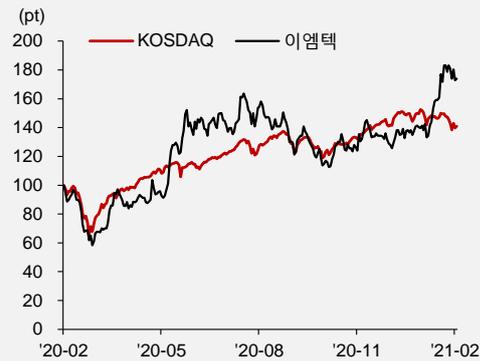


### Not Rated

목표주가	- 원		
현재주가	16,050 원		
Upside	- %		
<b>Key Data</b>	<b>2021년 03월 02일</b>		
산업분류	코스닥 IT H/W		
KOSDAQ(pt)	923.17		
시가총액 (억원)	2,578		
발행주식수 (천주)	16,061		
외국인 지분율 (%)	4.3		
52 주 고가 (원)	16,900		
저가 (원)	5,380		
<b>60 일 일평균거래대금 (십억원)</b>	<b>3.8</b>		
주요주주	(% )		
정승규 외 2인	15.4		
주가상승률 (%)	<b>1M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
절대주가	23.0	18.5	93.6
상대주가	28.4	11.2	31.6

### Relative Performance



### LEADING RESEARCH

Analyst 신지훈

Jhshin2@leading.co.kr

+822-2009-7063

# 이엠텍(091120)

## 숫자만 보자

HS 코드 : 8543704090

동사는 베트남 생산공장에서 전자담배를 생산한 후 국내 창원 본사로 수입해와 마진을 붙여 고객사로 넘기는 구조로 사업을 영위하고 있다. 통상 수입해온 물량은 2 주내 고객사로 인도되고 매출인식이 진행된다. 카트리지는 국내 공장에서 생산되기 때문에 수입물량에는 포함되어 있지 않다. 2020년 수입 트렌드를 보면 7월부터 전년대비 수입 금액이 큰 폭으로 증가하기 시작해 2021년 1월까지 지속적으로 증가하고 있고 이는 동사의 매출액과 유사한 방향성을 보이고 있다(2019년은 품질 이슈로 인해 수입한 물량 일부가 고객사로 인도되지 못해 매출액과의 차이를 보였다). 2021년 2월의 경우 한국으로 수입되지 않고 바로 최종고객사로 직수출을 하여 수입금액이 낮게 나온 것으로, 2월 매출액은 1월과 유사한 수준인 것으로 예상된다.

### 판매 국가 확대로 전자담배 물량 증가는 지속된다

고객사는 현재 일본, 러시아, 우크라이나 3개국으로만 수출을 하고 있으나, 올해는 일본 전역으로의 판매 확대와 유럽위주의 OECD 10여개국으로 판매지역을 확대할 것으로 예상된다. 향후에는 PMI가 글로벌 전자담배 판매 및 유통망을 구축한 50여개국으로 서서히 지역을 넓혀갈 것으로 전망되는 바 물량 증가 추이가 가팔라 질 것으로 전망된다.

### 2021F PER 6.3x는 과도한 저평가

2021년 매출액은 4,165억(+47.2% y-y), 영업이익은 489억(+1,915.4% y-y)으로 설립 이후 사상 최대 실적이 전망된다. 이는 수입 통관 Data를 통해 2개 분기 연속 확인된 트렌드를 반영한 수치이다. 그동안 주식시장에서 쌓인 오해를 풀 수 있는 한 해가 될 것이다. 상장 첫해인 2007년부터 2018년까지 평균 PER 11.1x(실적 악화로 PER이 40x 이상되었던 2010년, 2017년 제외) 대비 2021F PER 6.3x는 과도한 저평가 상태이다.

