

Company Brief

2020-07-16

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	50,000 원(신규)
증가(2020/07/15)	36,500 원
상승여력	37.0 %

Stock Indicator	
자본금	4십억원
발행주식수	741 만주
시가총액	270 십억원
외국인지분율	1.5%
52 주 주가	12,600~36,800 원
60 일평균거래량	195,260 주
60 일평균거래대금	6.2 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.9	73.4	32.5	26.3
상대수익률	15.6	48.1	18.7	10.5



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	95	110	141	168
영업이익(십억원)	22	25	36	44
순이익(십억원)	13	15	23	28
EPS(원)	1,773	2,086	2,807	3,481
BPS(원)	10,443	13,216	16,029	19,516
PER(배)	16.6	17.5	13.0	10.5
PBR(배)	2.8	2.8	2.3	1.9
ROE(%)	18.6	16.8	19.2	19.6
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	7.8	7.9	5.2	3.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

와이엠티(251370)

종합 PCB 화학소재업체로 발돋움

신사업 성과가 구체화 되는 시점

와이엠티에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 50,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12 개월 선행 EPS 2,507 원에 목표 P/E 배수 19.5 배를 적용하여 산출했다. 동 배수는 2017 년 상장 이후 평균 값이다

그동안 높은 배수를 부여 받아온 이유는 ① 업황 변동 가운데 연평균 15% 내외의 꾸준한 외형 성장을 시현하는 본업, ② 과점화된 시장에서 연간 20%대의 높은 영업이익률 유지, ③ 신사업(극동박, 반도체기판 도금액) 기대 등에 기인한다. 특히 신사업은 동사 주가의 강력한 모멘텀이다. 국산화가 부각되었던 2019 년 당시 P/E 는 21.5 배에 달했다.

이제는 준비해온 신사업 성과가 발현되는 시점이다. 작년 하반기 국내 반도체기판 업체에 동도금 화학소재를 공급한 데 이어, 올 상반기에는 또 다른 메이저 반도체기판 업체로부터 양산 승인을 받았다. 기존 FPCB 도금액 시장에서의 국산화 스토리를 반도체기판 도금액 시장으로 확장 가능해진 것이다. 한편, 극동박은 EMI 차폐 용도로 주요 세트 업체향 월 2 억원의 매출이 발생 중이다. 5G 단말기 침투율 확대에 따른 성장이 전망된다.

코로나 19 가 무색한 본업

본업도 긍정적이다. 주요 사업인 FPCB 용 도금액의 고객사는 ZDT (Zhen Ding Technology), 삼성전기, 비에이치, 영풍전자, 인터플렉스, Career 등으로, 단일 고객 기준 매출 비중 20%를 넘는 고객사가 없다. End User 는 Apple, 삼성전자, HOVX 등 주요 Set 업체들이 모두 포함된다. 이 중 당사가 주목하고 있는 것은 Apple 과 중화권 업체들이다.

① Apple: iPhone 출하에 대한 기대치가 상향 조정되고 있다. 코로나 19 정점 당시 1.6 억대까지 내려왔던 눈높이는 최근 1.8 억대까지 상향됐다. iPhone SE 에 대한 수요 호조, 하반기 플래그십 모델에 대한 Price Band 하향 기대가 반영되었다. 동사는 iPhone SE FPCB 메인 벤더사인 ZDT 을 고객으로 확보 하고 있는 바, 이에 대한 수혜가 가능하다. 한편, AirPods 에 채용된 8 Layer RFPCB 에 동/금도금 화학소재를 공급 중인 점도 주목할 필요가 있다. 올해 전사 매출 기여도는 10%로 추정('19 년 5%)된다.

② 중국: Huawei, Oppo 등 중화 End User 로는 카메라 모듈용 금도금 화학소재(ENEPIG)를 주로 공급한다. 중국 업체들의 출하 개선 속도는 예상보다 더딘 편이나, 각 사의 멀티카메라 채용 경쟁은 Triple 을 넘어 Quadruple 카메라로 번지고 있다. 2020 년 5 월 기준 전체 스마트폰 판매분 중 Quadruple 카메라가 채용된 모델의 비중은 31%로, 전년 동기 대비 29%p 급증했다. Set 당 Contents 확대가 출하 부진을 상쇄하는 모양새다.

결국 상반기는 iPhone SE, AirPods 효과, 그리고 중국의 멀티카메라 채용 확대가 삼성전자의 출하 부진을 상쇄하고 모양새다. 이 같은 추세는 하반기에도 유효할 것이며, 부진했던 삼성전자의 스마트폰 생산도 5 월을 바닥으로 빠르게 개선되고 있다는 점이 하반기 동사 실적에 +α가 될 전망이다.

#CONTENTS

와이엠티(251370)_종합 PCB 화학소재업체로 발돋움

[기업분석]	I. Valuation	3
	II. 국산화, 그리고 땅따먹기	5
	III. 이어지는 국산화: 반도체기판 소재, 극동박	7
	IV. 코로나 19가 무색한 본업	10
	V. 실적 추이 및 전망	12
	VI. 회사 및 사업부 소개	13

I. Valuation

와이엠티에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 50,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12 개월 선행 EPS 2,507 원에 목표 P/E 배수 19.5 배를 적용하여 산출했다. 동 배수는 2017 년 상장 이후 평균 값이다[그림 1].

동사가 높은 배수를 부여 받아온 이유는 ① 업황 변동 가운데 연평균 15% 내외의 꾸준한 외형 성장을 시현하는 본업, ② 과점화된 시장에서 연간 20%대의 높은 영업이익률 유지, ③ 신사업(극동박, 반도체기판 도금액) 기대 등에 기인한다. 특히 신사업은 동사 주가의 강력한 모멘텀이다. 국산화가 부각되었던 2019 년 당시 P/E 는 21.5 배에 달했다. 그러나 IT 소재 산업에서의 신사업이 으레 그렇듯, 기대감 고조와 실제 성과의 괴리가 반복 되는 과정에서 Multiple 도 등락을 보였다.

본업은 여전히 안정적인 가운데, 이제는 준비해온 신사업의 성과가 발현되는 시점이다. 작년 하반기 국내 반도체기판 업체에 동도금 화학소재를 공급한 데 이어, 올 상반기에는 또 다른 메이저 반도체기판 업체로부터 양산 승인을 받았다. 극동박도 EMI 차폐 용도로 주요 세트업체향으로 월 2 억원의 매출이 발생 중이다. 5G 단말기 침투율 확대에 따른 성장이 전망된다. 전반적으로 본업인 FPCB 무전해화도금 기술을 바탕으로 전방을 확대하는 모양새다. 재평가가 필요하다.

