

Buy

목표주가	22,897
현재주가	17,290
상승여력	32.4%

Price trend



Stock indicator

시가총액(원)	1조 37억 원
발행주식수(주)	57,848,466
52주 최고(원)	23,350
52주 최저(원)	7,240
주요주주지분율(%)	71.58
22년 배당수익률(%)	N/A

Team 1

김경곤	김진형
유지원	정유림
장성열	유형탁
손우호	

제이앤티씨 (204270 KOSDAQ)

- 스마트폰 커버글라스 및 커넥터 제품을 주력으로 하는 휴대폰 부품 생산업체
- 2023 년 매출액 3,234 억원(+100.49% YoY), 영업이익 287 억원(+164% YoY)
- 중국 매출 50% 중화권 최대 고객사 화웨이의 애국소비로 인한 큰 성장
- 프리미엄 스마트폰 산업과 차량 디스플레이 P와 Q 증가를 통한 성장
- 2024.05.11 종가 17,290원,

Signal 1. 중꺽매 - 중국향 최대 고객사의 꺽이지 않는 매출

중국의 스마트폰 시장은 전년 대비 6.5%의 증가세이며 출하량은 23년도 기준 2억 8900만대로 22년의 2억 7200만대 대비해 상당한 회복을 이뤘다. 그 중심에는 중국의 애국소비열풍과 동사의 최대고객사인 화웨이의 Mate 60 pro 출시를 통한 매출 회복있었다. 화웨이는 21년도 미중 무역갈등의 타겟이 되어 2Q21부터 영업이익 적자를 경험했다. 그러나 자체 부품 개발과 애국 소비열풍에 힘입어 Mate 60 시리즈와 퓨라 70시리즈를 통해 중국 시장점유율 1위를 향해 달리고 있다. 이에 동사의 매출 약 50%를 차지하는 화웨이의 순풍에 올라타 날아가보자.

Signal 2. 차량용 커버글라스 시장의 확대

글로벌 차량용 디스플레이 시장 규모는 22년 약 11조4천억원에서 2027년에는 약 16조3천억원으로 연평균 성장률 7.8%로 성장할 것으로 전망된다. 동사는 커버글라스 부문에서 경쟁업체 대비 기술우위인 점을 통해 차량용 커버글라스 시장에서 점유율을 늘려나가고 있다. 또한 차량용 커버글라스의 고급화로 제품의 높은 단가와 주요 고객사와 2028년까지 장기 공급 계약을 통해 안정적인 매출증대를 볼 수 있을 것이다.

Signal 3. 반도체의 게임체인저, 유리기판

현재 AI와 데이터 센터 수요가 증가함에 따라 유리기판의 필요성이 부각되었다. 유리기판이 기존의 유기 인터포저 한계와 실리콘 인터포저의 높은 단가에 대한 대안이 될 수 있기 때문이다. 이에 동사는 지난 3월 유리기판 사업 진출을 공식화하였으며 지금까지 쌓아온 유리 관련 기술력과 노하우를 총 동원하여 TGV 방식에 따른 유리기판 개발에 착수하였으며 2027년 양산계획을 통해 이후 동사의 성장을 기대해 볼 수 있을 것이다.

CONTENTS

기업개요	3
산업분석	5
기업분석	13
투자포인트	27
리스크	31
밸류에이션	32

I. 기업개요

1) 기업 설명

제이앤티씨는 모바일 휴대폰 부품을 생산하는 업체로 사업부문은 강화유리 및 커넥터 부문으로 구분되며 1996년 11월1일 설립되었다. 2012년 구 협진공업에서 제이앤티씨(JNTC)로 상호를 변경했으며 2020년 3월 코스닥 시장에 상장했다. 2019년 BOE 자회사 Beijing BOE Video Technology Co., Ltd(이하 BOEVT)와의 합작 조인트벤처 BNJ Technology를 설립하며 강화유리사업 부문에서 중국시장에 진출하였다.

