전망된다. 국내 시장에 전자담배를 본격적으로 출시한 2018년 제품 사업부 매출액 1,305억원(+697% YoY), 영업이익 103억원(+흑전 YoY, OPM 7.9%)을 기록했었다. 2019년은 국내 시장 디바이스 추가 판매 둔화로 역성장(제품 사업부 매출액 1,021억원)했다.

올해에도 국내 시장 매출 성장 둔화는 불가피하나 본격적인 수출 시작으로 매출액 1,600억원(+57% YoY) 이상 가능할 전망이다. PMI의 2019년말 기준 아이코스 이용자 수 1,360 만명을 고려하면 아이코스 디바이스는 2,000만대 이상 판매된 걸로 추정된다. 국내에서 릴이 출시된 2018년 이엠텍의 전자담배 매출이 1,000억원 이상 기록한 점을 고려하면 연간 200만대 이상의 디바이스가 판매된 걸로 파악된다.

PMI의 글로벌 유통망, 아이코스가 이미 높은 점유율을 기록하며 HNB(가열식 전자 담배)에 익숙해진 독일, 이탈리아, 러시아, 일본 등의 시장으로 향후 진출하게 되면 국내 이상의 판매도 충분히 가능할 전망이다. 2018년 수준의 실적 회복이 가능한 상황에서 국내 대비 월등히 큰 규모의 글로벌 수출 시작은 2021년 이후 실적 성장까지 기대하게 한다.

표 6. 이엠텍의 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017	2018	2019	2020F
매출액	72.0	80.9	66.2	49.0	194.4	286.0	268.2	292.8
부품사업	41.7	47.0	41.8	35.6	177.9	155.6	166.1	132.8
제품사업	30.4	33.9	24.5	13.4	16.5	130.5	102.1	160.0
영업이익	-0.5	2.5	-0.5	-7.1	13.6	21.2	-5.6	18.1
지배주주순이익	3.5	2.4	2.6	-8.1	5.3	23.7	0.4	17.0
YoY								
매출액	69.5	11.0	-18.5	-45.2	-14.9	47.2	-6.3	9.2
부품사업	50.2	34.6	-10.6	-22.8		-12.6	6.8	-20.0
제품사업	105.5	-10.7	-29.1	-69.1		690.9	-21.8	56.7
영업이익	적전	-55.1	적전	적전	-17.8	55.3	적전	흑전
지배주주순이익	45.5	-70.9	-57.0	적전	-53.9	348.8	-98.4	4281.5
영업이익률	-0.7	3.1	-0.7	-14.5	7.0	7.4	-2.1	6.2
순이익률	4.9	3.0	3.9	-16.4	2.7	8.3	0.1	5.8

자료: 대신증권 Research Center

### 현주가는 2018년 주가 수준 대비 절반 수준에 불과

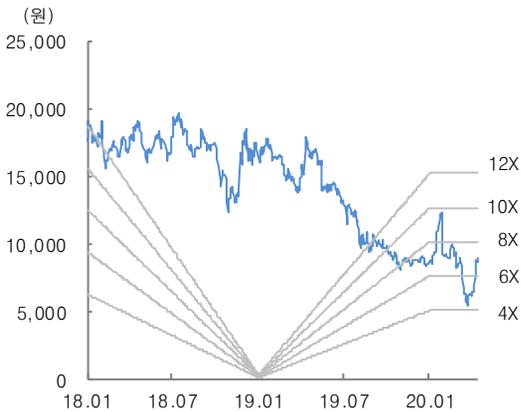
2018년 전자담배의 본격적인 국내 출시, 안정적인 실적 성장으로 주가 18,000~20,000 원에 거래됐었다. 2019년 전자담배 신제품의 제품 결함에 따른 비용 부담, 수출 지연으로 영업손실 56억원을 기록했고 주가도 60% 이상 하락했었다. PMI와 KT&G의 릴 제품 글로벌 독점 수출 계약 체결에 따른 수출 모멘텀이 가시화되고 2018년 수준의 실적으로 회복이 가능한 만큼 주가 회복이 가능하다고 판단한다.

