

KOSDAQ | 기술하드웨어와장비

아이티엠반도체 (084850)

변화하고 있는 이차전지 보호회로, 전자담배 전문기업

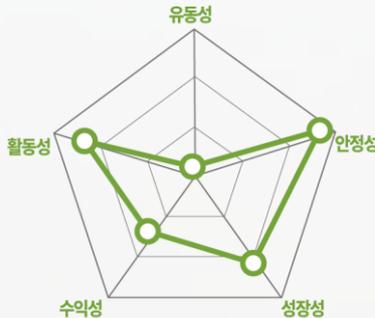
체크포인트

- 아이티엠반도체는 기존 사업으로 이차전지 부품사업을 오랫동안 영위하고 있으며 신사업으로 2022년부터 전자담배 사업을 활발히 전개
- 동사 투자포인트는 1) 2H24부터 전자담배 디바이스 매출 증가 기대, 2) 이차전지 보호회로 분야 고객 다변화 기대, 3) 중장기적으로 증대형 배터팩 사업 확대 기대
- 리스크 요인으로는 이차전지 보호회로 관련 주고객의 판매물량은 정체 중인 점

주가 및 주요이벤트

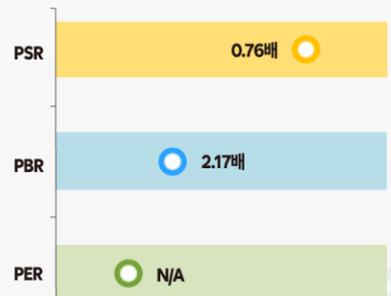


재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류상 IT산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 3Q23기준 Trailing, Fnguide WICS 분류상 IT산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

아이티엠반도체 (084850)

Analyst 백종석 jongsukbaek@kirs.or.kr

RA 서지원 jiwon.seo@kirs.or.kr

KOSDAQ

기술하드웨어와장비

아이티엠반도체는 이차전지 보호회로, 전자담배 OEM(주문자상표부착생산) 기업

아이티엠반도체는 2000년 설립된 이차전지 부품 및 전자담배 전문기업. 2012년 나이스그룹에 인수되었고 PMP 라는 이차전지 보호회로 부품 위주로 성장. 2022년 신사업으로 전자담배 사업 진행 중. 매출 비중은 PMP 67.3%, POC 5.4%, 전자담배 16.5%, 배터리팩, 센서 등 10.7%

전자담배 사업 관련 주고객 KT&G 동향과 동사 성장 주목

KT&G는 전자담배 사업 관련 향후 해외 중심으로 고성장을 노리는 중. 3대 핵심 사업(전자담배/글로벌 쉐련/건강기능식품)을 집중 육성하는 성장 전략을 선포 향후 5년 동안 총 3.9조원의 투자(성장 투자에 3.0조원, 유지보수에 0.9조원)를 집행할 것으로 언급. KT&G의 전자담배 사업 성장과 동사 전자담배 OEM 사업은 동반 성장 가능할 전망. 한편, 기존 사업(이차전지 보호회로)도 이르면 2Q24부터 고객 다변화 기대됨. 국내 휴대폰 고객사향으로 PMP 납품 기대

2024년, 영업적자 축소 가능할 전망

2023년 연간 연결기준 매출액, 영업이익은 각각 5,805억원, -149억원 기록(-8.4% YoY, 적자지속 YoY). 전년 대비 외형 감소는 1) 전반적인 북미 고객사의 부진과, 2) 북미 고객사 내 납품 경쟁사(1개사)가 추가된 점에 기인. 영업적자 소폭 감소는 비용 절감과 전자담배 사업 성장효과. 2024년 연간 매출액, 영업이익 각각 6,273억원(+8.1% YoY), -69억원(적자축소 YoY)으로 전망. 매출액 성장을 기대하나 흑자전환은 역부족일 듯. 북미 고객사의 2024년 사업 성과를 현재 기대하기에는 이른 시점이고, 2024년 전자담배 매출액 +37.5% YoY 가정하였으나 기존 사업의 부담을 상쇄할지 아직은 확신할 수 없기 때문. 향후 이차전지 보호회로 고객 다변화 확대와 전자담배 매출 확대가 이루어진다면 기업가치 반등은 점진적으로 가능

Forecast earnings & Valuation

	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액(억원)	3,911	5,125	6,335	5,805	6,273
YoY(%)	-1.7	31.1	23.6	-8.4	8.1
영업이익(억원)	254	54	-162	-149	-69
OP 마진(%)	6.5	1.0	-2.6	-2.6	-1.1
지배주주순이익(억원)	147	63	-213	-330	-211
EPS(원)	641	270	-938	-1,455	-930
YoY(%)	-71.1	-57.8	적전	적지	적지
PER(배)	88.8	157.6	N/A	N/A	N/A
PSR(배)	3.3	1.9	0.9	1.0	0.7
EV/EBITDA(배)	25.8	28.7	24.9	20.7	15.3
PBR(배)	4.9	3.8	3.0	3.1	2.6
ROE(%)	5.5	2.4	-9.4	-17.2	-12.0
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.0	0.0	0.0

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (4/11)	19,250원
52주 최고가	28,850원
52주 최저가	19,250원
KOSDAQ (4/11)	858.10p
자본금	116억원
시가총액	4,366억원
액면가	500원
발행주식수	23백만주
일평균 거래량 (60일)	4만주
일평균 거래액 (60일)	9억원
외국인지분율	31.6%
주요주주	NICE홀딩스 외 17인 66.56%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.8	-12.9	-27.5
상대주가	-8.0	-17.1	-24.0

참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '유동비율임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

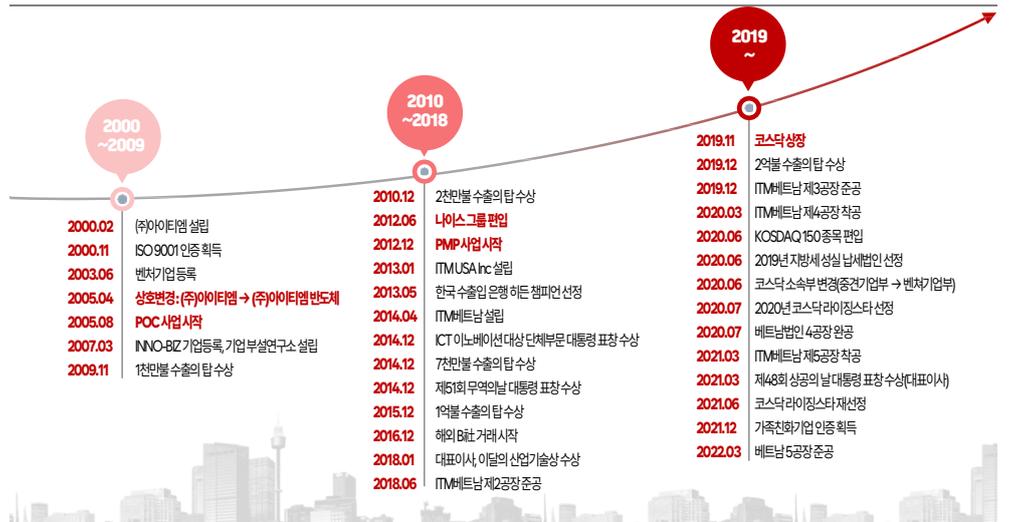
아이티엠반도체는 이차전지 보호회로, 전자담배 OEM(주문자상표부착생산) 사업 전문기업

아이티엠반도체는 2000년 설립된 이차전지 부품기업. 2012년 나이스그룹에 인수되었고 PMP 라는 이차전지 보호회로 부품 위주로 성장. 2022년부터는 전자담배 사업으로 사업 다각화 중

아이티엠반도체는 이차전지 보호회로 제조/판매 전문기업이다. 주사업으로 이차전지 보호회로 사업과 전자담배 디바이스/카트리지를 사업을, 이외에 중소형 배터리팩 및 디지털센서 사업도 영위하고 있다. 추가적으로 자동차 전장 및 중대형 배터리팩 시장으로 사업영역 확대를 계획하고 있다. 동사 매출의 70% 이상을 차지하는 이차전지 보호회로 사업은 POC(Protection One Chip) 및 PMP(Protection Module Package)를 기반으로 스마트폰, 웨어러블 기기 등 소형 IT 제품용 부품 시장을 공략하는 사업이다. 한편 2022년부터 전자담배 OEM(Original Equipment Manufacturing, 주문자상표부착생산) 사업에 진출하여 KT&G에 필연형 전자담배 '릴 하이브리드 E2'와 액상형 카트리지를 제조하여 공급하고 있다.

아이티엠반도체는 2000년 2월에 설립되었고, 2005년 이차전지 부품인 POC(Protection One Chip) 사업을 시작하였다. 2012년 동사는 나이스그룹에 편입되었는데, 나이스홀딩스는 2012년 6월, 파워로직스로부터 아이티엠반도체 지분 48.84%를 200억원에 인수하였다. 나이스그룹은 당시 IT 산업 부문의 사업 강화 차원에서 아이티엠반도체를 인수하였다. 아이티엠반도체는 2012년 PMP(Protection Module Package) 사업을 시작하였다. 2013년 동사는 한국수출입은행으로부터 '히든 챔피언'으로 선정되었고, 2014년에 베트남 해외법인(1공장)을 설립하였으며 '7천만불 수출의 탑' 수상과 무역의 날 대통령 표창을 수상하기도 하였다. 2018년 베트남 2공장을, 2019년 베트남 3공장을 준공하였으며, 코스닥 시장에 상장하였다. 2020년 추가적으로 베트남 4공장을, 2022년에는 베트남 5공장을 준공하였다. 동사는 사업다각화 차원에서 전자담배 카트리지, 디바이스 등을 2022년 5월부터 양산하였다.

주요 연혁



자료: 아이티엠반도체, 한국IR협의회 기업리서치센터

연결대상 종속회사는 3개사 보유

아이티엠반도체는 연결대상 종속회사로 3개사를 보유하고 있다.

1) ITM-USA Inc.

ITM-USA Inc.는 2013년 설립된 미국 해외법인이다(아이티엠반도체가 지분 100.0%를 보유). 주요 사업은 2차전지 보호회로 패키지 판매이다.

