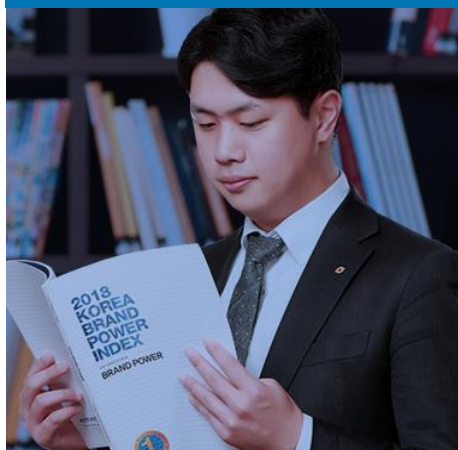


이옴텍
(091120)

의심이 확신으로 바뀔 때, 폭발적 주가 상승 기대



한경래

이새롬

kyungrae.han@daishin.com

saerom.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 신유

6개월

목표주가

45,000

신유

현재주가

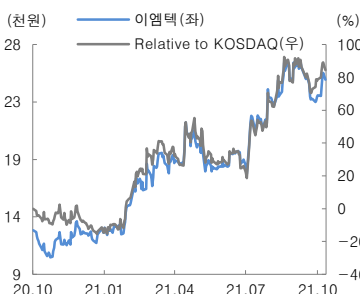
(21.10.18)

25,100

스몰캡업종

KOSDAQ	993.86
시가총액	399십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	8십억원
52주 최고/최저	26,600원 / 10,400원
120일 평균거래대금	68억원
외국인지분율	2.40%
주요주주	정승규 외 3 인 14.96% 안트로젠 9.48%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.8	14.1	37.9	117.3
상대수익률	1.2	20.8	41.8	82.3



투자 의견 매수, 목표주가 45,000원 커버리지 개시

- 목표주가는 2022년 예상 EPS 2,970원에 Target PER 15배 적용. Target PER은 주요 전자담배 기기 제조업체들의 2022년 평균 PER
- 궤련형 전자담배 제조 업체 중 설계부터 생산까지 자체 기술력 보유한 업체는 글로벌 1위 Smoore와 이옴텍 2개 업체에 불과
- 12MF PER Smoore International 25배 vs. 이옴텍 9배
- 글로벌 Top-tier 생산 업체로 변모하는 점 고려하면 절대적인 저평가

전자담배로의 필연적 패러다임 전환

- 전기차로의 전환과 비슷한 흐름의 전자담배 시장. 공중 보건을 위해 전자담배로의 구조적 패러다임 전환 중
- 궤련형 전자담배 시장 규모 2014년 180억원에서 2020년 약 25조원 수준으로 6년 만에 1,300배 이상 급성장. 침투율은 여전히 2.5%에 불과
- PMI 아이코스 이용자: 2017년초 290만명 → 2021년 반기 2,000만명 상회. BAT의 비연소 차세대 제품 고객: 2020년초 1,110만명 → 2021년 반기 1,610만명으로 45% 증가
- 미 FDA 궤련형 전자담배 판매 승인, 영국, 독일 등 전자담배가 일반 담배 대비 덜 위험하다는 연구 결과 발표 등으로 시장 성장 뒷받침

글로벌 메이저 담배 업체 고객사 확보 → Top-Tier 제조 업체 등극

- KT&G에 이어 국립전파연구원 인증 현황에서 글로벌 메이저 업체 BAT향 공급 시작된 것으로 추정. 이옴텍 자회사 이노아이티 히팅 디바이스 모델 G701 적합성평가 인증. 9월 국내 출시한 BAT 글로 프로 슬림 모델 인증번호 일치. 이노아이티 BAT 전자담배 생산 담당하는 것 유추 가능
- 글로벌 궤련형 전담 시장 내 BAT 글로 점유율 16~18% 수준으로 파악. KT&G의 릴 점유율 7~8% 수준 감안하면 확실한 성장 동력 확보
- BAT 현재 1,610만명인 비연소 제품 고객 2030년까지 5,000만명으로 3배 이상 확보 목표 → 궤련형 전자담배 라인업 강화
- 글로벌 메이저 업체 주력 제품 생산 담당하는 것은 확실한 리레이팅 요인

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	268	283	390	509	655
영업이익	-6	2	35	59	82
세전순이익	-3	-4	40	58	82
총당기순이익	0	1	33	47	66
지배지분순이익	0	1	34	47	66
EPS	24	58	2,108	2,970	4,149
PER	348.3	210.5	11.9	8.5	6.0
BPS	11,354	11,602	13,797	16,807	20,956
PBR	0.8	1.1	1.8	1.5	1.2
ROE	0.2	0.5	16.5	19.4	22.0

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

Contents

I . Valuation	3
II. 산업 분석	6
III. 투자포인트	12
IV. 실적 전망	18

I . Valuation

투자의견 매수, 목표주가 45,000 원 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 45,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2022년 예상 EPS 2,970원에 Target PER 15배를 적용했다. Target PER은 주요 전자담배 기기 제조업체들의 2022년 평균 PER이다.

이앤티는 글로벌 성장 초입 구간인 전자담배 시장에서 Top-tier의 전자담배 기기 제조업체로 발돋움하고 있다. 글로벌 1위 궐련형 전자담배 아이코스 대비 품질 경쟁력을 보유한 릴 디바이스의 메인 벤더에 이어 글로벌 메이저 담배 업체 BAT로의 공급이 본격화되고 있다.

전세계 전자담배 디바이스 제조 업체 중 설계부터 생산까지 ODM 공급을 하는 곳은 글로벌 1위 Smoore International과 이앤티 정도로 파악된다. Smoore International의 2021년 예상 실적은 매출액 2조원, 영업이익 9,000억원이며 현재 홍콩 증시에서 시총 32조원에 거래된다. 이앤티의 2021년, 2022년 예상 영업이익은 351억원(+1,600% YoY), 590억원(+68% YoY)인 반면 시총은 3,988억원에 불과하다. 이번 3분기를 기점으로 글로벌 Top-tier 생산 업체로 변모하는 점을 고려하면 현 주가 수준은 절대적인 저평가로 판단한다.

표 1.이앤티 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

비고		
EPS	2,970	2022년 예상
Target PER	15	
목표주가	45,000	
현재주가	25,100	2021.10.18
현재 PER	9.0	12MF 기준
상승여력(%)	79.3	

자료: 대신증권 Research Center

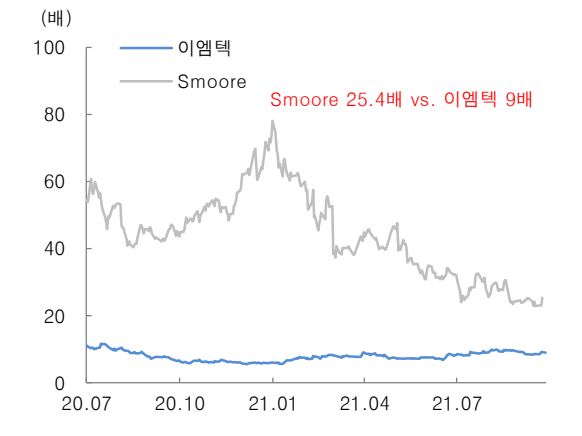
표 2. 글로벌 피어 밸류에이션

(단위: KRW, USD BLN)