구분	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액 (억원)	1,944	2,860	2,682	2,829	4,165
영업이익 (억원)	136	212	-56	24	489
영업이익률 (%)	7.0	7.4	-2.1	0.9	11.7
지배순이익 (억원)	53	237	4	10	406
PER (배)	48.6	11.0	353.5	190.4	6.3
PBR (배)	1.8	1.4	0.8	1.1	1.5
ROE (%)	4.0	14.3	0.2	0.6	23.5
EPS (원)	372	1,564	24	65	2,531

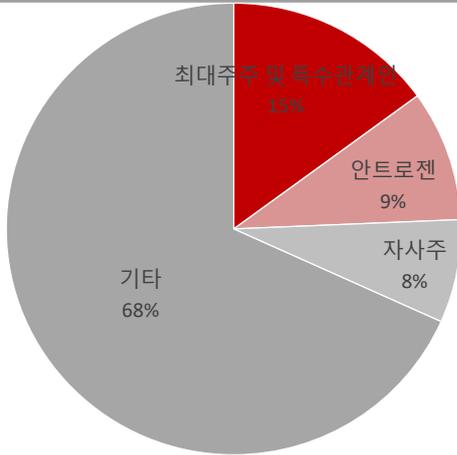
자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

## 스피커와 전자담배 OEM 사업을 영위

### 기업개요

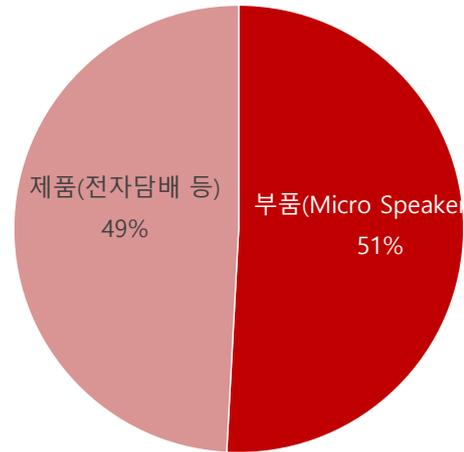
동사는 부품(스피커)을 메인 사업으로 사업을 영위하다 2017 년말 제품(전자담배 OEM) 사업을 시작했다. 현재는 두 사업을 주력으로 영위하고 헬스케어 등의 신사업을 준비하고 있다. 매출액 비중은 부품과 제품이 2020 년 기준 50%, 50%이나 2021년에는 40%, 60%으로 제품(전자담배) 비중이 더 커질 것으로 전망된다.

그림 1. 지분구조



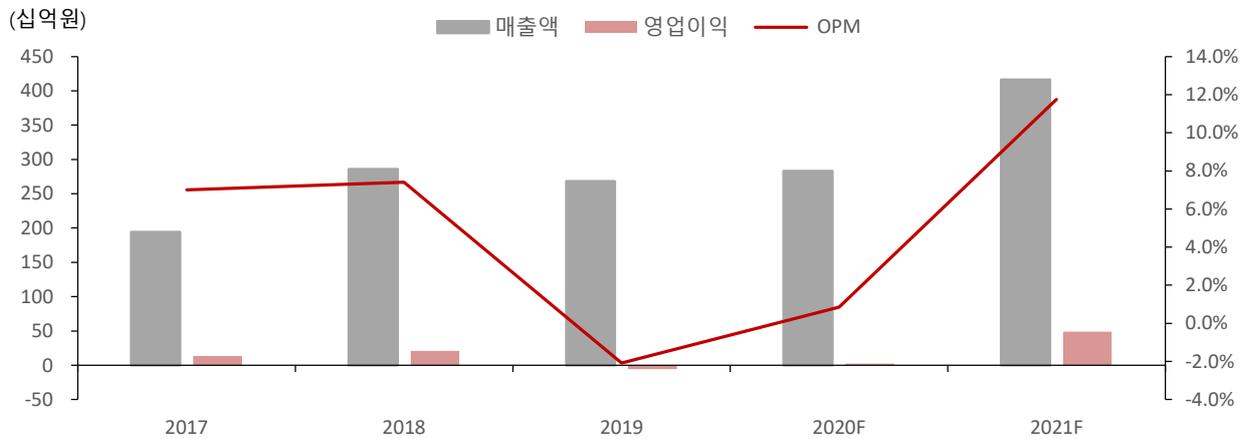
자료: 이오텍, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. 매출 비중