그림 38. 이엠텍의 영업 실적 추이 및 전망



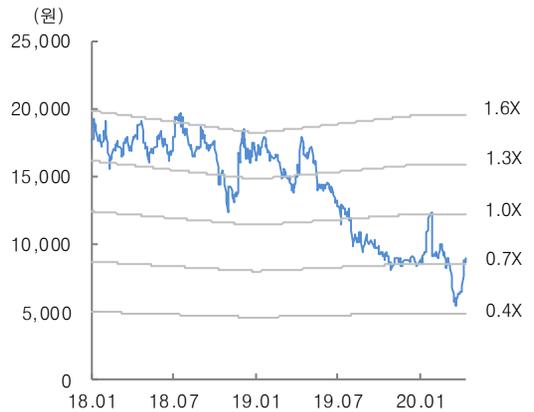
자료: 이엠텍, 대신증권 Research Center

그림 39. 이엠텍 PER 밴드



자료: 이엠텍, 대신증권 Research Center

그림 40. 이엠텍 PBR 밴드



자료: 이엠텍, 대신증권 Research Center

## 1. 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

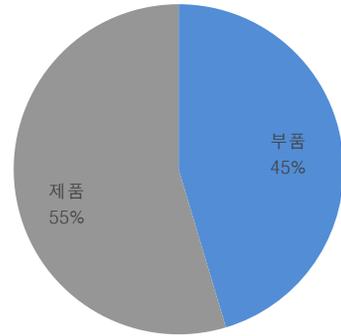
- 2001년 1월 18일 설립, 2007년 5월 코스닥 상장
- 주요 제품은 음향 부품/제품, 전자담배, 헬스케어 등으로 운영됨
- 6개의 해외법인 보유(베트남 4, 중국 2)
- 자산 2,393억원, 부채 570억원, 자본 1,823억원(4Q19 기준)  
(발행주식수: 16,060,936, 자사주: 386,900 4Q19 기준)

### 주가 변동요인

- 수익성 높은 제품 판매 확대로 수익성 개선
- 자동차용 햅틱 시장 증가에 따른 동사의 매출 확대
- 국내 궤련형 전자담배 시장에서의 MS 확대 및 수출 증가