2) ITM Semiconductor VIETNAM Co., Ltd

ITM Semiconductor VIETNAM Co., Ltd는 2014년 설립된 동사의 베트남 생산법인이다(아이티엠반도체가 지분 100.0%를 보유). 현재 베트남 법인은 총 5개 공장으로 운영되고 있으며 주요 사업은 2차전지 보호회로 패키지 제조/판매, 전자담배 디바이스와 카트리지 제조/판매이다.

3) (주)아이티엔씨

(주)아이티엔씨는 2018년 설립되었으며(아이티엠반도체가 지분 100.0%를 보유), 각종 연구개발용역을 담당하고 있다.

아이티엠반도체 지분도 (2023년말 기준)



자료: 아이티엠반도체, 한국IR협의회 기업리서치센터

매출의 구성, 주요 제품

매출 비중은 PMP가 주력이고 전자담배가 매출비중 상승추세

동사 매출 비중은 PMP 67.3%, POC 5.4%, 전자담배 16.5%, 배터리팩, 센서 등 10.7%로 이루어져 있다(2023년 연간 사업보고서 기준). 구체적으로 동사 주요 제품들을 살펴보면 아래와 같다.

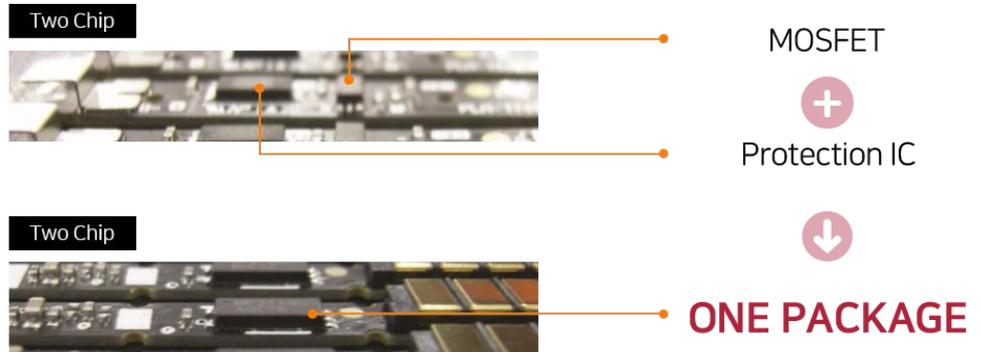
POC는 Protection IC(보호 칩)와 MOSFET을 패키징화한 칩

1) POC(Protection One Chip)

POC는 이차전지 보호회로인 Protection IC(보호 칩)와 MOSFET(트랜지스터의 일종)을 한 개의 Package로 직접화한 칩이다. POC는 이차전지 내 부품실장 비용과 PCB Layer 감소 등을 가능하게 하여 원가절감과 제품 소형화를 실현시킨 제품이다. 기존 보호회로용 IC인 Two-Chip 구조의 경우, 두 Chip간의 신호 전달 부위가 외부에 노출되어 있어 전자파 장애(EMI, Electro Magnetic Interference), 전기적 충격(ESD, Electro Static Discharge) 등이 가해질 경우 오동작이나 전기적 피해를 입을 가능성이 높은 반면 POC의 경우 Protection IC와 FET간 신호 전달 부위가 EMC(Epoxy Molding Compound)로 보호되어 전자파 장애나 전기적 충격으로부터 안전하다.

POC

as "One package"
It designed "MOSFET" and "Protection IC"



- Feature 01** Protection IC와 Dual MOSFET을 하나의 패키지로 만든 2차 전지 보호회로 패키지
- Feature 02** 제조 비용 절감, 소형 PCB 설계, 높은 PCM 생산성 유지 가능

자료: 아이티엠반도체, 한국R협의회 기업리서치센터

**PMP는 이차전지 보호회로
통합 패키지 제품**

2) PMP(Protection Module Package)

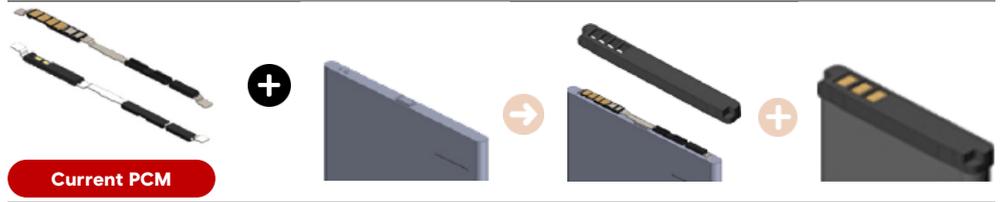
PMP는 기존에 이차전지 보호회로인 PCM(Protection Circuit Module)을 대체한 제품으로, 전세계에서 동사가 가장 먼저 개발한 'All in one' 이차전지 보호회로 패키지 제품이다. PMP는 기존 PCM 대비 저항이 낮고, 소형화가 가능하여 전기적, 물리적 보호능력과 신뢰성이 향상되었다. 동사는 150건 이상의 국내외 PMP 관련 특허를 보유하고 있다.

PMP의 개념



자료: 아이티엠반도체, 한국R협의회 기업리서치센터

PMP



자료: 아이티엠반도체, 한국R협의회 기업리서치센터

전자담배는 연초형 담배와 같이 흡연 효과를 낼 수 있도록 만든 전자기기 및 부가 제품들. 동사는 KT&G의 '릴' 제품 관련 사업을 활발히 영위 중

3) 전자담배(카트리지, 디바이스)

전자담배는 일반 연초형 담배와 같이 흡연 효과를 낼 수 있도록 만든 전자기기를 이용하여 흡연을 할 수 있는 형태의 제품이다. 전자담배는 크게 궤련형과 액상형으로 구분된다. 액상형 전자담배는 니코틴이 들어있는 액상을 끓여 수증기를 흡입하는 방식이며, 궤련형 전자담배는 기존의 담배처럼 담뱃잎을 사용하여 찌거나 가열해서 피우는 방식이다. 국내에서는 KT&G의 '릴(릴)', 필립모리스의 '아이코스', 브리티시아메리칸타바코(BAT)의 '글로' 등의 제품이 판매 중이다.

동사는 2022년부터 궤련형 전자담배 '릴 하이브리드 Ez' 액상형 카트리지와 디바이스 등을 양산하고 있다. 이는 OEM(Original Equipment Manufacturing, 주문자상표부착생산) 방식으로 제조하여 납품하고 있다. 동사는 하이브리드 디바이스에 사용되는 액상형 카트리지를 양산하기 위해 자동화 생산라인을 구축했다. 2022년말 기준 연간 3억개의 카트리지 생산능력을 보유하고 있으며, 2023년 아이티엠반도체의 전자담배 관련 매출액은 960억원으로 전년 대비 약 2배 성장하였다. 이렇듯 아이티엠반도체는 사업다각화 차원에서 전자담배 카트리지/디바이스 사업을 진행하고 있고 전자담배 사업 확대를 위해 Hardware, Software, 기구설계 등 다양한 분야 연구를 진행하고 있으며, 지속적인 개발을 통해 신규모델 수주를 추진하고 있다.

전자담배 관련 연구개발 실적

연구과제명	연구 결과 및 기대 효과	비고
전자담배 '릴 하이브리드 Ez' 개발	사업영역확대 및 매출증대	완료
전자담배 카트리지 프로젝트 1.0 개발	사업영역확대 및 매출증대	완료
전자담배 Set 프로젝트 2.0 개발	사업영역확대 및 매출증대	완료
전자담배 카트리지 프로젝트 2.0 개발	사업영역확대 및 매출증대	완료
전자담배 수출용 카트리지 개발	사업영역확대 및 매출증대	완료
자동차용 통신모듈 SiP개발	자동차 전장 시장 진입	완료
전자담배 카트리지 프로젝트 3.0 개발	원가절감 개발 및 가격 경쟁력 확보	완료
전자담배 Set 프로젝트 3.0 개발	사업영역확대 및 매출증대	진행중
전자담배 카트리지 프로젝트 4.0 개발	원가절감 개발 및 가격 경쟁력 확보	진행중
전자담배 Set 프로젝트 4.0 개발	사업영역확대 및 매출증대	완료
전자담배 Set 프로젝트 5.0 개발	사업영역확대 및 매출증대	진행중
전자담배 Set 선행 프로젝트 개발	기술 경쟁력 강화 및 미래 시장 우위 선점	완료

자료: 아이티엠반도체, 한국R협의회 기업리서치센터

전자담배 디바이스, 카트리지



자료: 아이티엠반도체, 한국IR협회의 기업리서치센터

동사는 현재 중소형 배터리팩 사업을 영위 중이고 향후 중대형 배터리팩 사업을 영위할 전망

4) 배터리팩, 센서 등

전세계적으로 여러 휴대용 IT기기(전동공구, 청소기 등) 및 ESS(에너지저장장치)는 리튬이온 이차전지를 활발히 채용하고, 기존 일부 납축전지도 리튬이온 방식 배터리로 대체되고 있는 추세이다. 이러한 리튬이온 방식의 배터리에서 ‘멀티셀 배터리팩’ 수요가 발생하게 된다. 멀티셀 배터리팩이란 높은 전압과 전류를 얻기 위하여 단위 셀을 직렬과 병렬로 다양하게 조합한 것을 말한다. 사용 용도와 구조가 다양하여 이에 적합한 패키징 관련 기술들을 확보하고 내재화하는 것이 배터리팩 사업의 핵심이다. 동사는 현재 중소형 배터리팩 사업을 영위하고 있고, 중장기적으로는 중대형 배터리팩 사업을 영위할 예정이다. 아이티엠반도체는 다양한 방식의 멀티셀용 보호회로 기술을 확보하고 있고, 제품 개발, 생산, 출하 검사 등 전 단계에 걸쳐 다양한 고객들의 요구에 맞춤 대응을 하고 있다. 멀티셀 배터리팩 제품을 개발/생산하기 위해서는 보호회로와 각종 IC 개발에 있어서 사양별로 여러 설계 및 조립기술이 필요하다. 또 높은 전압에서 뛰어난 절연특성을 가지는 전압 센싱 기술 등 다양한 회로 설계 기술도 요구된다.