자료: 이오텍, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 실적 추이



자료: 리딩투자증권 리서치센터

## 숫자만 보자

## 숫자만 보자

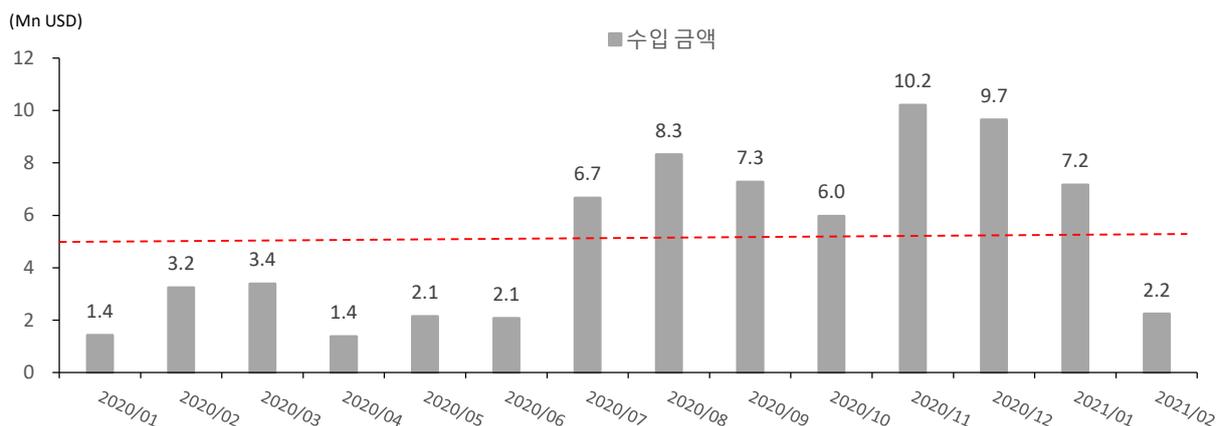
동사는 2017 년말 국내 담배 제조사를 고객으로 전자담배 OEM 사업을 시작했다. 출시 후 제품사업(전자담배) 분기 매출액은 430 억을 넘기도 했으나 수율 및 품질 이슈가 발생하며 130 억까지 하락했다. 그 이후 PMI(Philip Morris International)와 고객사간 전략적 제휴로 해외 판매가 시작되어 2H20 부터 다시 매출이 상승하기 시작해 3Q20 에는 분기상상 최대 매출인 520 억을 달성하면서 흑자전환했다. 하지만 과거 전자담배 OEM 사업에 대한 기대감과 실제 매출발생 시점의 괴리가 1 년이상 발생하면서 시장에서는 많은 실망을 했고, 현재의 호실적에 대해서도 신뢰를 하지 않는 모습이 지속되고 있다. 그러나 숫자는 거짓말하지 않는다. HS 코드(8543704090)를 통해 베트남(생산공장)에서 본사로 수입해오는 전자담배(카트리지 제외) 추이를 보면 현재의 실적이 명확하게 설명된다.

## HS 코드 : 8543704090

## 수입 통관 Data

동사는 베트남 생산공장에서 전자담배를 생산한 후 국내 창원 본사로 수입해와 마진을 붙여 고객사로 넘기는 구조로 사업을 영위하고 있다. 통상 수입해온 물량은 2 주내 고객사로 인도되고 매출인식이 진행된다. 카트리지는 국내 공장에서 생산되기 때문에 수입물량에는 포함되어 있지 않다. 2020 년 수입 트렌드를 보면 7 월부터 전년대비 수입 금액이 큰 폭으로 증가하기 시작해 2021 년 1 월까지 지속적으로 증가하고 있고 이는 동사의 매출액과 유사한 방향성을 보이고 있다(2019 년은 품질 이슈로 인해 수입한 물량 일부가 고객사로 인도되지 못해 매출액과의 차이를 보였다). 해당 숫자는 통관 금액으로 실제 매출액과는 차이가 있지만 트렌드를 파악하기에 유용하다. 2021 년 2 월의 경우 한국으로 수입되지 않고 바로 최종고객사로 직수출을 하여 수입금액이 낮게 나온 것으로, 2 월 매출액은 1 월과 유사한 수준인 것으로 예상된다.

