

이옴텍

(091120)

한경래

이새롬

kyungrae.han@daishin.com

saerom.lee@daishin.com

투자의견

N/R

유지

6개월 목표주가

N/R

유지

현재주가

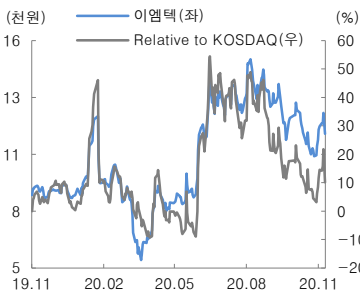
11,500

(20.11.13)

스몰캡업종

KOSDAQ	839.14
시가총액	185십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	8십억원
52주 최고/최저	15,100원 / 5,380원
120일 평균거래대금	43억원
외국인지분율	2.94%
주요주주	정승규 외 3 인 14.97% 안트로젠 9.37%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.3	-18.1	36.4	29.5
상대수익률	-1.7	-16.6	12.4	2.1



턴어라운드 의미

3Q20 영업이익 90억원 기록. 5개 분기 만에 흑자 턴어라운드

- 3Q20 연결 매출액 1,084억원(+63.7% YoY, +162.8% QoQ), 영업이익 90억원(흑전) 기록
- 전자담배 수출 이후 첫 매출 발생. 7월에서 8월 중순까지 낮은 생산 수출에도 높은 제품 마진을 달성
- 부품 매출액 565억원(+35.2% YoY, +174.4% QoQ), 제품 매출액 519억원(+112.3% YoY, +151.2% QoQ) 기록. OPM 부품 7.2%, 제품 9.6%

전자담배 시장 성장 초입 구간. 4분기 일본 수출 시작

- 10월부터 일본 수출 시작. 미야기현, 후쿠오카현 2개 지역 먼저 출시. 2021년 대도시 등 일본 전역으로 확대될 예정
- 일본 전자담배 시장은 국내 대비 약 5배 이상 규모
- KT&G의 국내 릴 제품 출시 후 2018년 국내 전자담배 시장 점유율 16% 기록. 당시 이옴텍 전자담배 매출액은 1,000억원 상회
- 보수적으로 일본 시장 내 KT&G 점유율 3% 가정 시 국내 수준 매출 가능. M/S 별 일본 매출액은 5%: 국내 대비 1.7배 → 10%: 3.4배 규모 예상
- 전세계 아이코스 진출한 61개 국가는 릴의 잠재적인 시장
- 일본 제외 수출액 보수적으로 분기별 300억원 수준 가정. 일본 시장 M/S 2% 가정 시 2021년 제품 매출액 2,450억원(+69%) 가능

2021년 영업이익 400억원(+6,905%) 전망

- 2021년 매출액 4,186억원(+38.4%), 영업이익 400억원(+6,905%) 전망
- 2H20 부품 사업 고객사 플래그십 내 벤더 지위 강화. 2021년 플래그십 모델에도 공급 확대 예상. 10월부터 부품 Capa 20% 증설 후 가동 중. 2021년 부품 매출액 1,736억원(+10.2% YoY) 예상
- 3분기 제품 사업부는 낮은 생산 수출에도 9.6% 이익률 기록. 외형 확대 및 수출 개선 시 10% 이상 이익률 확보 가능

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	194	286	268	302	419
영업이익	14	21	-6	1	40
세전순이익	5	24	-3	-2	38
총당기순이익	6	24	0	2	35
지배지분순이익	5	24	0	2	35
EPS	372	1,564	24	117	2,154
PER	47.4	10.9	348.3	98.3	5.3
BPS	9,871	12,427	11,354	11,134	13,255
PBR	1.8	1.4	0.8	1.0	0.9
ROE	4.0	14.3	0.2	1.1	17.7

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

전자담배 수출 이제 성장 초입 구간

3Q20 전자담배 수출이 처음으로 반영됐다. 러시아, 우크라이나 일부 수출만 반영됐음에도 300억원 이상의 매출 달성한 것으로 파악된다. 러시아에서 소비자가 2,190루블(31,000원)의 높은 가격비로 출시 초기임에도 좋은 반응을 얻고 있다. 우크라이나에서도 10월 이후 추가 발주 규모가 초도 물량 보다 큰 수준으로 반응이 긍정적이다.