그림1. 와이엠티 역사적 밸류에이션 추이 및 목표주가 산정

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	비고
고점 P/E	45.6	44.7	21.5	17.6	13.1	10.6	상장 이후 평균: 32.1x
저점 P/E	15.6	14.4	8.0	5.7	4.2	3.4	상장 이후 평균: 10.8x
평균 P/E	24.9	28.0	13.7	12.2	9.0	7.3	상장 이후 평균: 19.5x
고점 P/B	5.6	5.1	3.6	2.8	2.3	1.9	상장 이후 평균: 4.3x
저점 P/B	1.9	1.7	1.4	0.9	0.7	0.6	상장 이후 평균: 1.5x
평균 P/B	3.0	3.2	2.3	1.9	1.6	1.3	상장 이후 평균: 2.6x
ROE	14.2	12.0	18.6	16.8	19.2	19.6	
EPS (원)	1,934	990	1,773	2,086	2,807	3,481	
① 12M EPS (원)				2,507			
② 목표 P/E				19.5			2017년 상장 이후 평균 P/E
③ 적정주가(원)				48,982			① x ②
목표주가				50,000			
전일종가(원)				36,500			
상승여력				37%			

자료: Quantiwise, 하이투자증권

그림2. 와이엠티 12개월 선행 PER 밴드

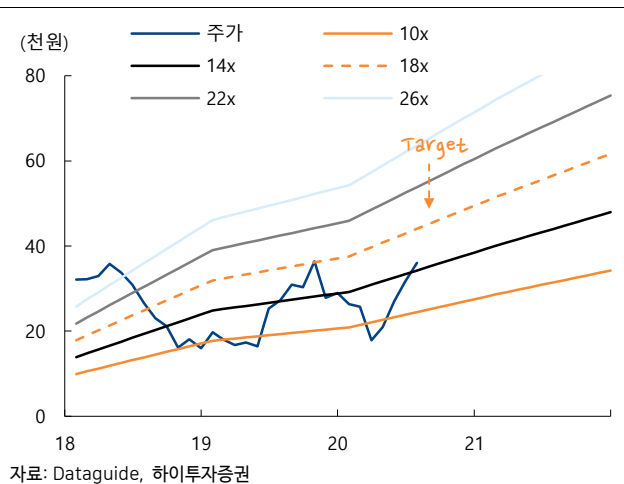
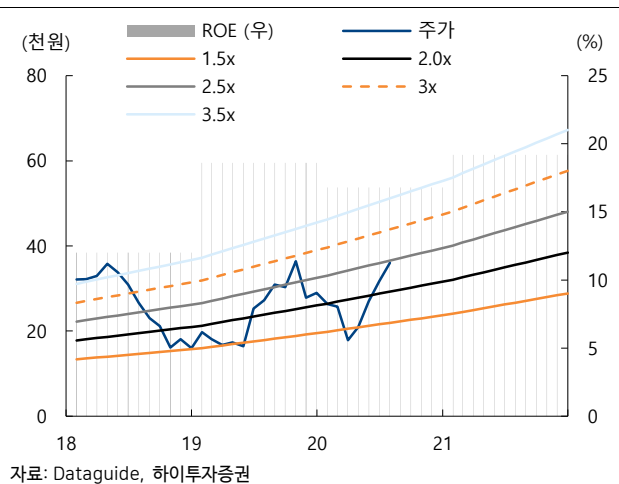


그림3. 와이엠티 12개월 선행 PBR 밴드



II. 국산화, 그리고 땅따먹기

와이엠티는 2017 년 상장 이래로 외형의 역성장이 없었다. iPhone X 쇼크가 시장을 강타했던 2017 년에도, 미/중 무역 분쟁으로 글로벌 세트 수요가 급감했던 2018 년에도 예외 없이 성장했다. 코로나 19 로 전방 수요의 가시성이 극히 떨어지는 올해도 마찬가지로 일 것이다[그림 4]. 그 동안의 성장 전략을 살펴보면,

① **국산화**: 와이엠티는 FPCB 도금용 화학소재 공급 업체다. 국내 시장 점유율은 최종표면처리(Soft ENIG 기준) 80%, 무전해 동도금 화학소재 40%다. 본래 이 시장은 일본의 우에무라(Uyemura), 오쿠노(Okuno), 독일의 아토탭(Atotech) 등 외산 일색이었던 시장이다. 이를 국산화한 후 시장 점유율을 확대해왔다. 전방 시장의 높은 수요 변동성에도 불구하고 매년 꾸준한 외형 성장이 가능했던 이유 중 하나다. 동사가 그동안 출원한 특허는 PCB 소재 국산화 과정을 보여준다[그림 6].

② **땅 따먹기**: 도금용 화학 소재 사업은 [그림 7]과 같은 고객사의 PCB 도금 라인을 두고 벌이는 땅 따먹기와 같다. 시장 점유율도 얼마나 많은 고객사의 생산 라인을 점유했는지를 기준으로 산정된다. 동사의 강점은 한번 가져온 라인을 절대적으로 사수한다는 점이다. 고객사 생산 라인에 인력이 상주하며 도금 공정과 관련된 수율 이슈를 즉각적으로 해결해주기 때문이다. 이 같은 대응력은 외산 경쟁사들이 갖추지 못한 강점이다. 한 번 라인을 점유하면 다시 빼앗기지 않기 때문에 추가 라인 확보에 따라 매출이 단계적으로 상승하는 구조다.