자료: 이엠텍, 대신증권 Research Center

### 이엠텍 사업부문별 매출 비중

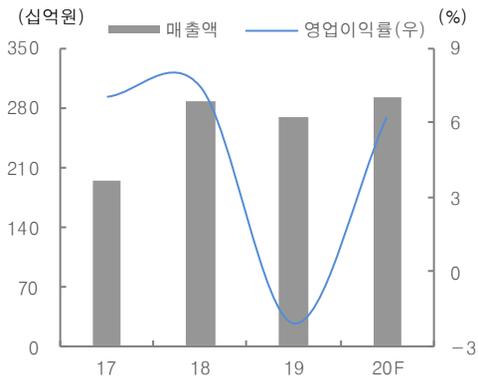


주: 2020년 예상 매출액 기준

자료: 이엠텍, 대신증권 Research Center

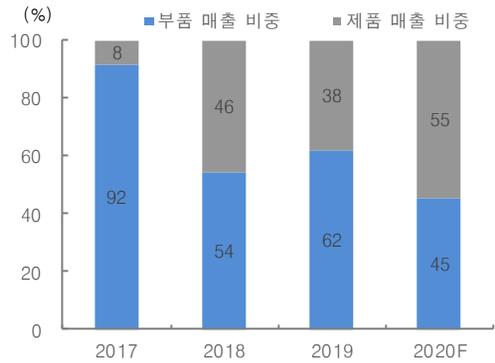
## 2. Earnings Driver

### 영업이익률 회복 기대



자료: 이엠텍, 대신증권 Research Center

### 제품 및 부품 매출 비중 추이 비교



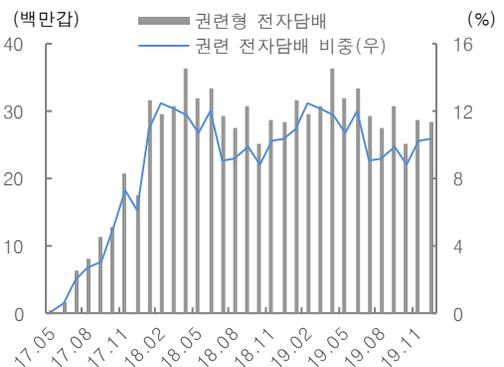
자료: 이엠텍, 대신증권 Research Center

### 자동차용 햅틱 시장 규모 (2017~2022F CAGR 22%)



자료: 이엠텍, 대신증권 Research Center

### 궤련형 전자담배 출시 후 국내 시장에서의 점유율 확대



자료: 이엠텍, 대신증권 Research Center

재무제표

**포괄손익계산서** (단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
매출액	228	194	286	268	293
매출원가	187	152	223	230	230
매출총이익	41	43	63	38	63
판매비와관리비	24	29	42	44	45
영업이익	17	14	21	-6	18
영업이익률	7.3	7.0	7.4	-2.1	6.2
EBITDA	29	29	38	13	34
영업외손익	1	-8	2	2	2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	0	1	1	1
외환관련이익	10	4	9	10	10
금융비용	1	-1	-2	-1	-2
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	0	-8	3	3	3
법인세비용차감전순이익	18	5	24	-3	20
법인세비용	5	1	0	3	-2
계속사업순이익	12	6	24	0	19
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	12	6	24	0	19
당기순이익률	5.4	3.1	8.3	-0.2	6.4
비재배분순이익	1	1	0	-1	2
재배분순이익	11	5	24	0	17
매도가능금융자산평가	0	1	0	0	0
기타포괄이익	0	0	1	-1	-1
포괄순이익	12	13	34	-14	5
비재배분포괄이익	1	0	0	-1	1
재배분포괄이익	11	12	34	-13	5

**재무상태표** (단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
유동자산	107	95	116	92	109
현금및현금성자산	54	38	25	30	43
매출채권 및 기타채권	30	25	25	18	20
재고자산	22	27	58	40	43
기타유동자산	0	5	8	4	2
비유동자산	86	108	173	148	150
유형자산	70	67	82	83	85
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	17	41	91	65	65
자산총계	193	203	289	239	259
유동부채	60	30	68	32	13
차입채무 및 기타채무	32	22	45	21	22
차입금	1	4	7	11	-8
유동성채무	24	3	0	0	0
기타유동부채	2	2	16	1	0
비유동부채	10	25	29	25	47
차입금	3	21	23	23	47
전환증권	4	0	0	0	0
기타비유동부채	3	4	6	1	0
부채총계	69	55	97	57	61
자배지분	121	144	188	180	196
자본금	7	7	8	8	8
자본잉여금	22	29	42	54	54
이익잉여금	96	99	121	119	138
기타자본변동	-4	9	18	-1	-4
비자배지분	3	3	3	3	3
자본총계	124	147	192	182	199
순차입금	-22	-14	15	4	-5

**Valuation 지표** (단위: 원 배, %)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
EPS	850	372	1,564	25	1,140
PER	12.1	47.4	10.9	339.7	7.9
BPS	8,641	10,126	12,427	11,354	12,072
PBR	1.2	1.7	1.4	0.8	0.7
EBITDAPS	2,078	2,033	2,488	845	2,099
EV/EBITDA	4.3	8.5	7.4	10.7	4.3
SPS	16,270	13,688	18,888	16,948	18,234
PSR	0.6	1.3	0.9	0.5	0.5
CFPS	2,198	1,547	2,608	1,117	2,145
DPS	200	100	150	0	0

**현금흐름표** (단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
영업활동 현금흐름	28	12	23	21	30
당기순이익	12	6	24	0	19
비현금항목의 가감	19	16	16	18	16
감가상각비	13	15	17	19	16
외환손익	-1	0	0	0	-4
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	6	0	-1	-1	4
자산부채의 증감	3	-8	-15	5	-4
기타현금흐름	-5	-1	-1	-2	-1
투자활동 현금흐름	-6	-35	-47	-11	-16
투자자산	18	-15	-15	-12	0
유형자산	-25	-19	-27	-16	-16
기타	0	-1	-5	18	0
재무활동 현금흐름	-3	7	11	-5	-10
단기차입금	-1	3	-1	-19	-19
사채	0	0	14	0	0
장기차입금	0	0	0	23	23
유상증자	0	1	0	12	0
현금배당	0	-3	-1	-2	0
기타	-3	6	-1	-19	-14
현금의 증감	19	-16	-13	5	13
기초 현금	35	54	38	25	30
기말 현금	54	38	25	30	43
NOPLAT	12	15	21	-1	17
FCF	-1	9	4	2	16

**재무비율** (단위: 원 배, %)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
성장성					
매출액 증가율	105	-149	47.2	-63	9.2
영업이익 증가율	280	-17.8	55.3	적전	흑전
순이익 증가율	-0.4	-51.7	299.0	적전	흑전
수익성					
ROIC	12.2	14.9	16.5	-0.5	11.2
ROA	8.9	6.9	8.6	-2.1	7.3
ROE	9.8	4.0	14.3	0.2	9.1
안정성					
부채비율	55.7	37.6	50.6	31.3	30.8
순차입금비율	-17.6	-9.4	8.0	2.2	-1.7
이자보상배율	15.0	12.7	12.1	-3.8	0.0

자료: 이엔텍, 대신증권 Research Center