이밖에 동사는 센서 사업도 소량 진행하고 있다. 동사 센서 제품은 웨어러블 기기용 심박 센서, 냉장고 등 가전 제품용 온도/습도 센서 등이다. 다만 센서 사업은 동사의 주력 사업은 아니어서 매출액이 낮은 비중을 유지할 것으로 보인다.

배터리팩, 센서 등



자료: 아이티엠반도체, 한국IR협회의 기업리서치센터

3] 주요고객은 글로벌 세트 대기업, 이차전지 기업, 전자담배 기업 등

주요고객은 글로벌 및 국내 IT 대기업들

아이티엠반도체는 글로벌 및 국내 IT 세트 대기업들을 고객으로 확보하고 있다. 구체적으로 이차전지 보호회로 분야 주요고객으로는 북미 고객사(A사), 국내 휴대폰 제조사(S사) 등이 있다. 전자담배 분야 OEM 고객으로 KT&G가 있다. 이외에 배터리팩 분야 고객 및 향후 잠재고객으로는 글로벌 IT 기업들 및 국내 대형 조선사 등이 있다.

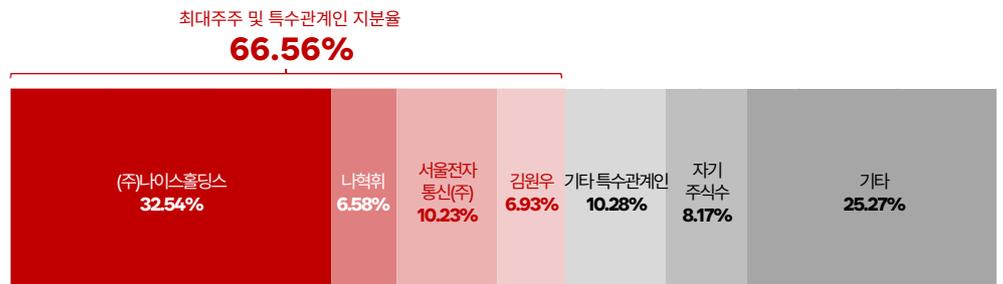
1] 최대주주는 (주)나이스홀딩스 외 17인

아이티엠반도체 최대주주 등은
동사 지분 66.56% 보유 중

아이티엠반도체 최대주주는 (주)나이스홀딩스 외 17인으로, 동사 지분 66.56%를 보유하고 있다(2023년 연간 사업보고서 기준). 최대주주인 (주)나이스홀딩스가 지분 32.54%를, 나이스그룹 계열사인 서울전자통신이 지분 10.23%를, 나혁휘 대표이사가 지분 6.58%를, 김원우 이사가 6.93%를 소유하고 있다.

나혁휘 대표이사는 1964년생으로, 경희대 화학공학 학사 출신이다. 2004~2008년 기간동안 파워로직스 대표이사를 역임했고, 2008년부터 아이티엠반도체 대표이사로 장기간 근무하고 있다. 한편 김원우 에스투비네트웍 이사는 나이스그룹 창업주 김광수 회장의 아들(장남)이다. 그는 1993년생으로 2018년 김광수 회장으로로부터 (주)나이스홀딩스 지분 대부분(24.61%)과 서울전자통신 지분 30.41%를 상속받았다.

아이티엠반도체 주주 현황 (2023년말 기준)



자료: 아이티엠반도체, 한국IR협의회 기업리서치센터

산업 현황

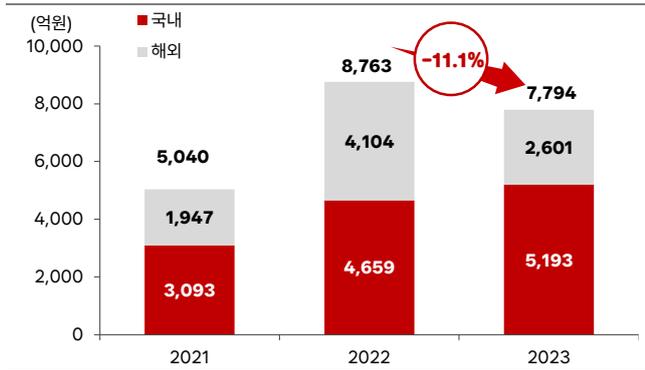
KT&G 전자담배 사업 현황 및 전망

KT&G의 2023년 전자 담배사업 매출은 정체

동사의 전자담배 관련 주고객인 KT&G의 전자담배 사업 현황 및 전망에 대해 살펴보면 다음과 같다. 2024.02.07에 발표된 KT&G 2023년 4분기 실적발표 자료를 살펴보면, KT&G의 담배사업 부문 2023년 매출액은 3.62조원으로 전년(3.57조원) 대비 약 1.3% 성장하였다. KT&G는 단가가 높은 판매 채널인 면세 판매 확대로 전년 대비 매출을 소폭 성장시켰다. 담배사업 부문 영업이익은 2023년 연간 9,771억원으로 전년 10,089억원 대비 소폭 감소했다.

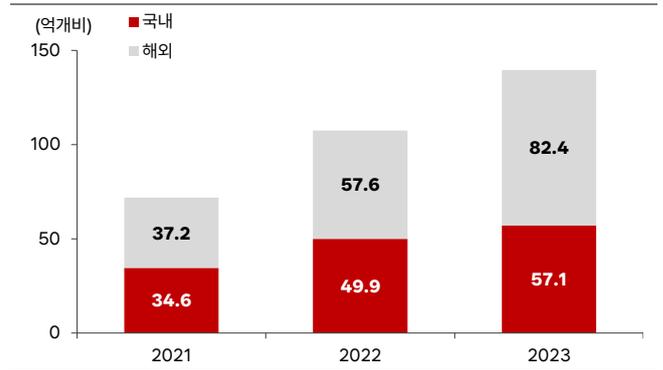
KT&G의 NGP(Next Generation Products, 전자담배)사업 부문 2023년 연간 매출액은 7,794억원으로 전년 8,763억원 대비 감소하였다. 이는 국내항 매출액이 증가했으나(2022년 4,659억원 → 2023년 5,193억원), 해외항 매출액이 감소(2022년 4,104억원 → 2023년 2,601억원) 했던 것에 기인했다(아래 그래프 참조). 해외사업은 스틱 매출 수량 성장에도 불구하고 2022년 글로벌 공급망 이슈로 인한 선제적 디바이스 수출물량 확대에 따른 지저 효과 영향으로 전년 대비 매출이 감소하였다.

KT&G 전자담배(NGP) 사업 부문 매출액



자료: KT&G, 한국IR협회의 기업리서치센터

KT&G 스틱 매출 수량

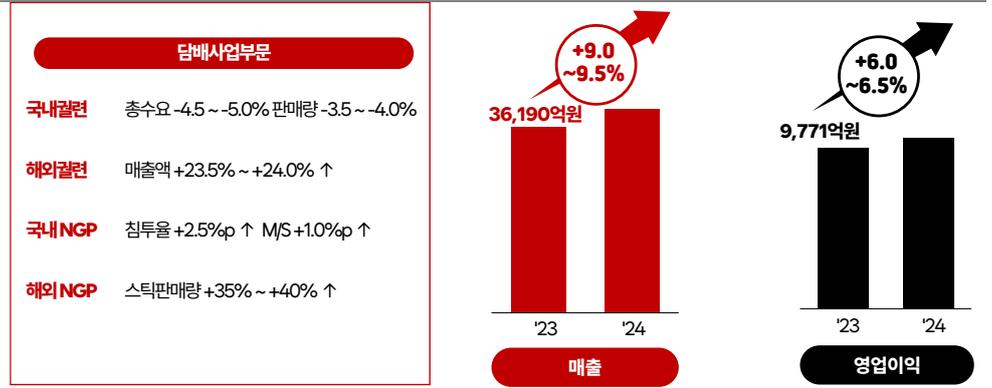


자료: KT&G, 한국IR협회의 기업리서치센터

KT&G는 전자담배 사업 관련하여 향후 해외 중심으로 고성장을 노려

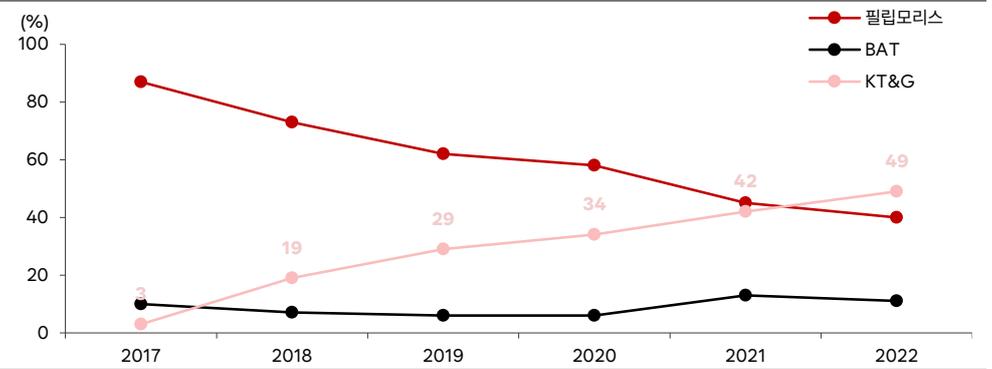
KT&G는 2024년 사업 전망에서 NGP 부문 관련 2024년 국내 NGP 사업 관련 침투율 +2.5%p 증가와 M/S +1.0%p 증가를, 해외 NGP 사업 관련 스틱판매량 +35% ~ +40% 증가 가이드언스를 제시하였다. KT&G는 2024년 담배사업 전체 기준으로 매출액은 전년 대비 9.0~9.5% 성장을, 영업이익은 전년 대비 6.0~6.5% 성장 가이드언스를 제시하였다. 이를 해석해보면 KT&G는 향후 전자담배 사업 관련하여 국내에서는 경쟁 속 수성을, 해외에서는 고성장을 노린다는 점을 시사했다고 보인다.