그림 4. 월별 전자담배 수입 금액 추이 (이엠텍 베트남 공장 → 창원 본사)



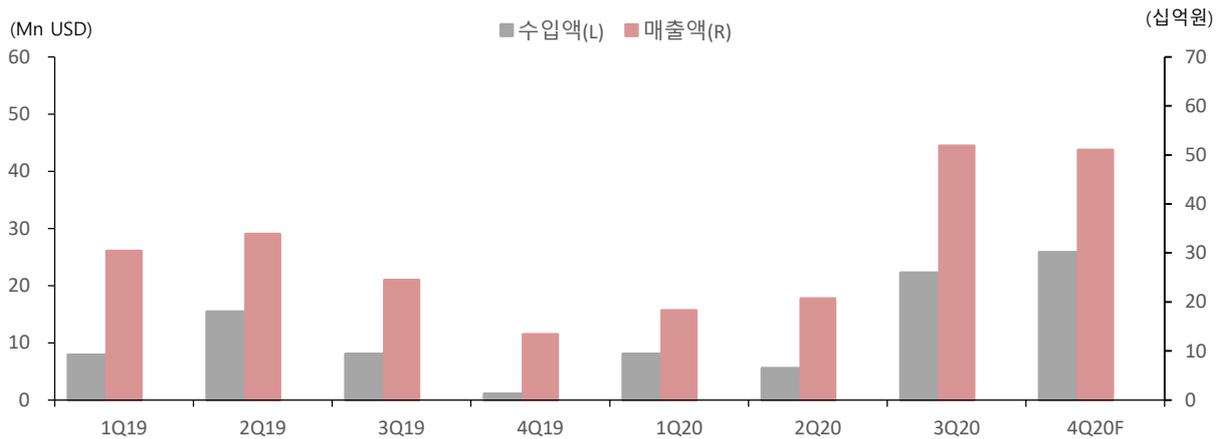
자료: 한국무역통계진흥원, 리딩투자증권 리서치센터

표 1. 월별 전자담배 수입 금액 (이엠텍 베트남 공장 → 창원 본사) (단위 : Mn USD)

	2019년	y-y	2020년	y-y	2021년	y-y
1월	4.4	88.9%	1.4	-67.8%	7.2	401.7%
2월	1.0	40.0%	3.2	240.2%	2.2	-31.0%
3월	2.5	-38.3%	3.4	34.8%		
4월	3.6	-2.1%	1.4	-62.0%		
5월	5.2	-23.2%	2.1	-58.7%		
6월	6.7	-42.7%	2.1	-68.8%		
7월	4.4	-50.6%	6.7	51.6%		
8월	3.0	-54.2%	8.3	174.0%		
9월	0.7	-85.1%	7.3	977.6%		
10월	0.0	-99.5%	6.0	18220.8%		
11월	0.4	-93.1%	10.2	2713.9%		
12월	0.7	-93.4%	9.7	1322.6%		
합계	32.5	-54.0%	61.7	89.8%		

자료: 한국무역통계진흥원, 이엠텍, 리딩투자증권 리서치센터

그림 5. 수입금액 및 매출액 추이 비교



자료: 한국무역통계진흥원, 이엠텍, 리딩투자증권 리서치센터

### 판매 국가 확대로 물량 증가는 지속된다

#### 판매 지역 확대

고객사는 현재 일본, 러시아, 우크라이나 3 개국으로만 수출을 하고 있으나, 올해는 일본 전역으로의 판매 확대와 유럽위주의 OECD 10 여개국으로 판매지역을 확대할 것으로 예상된다. 향후에는 PMI가 글로벌 전자담배 판매 및 유통망을 구축한 50여개국으로 서서히 지역을 넓혀갈 것으로 전망되는 바 물량 증가 추이가 가팔라 질 것으로 전망된다.

## 신규 공장 증설의 이유를 2Q21 중 확인 가능할 것

### 2Q21 중 신제품 확인

동사는 제품 중점 생산기지로 베트남에 2019 년 신공장을 완공한 이후 2020 년 10 월 추가 공장을 완공했다. 신규 공장 증설은 전자담배 외의 신규아이템 생산 대응을 하기 위한 것으로 파악된다. 생산 규모로 보면 완공된 두공장이 3,500 억 수준이고, 빈부지까지 증설이 완료되면 총 생산규모는 5,000 억에 달한다. 2Q21 중 신규아이템에 대한 매출이 확인 가능할 것으로 추측된다. 2 개분기 연속 숫자로 확인되면 실적추정치에 반영할 계획이다..

그림 6. 신공장



자료: 이오텍, 리딩투자증권 리서치센터

## 회복 중인 부품 사업

### 스마트폰 스피커

부품사업은 스마트폰용 스피커가 대부분이다. 1H20 은 COVID-19 영향으로 물량 감소가 나타났고 3Q20 에는 동사의 제품이 표준으로 채택되면서 560 억에 달하는 매출이 발생했다. 또, 고객사의 플래그십 모델의 조기 출시로 2H20 물량이 회복되고 있다. 2021 년에는 고객사의 판매량 회복에 맞춰 동사의 실적도 회복될 것으로 전망된다.