그림4. 전방의 부침에도 불구하고 꾸준한 외형 성장 시현

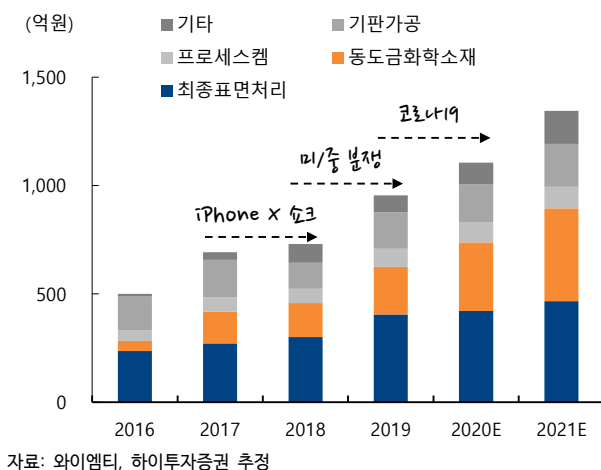


그림5. 스마트폰 출하 성장률과 와이엠티의 매출액 성장률

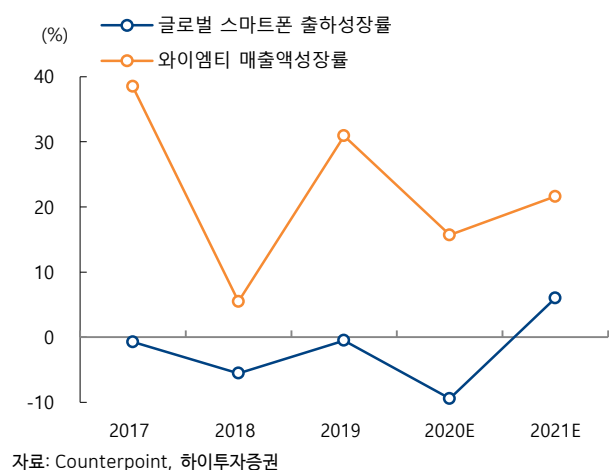


그림6. 와이엠티의 특허 출원에서 FPCB 화학소재를 국산화해 온 과정을 살펴볼 수 있다

구분	내용	관리자	출원일	적용제품	비고
특허	무전해니켈-팔라듐 합금도금을 포함하는 반도체 집적회로 칩의 구리 패드 구조	한국생산기술연구원 와이엠티(주)	2007.10.30	Ni-Pd-Au	
특허	무전해니켈 도금액 조성물, 연성인쇄회로기판 및 이의 제조 방법	와이엠티(주) 삼성전기(주)	2008.12.23	Soft ENIG	FPCB용 금도금액
특허	인쇄회로기판의 쓰루홀 또는 비아홀 내벽에 전도성폴리머 층을 형성하는 방법	와이엠티(주)	2012.12.10	전도성 폴리머	FPCB용 동도금액
특허	동박층이 형성된 기판과 인쇄회로기판의 제조 방법 및 이에 의하여 제조된 인쇄회로기판	와이엠티(주)	2013.12.16	캐리어 동박	
특허	습식 도금을 이용한 전사용 전자파 차폐 필름의 제조방법	와이엠티(주)	2014.03.11	-	
특허	무전해 팔라듐 도금 방법	와이엠티(주)	2016.02.18	ENEPIG (EPiG)	카메라용 금도금액
상표	NANOTUS	와이엠티(주)	2018.08.15	적층 전처리	
특허	스폰지형 극동박을 이용한 인쇄회로기판용 차폐소재 및 이를 이용한 인쇄회로기판의 제조방법	와이엠티(주)	2019.02.08	캐리어 동박	EMI차폐용 극동박

자료: DART, 하이투자증권

그림7. ENEPIG(Electroless Nickel Electroless Palladium Immersion Gold) 공정 라인



자료: Rezonit, 하이투자증권

Ⅲ. 이어지는 국산화: 반도체기판 소재, 극동박

지금도 외산이 점유하고 있는 소재 시장에 침투하기 위한 신사업을 진행 중이다. 대표적으로 반도체기판 도금용 화학 소재와 전자재료(극동박)로 나누어 볼 수 있다.

① **반도체기판 도금용 화학소재:** 반도체기판 생산 공정에도 FPCB 와 마찬가지로 금도금, 동도금 화학소재가 필요하다. 주요 공급사도 금도금 소재는 일본의 우에무라, 동도금 소재는 독일의 아토텍으로 동일하다. 이 시장은 동사가 지난 4 년간 진입하고자 했지만 뜻대로 되지 않았다. 도금 소재가 반도체 기판 전체 공정에서 차지하는 원가 비중이 5%로 미미하나, 제품 수율에 큰 영향을 미치는 특성상 고객사의 대체 필요성이 떨어졌기 때문이다.

그러나 소부장 국산화 바람은 기회가 되었다. 작년 하반기 한 개 고객사 향으로 약품 매출이 시작된 데 이어, 올 하반기에는 또 다른 메이저 반도체기판 업체향으로도 공급이 시작될 것으로 기대된다. 그 동안 FPCB 도금 소재에 국한됐던 ‘국산화 진입→ M/S 확대’ 과정을 반도체 기판용 도금 소재로 확장할 수 있게 된 것이다. 특히 반도체기판용 도금소재 시장이 FPCB 대비 약 두 배 가량 크다는 점(국내 기준 FPCB 도금액 1,000 억원 vs. 반도체기판 도금액 2,000 억원), 처음 진입은 힘들지만 일단 공급이 시작되면 M/S 확대가 점진적으로 발생할 수 있다는 점에서 중장기 성장의 기반을 다진 것으로 판단한다[그림 8].

공교롭게 반도체기판 시장이 새로운 CPU 기판, 5G 용 AiP(Antenna in Package), DDR5 등 신규 어플리케이션 및 고사양화로 호황이 시작되는 시점이다. 최근 이어지고 있는 주요 기판 업체들의 증설 투자는 동사에게도 좋은 기회일 것이다. 한편, 반도체의 클럭, 대역폭이 고사양화 될수록 적층 되는 기판의 Layer 수가 증가하며 더 많은 Via/Through Hole 을 필요로 하게 된다. 이를 전기적으로 연결하기 위한 동도금 화학 소재 수요 확대는 필연이다. 장기적인 안목으로 바라본다면, 반도체기판 산업 호황에 간접 투자할 수 있는 대안이 될 전망이다.

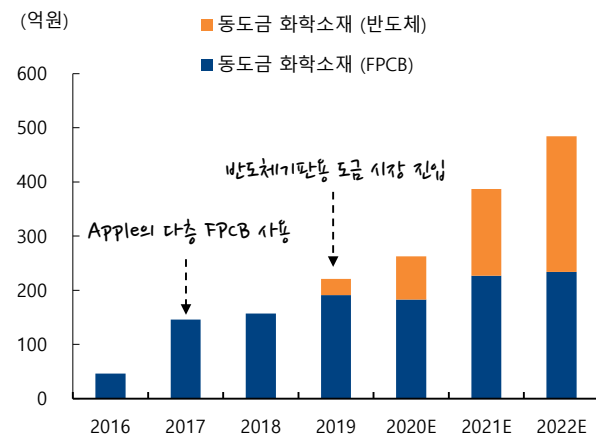
② **전자재료(극동박):** 극동박은 크게 반도체기판의 원소재, EMI 차폐로 용도를 나눌 수 있다.

반도체기판용 극동박은 동사가 2017 년 상장할 당시부터 국산화에 대한 기대가 상존했던 소재다. 일본 미쓰이금속(Mitsui Kinzoku)의 2 μ m 두께 극동박이 사실상 시장을 독점하고 있다. 미쓰이금속은 1 분기 실적발표에서 이 시장에 대한 전망치를 상향 조정했는데, 선술한 5G 시장의 개화로 반도체기판이 고사양화 되면서 미세한 회로 패터닝을 가능케 하는 MSAP (Modified Semi-additive Process)공정용 극동박 수요가 확대될 전망이다[그림 11, 12]. 향후 급격한

향후 급격한 성장이 예상되는 시장인 만큼 이에 대한 국산화가 국책 과제로 선정되었는데, 동사는 현재 주요 반도체기판 및 동박 업체와 함께 이를 주도적으로 수행할 주체로 선정됐다.

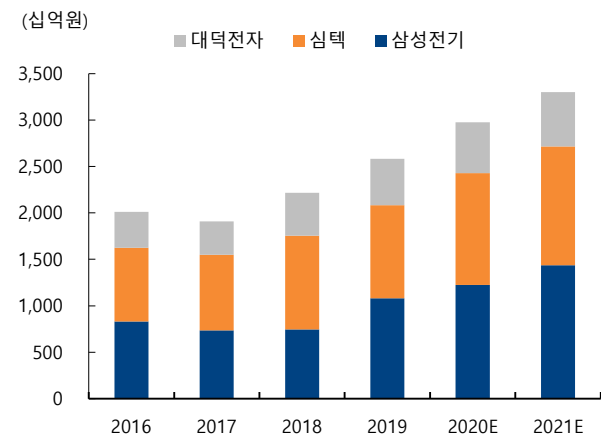
반도체기판용 극동박이 장기적으로 바라볼 사안이라면, EMI 차폐용 극동박은 국내 세트 고객사향 공급에 성공했다. 동사의 극동박은 생산 과정에서 1~30 μm 의 미세한 기공이 생성되는데, 열 방출에 탁월한 효과가 있어 고주파에 대한 방열 솔루션이 중요한 5G 단말기에 적합하다. 즉, 전자파 차폐와 방열을 동시에 해결할 수 있다는 의미다. 현재 매출액은 2 억원/월에 불과하나 향후 5G 단말기 출하 확대에 따른 수혜가 예상되는 만큼 빠른 성장이 가능할 것이다. 현재 생산능력은 2 만 m^2 /월인 것으로 파악되나, 사측은 수요 확대에 선제 대응하기 위해 늦어도 올 8 월까지 7 만 m^2 /월로 증설할 계획이다.