러시아 흡연 인구는 약 3,500만명으로 한국 1,100만명 대비 3배 이상 많다. 궐련형 전자담배 비중은 한국 12%에 비해 4% 수준으로 현저히 낮다. 전자담배의 시장 확대가 구조적으로 진행되는 만큼 향후 한국 수준의 전자담배 침투율까지 올라갈 경우 국내 대비 3배 이상의 디바이스 시장 잠재성을 보유했다. 특히 러시아 담배 시장은 필립모리스 아이코스가 거의 독점하는 만큼 필립모리스의 유통망을 통한 릴 디바이스가 빠르게 시장을 확대할 수 있다.

4분기 일본 수출 시작 → 2021년 전국적인 확대 예상

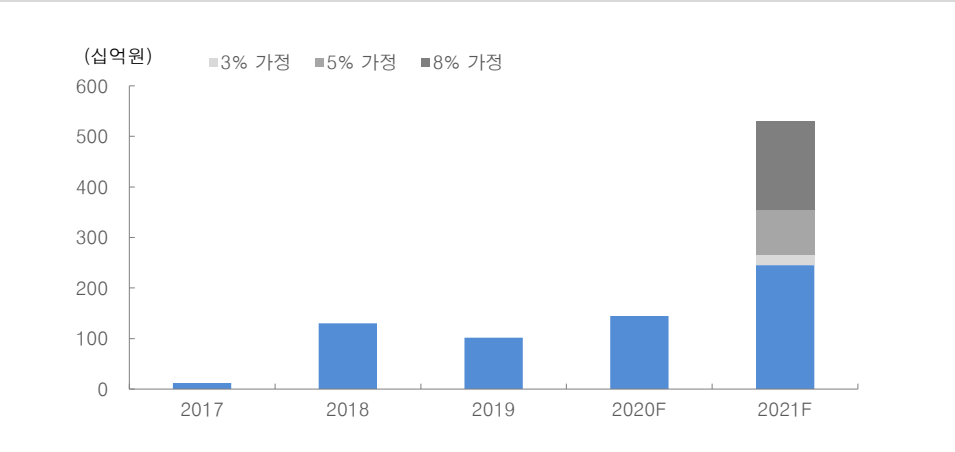
일본 수출은 10월부터 시작됐다. 미야기현, 후쿠오카현 2개 지역 아이코스 매장에서 먼저 판매했고 11월 편의점 등 유통 채널을 확대했다. 2021년 대도시 등 일본 전역에 확대가 이뤄질 예정이다.

일본은 최대 규모의 전자담배 시장으로, 국내 시장의 약 5배 이상이다. 일본 전체 담배 시장은 국내의 약 2.5배 규모지만, 전체 시장 내 궐련형 전자담배 비중이 24%로 국내 12% 대비 2배 정도 침투율이 높다.

KT&G가 국내 시장에 릴 제품을 출시한 후 2018년 국내 전자담배 시장 내 점유율 16%를 기록했을 때 이애크의 전자담배 매출액은 1,000억원을 상회했다.

일본 시장에서 KT&G가 보수적으로 약 3%의 MS만 가져와도 국내 수준의 매출액이 가능하다. 점유율 5% 가정시 1.7배, 10% 가정시 3.4배 규모의 매출이 예상된다. 일본 내 독보적인 1위 업체 필립모리스의 유통망을 통한 판매로 점진적 점유율 확대가 기대된다. 2021년 점유율은 보수적으로 약 2%로 가정해 800억원의 신규 매출 추정을 했다.