회사명		EM-TECH	SMOORE	RELX	FLEX	VENTURE
국가		KS	HK	LN	US	SP
시가총액		399	29	8	9	4
매출액	2020	283	1,452	554	24,210	2,185
	2021F	390	2,280	1,637	26,026	2,363
	2022F	509	3,024	2,662	27,117	2,568
영업이익	2020	2	448	2	322	237
	2021F	35	1,041	490	1,165	275
	2022F	59	1,332	806	1,246	294
OPM(%)	2020	0.7	30.8	0.3	1.3	10.9
	2021F	9.0	45.6	30.0	4.5	11.6
	2022F	11.6	44.0	30.3	4.6	11.5
순이익	2020	1	348	-19	88	216
	2021F	34	877	404	900	240
	2022F	47	1,142	672	962	264
NPM(%)	2020	0.3	24.0	-3.4	0.4	9.9
	2021F	8.6	38.5	24.7	3.5	10.2
	2022F	9.3	37.8	25.2	3.5	10.3
PER(배)	2020	210.5	113.2	N/A	8.7	18.9
	2021F	11.9	31.4	21.0	10.6	16.8
	2022F	8.5	24.4	13.4	9.9	15.5
PBR(배)	2020	1.1	24.2	N/A	1.5	2.2
	2021F	1.8	11.5	N/A	2.5	2.0
	2022F	1.5	8.6	N/A	2.2	1.9
EV/EBITDA(배)	2020	11.0	91.7	N/A	6.5	12.7
	2021F	7.3	25.6	N/A	7.1	11.1
	2022F	5.1	19.2	N/A	6.4	10.2
ROE(%)	2020	0.5	36.5	-15.9	3.0	11.7
	2021F	16.5	35.8	N/A	24.6	12.4
	2022F	19.4	35.7	N/A	23.9	12.9
EPS	2020	58.4	0.1	0.0	0.2	0.7
	2021F	2,107.6	0.2	0.3	1.8	0.8
	2022F	2,970.2	0.2	0.4	1.9	0.9

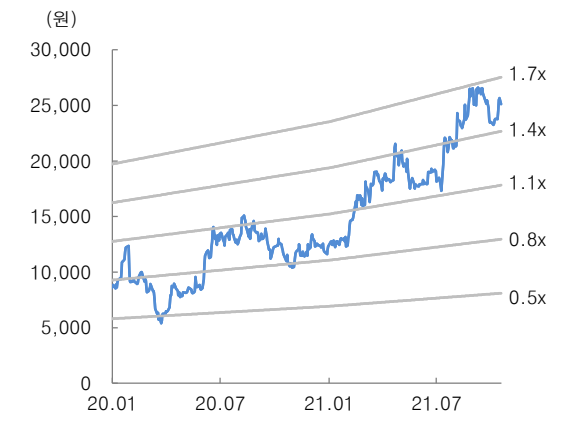
주: 시가총액 단위 이옴텍 십억원, 피어 업체 십억달러
자료: Blommberg, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 1. 이엠텍, Smoore 12MF PER 비교



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 이엠텍 PBR 차트



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

II. 산업 분석

전자담배로의 필연적 패러다임 전환

글로벌 담배 산업은 약 1,000조원을 상회하는 거대 규모의 산업이다. 담배 산업의 규제 강화 흐름 속에 신성장 동력 확보를 위해 글로벌 담배 업체들은 차세대 제품으로 액상형 전자담배(E-cigarettes), 궐련형 전자담배(HTPs, Heated Tobacco Products) 등을 주력으로 개발하고 제품 출시를 이어가고 있다.

지난 8월 미국 FDA는 가향 액상형 전자담배에 대해 청소년 건강에 대한 우려 및 공중 보건에 위협이 된다는 이유로 55,000여개 제품에 판매 정지 이후 개별 PMTA(사전 판매 신청서) 승인을 받도록 조치를 내렸다. 이후 10월에는 최초로 BAT 자회사 RJ 레이놀즈의 Vuse Solo에 대해 판매 승인했다. 해당 전자담배가 연초보다 덜 해롭고, 담배를 끊을 수 있는 가능성이 높다는 과학적 증거를 제출해야 하는데 그 기준에 충족했기 때문이다. 전자담배 시장은 충분한 과학적 증거를 확보한 업체들 중심으로 시장이 재편되고 있다.

궐련형 전자담배는 2020년에 필립모리스의 아이코스가 위해저감 담배제품(MRTP)으로 FDA에 인증 받으며 마케팅이 가능해졌다. 독일 연방 위해평가원은 직접 흡연 시 전자담배가 일반 담배 대비 위해물질이 1~20%로 감소한다는 연구 결과를 발표했고, 영국 공중보건국(PHE)에서도 국민 건강 증진 차원에서 금연하는 것이 아니라면 전자담배의 사용을 권고했다.

또한 궐련형 전자 담배는 흡입 시 일반 담배와 유사한 시간별 혈중 니코틴 농도 흐름을 보인다. 보통 일반 담배 흡연자들이 전자담배로 전환하지 않는 이유가 타격감이 상대적으로 떨어지기 때문인데 궐련형 전자담배가 일반 담배에서 전자담배로의 전환 시 가장 효과적으로 대안이 될 수 있다. 국내 시장에서는 이미 2019년부터 보건복지부에서 액상형 전자담배 사용 중단을 권고한 이후 궐련형 전자담배 중심으로 시장이 형성되었다.

그림 3. 글로벌 전자담배 시장 규모 및 침투율 전망

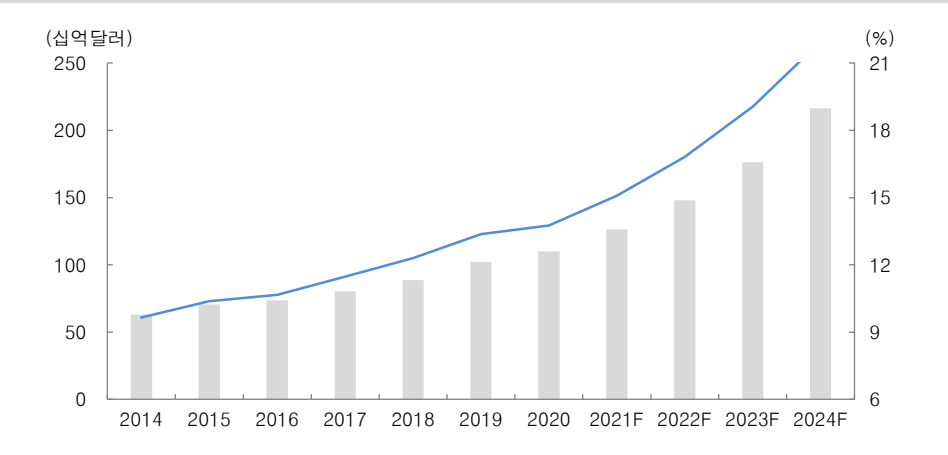
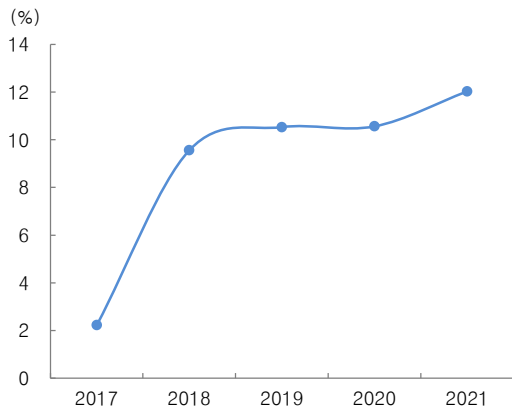
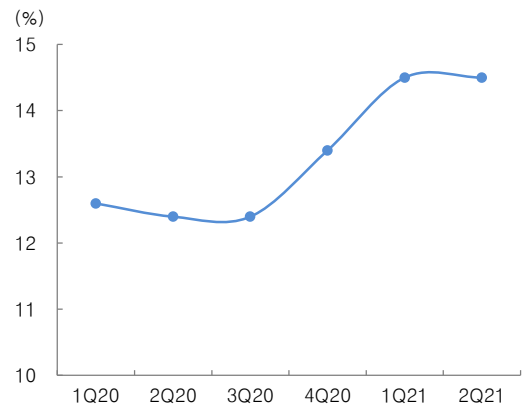