그림8. 와이엠티의 동도금 화학소재 매출액 추이 및 전망



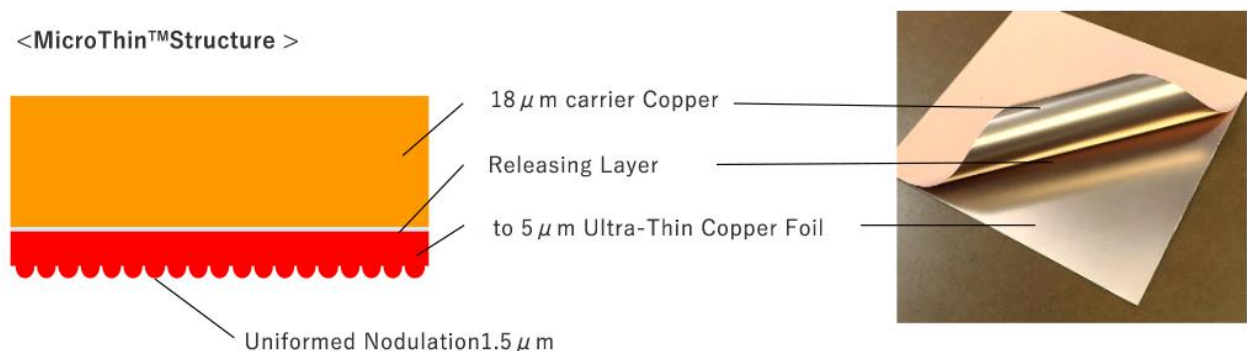
자료: DART, 하이투자증권 추정

그림9. 국내 주요 PKG 업체들의 합산 매출액 추이 및 전망



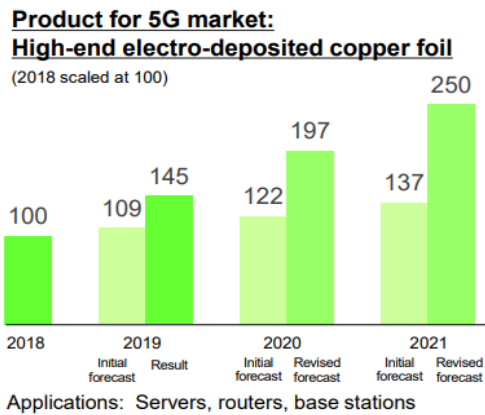
자료: 하이투자증권 | 주: 대덕전자, 심텍은 컨센서스, 삼성전기는 당사 추정

그림10. 미쓰이 금속의 극동박(MicroThin): Copper Foil 을 Substrate 에 라미네이팅 후 Carrier 를 떼어내는 구조



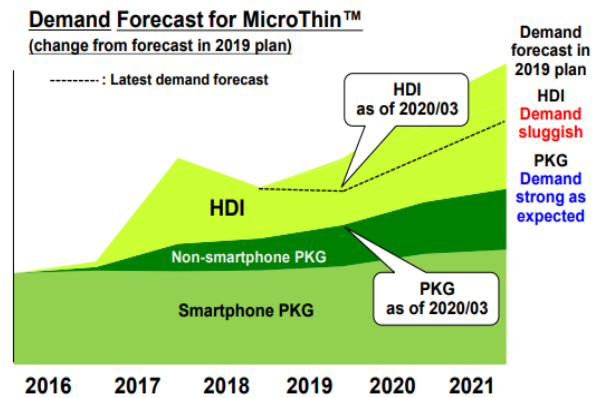
자료: Mitsui Kinzoku, 하이투자증권

그림11. 5G 개화로 극동박 시장이 예상보다 빠르게 커지는 중



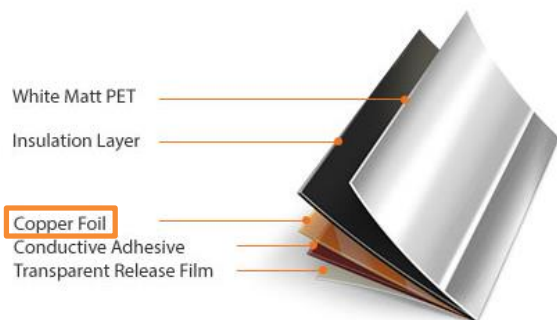
자료: Mitsui Kinzoku, 하이투자증권

그림12. 스마트폰 이외의 어플리케이션에서도 극동박 수요 확대



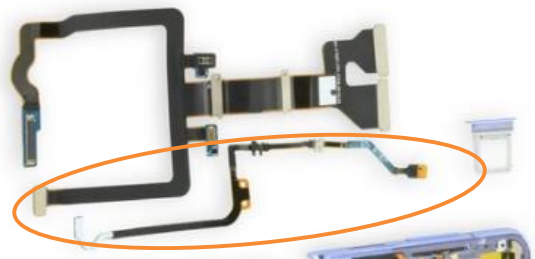
자료: Mitsui Kinzoku, 하이투자증권

그림13. 극동박은 5G 차폐필름용 메탈레이어로 활용됨



자료: 업계자료, 하이투자증권

그림14. End User 스마트폰 안테나 모듈부에 채용된 극동박



자료: iFixIt, 하이투자증권

Ⅳ. 코로나 19가 무색한 본업

본업도 긍정적이다. 주요 사업인 FPCB 용 도금액의 고객사는 ZDT (Zhen Ding Technology), 삼성전기, 비에이치, 영풍전자, 인터플렉스, Career 등으로, 단일 고객 기준 매출 비중 20%를 넘는 고객사는 없다[그림 15]. End User는 Apple, 삼성전자, HOVX 등 주요 Set 업체들이 모두 포함된다. 이 중 당사가 주목하고 있는 것은 Apple과 중화권 업체들이다.

① Apple: iPhone 출하에 대한 기대치가 상향 조정되고 있다. 코로나 19 정점 당시 1.6억대까지 내려왔던 눈높이는 최근 1.8억대까지 상향됐다[그림 16]. iPhone SE에 대한 수요 호조, 하반기 플래그십 모델에 대한 Price Band 하향 기대가 반영되고 있는 것이다.