그림 1. 제품 매출액 추이 및 일본 시장 점유율에 따른 매출 전망



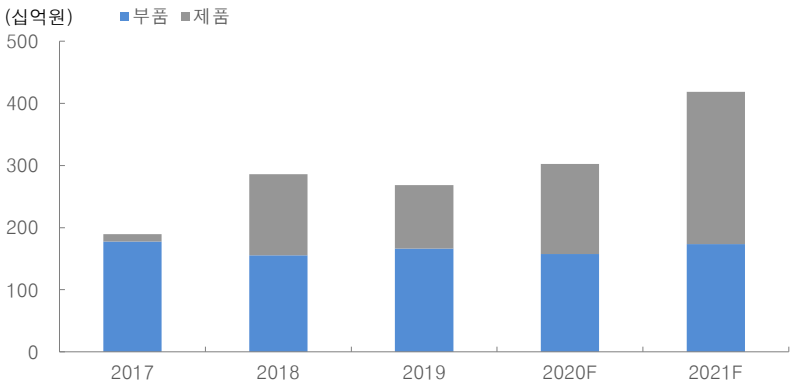
자료: 이애크, 대신증권 Research Center

2021년 전자담배 수출 온기 반영으로 제품 매출액 2,450억원(+69%)

2021년 전자담배 수출 온기 반영으로 제품 매출액 2,450억원(+69.1% YoY)이 예상된다. 2021년 일본 외 시장의 수출 규모를 보수적으로 분기별 300억원 수준으로 가정했고 일본 시장은 분기별 확대되는 점을 반영했다. 국내 시장에 릴 제품이 출시된 2018년 분기별 매출 확대를 경험했다(1Q 148억원, 2Q 380억원, 3Q 345억원, 4Q 433억원). 일본도 비슷한 추이로 매출 성장이 기대된다.

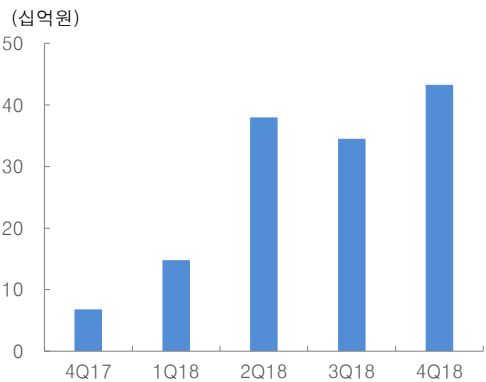
릴이 첫 수출된 3개 국가는 현지 시장 내 필립모리스(아이코스)의 높은 점유율로 안정적인 지위를 확보했다. 현재 전세계 아이코스 진출한 61개 국가는 릴의 잠재적인 진출 가능 시장이다. 독일, 이탈리아 등 유럽 시장에서 아이코스가 높은 점유율을 기록한 만큼 2021년 유럽 중심의 신규 국가 진출이 전망된다. 이런 흐름 속에 일본 외 지역의 분기별 300억원 수준 수출액은 보수적인 추정치로 판단된다.

그림 2. 제품, 부품 매출액 추이 및 전망



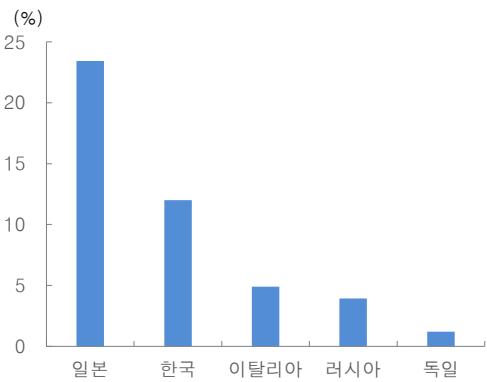
자료: 이오텍, 대신증권 Research Center

그림 3. 국내 릴 출시 이후 제품 매출액 추이



자료: 이오텍, 대신증권 Research Center

그림 4. 주요 나라별 껍련형 전자담배 비중



자료: 이오텍, 대신증권 Research Center

2021년 매출액 4,186억원(+38%), 영업이익 400억원(+6,905%) 전망

2021년은 실적이 레벨업되는 원년이다. 3Q20 실적에서 부품, 제품 사업부 동반 이익률이 개선됐다(OPM 부품 7.2%, 제품 9.6%). 부품 사업부는 주요 고객사의 하반기 플래그십 모델에서 스피커, 리시버 메인 벤더로 선정되었고, 2021년 출시될 플래그십 모델에도 공급 확대가 예상된다. 이에 대비해 10월부터 부품 사업부 Capa를 20% 증설해 가동 중이다. 화웨이 제재 반사 수혜로 고객사의 판매 확대 및 동사의 벤더 지위 강화로 2021년 부품 매출액은 1,736억원(+10.2% YoY)이 예상된다.