그림 4. 국내 궤련형 전자담배 연간 침투율 추이



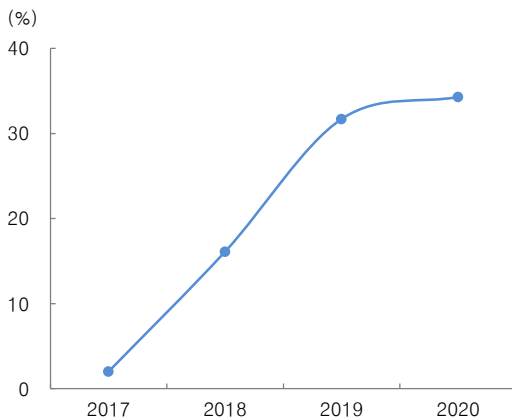
주: 2021년은 1~6월 데이터 포함
자료: 기획재정부, 대신증권 Research Center

그림 5. 국내 궤련형 전자담배 분기별 침투율 추이



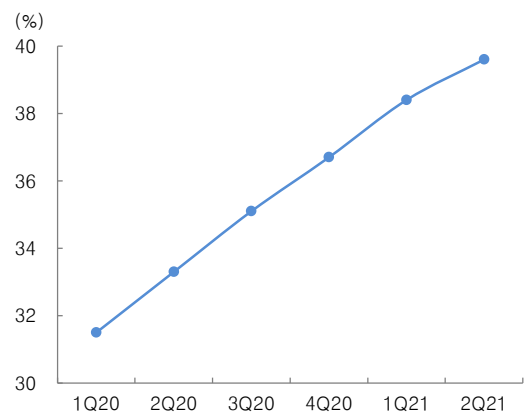
자료: KT&G, 대신증권 Research Center

그림 6. KT&G 국내 전담 시장 연간 점유율 추이



자료: KT&G, 대신증권 Research Center

그림 7. KT&G 국내 전담 시장 분기별 점유율 추이



자료: KT&G, 대신증권 Research Center

글로벌 메이저 업체들이 주도하는 궤련형 전자담배 시장

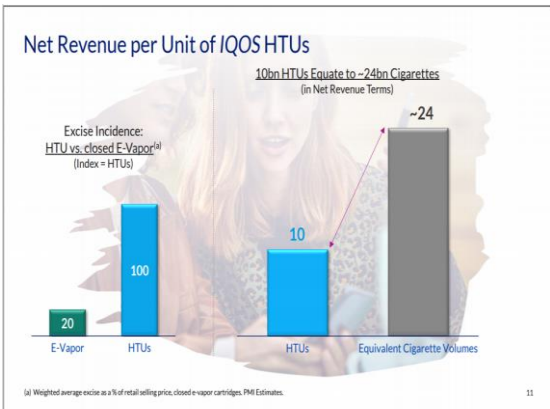
2014년 필립모리스(PMI)가 아이코스(IQOS)를 출시했고, 2016년 BAT가 글로(Glo)를 출시하면서 시장이 본격적으로 개화됐다. 국내 업체 KT&G도 2017년 릴을 출시했고 2020년 필립모리스와의 협력으로 수출을 시작했다.

궤련형 제품에는 실제 담뱃잎이 들어간 궤련형 스틱이 소모품으로 사용되므로 글로벌 메이저 담배회사들이 공격적으로 개발 및 마케팅하고 있다. 궤련형 전자담배용 스틱은 일반 담배 대비 더 높은 이익 창출이 가능한 것으로 파악된다. 필립모리스에 따르면 아이코스용 스틱 100억 개비의 이익 창출 규모가 일반 담배 240억 개비에 맞먹을 정도로 궤련형 전자담배 스틱의 수익성이 높다. BAT에서도 일반 담배 대비 비연소 제품의 수익성이 40% 이상 높다고 발표했다.

궤련형 전자담배 시장 규모는 2014년 180억원에 불과했지만 2020년 약 25조원 수준으로 6년 만에 1,300배 이상 확대됐다. 전체 담배 시장 내 침투율은 2.5%에 불과해 이제 성장 초입 구간이다. 성장 속도는 더 가파르다.

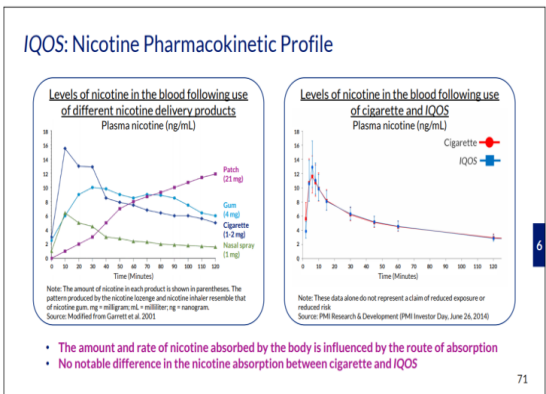
아이코스 이용자 수는 2017년초 290만명에서 2021년 반기 기준 2,000만명을 상회했다. BAT의 비연소 차세대 제품 고객 수도 2020년초 1,110만명에서 2021년 반기 1,610만명으로 45% 증가했다. 소비 습관을 잘 바꾸지 않는 보수적인 담배 산업 특성을 감안하면 놀라운 성장 속도다. Altria에 따르면 비연초 담배 이용자 비율이 20대 33%, 30-40대 21%, 50대 이상 15%으로 젊은 세대일수록 높은 선호도를 보인다. 중장기 높은 성장이 예상되는 이유다. 필립모리스는 향후 5년간 궤련형 전자담배 매출은 연평균 25% 이상의 고성장을 전망하고 있다.