KT&G 2024 담배사업 부문 전망



자료: 아이티엠반도체, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 결연형 전자담배 시장 점유율 추이



자료: 아이티엠반도체, 한국IR협의회 기업리서치센터

필립모리스 관련 현황

글로벌 전자담배 강자는 필립모리스. 필립모리스의 가열식 전자담배 '아이코스' 제품의 글로벌 시장 내 점유율은 75%에 달해

글로벌 담배 및 전자담배 강자는 필립모리스(PMI, 필립모리스인터내셔널)와 BAT이다. 필립모리스(PMI)의 Smoke-Free 제품군은 가열식 전자담배(HTP, Heated Tobacco Product)인 '아이코스(IQOS)'와 니코틴 파우치 'ZYN' 2개의 브랜드로 구성되어 있다. PMI는 SFP(Smoke Free Product) 제품군에 대해 최근까지 100억 달러 이상을 투자하였다. 아이코스는 100억 달러, ZYN은 20억 달러 이상의 매출을 기록, 전자 매출액의 35% 이상을 차지하고 있으며 2025년까지 해당 비율을 50% 이상으로 높일 계획이다. 2023년 2분기 말 기준으로 일본 등 23개 국가에서 50% 이상의 매출 비중을 필립모리스는 이미 달성하였다. 중국을 제외한 글로벌 금연 제품 시장에서 각 품목별 PMI의 점유율은 연초담배 23%, SFPs 50%, 가열식 전자담배 75%, 니코틴 파우치 36% 수준으로, PMI는 가열식 전자담배 시장에서 연초담배보다 더욱 공고한 시장지배력을 보유한 것으로 판단된다. PMI는 2024년 ~ 2026년 동안 아이코스가 연평균 성장률 15%~20%를 기록, 전자담배 스틱 기준 2023년 1,250억 ~ 1,300억 개비에서 2026년 1,800억 ~ 2,000억 개비까지 판매량이 성장할 것으로 전망하였다. 글로벌 담배 시장은 총 2.8조 개비로, 아이코스가 진출한 국가의 시장 규모는 1.3조 개비, 진출 예정 시장은 1.0조 개비, 전자 담배가 금지되거나 접근 장벽이 있는 시장 0.5조 개비로 이뤄져 있다. 필립모리스 아이코스는 80개 국가에서 2,700만명의 사용자를 보유하고 있으며, 진출 국가 담배 시장 내 아이코스의 시장 점유율은 9% 수준이다. 기존 진출 국가 내 점유율의 점진적인 상승에 따라 현재 대비 50% 이상의 추가

매출 확보가 가능할 것으로 판단한다. 평균적으로 진출 이후 경과에 따라 4년 미만은 2%, 4~7년은 7%, 8년 이상은 15%까지 점유율이 확대되고 있으며, 일본 등 일부 국가에서는 18% 이상을 기록 중이기 때문이다. 진출 예정 국가 중에서는 미국, 인도네시아가 가장 유력한 시장이다.

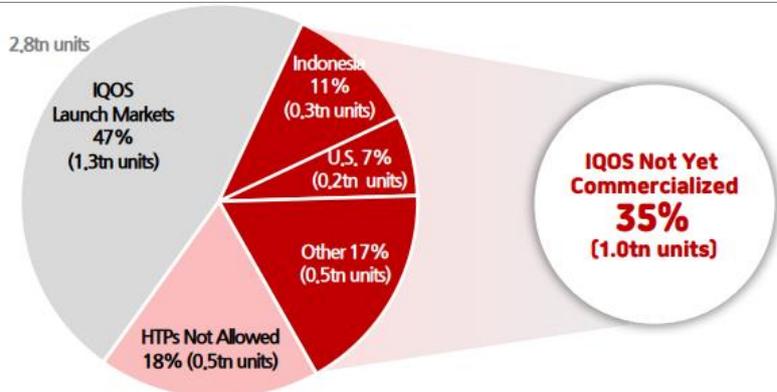
한편 미국 내 성인 흡연자는 약 3,000만명으로 연간 1,800억 개비를 소비하고 있으며 금액 기준 700억 달러 규모를 형성하고 있다. PMI는 미국에서 아이코스 일루마 출시 후 5년 내에 담배 시장의 10% 점유율 달성을 목표로 하고 있다. 2019년 아이코스(3.0/2.4)는 미국 내 판매허가(PMTA, Pre Market Tobacco Application)를 FDA로부터 최초로 인가받고 독점 판매권을 보유한 알트리아를 통해 미국 내에서 판매되었으며, 2020년 7월에는 FDA로부터 위해저감담배제품(MRTP, Modified Risk Tobacco Product) 마케팅 인가도 받았다. 하지만 2021년 9월 미국 국제무역위원회(ITC)는 BAT(British American Tobacco)의 자회사인 레이놀즈 아메리카가 제기한 특허권 분쟁에서 PMI와 알트리아가 레이놀즈 아메리카의 특허를 침해하였다고 판단, 아이코스 기기의 미국 내 수입 및 판매금지 결정을 내렸고, 2024년 2월까지 아이코스 제품은 미국에서 판매되지 못하였다. 그러나 PMI가 2022년 10월부터 미국 ITC에 아이코스 수입 및 판매금지 결정을 번복할 것을 적극적으로 요구했고, 2024년 3월에 PMI-레이놀즈 아메리카 간 특허 분쟁이 합의가 되면서 미국 내 아이코스 판매가 재개되고 있다. 이는 ITC 결정에 따라 미국 내 아이코스 판매가 제한된 지 2년 5개월 만이었다.

PMI의 아이코스와 ZYN



자료: PMI, 한국IR협의회 기업리서치센터

2022년 글로벌 담배 시장은 2.8조 개비, 아이코스 진출 예정 시장 1조 개비



자료: PMI, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 글로벌 스마트폰 시장 현황 및 전망

**2023년 스마트폰 시장은
부진 지속**

2023년 글로벌 스마트폰 출하량은 11.6억대로 전년 대비 2% 정도 감소한 것으로 관측된다(시장조사기관 IDC 출하량 추정 인용). 2022년에도 글로벌 스마트폰 출하량은 전년 대비 약 10% 감소하여, 2년 연속 부진한 모습이다. 2022년부터 각국 정부의 금리인상 기조로 소비 심리가 위축된 영향과 스마트폰의 기술 진전 한계 등으로 인해 스마트폰 시장은 정체기에 들어선지 오래된 상황이다.

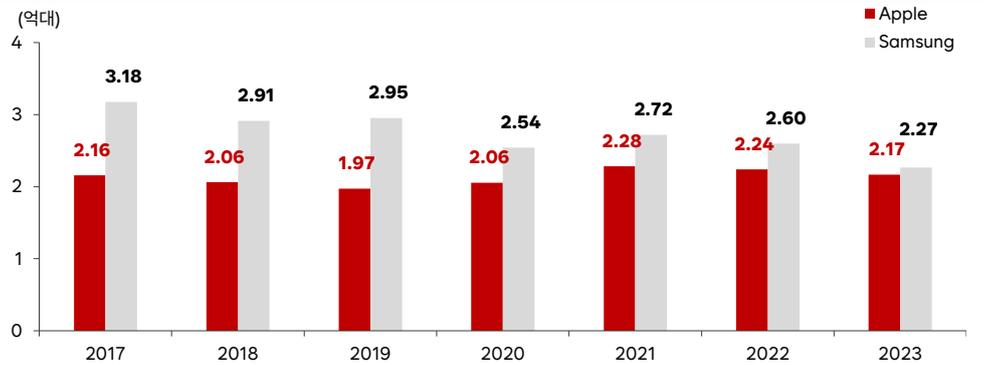
**삼성전자-애플 간 연간 스마트폰
출하량 갭이 역사상 가장 좁혀져**

주요 스마트폰 업체들의 2023년 현황을 살펴보면 다음과 같다.

삼성전자의 2022년, 2023년 글로벌 연간 출하량은 각각 2.6억대, 2.27억대를 기록했다. 두자리수인 12.7%나 출하량이 감소한 모습이었다. 선진국에서는 애플에 밀리고 중국 지역에서는 주요 중화권 업체들(Xiaomi, Vivo, OPPO 등)에 시장을 내준 영향이 컸다고 보인다. 애플의 2022년, 2023년 글로벌 연간 출하량은 각각 2.24억대, 2.17억대를 기록하였다. 출하량은 3.5% 감소했다. 애플도 물량이 감소하였으나 삼성전자 대비 큰 타격은 없었던 것으로 파악된다. 애플은 선진국 소비자들의 두터운 신뢰로 출하량 감소 방어에는 성공하는 모습이었다.

이렇듯 삼성전자와 애플 간 연간 스마트폰 출하량 갭이 2023년 역사상 가장 좁혀진 것이 스마트폰 산업 내 특징 중 하나라고 파악한다. 2023년 삼성전자, 애플의 연간 스마트폰 출하량은 각각 2.27억대, 2.17억대로 그 차이는 1천만대 수준으로, 2020~2021년 약 5천만대 갭 수준 대비 크게 좁혀지는 모습이었다. 참고로 2017~2019년 양사의 출하량 갭이 약 1억대 수준이었다는 점을 상기할 때, 최근 삼성전자 스마트폰 출하량 감소는 주 경쟁사인 애플 대비 두드러지고 이는 삼성전자 입장에서는 매우 뼈아픈 부진이라 평가할 수 있다.