실제로 최근 판매 분위기는 긍정적이다. 월별 스마트폰 Sell-through 추이를 보면, Apple은 4월 글로벌 판매량이 급감하는 구간에서 덜 빠졌고, 5월 개선되는 구간에서 더 개선되는 모습이다[그림 17]. 견조한 iPhone SE 수요가 한 몫 했을 것이다. 당사는 Apple의 최대 FPCB 벤더이자 iPhone SE 메인 공급사인 ZDT를 고객으로 확보하고 있는 바, 이에 대한 수혜가 가능하다.

한편, AirPods에 채용된 8 Layer RF-PCB에 동/금도금 화학소재를 공급 중인 점도 주목할 필요가 있다. 올해 전사 매출 기여도는 10%로 추정('19년 3%)된다. 코로나 19에도 불구하고 올해 동사의 외형성장 가시성이 높은 또 하나의 이유일 것이다.

② 중국: Huawei, Oppo 등 중화 End User로는 카메라 모듈용 금도금 화학소재(ENEPIG)를 주로 공급한다. 중국 업체들의 출하 개선 속도는 예상보다 더딘 편이나, 각사의 멀티카메라 채용 경쟁은 Triple을 넘어 Quadruple 카메라로 번지고 있다. 2020년 5월 기준 전체 스마트폰 판매분 중 Quadruple 카메라가 채용된 모델의 비중은 31%로, 전년 동기 대비 29%p 급증했다[그림 18]. Set 당 Contents 확대가 출하 부진을 상쇄하는 모양새다.

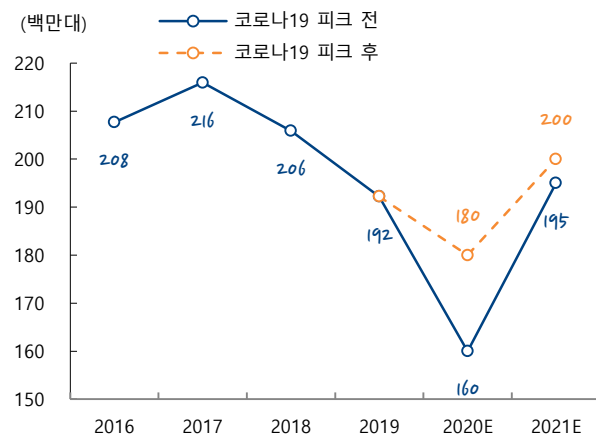
결국 상반기 실적이 견조할 것으로 전망되는 이유는 iPhone SE, AirPods 효과, 그리고 중국의 멀티카메라 채용 확대가 삼성전자의 출하 부진을 상쇄하고 있기 때문이다. 이 같은 추세는 하반기에도 유효할 것이며, 부진했던 삼성전자의 스마트폰 생산이 5월을 바닥으로 개선되고 있다는 점이 하반기 동사 실적에 $+ \alpha$ 가 될 전망이다[그림 19].

그림15. 와이엠티의 고객군에는 주요 글로벌 FPCB 업체들이 모두 포함



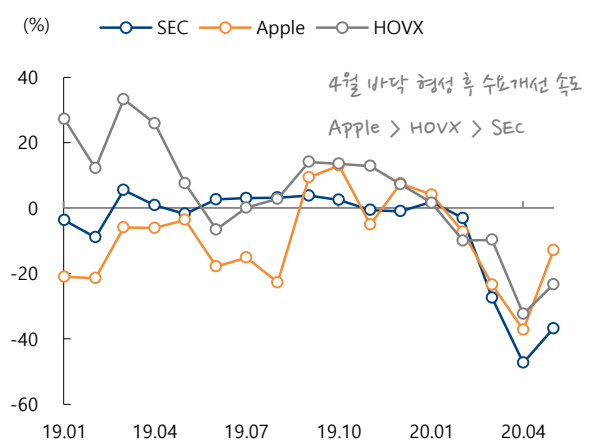
자료: 와이엠티, 하이투자증권

그림16. 코로나 19 피크 전/후 iPhone 출하 전망치 변화



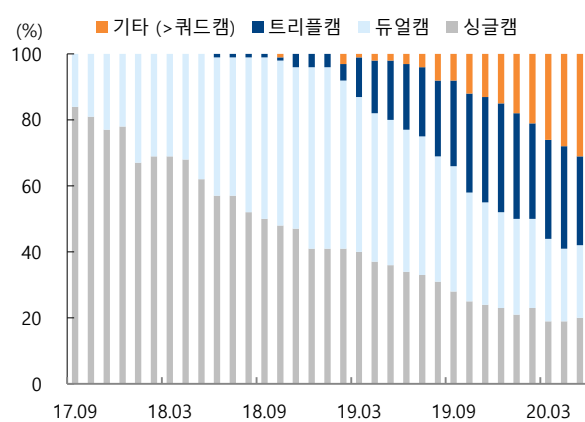
자료: Counterpoint, 하이투자증권 추정

그림17. 대표 스마트폰 업체들의 월별 Sell-through 추이



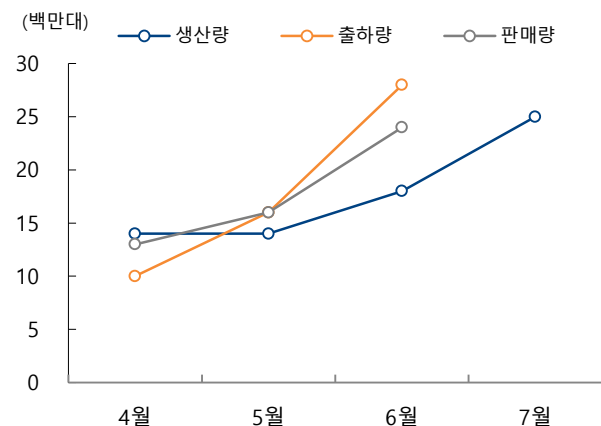
자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림18. 전체 스마트폰에 쿼드카메라가 차지하는 비중이 확대중



자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림19. 삼성전자의 생산은 5월을 바닥으로 개선되는 중



자료: 하이투자증권 추정

V. 실적 추이 및 전망

이상을 종합한 2020 년 연결 기준 실적은 매출액 1,104 억원(+15.6%YoY), 영업이익 247 억원(+11.7%YoY, 영업이익률 22.4%)으로 전망된다. 코로나 19 에도 불구하고 성장을 전망하는 이유는 앞서 살펴봤듯 크게 3 가지다.

① 견조한 Apple 향 수요: 주요 생산지 Lock Down 으로 인한 삼성전자의 생산 부진을 Apple 의 iPhone SE 와 AirPods 용 화학소재가 상쇄하는 모양새다. 1H19 의 일회성 이익 20 억을 제외 하고 비교하면 1H20 는 전년 수준의 실적이 전망된다. 2 분기 세트 업황이 최악이었음을 감안하면 선방이다. 하반기는 iPhone 12 시리즈는 물론이고 삼성전자의 생산 정상화 효과도 누려볼 수 있다.

② 멀티카메라 효과: HOVX 의 출하 회복속도는 상대적으로 더딘 편이나, 이들의 멀티카메라 채용에 따라 ENEPIG 수요가 증가하고 있다. 2020 년 5 월에 출하된 스마트폰 중 31%는 Quadruple Camera 를 채용한 것으로 파악되는데, 이는 전년동기 대비 29%p 급증한 것이다. 전망의 출하 부진을 상쇄하는 요소다.