그림 8. PMI의 아이코스 스틱 높은 이익률



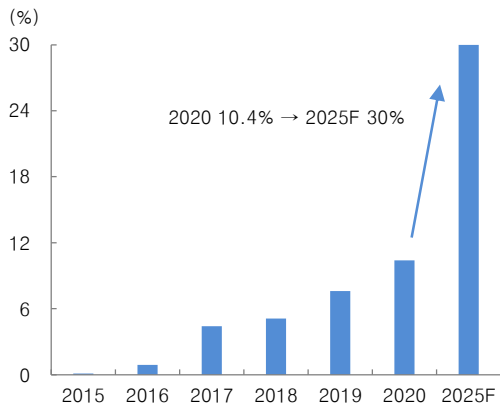
자료: PMI, 대신증권 Research Center

그림 9. 아이코스의 일반 담배 유사한 혈중 니코틴 흐름



자료: PMI, 대신증권 Research Center

그림 10. PMI의 Smoke-Free 제품 이익 기여도



자료: PMI, 대신증권 Research Center

그림 11. BAT 신규 카테고리 제품의 높은 이익률



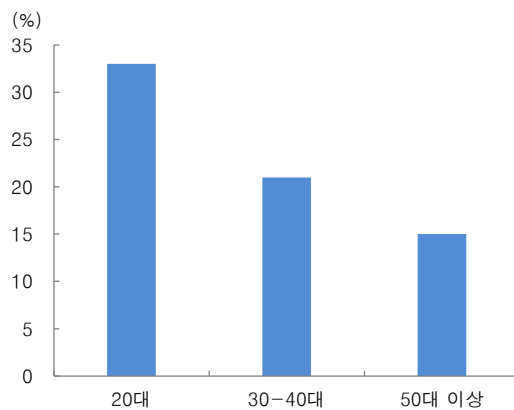
자료: BAT, 대신증권 Research Center

그림 12. BAT 글로의 위해저감 연구 결과



자료: BAT, 대신증권 Research Center

그림 13. 젊은 세대의 더 높은 비연초 담배 선호



자료: Altria, AM Strategy 대신증권 Research Center

전기차로의 전환과 비슷한 흐름의 전자담배 시장

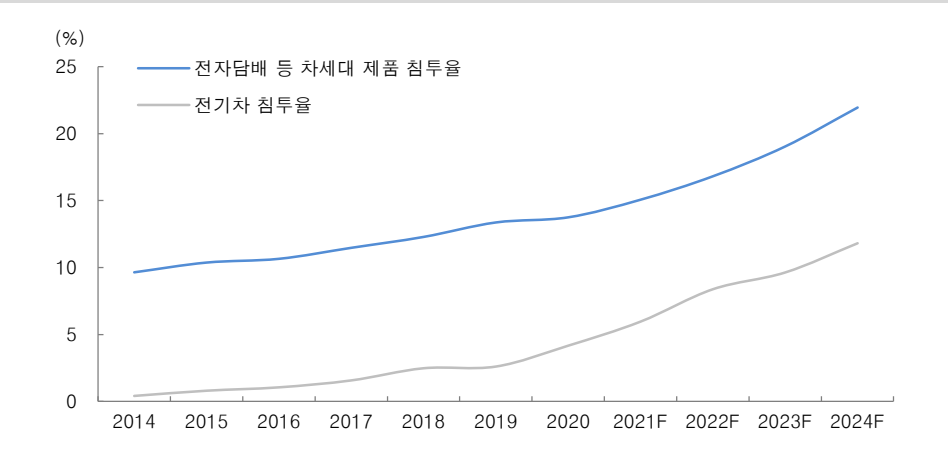
담배 시장의 전자담배로의 전환은 자동차 산업의 내연기관에서 전기차로의 패러다임 전환과 흡사하다. 벤츠, 폭스바겐 등 글로벌 자동차 업체들은 2030~40년 사이에 내연기관 자동차 생산을 중단하고 전기차로 전환하는 계획을 발표했다. 담배 산업도 비슷한 흐름을 보이고 있다. 필립모리스는 향후 10년 내 세계 1위 담배 브랜드인 말보로를 포함한 일반 담배의 영국 내 판매를 중단할 것이라고 발표했다. 이를 전자담배로 대체할 계획이다. BAT도 던힐 등 일반 담배 판매 비중을 점진적으로 줄여나갈 계획이다.

주요 담배 업체들은 전자담배 연구 개발 및 마케팅에 전사 역량을 집중하고 있다. 필립모리스는 전체 연구 개발 비용 지출에서 차세대 전자담배 비중을 2018년 92%에서 2020년 99%로 상향시켰다. 궐련형 전자담배 매출 비중이 10% 수준에 불과함에도 마케팅 비중은 2018년 60%에서 2020년 76%로 더 집중하고 있다. Smoke-Free 제품 이익 기여도는 2020년 23.8%에서 2023년 40%, 2025년 50% 수준까지 증가할 것으로 전망하고 있다.

BAT도 마케팅 비용의 75% 이상을 전자담배를 포함한 새로운 카테고리 제품에 투자하고 있다. ESG 경영에 중점을 두며 1,500명의 연구원들이 위해저감 전자담배를 연구하고 있다. 2021년 상반기 Vuse, Glo 등 전자담배 매출액은 전년 동기 대비 +50%의 고성장을 기록하며 빠르게 확장 중이다. 2021년 반기 1,610만명인 비연소 제품 고객을 2030년까지 5,000만명으로 3배 이상 확보를 목표로 한다. Altria도 향후 10년 내 흡연자들을 비연초담배로의 전환을 중장기 목표로 세웠다.

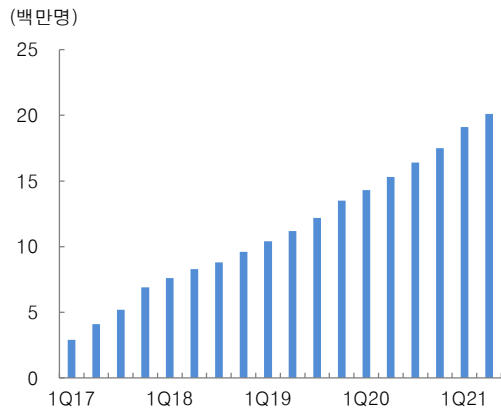
글로벌 선두 업체들의 이러한 공격적인 움직임을 보면 패러다임 전환은 이미 시작됐다. 담배 산업의 중장기 구조적인 고성장성을 고려할 때 이애텍 같은 기술력을 확보하고 레퍼런스를 보유한 전자담배 기기 제조 업체의 수혜가 확실시 된다.

그림 14. 전기차, 전자담배의 비슷한 침투 속도



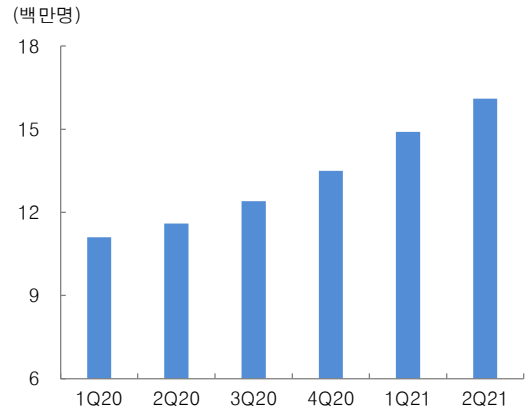
자료: Frost & Sullivan, SNE Research, 대신증권 Research Center

그림 15. PMI 아이코스 유저 수 추이



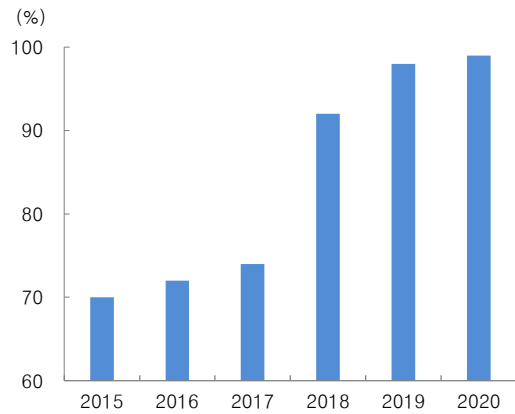
자료: PMI, 대신증권 Research Center

그림 16. BAT 비연소 제품 고객 수 추이



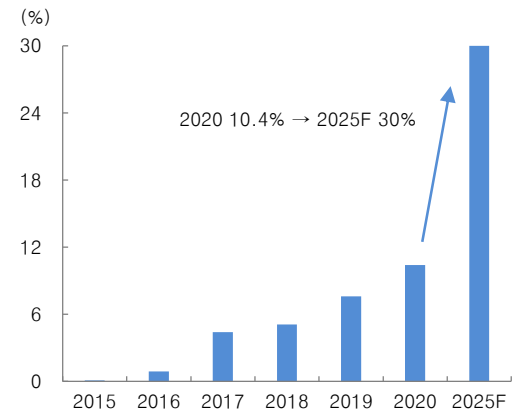
자료: BAT, 대신증권 Research Center

그림 17. PMI의 Smoke-Free 제품 연구 개발 비중



자료: PMI, 대신증권 Research Center

그림 18. PMI의 Smoke-Free 제품 출하 비중



자료: PMI, 대신증권 Research Center

Ⅲ. 투자포인트

차별화된 디바이스 제조 기술력 및 레퍼런스 → 시장 선점 효과

이애크는 2017년 KT&G의 궤련형 전자담배 릴 출시 이후 현재까지 디바이스를 생산하고 있다. 자체 기술력을 바탕으로 제품 설계부터 생산까지 담당하고 있다. 액상형 전자담배와는 달리 전세계 시장에서 궤련형 전자담배 디바이스 생산 업체는 10여개 내외로 제한적인 상황이다. 이중 개발, 설계에서 생산까지 ODM 형식으로 제조하는 회사는 글로벌 1위 전자담배 생산 업체인 Smoore International과 이애크 정도로 파악된다.

2017년 릴의 첫 제품 출시 이후 6개 모델을 전부 ODM 형식으로 생산하고 있다. 특허청 사이트에서 확인 결과 국내에서 유일하게 전자담배 제조 관련 특허 100여건 이상을 보유하고 있으며 베트남에 대규모 양산 체계를 구축했다. 현재 Capa는 7,000억원 수준으로 커버 가능하며 추가적인 증설을 추진 중으로 파악된다.