제품 사업부는 3분기 낮은 생산 수율에도 9.6% 마진율을 기록했다. 외형 확대 및 수율 개선 시 10% 이상의 이익률 확보가 확실시된다.

2016~2018년 부품 사업부 중심 매출 구조로 7% 수준의 영업이익률이 지속되었다. 2021년 제품 사업부 예상 매출액은 2,450억원으로 대폭 성장하며, 전사 영업이익률은 9.8%로 정상화될 전망이다.

2021F PER 5.3 배. 실적 성장을 고려하면 현저한 저평가 구간

3분기 흑자 턴어라운드에도 향후 성장에 대한 우려로 주가는 하락했다. 필립모리스와 KT&G의 공시된 계약 내용은 3년간 현존하는 KT&G의 HNB, E-Vapor 제품들(릴 플러스, 릴 미니, 릴 하이브리드, 릴 베이퍼의 디바이스, 전용 스틱, 전용 액상카트리지, 액세서리) 및 해당 제품들의 신규 버전의 해외 판매이다.

해당 제품은 이애크가 생산을 담당한다. 필립모리스는 국내 출시된 모델들의 제품 쉘 테스트에만 6개월이 걸렸다. 이제 수출이 시작된 시점에서 수출 전 라인업 생산을 담당하는 이애크의 2021년 높은 성장은 의심의 여지가 없다. 실적 정상화에 따른 밸류에이션 정상화가 기대된다.

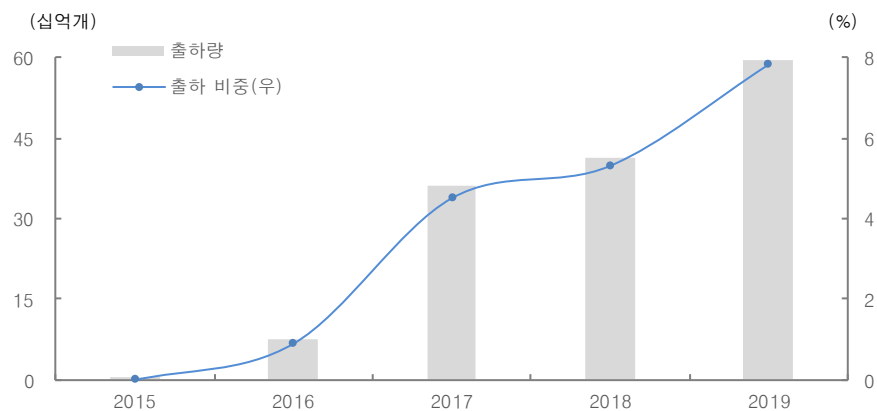
표 1. 이애크의 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	194.4	286.0	268.2	302.4	418.6
부품사업	177.5	155.6	166.1	157.5	173.6
제품사업	11.9	130.5	102.1	144.9	245.0
영업이익	13.6	21.2	-5.6	0.6	40.0
지배주주순이익	5.3	23.7	0.4	1.9	34.6
YoY					
매출액	-14.9	47.2	-6.3	12.8	38.4
부품사업	-17.7	-12.4	6.8	-5.1	10.2
제품사업	-5.4	995.6	-21.8	41.9	69.1
영업이익	-17.8	55.3	적전	흑전	6905.1
지배주주순이익	-53.9	348.8	-98.4	386.5	1737.2
영업이익률	7.0	7.4	-2.1	0.2	9.6
순이익률	2.7	8.3	0.1	0.6	8.3