③ 신사업: 2019 년까지 미미했던 신사업에서의 성과가 올해부터 유의미해진다. 반도체기판용 동도금 화학소재는 신규 고객사를 추가 확보하며 올해 연간 80 억원의 매출액을 전망하며, EMI 차폐용 극동박 매출액은 하반기 신모델에 힘입어 올해 연간 30 억원의 매출액이 기대된다. 이 같은 신사업은 내년 외형 성장의 동인이 될 전망이다.

그림20. 와이엠티 부문별 매출액 추이 및 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	177	210	294	274	237	225	328	314	955	1,104	1,415
YoY	12.7%	46.1%	36.1%	28.8%	33.7%	7.2%	11.5%	14.8%	30.9%	15.6%	28.2%
QoQ	-16.7%	18.9%	39.7%	-6.9%	-13.6%	-4.7%	45.4%	-4.1%			
최종표면처리(금모금)	69	93	120	122	88	96	129	134	404	447	527
동도금화학소재	47	50	68	56	61	52	84	72	221	268	391
프로세스켄	15	19	27	23	22	23	29	23	84	98	121
기판가공	32	36	47	54	42	38	52	60	168	192	224
기타/전자재료	14	13	33	19	24	17	34	25	79	100	152
영업이익	34	60	75	52	41	38	95	72	221	247	358
YoY	1.8%	343.4%	21.2%	36.5%	21.0%	-36.1%	27.2%	38.2%	120.6%	11.6%	45.2%
QoQ	-12.3%	79.4%	24.7%	-30.4%	-22.3%	-5.3%	148.3%	-24.4%			
OPM	19.0%	28.6%	25.5%	19.1%	17.2%	17.1%	29.1%	23.0%	23.2%	22.4%	25.3%

자료: 와이엠티, 하이투자증권

VI. 회사 및 사업부 소개

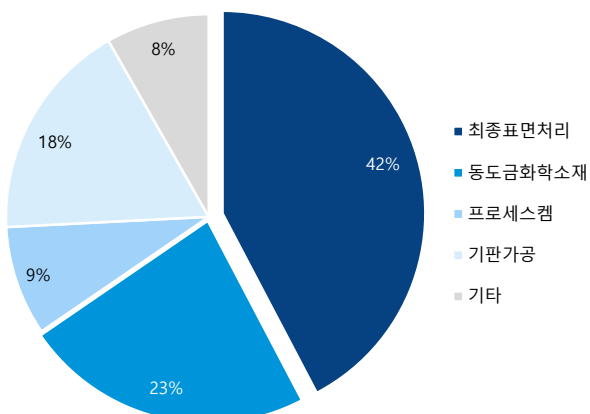
와이엠티는 1999년 2월 설립, 2017년 4월에 코스닥에 상장했으며, FPCB 공정에 필요한 다양한 화학 소재를 생산하는 업체다. 고객사는 ZDT, 삼성전기, 비에이치, 대덕전자, 심텍, 영풍전자 등 국내외 주요 PCB 업체들이다. 2019년 기준 부문별 매출 비중은 최종표면처리(금도금 화학소재) 42.2%, 동도금 화학소재 23.1%, 기판가공 17.6%, 프로세스케미컬 8.8% 등으로 구성되어 있다[그림 21].

① 최종표면처리; 금도금화학소재('19년 매출액 기준 42.2%)

금도금 화학소재는 주로 FPCB 최종표면처리 공정에 활용된다. 통상 FPCB의 회로는 구리(FCCL)를 패터닝/식각하여 형성되는데, 구리 특성상 공기 중에 쉽게 산화된다. 따라서 PCB 생산 공정 마지막에 이를 금, 은, 주석 등의 피막을 입힐 필요가 있다[그림 22]. 여기서 동사는 주로 금도금 화학 소재를 주력으로 한다. 크게 Soft ENIG(Soft Electroless Nickel-Immersion Gold)와 ENEPIG (Electroless Nickel-Electroless Palladium-Immersion Gold)로 나눌 수 있다.

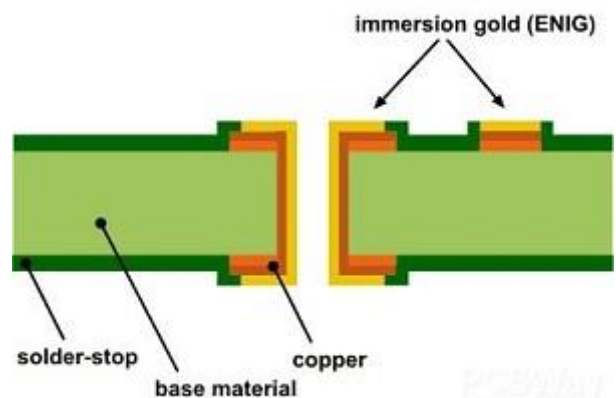
Soft ENIG는 2007년 삼성전기와 함께 연구 개발하여 국산화에 성공한 소재다. 내굴곡성을 강화하여 도금된 표면에 균열이 거의 발생하지 않는 것이 특징이다[그림 23]. 주로 유연성이 필요한 FPCB에 활용된다. ENEPIG는 기존 Nickel-Gold 층 가운데에 Palladium 층을 형성, Nickel의 열 확산을 막아 땀납의 강도를 높일 수 있는 소재다. 주로 Golden Wire 작업이 필요한 카메라 모듈 기판에 사용된다[그림 24, 25]. 당연히 듀얼→트리플→쿼드러플 등 다수의 카메라모듈 채용으로 인해 PCB의 면적이 넓어지면 그만큼 더 많은 ENEPIG가 필요하다.