표 2. 실적 추이

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020F	2021F
매출액	44.8	41.2	108.4	88.5	106.4	92.4	112.4	105.3	286.0	268.2	282.9	416.5
부품(Speaker 등)	26.5	20.6	56.5	40.3	53.2	37.2	46.2	35.6	155.5	166.1	143.9	172.2
제품(전자담배 등)	18.3	20.7	51.9	48.2	53.2	55.2	66.2	69.7	130.5	102.1	139.1	244.3
영업이익	(7.5)	(10.5)	9.0	11.3	12.2	10.3	13.4	13.1	21.2	(5.6)	2.4	48.9
OPM	-16.6%	-25.4%	8.3%	12.8%	11.5%	11.1%	11.9%	12.4%	7.4%	-2.1%	0.9%	11.7%
지배주주순이익	(3.2)	(7.1)	6.1	4.7	10.7	8.4	10.9	10.7	23.7	0.4	0.4	40.6
NIM	-7.2%	-17.2%	5.6%	5.3%	10.0%	9.1%	9.7%	10.1%	8.3%	0.1%	0.2%	9.8%
<b>y-y</b>												
매출액	-37.8%	-49.0%	63.7%	80.5%	137.5%	124.0%	3.7%	19.0%	47.2%	-6.3%	5.5%	47.2%
부품(Speaker 등)	-36%	-56%	35%	13%	101%	81%	-18%	-12%	-15%	7%	-13%	20%
제품(전자담배 등)	-40%	-39%	112%	260%	191%	167%	28%	45%	997%	-22%	36%	76%
영업이익	적자지속	적자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	48.1%	15.5%	55.3%	적자전환	흑자전환	1915.4%
지배순이익	적자전환	적자전환	137.6%	흑자전환	흑자전환	흑자전환	80.3%	125.9%	348.8%	-98.4%	12.7%	9216.4%

자료: 리딩투자증권 리서치센터

표 3. Historical Valuation

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
순이익	37	54	26	7	25	196	231	103	123	123	59	237
PER	5.4	2.8	14.9	85.4	24.1	9.8	5.9	14.9	9.5	12.6	47.4	10.9
채택 여부	○	○	○	X	○	○	○	○	○	○	X	○
평균	11.1											

자료: 리딩투자증권 리서치센터

**2021F PER 6.3x 는 과도한 저평가**

**2021F PER 6.4x**

2021년 매출액은 4,165억(+47.2% y-y), 영업이익은 489억(+1,915.4% y-y)으로 설립 이후 사상 최대 실적이 전망된다. 이는 수입 통관 Data를 통해 2개 분기 연속 확인된 트렌드를 반영한 수치이다. 그동안 주식시장에서 쌓인 오해를 풀 수 있는 한 해가 될 것이다. 상장 첫해인 2007년부터 2018년까지 평균 PER 11.1x(실적 악화로 PER이 40x 이상되었던 2010년, 2017년 제외) 대비 2021F PER 6.4x는 과도한 저평가 상태이다.

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
<b>자산총계</b>	2,026	2,886	2,393	2,938	3,606
유동자산	947	1,155	916	1,228	1,507
현금및현금성자산	384	251	300	279	343
단기금융자산	32	14	10	10	12
매출채권및기타채권	247	248	181	442	543
재고자산	271	577	397	473	581
비유동자산	1,079	1,731	1,476	1,710	2,099
장기금융자산	276	554	314	405	497
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	671	820	828	947	1,163
무형자산	52	231	184	179	219
<b>부채총계</b>	554	970	570	1,193	1,847
유동부채	299	679	323	647	794
단기차입부채	63	180	112	129	158
기타단기금융부채	0	10	0	0	0
매입채무및기타채무	217	452	207	517	635
비유동부채	255	291	247	547	1,053
장기차입부채	215	227	237	400	490
기타장기금융부채	0	0	0	6	7
<b>자본총계*</b>	1,472	1,916	1,823	1,744	1,759
지배주주지분*	1,438	1,882	1,796	1,720	1,734
비지배주주지분	34	34	26	25	25