삼성전자, 애플 글로벌 스마트폰 출하량 추이



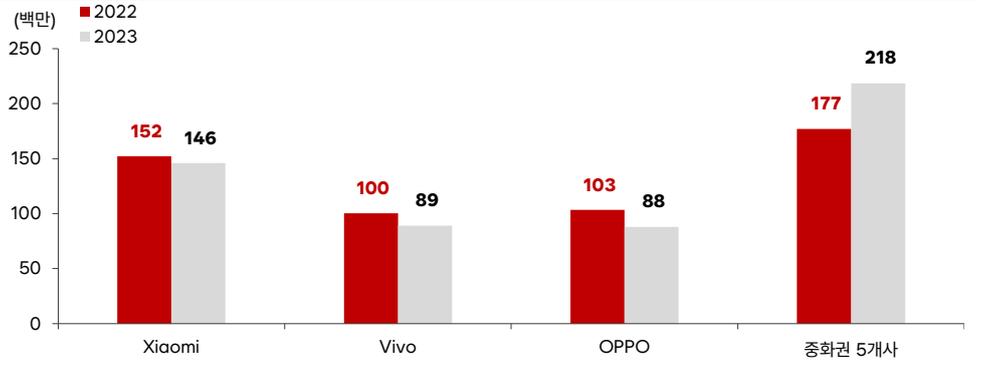
자료: 업계자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

**중화권 업체들 내에서도
출하량 차별화가 나타나**

이외에 2023년 글로벌 스마트폰 시장 내 특징 중 하나는 중화권 업체들 내에서도 출하량 차별화가 나타났다는 점이다. 일부 중화권 기업들의 경우 스마트폰 산업의 전반적인 부진에도 불구하고 2023년 출하량이 YoY로 증가하는 업체들이 나타나기도 했으며, 반면 산업 전반의 흐름대로 전년 대비 출하량이 줄어든 업체들도 있었다. 즉, 중화권 기업 중 5개사(Honor/Lenovo-Motorola/Huawei/Tecno/Infinix)는 불황기에도 불구하고, 2023년 전년 대비 출하량이 증가했고 상위권 기업 3사(Xiaomi, Vivo, OPPO)는 전년 대비 출하량이 감소하는 모습이었다. 이는 1) 중국 소비자의 애국 소비 무드 확대, 2) (스마트폰 기술 차별화가 희석되며) 소비자 기호 다변화 경향 등에 기인하였다. 특히 2023년 Huawei의 출

하량이 3,540만대를 기록, 전년 대비 37.7%나 증가한 점은 의미가 있다. 이는 미-중 경제/무역 전쟁에 대한 중국 소비자 태도를 느낄 수 있는 출하량 추이이다.

중화권 기업들(8개사)의 2022, 2023년 글로벌 스마트폰 출하량 추이



주: 중화권 5개사는 Honor, Lenovo-Motorola, Huawei, Tecno, Infinix
자료: 업계자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

2024년 스마트폰 산업의 소폭 회복이 기대됨

2024년은 스마트폰 산업의 소폭 회복이 예상되고 있다. 최근 2년간 연속적으로 물량이 감소하며 시장 내 재고도 소진된 측면이 있고, 각 스마트폰 업체들의 차별화 노력들이 시장에 활기를 불어넣어 줄 수 있을 것으로 예상되기 때문이다. 시장조사기관 IDC는 2024년 글로벌 스마트폰 출하량을 전년 대비 3.8% 증가된 12.0억대로 전망하고 있다. 조사기관마다 미미한 차이는 존재하나 대체로 2024년 스마트폰 시장은 출하량 기준으로 전년 대비 2~4% 수준으로 소폭 증가될 것으로 추정되고 있다.

2024 글로벌 스마트폰 시장 주요 트렌드 2가지

2024년 글로벌 스마트폰 시장의 주요 트렌드는 크게 2가지라고 판단된다. 폴더블폰 물량 확대 둔화와 시폰 출하 성장이 그것이다. 각각을 설명하면 다음과 같다.

1) 폴더블폰 물량 확대 둔화

폴더블폰 시장은 확대되나 성장세는 둔화 중. 중화권 기업들의 추격도 매서운 상황

정체된 스마트폰 전체 시장 내에서 폴더블폰의 성장은 진행 중이다. 다만 여러 변화가 느껴진다. 다수 시장조사기관들은 대체적으로 2022년 당시 글로벌 폴더블폰 출하량 예상을 2021년 900만대에서 2022년 1,600만대, 2023년 2,600만대 수준으로 성장할 것으로 전망하였으나, 이러한 전망치는 점차 하향 조정되었다. 2023년중 파악된 모 시장조사기관의 글로벌 폴더블폰 출하량 현황/전망은 2021년 900만대, 2022년 1,300만대, 2023년 1,670만대, 2024년 3,060만대 수준으로 제시되었다. 2024년 4월초 현재 기준으로, 2023년까지의 글로벌 폴더블폰 물량 추이 및 전망 자료를 찾기는 어렵다. 아마도 아직 집계가 되지 않았고 관련 기업들도 언급 자체를 꺼리는 것으로 예상된다. 그만큼 폴더블폰 시장의 성장도 기존 전망기대치를 미달하며 부진한 모습인 것으로 추정된다.

폴더블 디스플레이 2023년 분기별 출하량 추이(추정치)는 1Q23 1,950k, 2Q23 2,250k, 3Q23 7,000k, 4Q23 4,600k로 추산된다. 2023년 연간 폴더블폰용 폴더블 디스플레이 출하량은 1,580만대로 예상되며, 통상적으로 디스플레이는 재고를 고려하여 세트 수량보다 많이 생산한다는 점을 고려할 시 2023년 연간 글로벌 폴더블폰 출하량은 1,340만대 수준에 그칠 걸로 예상할 수 있다. 이는 전년(1,300만대) 대비 미미한 증가 밖에 없었던 것으로 추정된다.

글로벌 폴더블폰 시장은 2019년 삼성전자가 처음 폴더블폰을 상용화하며 시장을 개화시켰고, 여전히 삼성전자가 주도하고 있으나 그 주도력은 다소 약화되었다. 여러 중화권 스마트폰 기업들의 관련 성장이 견조하다. Huawei는 4Q23 분기 기준으로 폴더블 디스플레이 조달 물량에서 삼성전자를 소폭 앞선 것으로 알려졌다. 2024년 1~2월 폴더블 디스플레이 조달 물량 점유율은 삼성전자가 39%, Huawei가 42%를 기록할 것으로 추정된다. Huawei는 2023년 9월 출시한 신제품인 폴더블폰 '메이트 X5'의 중국 내 수요가 견조하고 차기폰을 준비하며 다수의 폴더블 디스플레이를 조달하고 있는 것으로 알려졌다. 향후 글로벌 폴더블폰 시장은 성장을 지속하겠으나 그 성장세는 둔화할 전망이다, 성장을 주도하는 업체는 Huawei 등 중화권 업체일 것으로 예상된다. 물론 삼성전자의 반격은 언제나 가능하며, 이는 중저가 라인업 확대 또는 차별화된 디자인 및 기능 등을 통해 모색될 것으로 판단한다.

2) AI폰 출하 성장

**스마트폰 내 On-Device AI
적용이 확대 중. 향후 관련한 선두
스마트폰 업체들의 동향과
소비자들의 반응을 관찰해야**

2023년초부터 Open AI의 생성형 AI(인공지능) 시장이 개화되며 최근 스마트폰 산업 내에도 변화가 일어나고 있다. 스마트폰에 On-Device AI 적용이 시작되고 있는 것이다. On-Device AI란 스마트폰 등 휴대용 개인 기기 내에서 AI 기능을 개인화하여 연산, 제공하는 것을 말한다. On-Device AI 폰은 AI 기능을 사용할 시 중앙 AI 서버를 거치지 않고 서비스를 제공하므로 보안상 강점과 서비스 속도 증가, 개인맞춤 정도의 향상 등 강점을 기대할 수 있다.

2024년 1월, 삼성전자는 자체 AI 기술인 '가우스'를 탑재한 갤럭시 S24를 발표했다. 삼성전자 외에도 Oppo, Vivo, Xiaomi 등이 상반기 AI폰을 출시할 예정이고 애플도 업계 소식에 따르면 하반기 출시될 iPhone 16에 LLM(Large Language Model, 대형언어모델) 기반 생성형 AI인 Ajax를 탑재할 계획이다. 갤럭시 S24는 통화 중 실시간 음성 및 텍스트 번역 기능을 제공하며, Huawei가 출시한 Honor 매직6 Pro는 70억 파라미터 규모의 대형 언어모델 Magic LLM을 탑재해 음성, 이미지, 시선, 제스처를 종합적으로 인식하고 사용자 경험을 단순화하며 개선해주는 서비스를 제공한다. 물론 이러한 AI 폰은 성장 초입기 제품이므로 퀄리티 측면에서 소비자 눈높이에 아직 미치지 못할 수 있다. 따라서 당분간은 On-Device AI 폰은 스마트폰의 수요 진작을 위한 마케팅 차원에서 활용될 전망이다. 그러나 중장기적으로 On-Device AI 폰은 소비자의 만족을 얻을 가능성이 있고 그 성장세는 가파를 전망이다. 따라서 On-Device AI 기능에서 차별화를 보여주는 스마트폰 업체가 향후 스마트폰 산업을 지배할 가능성이 있고, 각 기업들은 비교 우위를 점하기 위해 치열하게 기술 경쟁을 벌여 나갈 것으로 예상된다. 시장조사기관 IDC는 2024년 약 1.7억대의 AI 스마트폰이 출하되어 전체 시장의 15%를 차지할 것으로 전망하였다. 향후 선두권 스마트폰 업체들 특히 삼성전자, 애플, Huawei의 On-Device AI 폰 개발 동향을 주시해야겠다. 아울러 On-Device AI 폰의 진화로 스마트폰 수요가 붐업될수 있을지 관찰해야 한다.