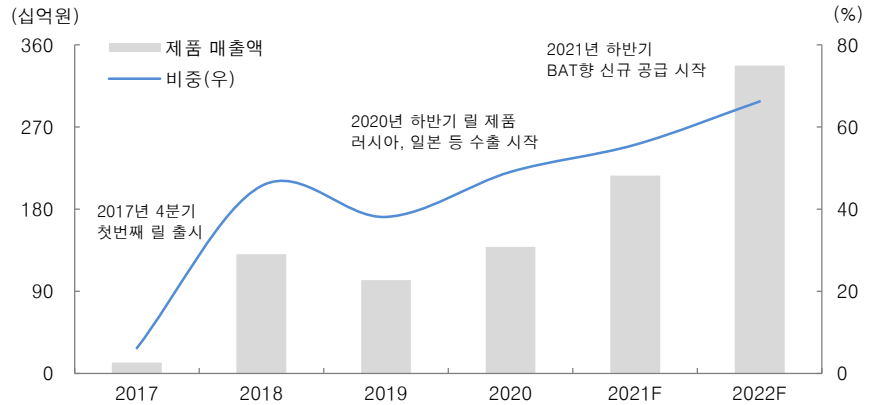
2019년 하반기부터 2020년 상반기까지 초기 릴 하이브리드 생산 불량으로 인해 200억 원 이상의 영업적자를 기록하기도 했다. 2019년 하반기 수율이 완전 개선된 이후 2020년 하반기 실적 턴어라운드로 입증했다. 2017년 첫 제품 생산 이후 수율을 안정적으로 잡아 가는 과정을 보면 양산 능력을 갖추는 것이 굉장히 힘든 것으로 판단된다. 전자담배 시장의 고성장으로 경쟁 업체들의 시장 진입은 필연적인 흐름이다. 다만 의미있는 시장 진입은 꽤 긴 시간이 필요할 것으로 추정된다.

그림 19. 이애크의 생산 릴 제품 라인업



자료: 이애크, 대신증권 Research Center

그림 20. 이오텍의 제품 사업부 매출 성장 흐름



자료: 이오텍, 대신증권 Research Center

글로벌 메이저 담배 업체 신규 고객사 확보 → Top-Tier 제조 업체로 등극

KT&G에 이어 국립전파연구원의 KC 인증을 참고할 때 글로벌 메이저 담배업체 BAT로의 공급이 시작된 것으로 추정된다. 올 하반기를 기점으로 중장기 성장이 확실시된다.

지난 6월 이노아이티는 히팅 디바이스 모델 G701의 적합성평가를 받았다. 이노아이티는 2020년 11월 이오텍이 설립한 100% 자회사다. 제조자에는 이노아이티와 니코벤처스가 같이 표기됐다. 니코벤처스는 BAT의 자회사다. 그리고 9월 BAT는 국내에 글로 프로 슬림 모델을 출시했고, 이 모델의 인증번호와 일치한다. 이를 통해 이노아이티가 BAT의 전자담배 생산을 담당하는 것을 유추할 수 있다.

BAT는 필립모리스와 더불어 글로벌 Top-tier 담배 업체다. 전자담배 시장에서는 필립모리스의 아이코스가 시장을 선점하며 전세계 시장의 60% 이상 점유율을 차지하고 있고 BAT 글로는 16~18% 수준으로 파악된다. 다만 KT&G의 릴 점유율 7~8% 수준을 감안하면 이오텍 기준에서는 확실한 성장 동력을 확보한 셈이다.

이노아이티가 글로 프로 슬림의 ODM 형식의 개발, 생산을 진행된다면 후속 모델도 주력으로 담당할 가능성이 클 것으로 전망한다. BAT는 현재 1,610만명인 비연소 제품 고객을 2030년까지 5,000만명으로 3배 이상 확보하는 목표를 세운 만큼 궤련형 전자담배 라인업을 강화할 수 밖에 없다. 전세계 전자담배 시장에서 메이저 업체의 주력 제품의 생산을 담당하는 것은 확실한 리레이팅 요인이다.

그림 21. 국립전파연구원 인증현황



국립전파연구원
National Radio Research Agency

○ 인증현황검색결과

상호	주식회사 이노아이티
기기명칭	Heating Device
모델명	G701
파생모델명	
인증번호	R-R-iIT-G701a
제조사	주식회사 이노아이티 (NICOVENTURES TRADING LIMITED)
제조국가	베트남
인증연월일	2021-06-03
기타	

자료: 국립전파연구원, 대신증권 Research Center

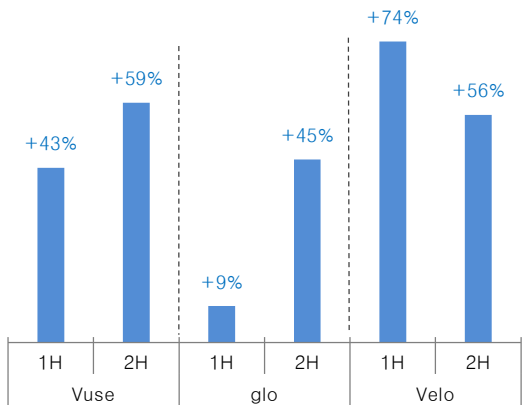
그림 22. BAT 글로벌로슬림 상세 정보

제품 상세 정보

품명 및 모델명	glo™ pro slim
KC 인증필 유무	안전확인신고번호 : R-R-iIT-G701a 식별부호 : ZU10183-21003A
동일 모델의 출시 년월	제품 박스 후면 라벨 참고
제조국/원산지	베트남
제조사	Nicoventures Trading Ltd.
수입자	로스만스파이스트비브이
정격전압, 소비전력	정격 입력 : 5V / 2A 정격 전압 : 3.8V
배터리 사양	충전형 리튬 이온 배터리 내장 - 배터리용량 : 2000mAh

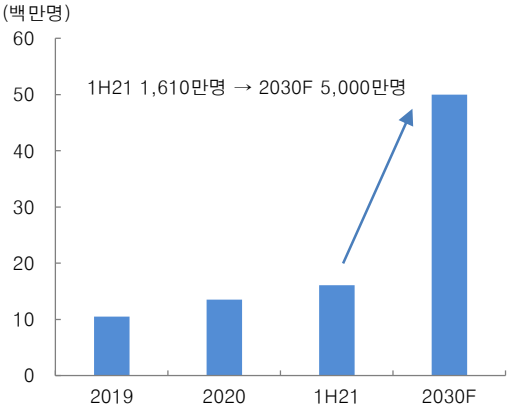
자료: BAT, 대신증권 Research Center

그림 23. BAT 전자담배 라인업의 고성장세(2021 년)



자료: BAT, 대신증권 Research Center

그림 24. BAT 비연소 제품 고객 수 확대 계획



자료: BAT, 대신증권 Research Center

기존 릴 디바이스 안정적 고성장세

신규 고객사로의 거래가 기존 고객사인 KT&G와의 관계에 있어서 부정적으로 볼 수 있으나 여전히 메인 벤더로서의 역할이 유지될 것으로 보인다. 글로벌 시장에서 전자담배 제조 업체는 10여개 업체로 제한적이다. 산업 구조가 전자담배 시장에 신규 진입을 하기 위한 기술력, 양산 체계, 수출까지 안정적으로 잡기엔 오랜 시간이 거리는 구조다.

지난해 하반기 KT&G는 처음으로 이엠텍이 아닌 경쟁 업체에게 릴 신제품 솔리드 2.0을 발주했다. 하지만 지난 9월 이엠텍이 이 제품의 적합성인증을 받았다. 이에 따라 기존 독점적으로 생산 중인 릴 하이브리드에 이어 4분기부터는 릴 솔리드 2.0 매출도 추가될 전망이다. 그리고 KT&G와 필립모리스의 릴 수출 국가도 확대될 계획이다.