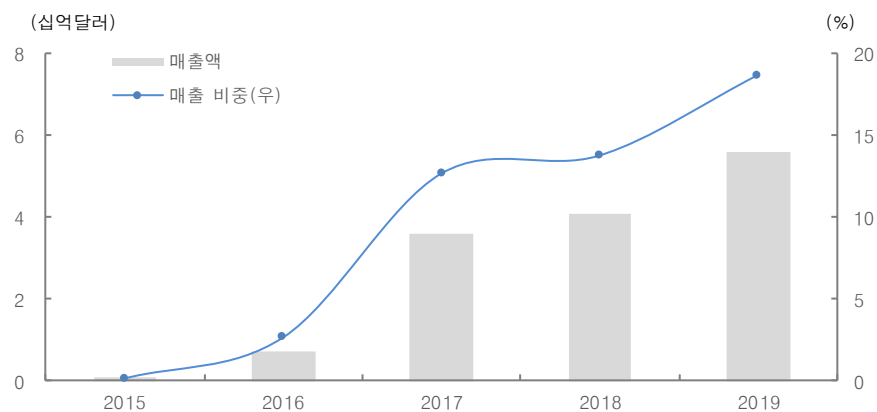
자료: 대신증권 Research Center

그림 5. PMI의 히츠 출하량, 출하 비중 추이



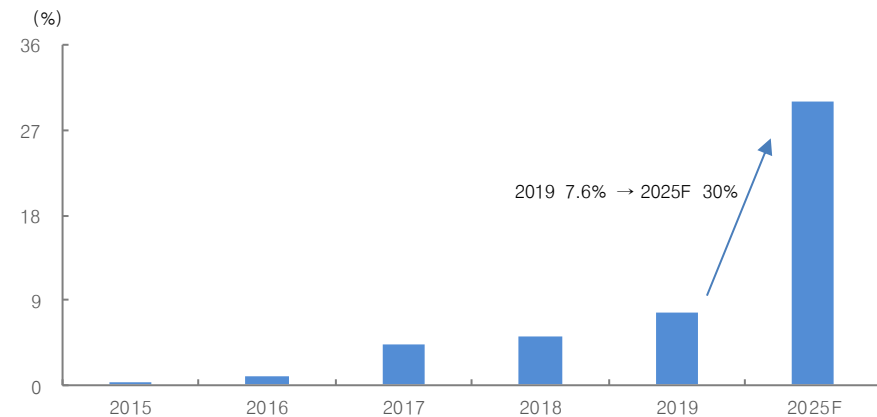
자료: PMI, 대신증권 Research Center

그림 6. PMI의 RRP 매출액, 매출 비중 추이



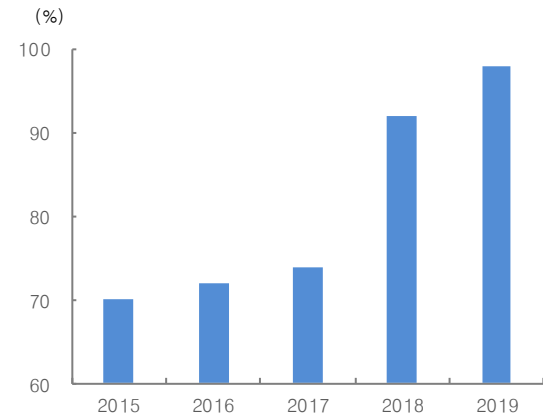
자료: PMI, 기획재정부, 대신증권 Research Center

그림 7. PMI의 Smoke-Free Products 출하 비중 추이 및 목표



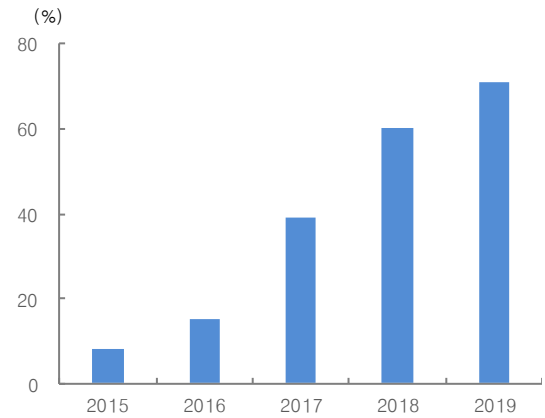
자료: PMI, 대신증권 Research Center

그림 8. PMI R&D 지출 비중 추이



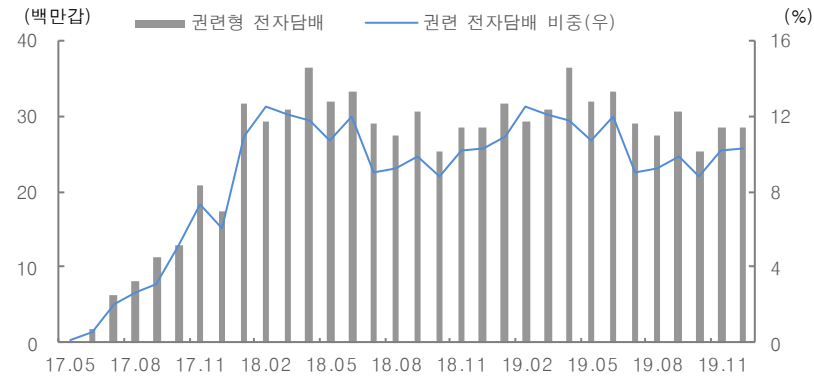
자료: 이옴텍, 대신증권 Research Center

그림 9. PMI Commercial 지출 비중 추이