투자포인트

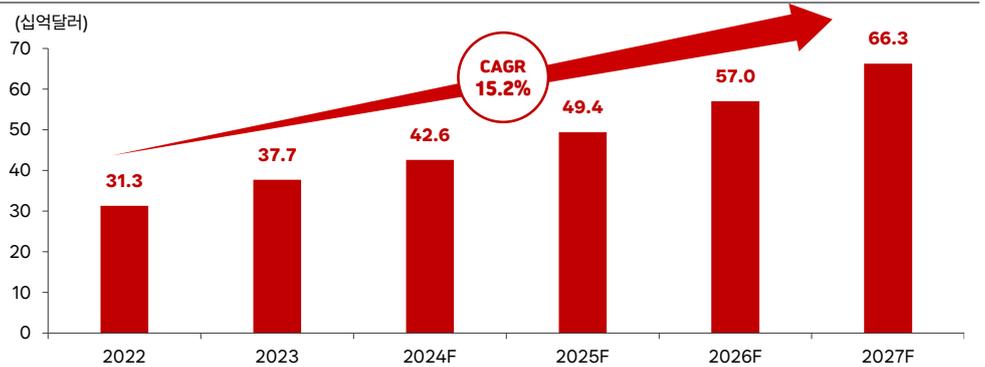
2H24부터 전자담배 디바이스 매출 증가 기대

2024년 하반기부터 전자담배 디바이스 매출 증가가 기대됨. 주고객과 동반 성장 가능

아이티엠반도체는 KT&G향으로 다양한 카트리리지 및 디바이스 공급을 하고 있다. 현재까지는 디바이스 보다는 카트리리지 매출이 대부분이었는데 2024년 하반기부터 디바이스(세트) 매출 증가가 기대된다. 동사는 3분기부터 '릴 에이블' 수출용 모델의 납품을 늘릴 수 있을 것으로 예상된다. 릴 에이블 모델이 경우 국내용은 경쟁사 파트론이 납품을 해오고 있었고 수출용은 동사가 전담할 것으로 기대되고 있다. 릴 에이블 모델은 최신 칩셋 적용으로 기존 제품보다 온도를 보다 높일 수 있고, 배터리 용량이 커졌으며(3,500mAh), 7가지의 맛을 선택할 수 있는 등 상품성이 우수하다고 파악된다. KT&G는 해외향 전자담배 시장 확대에 노력하고 있는 바, 동사의 동반 수혜가 기대된다.

글로벌 전자담배 시장은 고성장을 지속하고 있다. 시장조사기관 유로모니터에 따르면, 글로벌 전자담배 시장 규모는 2022년 313억달러 수준으로, 그 시장 규모는 2023년 377억달러에서 2027년 663억달러 규모로 성장할 전망이다. 연평균 성장률은 15.2%일 것으로 기대되고 있다. 이러한 성장성 높은 시장에서 KT&G도 적기에 설비투자를 늘리려는 스탠스를 보이고 있다. 2023년초 KT&G는 '미래비전 선포식'을 열고 미래 설비투자 계획을 발표한 바 있다. KT&G는 중장기 비전과 함께 3대 핵심 사업(전자담배/글로벌 궐련/건강기능식품)을 집중 육성하는 성장 전략을 선포하였다. 여기서 향후 5년 동안 총 3.9조원의 투자(성장 투자에 3.0조원, 유지보수에 0.9조원)를 집행할 것으로 언급했다. 이 성장 투자 3.0조원 중 전자담배에 1.2조원, 건강기능식품에 0.6조원, 기타에 1.2조원을 투자할 것으로 설명하였다. 결론적으로 KT&G의 활발한 전자담배 투자에 따라 동사의 수혜가 기대된다.

글로벌 전자담배 시장 추이 및 전망



자료: PMI, 한국IR협의회 기업리서치센터

이차전지 보호회로 분야 고객 다변화 기대

올해 PMP 관련 신규 고객사 추가 효과를 기대

이르면 2분기말부터 이차전지 보호회로 부품인 PMP의 고객 다변화 본격화가 기대되며, 국내 휴대폰 고객사향으로 PMP 납품이 이루어질 전망이다. 국내 휴대폰 고객사향으로는 기존에는 POC만 일부 매출하는 등 관련 매출액이 크지 않았으나, PMP가 오는 3분기 발표될 고객사 휴대폰 신제품에 채용될 것으로 예상된다. 해당 모델 내 PMP 수요의 약 70% 비중을 동사가 담당할 것으로 파악된다. 올해 관련 매출액 증가 효과는 150억원 내외로 전망한다.

긍정적인 점은 위 신제품항 납품 외에도 추가로 동 고객에게 PMP 납품 확대를 진행할 가능성이 있다는 것이다. 관련 해서 동사는 현재 적합성 테스트를 받고 있는 것으로 보인다. 동사 이차전지 보호회로 관련 매출은 기존에는 북미 고객 사항 비중이 거의 90% 대로 편중되었으나, 고객 확대 시 향후 고객 집중 완화와 매출 증가, 마진 개선 등을 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

3 중장기적으로 중대형 배터리팩 사업 확대 기대

2027년부터 신성장동력인 중대형 배터리팩 관련 실적 시현 가능

아이티엠반도체는 2027년부터 중대형 배터리팩 사업을 본격화할 것으로 예상된다. 방산업계에 따르면 지난해 하반기에 한화에어로스페이스는 국방기술진흥연구소 무기체계 제조개발 지원사업의 수출 잠수함용 리튬전지체계 개발 사업자로 최종 선정되었다. 그리고 이 사업의 셀 개발 전문업체로 아이티엠반도체가 선정되었다. 아이티엠반도체는 배터리 관리시스템(BMS) 분야에 특화된 점에서 관련 기업들에게 기술력 인정을 받은 것으로 파악된다. BMS는 사전에 전압·전류 등을 조절해 배터리 폭발 위험요소를 제거하는 체계이고, 잠수함에 리튬전지가 들어가려면 폭발 방지를 위해서 필수적으로 적용되어야 한다. 기존 잠수함은 디젤 엔진을 돌려 배터리를 충전한 뒤, 충전된 배터리의 전력을 이용해 추진 모터를 가동하는 식으로 운항했다. 기존엔 납축전지 사용이 보편적이었지만, 차세대 잠수함에는 배터리 용량 증가가 필요하고 소음 감소가 요구되어 리튬전지가 들어갈 예정이다. 아이티엠반도체와 한화에어로스페이스가 개발 예정인 리튬전지는 기존 대비 크기와 무게를 줄이면서 안정성을 높일 예정이다. 납축전지와 부피가 같더라도 전력 용량이 크고, 충전에 걸리는 시간도 단축 가능하다.

따라서 2027년부터 동사는 중대형 배터리팩 매출을 시현할 수 있을 예정이고 그 규모는 수출 잠수함 1척당 약 200억 원 규모일 것으로 예상된다. 2027년부터 수년간 관련 수출 잠수함 수는 10척에 이를 것으로 기대된다. 동 사업은 매출액 규모가 크고 기술적 난이도도 높아 관련 수익성은 높을 것으로 예상된다. 따라서 동 사업은 동사의 신성장동력으로서 그 역할을 담당할 것으로 기대된다.

실적 추이 및 전망

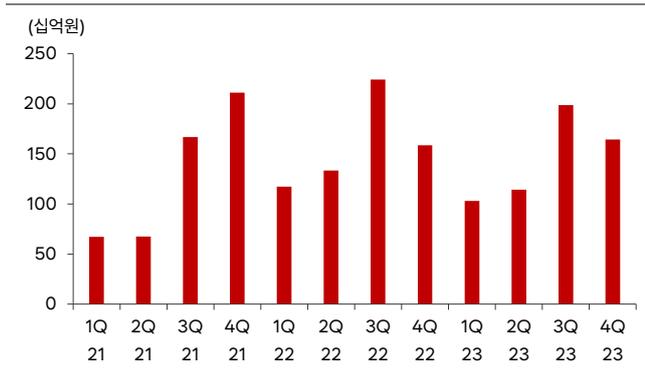
2023년, 전년 대비 매출액은 역성장하고 영업적자는 소폭 감소

**2023년 연간 연결기준
매출액, 영업이익 각각
5,805억원(-8.4% YoY),
-149억원(적자유지 YoY) 시현**

아이티엠반도체의 4Q23 연결 기준 매출액, 영업이익은 각각 1,644억원, -20억원을 시현했다(VS 4Q22 매출액, 영업이익 각각 1,586억원, -81억원). 전년 동기 대비 실적개선은 수익성이 좋은 전자담배 매출 확대, 비용절감 노력 등에 기인했다.

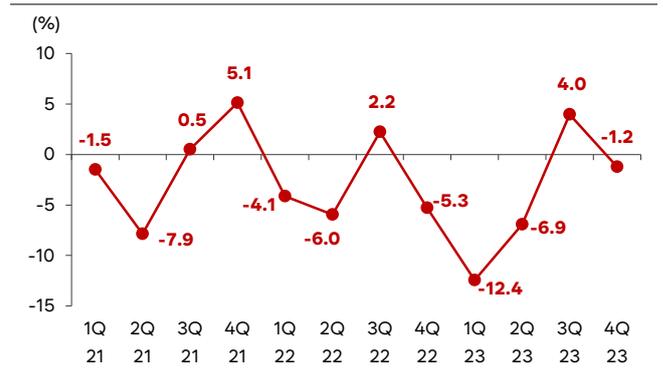
2023년 연간 연결 기준 매출액, 영업이익은 각각 5,805억원, -149억원이었다(-8.4% YoY, 적자지속 YoY). 매출액 감소는 1) 북미 고객사의 스마트폰, 와이치 출하량의 전년 대비 감소 영향이 있었고, 2) 북미 고객사 내 납품 경쟁사(개사)가 증가하며 그 악영향이 반영되었다. 영업이익은 전년 대비 적자폭을 소폭 줄였는데(2022년 영업이익 -162억원 VS 2023년 영업이익 -149억원), 이는 주로 인건비 및 물류비 등 비용 절감, 전자담배 사업 성장에 기인하였다. 전자담배 사업 2023년 연간 매출액은 960억원을 시현하며 전년 대비 약 2배 성장하는 모습이었다. 전자담배 사업은 빠르게 규모의 경제를 확보하는 중으로, 마진은 기존 이차전지 보호회로 사업 대비 양호한 것으로 예상된다.