릴 하이브리드는 2분기 주요 원재료인 MCU 반도체칩의 쇼티지로 생산 차질이 있었으나 반도체 업체 이원화를 승인 받아 3분기 공급 회복세를 보였다. 베트남에서의 전자담배 수입 데이터를 보면 4월 5억원, 5월 6억원에서 6월 39억원, 7월 54억원, 8월 93억원으로 가파른 MoM 증가세를 기록한 것으로 파악된다.

이를 바탕으로 볼 때 3분기 기존 제품의 회복세, 4분기 신규 고객사향 매출에 기존 고객사향 공급 제품 라인업 확대로 분기별 매출 성장이 기대된다.

그림 25. 국립전파연구원 릴 솔리드 2.0 인증현황

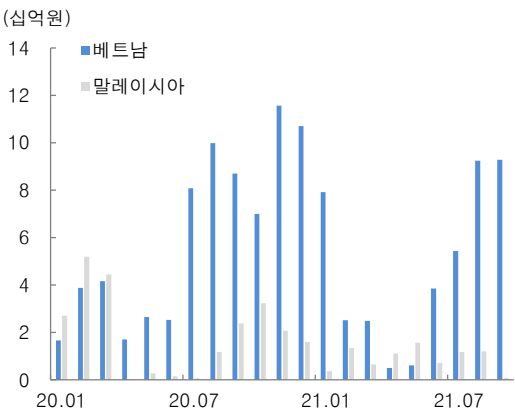
국립전파연구원
National Radio Research Agency

○ 인증현황검색결과

상호	(주) 이엠텍
기기명칭	II Solid 2.0
모델명	S-MONO-21
파생모델명	
인증번호	R-R-EMK-S-MONO-21
제조사	(주) 이엠텍 (EM-TECH VINA CO.,LTD.)
제조국가	한국 (베트남)
인증연월일	2021-05-10
기타	

자료: 국립전파연구원, 대신증권 Research Center

그림 26. 베트남, 말레이시아 전자담배 수입 데이터



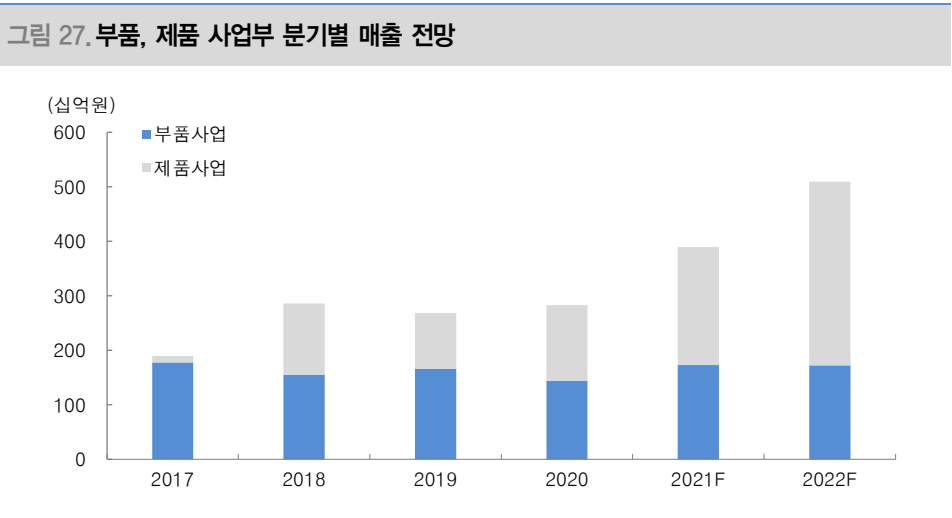
자료: TRASS, 대신증권 Research Center

부품 사업부 신규 품팩터 부품 공급 및 헬스케어 신규 매출 기대

부품 사업부는 3분기 고객사의 폴더블폰, 웨어러블 위치 관련 부품 공급이 본격화됐다. 특히 웨어러블 위치의 방수 모듈은 독점 공급으로 파악된다. 역대 위치 시리즈 중 가장 많은 판매량으로 확인되고 모듈로 공급하는 만큼 부품 대비 높은 마진이 기대된다. 3분기 부품 매출액은 전분기 대비 30% 증가한 472억원이 예상된다.

헬스케어 사업은 인공지능 뇌파 분석솔루션 업체 아이메디신과의 협업으로 본격화되고 있다. 아이메디신이 자체 브랜드로 기기를 병원 및 수요 기관에 판매해 수집한 데이터를 기반으로 솔루션을 제공하고 이옴텍이 독점 생산하는 구조다. 지난 8월 클라우드 기반 AI 뇌기능 검사 기기인 아이싱크브레인 공급을 시작했다. 뇌파 분석을 통한 치매 예방에 도움 되는 헬스케어 기기다. 4분기 종합 병원으로의 공급 확대가 예상된다. 아이메디신은 미국 법인을 통해 미국 진출도 계획하고 있다. 미국에서 치매 연구가 높은 관심을 받는 만큼 추가적인 모멘텀으로 작용할 수 있다.

헬스케어 기기 특성상 높은 가격으로 전사 이익률을 월등히 상회하는 고마진의 사업이다. 다만 이제 시작한 만큼 실적 추정치에 반영하지 않았다. 향후 판매 추이에 따라 실적 향상이 가능하다.



자료: 이옴텍, 대신증권 Research Center

그림 28. 아이메디신의 아이싱크브레인



자료: 이엠텍, 대신증권 Research Center

그림 29. 방수 모듈 독점 공급되는 워치 모델



자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

IV. 실적 전망

영업이익 21년 351억원(+1,600%), 22년 590억원(+68%) 폭증 전망

2021년 매출액 3,897억원(+37.7%), 영업이익 351억원(+1,599.5%)이 전망된다. 2분기를 저점으로 하반기 분기별 실적 성장이 이어질 예정이다. 베트남 지역의 전자담배 월별 잠정 수입 데이터를 확인하면 1Q21 129억원 → 2Q21 50억원 → 3Q21 240억원으로 큰 폭으로 증가했다. 기존 전자담배 제품 생산 회복 및 신규 고객사향 초도 물량이 일부 반영된 영향으로 파악된다. 이에 따라 하반기 제품 사업부 매출액은 상반기 대비 30% 증가한 1,225억원이 예상된다.

반도체 쇼티지 영향을 받기 전인 3Q20~1Q21 제품 사업부의 이익률은 평균 10% 이상을 기록했었다. 하반기 생산량 확대에 따른 규모의 경제 효과가 기대된다. 전자담배를 대 규모 양산하는 글로벌 제조 업체들의 영업이익률은 30%를 상회(2021F OPM Smoore 45.3%, RELX 30%)한다. 매출 고성장 시 지속적인 이익률 개선이 가능할 전망이다.

2022년에는 매출액 5,094억원(+30.7%), 영업이익 590억원(+68.2%)이 전망된다. BAT향 매출이 온기로 반영되며 고성장세가 이어질 예정이다. 지난 9월에 국내에 이어 10월 일본 출시가 예정돼있고 추가적인 진출 국가가 확대될 것으로 예상된다. 또한 BAT의 전자담배 시장에 적극적인 확대 전략을 고려할 때 2022년 추가 신제품이 출시될 것으로 추정된다.