자료: 이옴텍, 대신증권 Research Center

그림 10. 권련형 전자담배 국내 시장 출시 후 전체 담배 시장 내 점유율 추이



자료: 이옴텍, 기획재정부 대신증권 Research Center

그림 11.이엠텍의 영업 실적 추이 및 전망

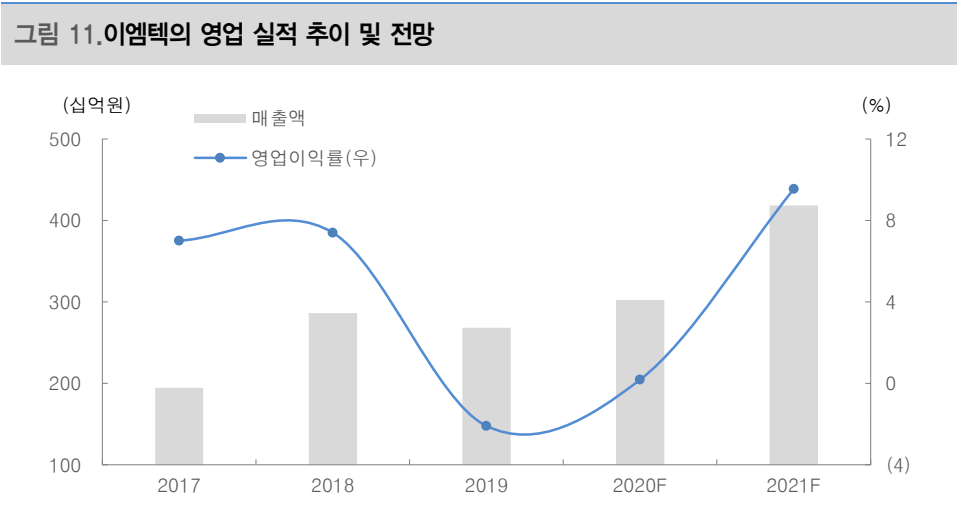


그림 12.이엠텍 PER 밴드

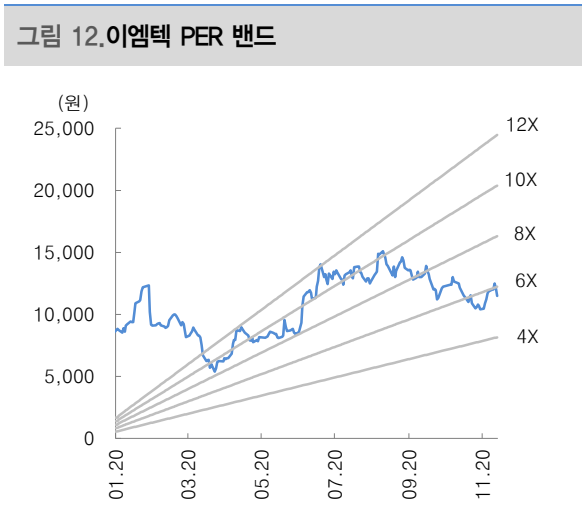


그림 13.이엠텍 PBR 밴드



기업개요

기업 및 경영진 현황

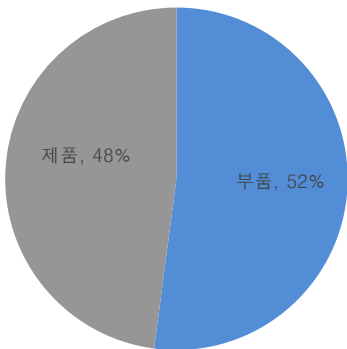
- 2001년 1월 18일 설립, 2007년 5월 코스닥 상장
- 주요 제품은 음향 부품/제품, 전자담배, 헬스케어 등으로 운영됨
- 6개의 해외법인 보유(베트남 4, 중국 2)
- 자산 2,791억원, 부채 1,002억원, 자본 1,789억원(2Q20 기준)
(발행주식수: 16,060,936, 자사주: 1,187,500 2Q20 기준)