그림21. 2019년 기준 부문별 매출 비중



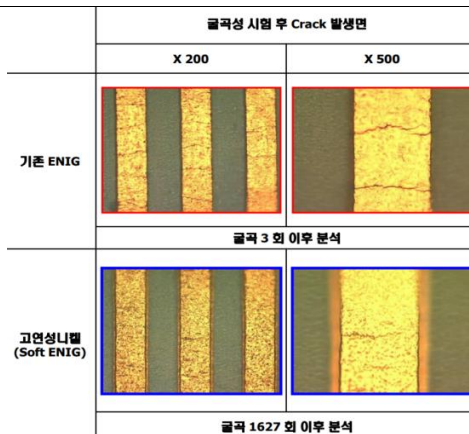
자료: 와이엠티, 하이투자증권

그림22. Copper(구리)를 금으로 표면처리하여 산화 방지



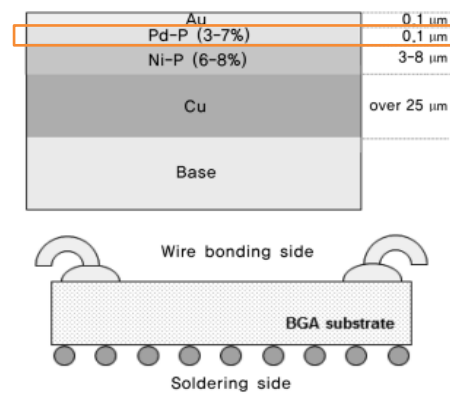
자료: 업계자료, 하이투자증권

그림23. Soft ENIG 는 여러번 구부려도 도금이 깨지지 않음



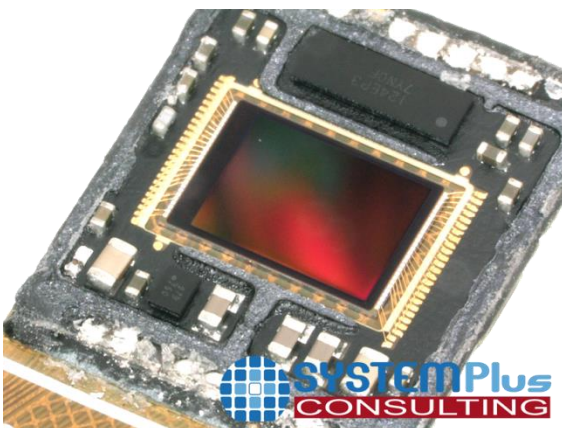
자료: 와이엠티, 하이투자증권

그림24. ENEPIG 는 금(Au)와 니켈(Ni) 사이 팔라듐(Pd)존재



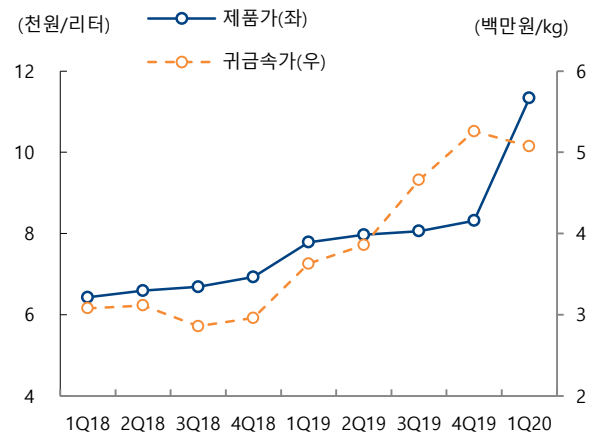
자료: sfcircuits, 하이투자증권

그림25. PCB 기판과 Wire bonding 처리된 이미지 센서:



자료: System plus consulting, 하이투자증권

그림26. 최근 와이엠티의 제품가 상승은 ENEPIG 의 매출 비중 확대를 함의(ENEPIG 는 팔라듐이 원재료라 비쌈)

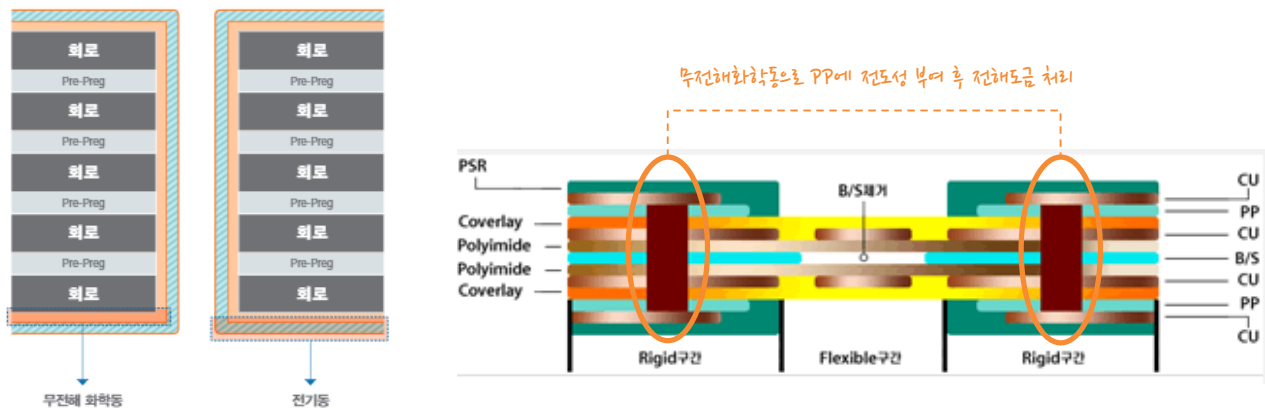


자료: 와이엠티, 하이투자증권

② 동도금 화학소재 ('19년 매출액 기준 23.1%)

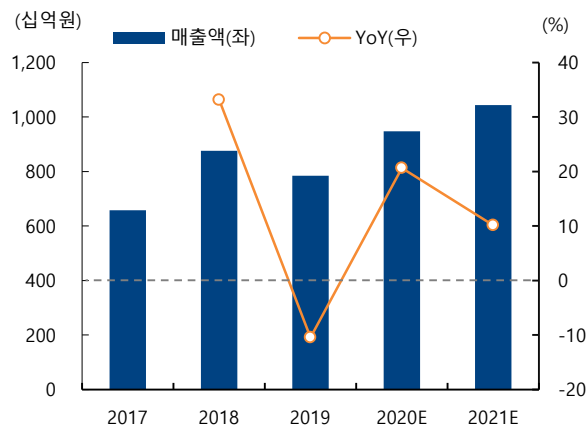
동도금 화학소재는 주로 다층 FPCB 기판의 전기적 연결을 위한 Via Hole, 혹은 Through Hole 도금에 사용된다[그림 27]. Apple 이 OLED 디스플레이용 FPCB 로 5 Layer 이상의 Multi FPCB 및 RF-PCB 를 사용한 2017년 이래로 급성장해왔다. Apple 의 메인 FPCB Vendor 인 ZDT, 비에이치, 삼성전기, 영풍전자와 성장의 궤를 같이 한다고 볼 수 있다[그림 28, 그림 29]. 한편, 선술햇듯 반도체기판용 동도금 화학소재 시장으로 진입에 성공함에 따라, 중장기적으로도 외형 성장을 이어갈 사업부문이 될 전망이다.

그림27. 동도금 화학소재는 주로 다층 PCB 의 Via/Through Hole 도금에 활용된다



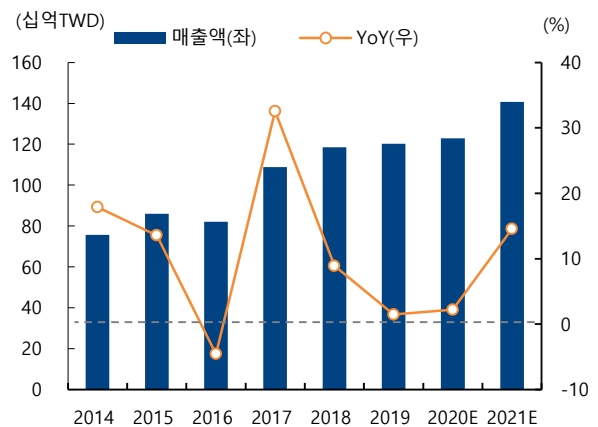
자료: 와이엠티, 영풍전자, 하이투자증권

그림28. Apple 향 디스플레이 RF-PCB 시장규모 추이 및 전망



자료: 하이투자증권 추정

그림29. Apple 메인 FPCB 벤더인 ZDT 의 매출액 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 하이투자증권

③ 기판가공 ('19 년 매출액 기준 17.6%)

연결 대상 법인인 와이피티는 주요 고객사들로부터 FPCB 를 제공 받은 후 와이엠티의 화학소재를 이용하여 외주 가공 서비스를 제공 한다. 즉, 고객사에게 도금 약품만 판매하면 와이엠티의 금/동도금 소재 매출로, 약품에 더해 외주가공 서비스까지 제공하면 와이피티의 기판가공 매출로 인식되는 것이다. 물론 이 과정에서 와이엠티의 약품 매출은 내부거래로 상계되고 외주 가공비만 연결 매출로 인식되는 구조다. 국내 카메라용 FPCB 업체들이 주요 고객사다.