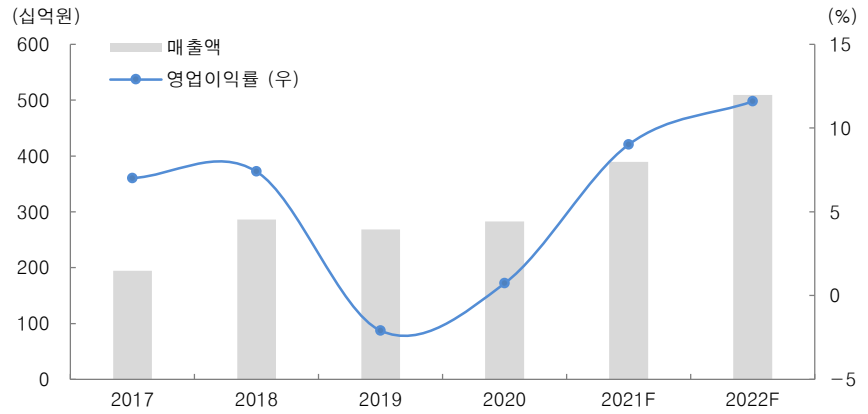
지난 2017년 하반기 KT&G의 릴이 국내 시장에 첫 출시된 이후 제품 사업부 매출액은 2017년 119억원에서 2018년 1,305억원으로 큰 폭의 성장을 보였다. BAT의 글로벌 시장 전자담배 점유율이 KT&G 대비 2배 이상 크고, 국내 및 해외 시장 출시가 빠르게 진행되기 때문에 기존 고객사 대비 더 큰 매출이 충분히 기대된다. 다만 이제 첫 제품 출시가 시작된 만큼 2022년 매출액은 1,000억원 초반으로 최대한 보수적으로 추정했다. 이를 포함한 2022년 제품 사업부 매출액은 3,372억원(+55.5%)이 예상된다. 판매 흐름에 따라 실적 추정치 상향 가능성이 높다.

표 3. 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	44.8	41.2	108.4	88.5	103.2	76.8	101.7	108.0	282.9	389.7	509.4
부품사업	26.5	20.6	56.5	40.7	49.3	36.3	47.2	40.0	144.2	172.8	172.2
제품사업	18.3	20.7	51.9	47.8	53.9	40.5	54.5	68.0	138.8	216.8	337.2
영업이익	-7.5	-10.5	9.0	10.9	10.2	3.9	10.2	10.8	2.1	35.1	59.0
지배주주순이익	-3.2	-7.4	6.1	5.5	12.2	3.9	8.5	9.0	0.9	33.6	47.2
YoY											
매출액	-37.8	-49.0	63.7	80.5	130.2	86.2	-6.2	22.0	5.5	37.7	30.7
부품사업	-36.5	-56.2	35.2	14.1	86.1	76.6	-16.4	-1.6	-13.2	19.9	-0.3
제품사업	-39.6	-39.0	112.3	257.6	193.9	95.8	5.0	42.1	35.9	56.3	55.5
영업이익	적지	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	13.1	-1.0	흑전	1,599.5	68.2
지배주주순이익	흑전	적전	137.6	흑전	흑전	흑전	41.0	62.2	142.4	3,479.1	40.5
영업이익률	-16.6	-25.4	8.3	12.4	9.8	5.1	10.1	10.0	0.7	9.0	11.6
순이익률	-7.2	-18.0	5.6	6.2	11.8	5.0	8.4	8.3	0.3	8.6	9.3

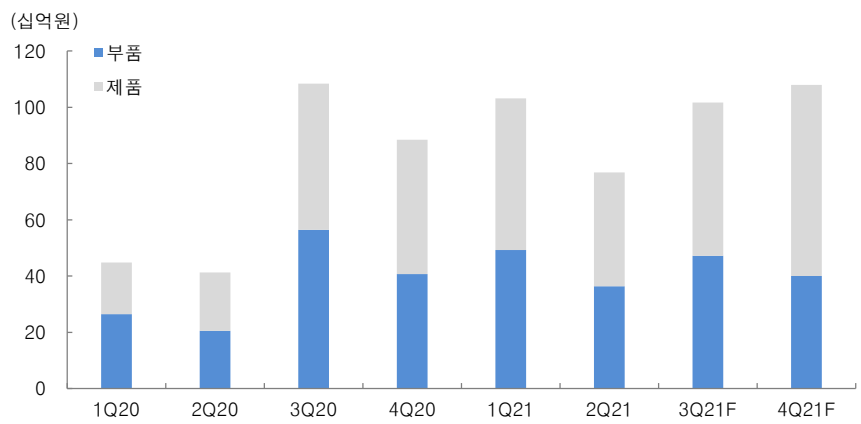
자료: 이애크, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 30. 매출액, 영업이익률 전망



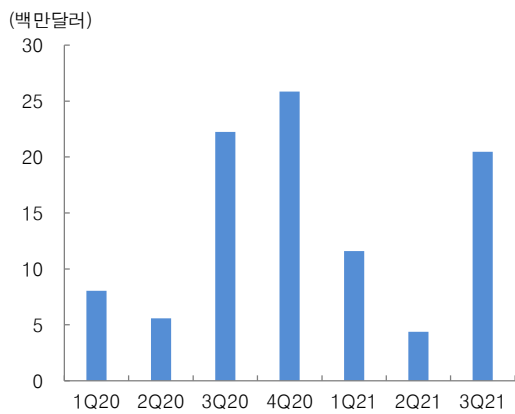
자료: 이오텍, 대신증권 Research Center

그림 31. 분기별 부품, 제품 매출액 전망



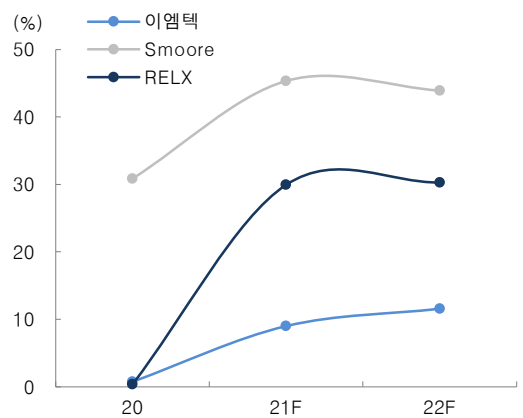
자료: 이오텍, 대신증권 Research Center

그림 32. 베트남 전자담배 수입 분기별 데이터 추이



자료: TRASS, 대신증권 Research Center

그림 33. Smoore, RELX, 이오텍 이익률 추이 비교



자료: 이오텍, Bloomberg, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

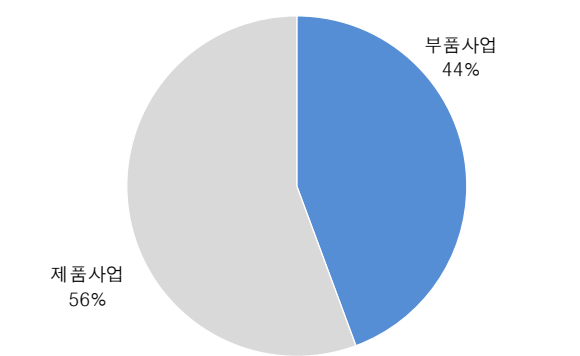
- 2001년 1월 18일 설립, 2007년 5월 코스닥 상장
- 주요 제품은 음향 부품/제품, 전자담배, 헬스케어 등으로 운영됨
- 6개의 해외법인 보유(베트남 4, 중국 2)
- 자산 3,193억원, 부채 1,046억원, 자본 2,147억원(1H21 기준)
(발행주식수: 15,887,936, 자사주: 673,700 1H21 기준)

주가 변동요인

- 글로벌 전자담배 시장 규모 및 침투율 현황
- 국내 궐련형 전자담배 시장에서의 MS 확대 및 수출 증가
- 신규 폼팩터 부품 공급 및 헬스케어 신규 매출 추이