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: 이애크, 대신증권 Research Center

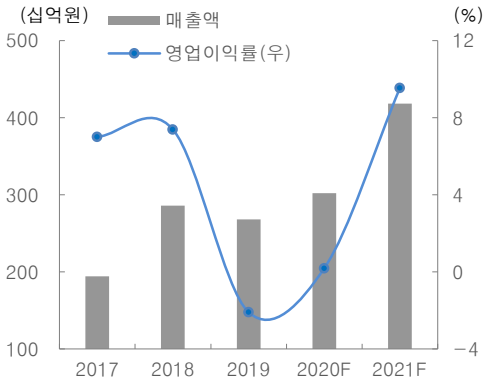
이애크 사업부문별 매출 비중



주: 2020년 예상 매출액 기준
자료: 이애크, 대신증권 Research Center

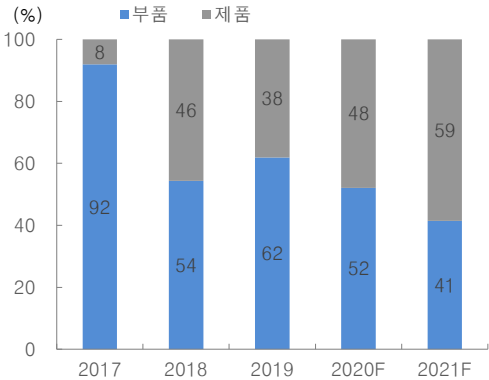
Earnings Driver

영업이익률 회복 기대



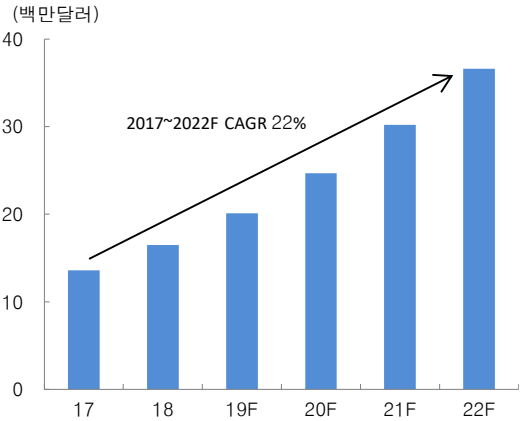
자료: 이애크, 대신증권 Research Center

제품 및 부품 매출 비중 추이 비교



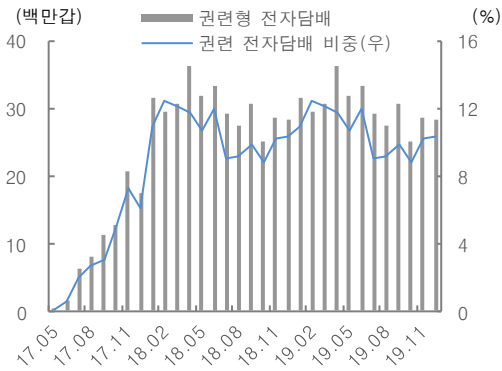
자료: 이애크, 대신증권 Research Center

자동차용 햅틱 시장 규모 (2017~2022F CAGR 22%)