분기 매출액 추이 (연결기준)



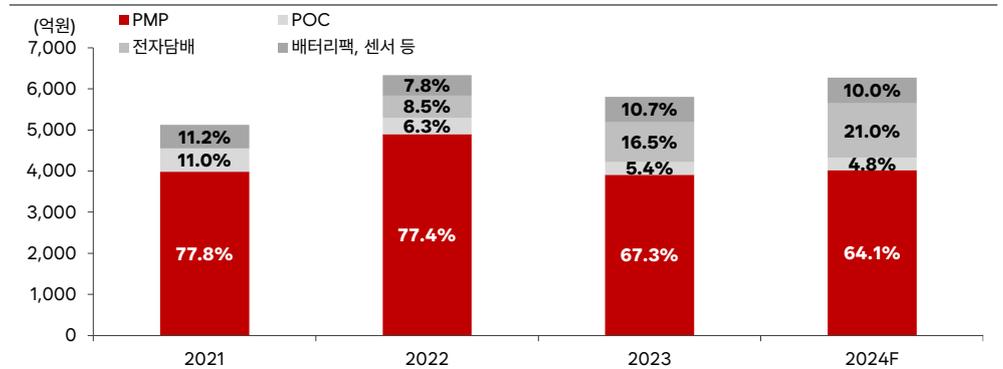
자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

분기 영업이익률 추이 (연결기준)



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

연간 사업 부문별 매출액 비중 추이



자료:아이티엠반도체, 한국IR협의회 기업리서치센터

2024년, 영업적자 축소 가능할 전망

**2024년 매출액, 영업이익
각각 6,273억원(+8.1% YoY),
-69억원(적자지속 YoY)으로 전망**

아이티엠반도체의 2024년 연간 매출액, 영업이익은 각각 6,273억원(+8.1% YoY), -69억원(적자지속 YoY)으로 전망한다. 매출액 성장 전망은 1) 전자담배 사업이 납품 제품수 증가 및 디바이스 매출 증가로 전년 대비 37.5% 성장이 전망되는 점, 2) PMP 매출액이 신규 고객 효과와 기존 고객 물량 증가로 전년 대비 3% 정도 증가가 기대되는 점 등 때문이다. 참고로 배터리팩, 센서 등 부문과 POC 부문 매출액 전망은 보수적인 관점에서 실적 추정을 하였다. 즉 배터리팩, 센서 등 부문은 전년(624억원)과 유사한 매출액 수준(630억원)을 전망하였고, POC의 경우는 5% 정도 매출 감소를 가정하였다.

영업이익은 -69억원(영업이익률 -1.1%)으로 전망한다. 수익성이 높은 전자담배 매출액이 증가하고, 기존 보호회로 사업에서 원가 및 비용 절감을 시현하여 동사 수익성은 전년 대비 개선될 수 있을 것으로 전망하였다. 다만 흑자전환을 당장 기대하기는 어렵다고 판단하였는데 이는 1) 이차전지 보호회로 사업 관련 북미 고객사의 2024년 사업 성과를 현재 기대하기에는 이른 시점이고, 2) 전자담배 사업의 경우 성장성에 대한 긍정적인 관점에서 매출액 증가를 가정(2024년 전자담배 매출액 +37.5% YoY 가정)하였으나 기존 사업의 부담을 상쇄할 정도의 매출 성장이 연중 진행될지에 대해 아직은 확신할 수 없다고 판단되기 때문이다. 2024년 동사의 BEP 이상 매출액 수준이 연매출 6천억원 중반 정도로 예상되어 2024년 동사 매출액이 만약 추정치 6,273억원을 크게 상회한다면 영업이익이 흑자전환 할 수 있을 것으로 판단된다. 다만 그 시점은 올해보다는 2025년경일 것으로 예상된다. 또 투자포인트 챗터에서 언급했듯이 단기적 이벤트는 아니나 2027년부터는 차세대 잠수함 관련 중대형 배터리팩 사업이 추가되며 전사 매출액, 영업이익에 일정 부분 보탬이 될 수 있을 것으로 예상된다.

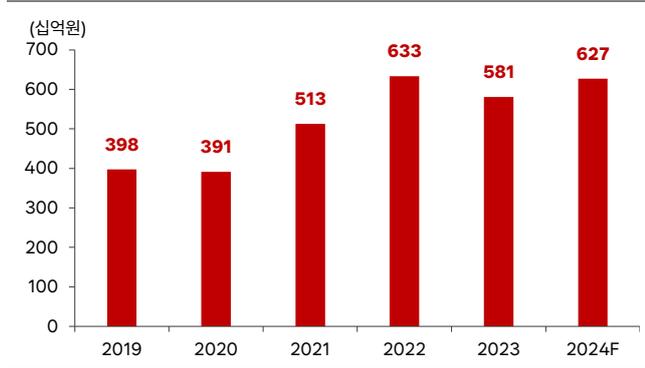
실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

구분	2021	2022	2023	2024F
매출액	5,125	6,335	5,805	6,273
PMP	3,987	4,901	3,906	4,023
POC	564	398	316	300
전자담배	-	540	960	1,320
배터리팩,센서등	574	496	624	630
영업이익	54	-162	-149	-69
지배주주순이익	63	-213	-358	-211
YoY 증감률				
매출액	31.1	23.6	-8.4	8.1
영업이익	-78.8	적전	적지	적지
지배주주순이익	-57.4	적전	적지	적지
영업이익률	1.0	-2.6	-2.6	-1.1
지배주주순이익률	1.2	-3.4	-6.2	-3.4

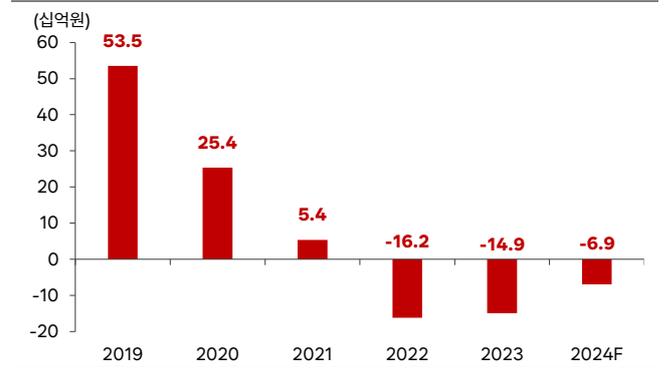
자료: Dart, 한국IR협의회 기업리서치센터

매출액 연간 추이 및 전망 (연결기준)



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

영업이익 연간 추이 및 전망 (연결기준)



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터



Valuation

실적 개선은 점진적일 전망이어서 현재 밸류에이션 부담은 다소 큰 상황.

향후 이차전지 보호회로 고객 다변화 확대와 전자담배 매출 확대가 이루어진다면 기업가치 상승可

**동사 PBR 밸류에이션은
시장보다 소폭 높은 수준**

아이티엠반도체의 현재 시가총액은 4,367억원 수준이다. 2024년 동사의 예상 PBR은 2.6배 정도로, 코스닥 시장 (2.56배) 대비 소폭 높은 수준이다.

**동사 Peer그룹으로 파트론,
이엠텍을 선정**

아이티엠반도체는 이차전지 보호회로 및 전자담배 제조/판매 전문기업이다. 동사 Peer로는 IT 부품 및 전자담배 관련 기업들을 Peer그룹으로 고려할 수 있다. 동사의 Peer그룹으로 파트론, 이엠텍을 선정하여 아래 표와 같이 동사와 Peer 기업들간 밸류에이션을 비교해 보았다.

동사와 이엠텍은 전자담배 제조/판매를 미래 주력사업 분야로 추구한다는 유사점이 있다. 동사와 이엠텍은 2023년 그 실적 부진 요인은 다르지만 순이익은 나란히 적자를 시현한 상황으로, PER 비교는 어려운 상황이다. 따라서 2023년 PBR 비교를 통해 기업간 밸류에이션 현황을 점검해 보고자 한다. 2023년 비교 3사의 PBR 밸류에이션은 파트론을 제외하고 시장 대비 높은 상황이다(동사 PBR 3.1배, 파트론 PBR 0.9배, 이엠텍 PBR 2.9배 VS 코스닥 PBR 1.96배). 비교 기업들 중 파트론의 PBR이 현저히 낮은 것은 동사와 이엠텍 대비해서 파트론의 전자담배 사업 매출 비중이 전자 매출 중 10% 미만인 점 때문으로 해석된다.

향후 전자담배 제조/판매 사업의 전망은 밝다고 보이는데 이는 1) 글로벌 전자담배 시장 성장률이 2023~2027F 연평균 15%대의 성장이 기대되는 등 성장성이 뛰어나고, 2) 필립모리스, BAT, KT&G의 전자담배 사업에 대한 설비투자 강화와 제품군 다변화가 기대되기 때문이다. 따라서 현재 동사와 이엠텍의 밸류에이션은 부담스러우나, 관련 산업의 고 성장과 실적 개선 등에 따라 밸류에이션 부담은 향후 경감될 수도 있을 것으로 보인다.

**실적 부진으로 주가는 부진. 다만
향후 고객 다변화 확대와 전자담배
매출 확대가 이루어질시
기업가치는 반등 가능**

아이티엠반도체의 Historical 밴드 차트를 살펴보면, 현재 동사 PBR, PSR 밸류에이션은 각각 밴드 하단 2.6x(2.0x~6.3x), 0.7x(0.6x~4.0x) 수준에서 거래되고 있다. 2022~2023년 동사 실적이 연속적으로 매우 부진하며 주가는 그 실망감을 반영하고 있다. 향후 실적은 점진적인 개선이 기대되나 당장의 실적이 현 시가총액을 설명하기에는 난해한 것이 현실이다. 다만 향후 이차전지 보호회로 고객 다변화 확대와 전자담배 매출 확대가 기조적으로 이루어진다면 동사 기업가치는 점진적인 반등이 가능하다고 판단한다.