자료: 이애택, 대신증권 Research Center

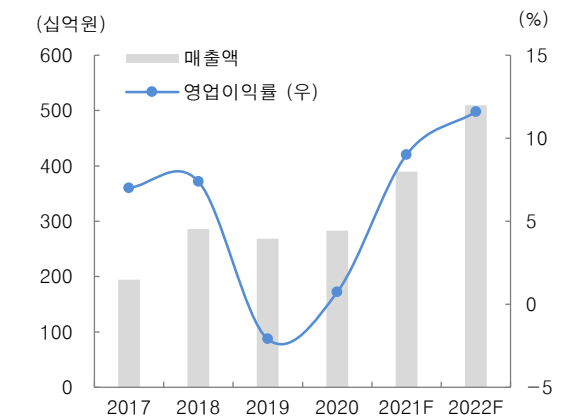
이애택 사업부문별 매출 비중(2021F)



주: 2021년 예상 매출액 기준
자료: 이애택, 대신증권 Research Center

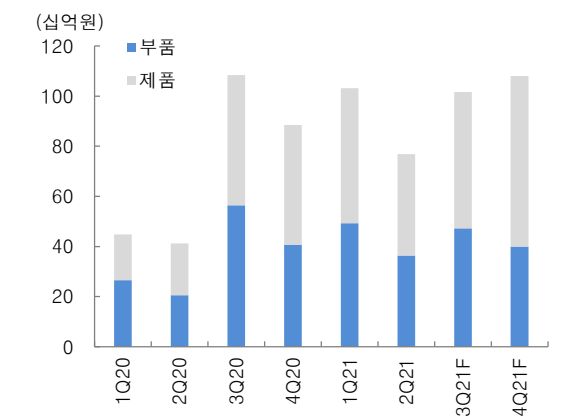
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 전망



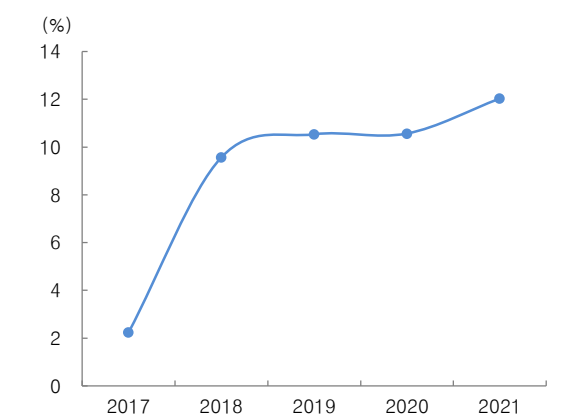
자료: 이애택, 대신증권 Research Center

분기별 부품, 제품 매출액 전망



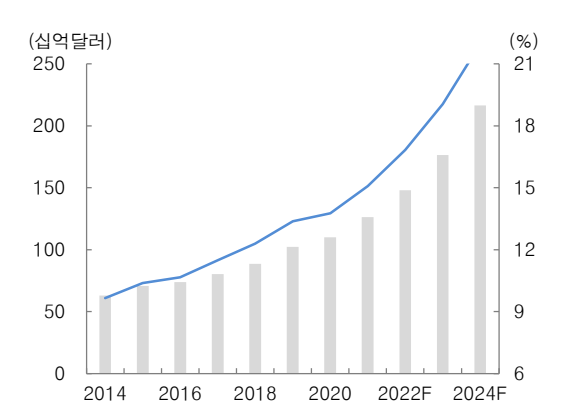
자료: 이애택, 대신증권 Research Center

국내 궐련형 전자담배 연간 침투율 추이



자료: 기획재정부 대신증권 Research Center

글로벌 전자담배 시장 규모 및 침투율 전망



자료: Frost & Sullivan, 이애택, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	268	283	390	509	655
매출원가	230	239	307	399	511
매출총이익	38	44	82	111	144
판매비와관리비	44	42	47	52	62
영업이익	-6	2	35	59	82
영업이익률	-2.1	0.7	9.0	11.6	12.5
EBITDA	13	20	54	70	89
영업외손익	2	-6	5	-2	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	1	2	1	2
외환관련이익	10	9	9	9	9
금융비용	-1	-2	-1	-2	-2
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	3	-5	4	0	1
법인세비용차감전순손익	-3	-4	40	58	82
법인세비용	3	4	-6	-10	-16
계속사업순손익	0	1	33	47	66
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	1	33	47	66
당기순이익률	-0.2	0.2	8.6	9.3	10.1
비지배자분순이익	-1	0	0	0	0
지배자분순이익	0	1	34	47	66
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	1	1	1	1
포괄순이익	-14	11	44	58	77
비지배자분포괄이익	-1	0	0	0	0
지배자분포괄이익	-13	12	44	58	77

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	24	58	2,108	2,970	4,149
PER	348.3	210.5	11.9	8.5	6.0
BPS	11,354	11,602	13,797	16,807	20,956
PBR	0.8	1.1	1.8	1.5	1.2
EBITDAPS	845	1,236	3,373	4,425	5,580
EV/EBITDA	10.7	11.0	7.5	5.3	3.9
SPS	16,948	17,616	24,454	32,065	41,220
PSR	0.5	0.7	1.0	0.8	0.6
CFPS	1,117	922	4,053	4,719	6,019
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	-6.3	5.5	37.7	30.7	28.6
영업이익 증가율	적전	흑전	1,599.5	68.2	38.2
순이익 증가율	적전	흑전	5,208.6	41.1	39.7
수익성					
ROIC	-0.5	-0.2	18.7	29.0	35.0
ROA	-2.1	0.8	11.5	16.6	19.8
ROE	0.2	0.5	16.5	19.4	22.0
안정성					
부채비율	31.3	50.1	46.0	43.4	29.8
순차입금비율	2.2	9.9	0.8	-11.4	-17.9
이자보상배율	-3.8	2.2	0.0	0.0	0.0

자료: 이엠텍, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	92	116	144	188	223
현금및현금성자산	30	38	55	83	92
매출채권 및 기타채권	18	24	37	46	60
재고자산	40	49	49	53	62
기타유동자산	4	4	3	6	9
비유동자산	148	167	181	200	214
유형자산	83	91	101	115	126
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	65	76	79	85	88
자산총계	239	283	325	388	438
유동부채	32	41	45	61	62
매입채무 및 기타채무	21	36	44	60	60
차입금	11	5	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	1	1	1	1	2
비유동부채	25	53	57	56	39
차입금	23	52	52	47	30
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	6	9	9
부채총계	57	95	102	117	101
지배자분	180	186	220	267	333
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	54	54	54	54	54
이익잉여금	119	120	153	201	266
기타자본변동	-1	5	5	5	5
비지배자분	3	2	3	3	4
자본총계	182	189	223	270	337
순차입금	4	19	2	-31	-60

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	21	13	54	59	51
당기순이익	0	1	33	47	66
비현금항목의 가감	18	14	31	28	30
감가상각비	19	18	19	11	7
외환손익	0	-2	4	4	4
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-1	-2	9	13	19
자산부채의 증감	5	-2	-5	3	-26
기타현금흐름	-2	1	-5	-19	-19
투자활동 현금흐름	-11	-28	-32	-43	-41
투자자산	6	-1	-5	-7	-5
유형자산	-16	-27	-27	-33	-33
기타	0	0	0	-3	-3
재무활동 현금흐름	-5	19	-6	-6	-18
단기차입금	0	0	-5	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	4	26	0	-5	-17
유상증자	12	0	0	0	0
현금배당	-2	0	0	0	0
기타	-19	-6	-1	-1	-1
현금의 증감	5	8	16	28	10
기초 현금	25	30	38	55	83
기말 현금	30	38	55	83	92
NOPLAT	-1	0	30	48	65
FCF	2	-12	19	25	37

[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 Research&Strategy본부의 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]

이옴텍(091120) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

Adj. Price

Adj. Target Price

50,000

40,000

30,000

20,000

10,000

0

19.11.0

20.02.0

20.06.0

20.10.0

21.02.0

21.06.0

21.10.0

제시일자	21.10.19
투자의견	Buy
목표주가	45,000
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:20211016)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.5%	8.0%	0.5%

산업 투자의견

Overweight(비중확대)

: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립)

: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(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

22