자료: 이애크, 대신증권 Research Center

궤련형 전자담배 출시 후 국내 시장에서의 점유율 확대



자료: 이애크, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	194	286	268	302	419
매출원가	152	223	230	259	329
매출총이익	43	63	38	44	90
판매비와관리비	29	42	44	43	50
영업이익	14	21	-6	1	40
영업이익률	7.0	7.4	-2.1	0.2	9.6
EBITDA	29	38	13	16	56
영업외손익	-8	2	2	-2	-2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	1	1	1	1
외환관련이익	4	9	10	10	10
금융비용	1	-2	-1	-1	-2
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-10	3	3	-1	-1
법인세비용차감전순이익	5	24	-3	-2	38
법인세비용	-1	0	3	4	-3
계속사업순이익	6	24	0	2	35
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	6	24	0	2	35
당기순이익률	3.1	8.3	-0.2	0.7	8.3
비지배자분순이익	1	0	-1	0	0
지배자분순이익	5	24	0	2	35
매도가능금융자산평가	1	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	-1	-1	-1
포괄순이익	13	34	-14	-12	21
비지배자분포괄이익	0	0	-1	0	0
지배자분포괄이익	12	34	-13	-12	21

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
EPS	372	1,564	24	117	2,154
PER	47.4	10.9	348.3	98.3	5.3
BPS	9,871	12,427	11,354	11,147	13,268
PBR	1.8	1.4	0.8	1.0	0.9
EBITDAPS	2,033	2,488	845	1,010	3,466
EV/EBITDA	8.5	7.4	10.7	12.4	3.4
SPS	13,688	18,888	16,948	18,830	26,062
PSR	1.3	0.9	0.5	0.6	0.4
CFPS	1,547	2,608	1,117	772	3,213
DPS	100	150	0	0	0

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	-149	47.2	-6.3	12.8	38.4
영업이익 증가율	-17.8	55.3	작전	흑전	6,901.8
순이익 증가율	-51.7	299.0	작전	흑전	1,553.5
수익성					
ROIC	14.9	16.5	-0.5	-0.5	22.7
ROA	6.9	8.6	-2.1	0.2	15.1
ROE	4.0	14.3	0.2	1.2	17.6
안정성					
부채비율	37.6	50.6	31.3	33.6	32.1
순차입금비율	-9.4	8.0	2.2	7.3	1.3
이자보상배율	12.7	12.1	-3.8	0.0	0.0

자료: 이애펙, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
유동자산	95	116	92	92	132
현금및현금성자산	38	25	30	25	39
매출채권 및 기타채권	25	25	18	21	29
재고자산	27	58	40	45	62
기타유동자산	5	8	4	2	2
비유동자산	108	173	148	150	154
유형자산	67	82	83	85	86
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	41	91	65	65	67
자산총계	203	289	239	243	286
유동부채	30	68	32	14	-1
매입채무 및 기타채무	22	45	21	22	27
차입금	4	7	11	-8	-28
유동상채무	3	0	0	0	0
기타유동부채	2	16	1	0	0
비유동부채	25	29	25	47	70
차입금	21	23	23	47	70
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4	6	1	0	0
부채총계	55	97	57	61	69
자배지분	144	188	180	179	213
자본금	7	8	8	8	8
자본잉여금	29	42	54	54	54
이익잉여금	99	121	119	121	155
기타지분변동	9	18	-1	-4	-4
비지배자분	3	3	3	3	3
자본총계	147	192	182	182	216
순차입금	-14	15	4	13	3

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	12	23	21	11	30
당기순이익	6	24	0	2	35
비현금항목의 가감	16	16	18	10	17
감가상각비	15	17	19	16	16
외환손익	0	0	0	-4	-4
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	0	-1	-1	-2	5
자산부채의 증감	-8	-15	5	-5	-19
기타현금흐름	-1	-1	-2	4	-3
투자활동 현금흐름	-35	-47	-11	-16	-16
투자자산	-15	-15	-12	0	0
유형자산	-19	-27	-16	-16	-16
기타	-1	-5	18	0	0
재무활동 현금흐름	7	11	-5	-10	-10
단기차입금	3	-1	-19	-19	-19
사채	0	14	0	0	0
장기차입금	0	0	23	23	23
유상증자	1	0	12	0	0
현금배당	-3	-1	-2	0	0
기타	6	-1	-19	-14	-14
현금의 증감	-16	-13	5	-5	15
기초 현금	54	38	25	30	25
기말 현금	38	25	30	25	39
NOPLAT	15	21	-1	-1	37
FCF	9	4	2	-1	36

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한경래)

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 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

이애텍(091120) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	20.11.16
투자의견	NA
목표주가	NA
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20201113)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	87.8%	11.7%	0.5%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상