동사의 강화유리 부문의 큰 특징은 중국향 스마트폰 강화유리 수요에 대응한다는 점이다. 이에 2018년 동사는 세계 최초 키리스 커버글라스를 개발해 화웨이에 이를 독점공급하기도 하였으나 2021년 중화권의 최종 고객사인 화웨이가 미중 분쟁으로 인한 제재를 받아 동사의 주력 제품인 모바일용 커버글라스 공급에 타격을 입고 동사의 매출 감소에 큰 영향을 미쳤다. 이에 동사는 중화권에만 의존했던 제품 포트폴리오를 다각화하기 위해 노력했고, 다양한 제품을 통해 안정적인 수익 구조를 구축했다. 현재는 모바일용 커버글라스 외에도 차량용, 웨어러블 기기용, 카메라 윈도우용 등 다양한 제품을 성공적으로 다각화했으며, 2021년에는 신제품 양산을 위한 신공장을 증설했다.

커넥터 사업 부문의 경우 USB C-Type 방수형 커넥터 제품을 주력으로 비방수 인터페이스 커넥터 및 Sim 커넥터를 생산하고 있다. 커넥터 사업의 경우 상대적으로 안정적인 매출실적을 달성하고 있으며, 다양한 공법 개발과 함께 지속적인 원가 절감 활동을 통해 보다 동사 수익창출에도 지속적으로 기여를 하고 있다.

그림 1) 제이앤티씨의 주요제품

사업부문	주요제품
강화유리	모바일용 커버글라스, 자동차용 강화글라스, 모바일용 카메라윈도우 글라스, 초박막 글라스, 웨어러블용 글라스
커넥터	C-type Interface(방수), Interface (비방수), Sim 등

출처 : DART

그림 2) 사업부문별 매출액 및 매출 비율

(단위: 백만원,%)

사업부문	매출유형	품 목	2023년 (제 28기)		2022년 (제 27기)		2021년 (제 26기)	
			매출액	비율	매출액	비율	매출액	비율
휴대폰용 부품	커넥터	- 커넥터	64,178	19.8	66,378	41.1	66,148	32.7
	강화유리	- 커버글라스	259,259	80.2	94,947	58.9	136,447	67.3
합계	-	-	323,437	100.0	161,325	100	202,595	100

출처 : DART

2) 선정이유

2)-1 중화권 고객사의 신규 스마트폰 출시

동사 매출의 약 50%를 차지하는 화웨이는 작년 8월 애국소비열풍으로 4Q23에 yoy 36.2% 증가한 스마트폰 판매실적을 기록했다. 당해 4월에는 Pura70시리즈를 출시, 시장 점유율 1위를 탈환하였다. 또한 24년 연간 출하량 추정치를 6000만대에서 7000만대로 상향한 점을 보아 중화권 스마트폰의 흥행이 지속될 전망이며, 중국의 스마트폰 내수화 추세가 지속될 전망이다. 이에 동사가 납품하고 있는 콘군글라스에 대한 수요도 증가하여 직접적인 수혜를 입을 것으로 전망된다.

2)-2 차량용 커버글라스 산업성장에 따른 직접적 수혜

차량용 커버글라스는 복잡한 생산 공정이 요구됨에 따라 판매단가가 상승하여 수익성 개선을 이끌 것으로 전망되며 테슬라, 폭스바겐, 아우디, 현대차 등 차량업체들이 OLED를 적극적으로 채택하는 등 차량용 디스플레이 시장 또한 성장하고 있다. 이에 동사는 초대형 차량용 커버글라스를 최초로 개발하는 등 경쟁사 대비 기술우위인 점을 통해 전방산업인 차량용 디스플레이 시장 확대의 수혜 효과를 직접적으로 흡수할 전망이다. 또한 동사가 현재 LG디스플레이와 협력하여 3D커버글라스를 벤츠(EQS), 캐딜락(리릭), 루시드에 납품하고 있으며 28년까지 확정된 수주잔고가 있다는 점 또한 안정적인 매출을 기대할 수 있는 점이다.