참고로, 기판 가공 라인은 안산, 베트남에 위치해있다. 이 중 베트남 공장은 2019 년 9 월에 완공됐는데, 주요 고객사들이 베트남으로 생산 라인을 이전함에 따른 것이다. 참고로, 2018 년 동 사업 부문의 매출이 30% 역성장 했었는데, 고객사의 해외 이전을 조기 대응하지 못했기 때문이다[그림 30]. 그러나 이제 현지 대응이 가능해진 만큼 가동률이 점진적으로 회복중인 것으로 파악된다.

④ Process Chemical ('19 년 매출액 기준 8.8%)

금/동도금 화학소재 이외로 PCB 생산 공정에 필요한 에칭, 박리, 세정 관련 약품이 포함된다. 비유하자면 반도체 산업에서 동진세미켐이 주력으로 하고 있는 소재 사업을 동사는 PCB 산업에서 영위하고 있는 것이다.

그림30. 기판가공 사업부의 매출액 추이 및 전망

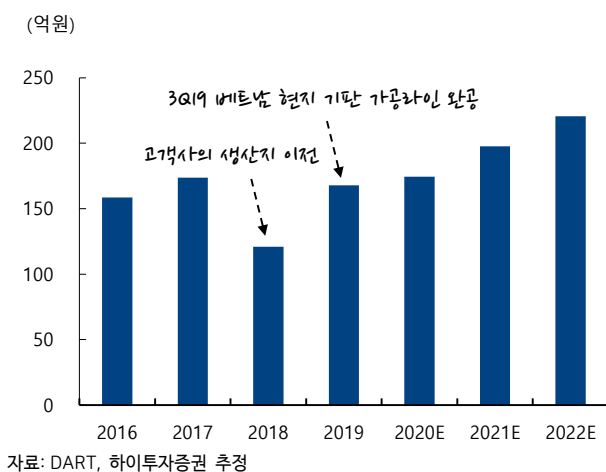
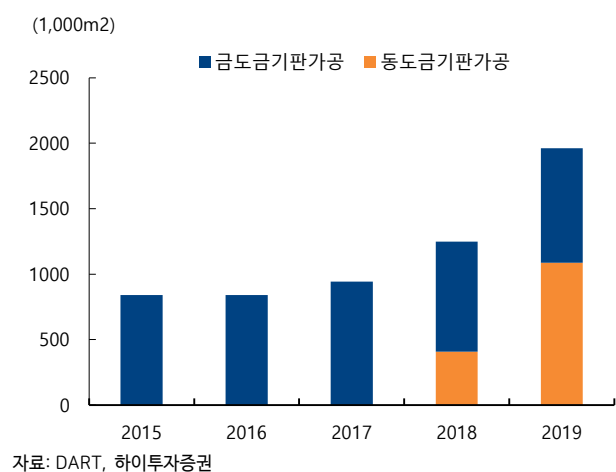


그림31. 기판가공 사업부의 생산 능력 추이



K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	91	120	148	181
현금 및 현금성자산	42	67	82	104
단기금융자산	7	7	7	7
매출채권	27	32	41	48
재고자산	14	14	17	21
비유동자산	73	72	69	72
유형자산	61	60	57	60
무형자산	2	1	1	1
자산총계	164	193	217	253
유동부채	45	42	42	45
매입채무	3	4	5	6
단기차입금	9	8	5	3
유동성장기부채	18	18	18	18
비유동부채	28	27	21	18
사채	7	6	4	2
장기차입금	8	7	4	2
부채총계	73	68	63	64
자배주주지분	77	107	130	158
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	22	36	36	36
이익잉여금	53	69	91	119
기타자본항목	-1	-1	-1	-1
비자배주주지분	13	17	24	32
자본총계	90	124	153	190

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	95	110	141	168
증가율(%)	30.7	15.6	28.2	18.8
매출원가	59	70	89	107
매출총이익	37	41	52	61
판매비와관리비	15	16	16	17
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	22	25	36	44
증가율(%)	50.6	11.6	45.2	23.3
영업이익률(%)	23.2	22.4	25.3	26.3
이자수익	0	1	1	1
이자비용	1	1	1	1
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-1	-1	-1	-1
세전계속사업이익	22	25	36	45
법인세비용	4	5	7	9
세전계속이익률(%)	22.6	22.3	25.5	26.7
당기순이익	17	20	29	36
순이익률(%)	18.2	18.0	20.6	21.5
지배주주귀속 순이익	13	15	23	28
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	17	20	29	36
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	14	24	26	36
당기순이익	17	20	29	36
유형자산감가상각비	5	5	5	5
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-14	-5	-3	-9
유형자산의 처분(취득)	-8	-4	-2	-8
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	-1	-	-	-
재무활동 현금흐름	14	6	-9	-6
단기금융부채의증감	-1	-6	-4	-2
장기금융부채의증감	17	-1	-5	-3
자본의증감	-	14	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	14	26	15	22
기초현금및현금성자산	28	42	67	82
기말현금및현금성자산	42	67	82	104

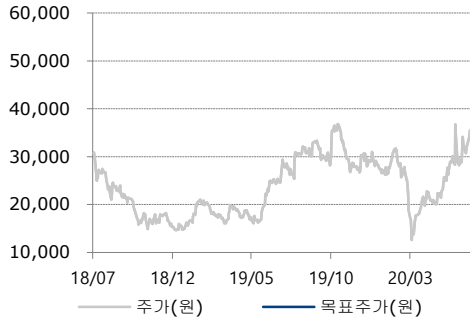
주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	1,773	2,086	2,807	3,481
BPS	10,443	13,216	16,029	19,516
CFPS	2,433	2,785	3,447	4,069
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	16.6	17.5	13.0	10.5
PBR	2.8	2.8	2.3	1.9
PCR	12.1	13.1	10.6	9.0
EV/EBITDA	7.8	7.9	5.2	3.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	18.6	16.8	19.2	19.6
EBITDA 이익률	28.3	27.0	29.0	29.1
부채비율	81.3	54.9	41.4	33.5
순부채비율	-7.8	-28.1	-37.9	-45.0
매출채권회전율(x)	3.8	3.7	3.9	3.8
재고자산회전율(x)	8.9	8.1	9.2	8.8

자료 : 와이엠티, 하이투자증권 리서치본부

와이엠티

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-06-18	NR				
2020-07-15(담당자변경)	Buy	50,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 고의영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2020-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.5%	9.5%	-