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
<b>매출액</b>	1,944	2,860	2,682	2,829	4,165
매출원가	1,519	2,233	2,299	2,413	3,248
<b>매출총이익</b>	425	627	382	416	917
판매비와관리비	289	416	438	391	428
<b>영업이익</b>	136	212	-56	24	489
EBITDA	289	377	134	24	489
비영업손익	-83	23	23	-49	5
이자수익	2	2	2	1	0
이자비용	11	18	15	3	0
배당수익	2	3	5	0	0
외환손익	-73	23	36	-7	5
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	-2	13	-5	-40	0
<b>세전계속사업이익</b>	53	235	-33	-24	495
법인세비용	-6	-2	-29	-35	67
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익*</b>	59	237	-4	10	428
지배주주순이익*	53	237	4	10	406
비지배주주순이익	7	-0	-8	0	21
기타포괄손익	69	100	-138	-36	-392
<b>총포괄손익</b>	129	337	-142	-26	36

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	124	229	208	227	701
당기순이익	59	237	-4	7	428
현금유입(유출)이없는수요	160	158	181	138	61
자산상각비	152	165	190	0	0
영업자산부채변동	-81	-152	52	92	278
매출채권및기타채권	25	-24	74	-22	-101
재고자산감소(증가)	-47	-301	179	-24	-108
매입채무및기타채무	-81	177	-208	26	118
<b>투자활동현금흐름</b>	-353	-472	-105	-254	-350
투자활동현금유입액	150	109	202	69	0
유형자산	15	11	5	4	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	502	581	307	322	350
유형자산	208	281	164	225	215
무형자산	7	55	3	9	41
<b>재무활동현금흐름</b>	74	107	-50	24	-292
재무활동현금유입액	121	290	530	313	120
단기차입부채	29	149	297	146	29
장기차입부채	0	140	233	167	91
재무활동현금유출액	13	158	545	282	412
단기차입부채	3	158	490	130	0
장기차입부채	0	0	5	3	0
기타현금흐름	0	0	0	-29	5
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	-4	2	-4	11	0
<b>현금변동</b>	-158	-133	49	-21	64
기초현금	543	384	251	300	279
<b>기말현금</b>	384	251	300	279	343

투자지표

(단위: 원배,%)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
<b>주당지표 및 증가배수</b>					
EPS*	372	1,564	24	65	2,531
BPS*	10,126	12,426	11,185	10,708	10,797
CFPS	872	1,514	1,298	1,416	4,363
SPS	13,688	18,886	16,697	17,616	25,932
EBITDAPS	2,033	2,487	832	152	3,046
DPS (보통, 현금)	100	150	0	0	0
배당수익률 (보통, 현금)	0.6	0.9	0.0	0.0	0.0
배당성향 (보통, 현금)	27.6	9.6	0.0	0.0	0.0
PER*	48.6	11.0	353.5	190.4	6.3
PBR*	1.8	1.4	0.8	1.1	1.5
PCFR	20.7	11.3	6.6	8.7	3.6
PSR	1.3	0.9	0.5	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.8	7.2	10.3	89.8	5.8
<b>재무비율</b>					
매출액증가율	-14.9	47.2	-6.3	5.5	47.2
영업이익증가율	-17.8	55.3	적전	흑전	1,897.9
지배주주순이익증가율*	-51.7	299.0	적전	흑전	4,017.1
매출총이익률	21.9	21.9	14.3	14.7	22.0
영업이익률	7.0	7.4	-2.1	0.9	11.7
EBITDA이익률	14.9	13.2	5.0	0.9	11.7
지배주주순이익률*	3.1	8.3	-0.2	0.4	10.3
ROA	6.9	8.6	-2.1	0.9	15.0
ROE	4.0	14.3	0.2	0.6	23.5
ROIC	14.9	16.9	-0.5	-0.7	26.9
부채비율	37.6	50.6	31.3	68.4	105.0
차입금비율	18.9	21.2	19.2	30.3	36.9
순차입금비율	-9.4	7.6	2.2	14.3	17.4

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

자료: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.

본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

이엠텍(091120)

일자	2021-03-03
투자의견	Not Rated
목표주가	-
과리율(%)	
평균주가대비	
최고(최저)주가대비	

\* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2년간 목표주가 변경 추이

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2020.12.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%