동종 업종 밸류에이션

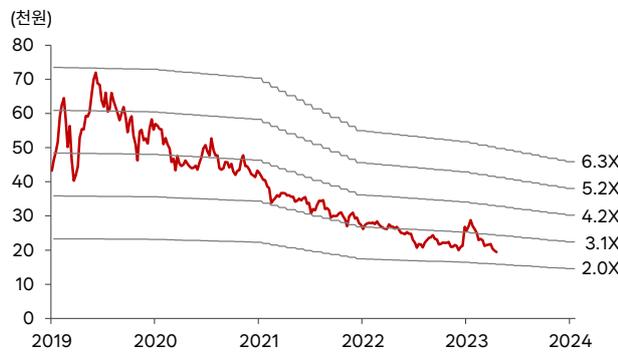
(단위: 원, 십억원, 배, %)

기업명	종가	시가 총액	매출액		PBR		PSR	
			2023	2024F	2023	2024F	2023	2024F
코스피	2,707	2,132,401	3,528,912	2,811,662	-	1.0	-	0.6
코스닥	858	409,459	330,826	99,497	-	2.6	-	1.9
아이티엠반도체	19,250	437	581	224	3.1	2.6	1.0	0.7
파트론	7,960	469	1,172	1,346	0.9	0.8	0.4	0.4
이엠텍	31,400	538	263	-	2.9	N/A	2.8	N/A
동종업종평균	-	-	-	-	1.9	0.8	1.6	0.4

주: 2024년 04월 11일 기준

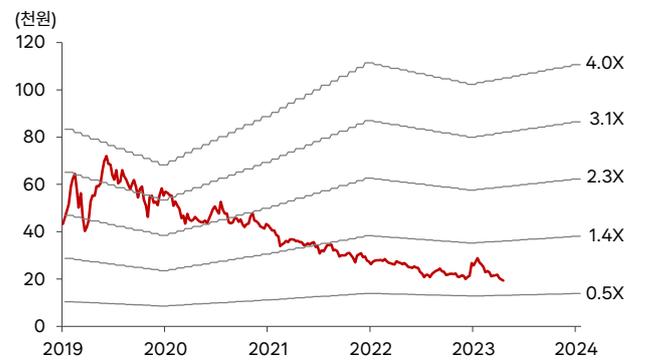
자료: Quantwise, Refinitiv, 한국IR협회의 기업리서치센터

PBR밴드



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

PSR밴드



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

리스크 요인

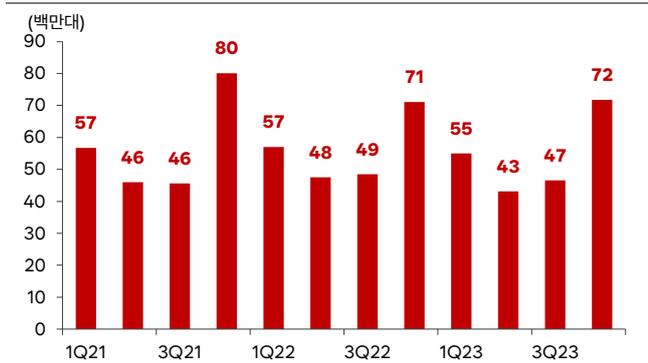
1 이차전지 보호회로 관련 주고객의 판매물량은 정체 중

**올해 하반기 북미 고객사의
신제품이 경쟁력을 확보할지
여부는 아직 미지수**

이차전지 보호회로 관련 주고객인 북미 고객사의 주력 세트인 스마트폰 물량이 정체 상황인 점은 아쉬운 부분이다. 관련 경쟁사인 삼성전자의 경우 갤럭시 S24에 AI(인공지능) 관련 기능들을 빠르게 탑재하여 전작 대비 좋은 소비자 반응을 얻고 있다. 시장조사기관 카운터포인트리서치에 따르면 갤럭시 S24 시리즈 초기 3주간(1월28일-2월17일) 글로벌 판매량은 전년 동기 전작 대비 8% 증가한 것으로 나타났다. 이러한 상승에는 실시간 통역과 서클 투 서치(Circle to Search) 등 새롭게 추가된 생성형 AI 기술에 대한 소비자들의 기대가 반영된 것으로 보인다.

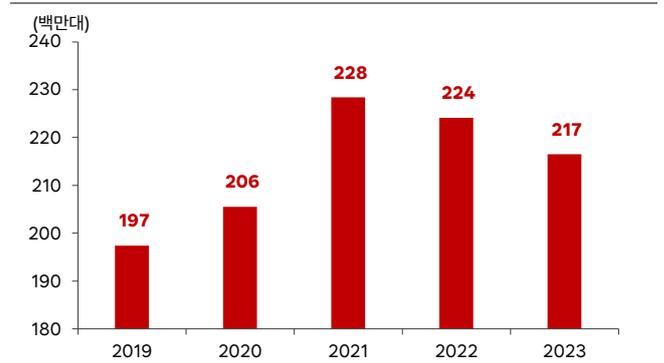
북미 고객사의 작년 하반기 신제품은 이러한 AI 기능이 미탑재 되었고 중국지역 수요 침체도 진행되며 판매량이 부진한 편으로 알려졌다. 북미 고객사의 올해 하반기 신제품이 시장이 원하는 AI 기능을 탑재하고 출시될 지가 초미의 시장 관심사이다. 아직 이와 관련 어떠한 결론을 내기는 어려운 시기이며, 향후 AI 기능의 탑재로 소비자 기대를 만족할 시에는 판매량 우려는 경감될 것으로 판단된다. 아무래도 동사의 이차전지 보호회로 실적은 북미 고객사의 스마트폰, 와치의 판매 성과에 어느정도 연동되는 것이 불가피하다.

분기 북미 고객사 휴대폰 판매량 추이



자료: 업계자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

연간 북미 고객사 휴대폰 판매량 추이



자료: 업계자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	3,911	5,125	6,335	5,805	6,273
증가율(%)	-1.7	31.1	23.6	-8.4	8.1
매출원가	3,151	4,484	5,771	5,314	5,640
매출원가율(%)	80.6	87.5	91.1	91.5	89.9
매출총이익	759	641	564	492	633
매출이익률(%)	19.4	12.5	8.9	8.5	10.1
판매관리비	506	587	726	641	702
판매비율(%)	12.9	11.5	11.5	11.0	11.2
EBITDA	518	411	368	414	450
EBITDA 이익률(%)	13.2	8.0	5.8	7.1	7.2
증가율(%)	-28.1	-20.6	-10.5	12.7	8.7
영업이익	254	54	-162	-149	-69
영업이익률(%)	6.5	1.0	-2.6	-2.6	-1.1
증가율(%)	-52.6	-78.8	적전	적지	적지
영업외손익	-59	79	-27	-166	-130
금융수익	39	25	80	39	40
금융비용	50	57	174	241	230
기타영업외손익	-48	111	67	37	60
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	194	133	-189	-315	-199
증가율(%)	-62.7	-31.8	적전	적지	적지
법인세비용	47	70	25	15	12
계속사업이익	147	63	-213	-330	-211
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	147	63	-213	-330	-211
당기순이익률(%)	3.8	1.2	-3.4	-5.7	-3.4
증가율(%)	-64.8	-57.4	적전	적지	적지
지배주주지분 순이익	147	63	-213	-330	-211

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
영업활동으로인한현금흐름	296	-23	212	532	221
당기순이익	147	63	-213	-330	-211
유형자산 상각비	257	352	522	554	512
무형자산 상각비	7	6	7	9	7
외환손익	29	0	127	28	0
운전자본의감소(증가)	-109	-507	-192	198	-72
기타	-35	63	-39	73	-15
투자활동으로인한현금흐름	-140	-1,256	-992	-167	-6
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	-0
유형자산의 감소	2	1	7	20	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-575	-1,400	-1,014	-292	0
기타	433	143	15	105	-6
재무활동으로인한현금흐름	11	1,026	793	-370	0
차입금의 증가(감소)	10	1,255	1,240	-719	0
사채의증가(감소)	0	0	0	200	0
자본의 증가	32	2	1	1	0
배당금	0	-45	-45	0	0
기타	-31	-186	-403	148	0
기타현금흐름	-28	-4	6	6	16
현금의증가(감소)	138	-257	19	2	231
기초현금	449	587	330	349	351
기말현금	587	330	349	351	582

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
유동자산	2,091	2,634	2,487	2,275	2,661
현금성자산	587	330	349	351	582
단기투자자산	243	90	125	79	85
매출채권	838	1,401	771	863	933
재고자산	384	746	1,156	856	925
기타유동자산	40	66	86	125	135
비유동자산	2,273	3,435	4,061	3,729	3,210
유형자산	1,939	3,104	3,775	3,514	3,002
무형자산	33	41	53	43	36
투자자산	6	5	3	1	1
기타비유동자산	295	285	230	171	171
자산총계	4,364	6,068	6,548	6,004	5,871
유동부채	1,394	2,869	3,745	3,717	3,795
단기차입금	611	1,595	2,353	2,137	2,137
매입채무	496	905	669	809	874
기타유동부채	287	369	723	771	784
비유동부채	295	618	825	424	424
사채	0	0	0	110	110
장기차입금	280	608	815	240	240
기타비유동부채	15	10	10	74	74
부채총계	1,689	3,487	4,570	4,141	4,219
지배주주지분	2,675	2,581	1,978	1,862	1,651
자본금	116	116	116	116	116
자본잉여금	2,168	2,170	2,171	2,222	2,222
자본조정 등	-107	-280	-514	-573	-573
기타포괄이익누계액	-62	-12	36	53	53
이익잉여금	561	588	169	-168	-379
자본총계	2,675	2,581	1,978	1,862	1,651

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023	2024F
P/E(배)	88.8	157.6	N/A	N/A	N/A
P/B(배)	4.9	3.8	3.0	3.1	2.6
P/S(배)	3.3	1.9	0.9	1.0	0.7
EV/EBITDA(배)	25.8	28.7	24.9	20.7	15.3
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	641	270	-938	-1,455	-930
BPS(원)	11,575	11,162	8,721	8,210	7,280
SPS(원)	17,075	22,166	27,853	25,597	27,655
DPS(원)	200	200	0	0	0
수익성(%)					
ROE	5.5	2.4	-9.4	-17.2	-12.0
ROA	3.4	1.2	-3.4	-5.3	-3.6
ROIC	7.9	0.8	-3.8	-3.2	-1.7
안정성(%)					
유동비율	150.0	91.8	66.4	61.2	70.1
부채비율	63.1	135.1	231.1	222.4	255.5
순차입금비율	8.0	76.0	162.7	147.5	152.0
이자보상배율	10.6	1.8	-1.7	-0.8	-0.4
활동성(%)					
총자산회전율	0.9	1.0	1.0	0.9	1.1
매출채권회전율	5.0	4.6	5.8	7.1	7.0
재고자산회전율	10.2	9.1	6.7	5.8	7.0

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다.

※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
아이티엠반도체	X	X	X

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(https://t.me/kirsofficial)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받을 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '소중한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '소중한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.