2)-3 반도체용 유리기판 진출 공식화

기존의 유기 및 실리콘 기판에 대비하여 강점을 가진 유리기판 사업에 진출을 공식화하며 향후 성장 가능성이 커졌다. 유리기판은 향후 미래기판 소재의 핵심소재로 반도체의 게임체인저로서 인식되고 있으며 AI와 데이터센터 수요가 확대됨에 따라 유리기판 수요 또한 지속적으로 성장할 것으로 전망되고 있다. 이에 동사는 기존 3D 글라스 제작 노하우 등 동사의 기존 제품 생산 능력을 바탕으로 원활하게 시장 진입이 가능하다고 예상된다. 동사는 글라스관통전극(TGV) 방식의 유리기판을 현재 개발 중이며 올해 8월 중으로 시제품을 공개하고 2027년까지 TGV 방식의 유리기판 제품을 양산할 계획이다.

II. 산업분석

1) 강화 유리 산업 및 전망

1)-1. 스마트폰 커버글라스 산업

강화유리는 가전제품, 자동차, 건물 외벽, 산업용 디스플레이 등 다양한 분야에서 널리 사용된다. 최근, 디지털화 속도가 가속화됨으로 스마트폰, 노트북, 태블릿 등 스마트 가전제품의 보급을 촉진하고 강화유리 수요가 증가하고 있다. 그중 동사가 취급하는 스마트폰용 커버글라스는 스마트폰 디스플레이의 기기와 화면부를 보호하기 위해 강화유리로 보호유리와는 다르게 제품 생산부터 제품 형태에 맞게 가공되어 부착되는 유리이다.

a. 스마트폰용 커버글라스 밸류체인

그림 1) 스마트폰 커버글라스 산업 밸류체인

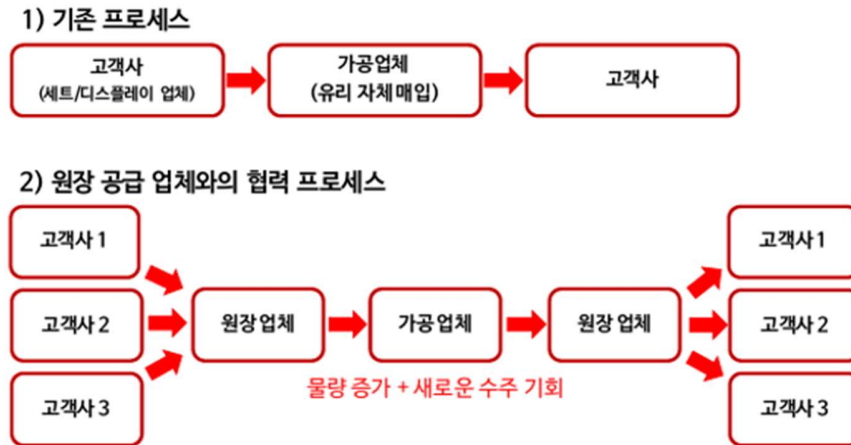


출처 : YIG

동사는 강화유리 가공업체로서 유리 원장업체로부터 유리 원장을 공급받아 용도에 맞게 가공하여 스마트폰 혹은 디스플레이 제조기업 등의 최종고객사에게 납품하는 구조를 띤다. 이러한 구조상 고객사의 수요량에 크게 영향을 받으며 무엇보다 가변하는 수요량에 대응할 수 있는 안정적인 원장 공급이 중요하다. 그렇기에 동사는 코닝과의 전략적 제휴를 통해 원장 공급을 안정적으로 받고 있다. 코닝은 스마트폰 강화유리를 공급하는 선두 기업중 하나로 유명한 '고릴라 글라스'를 주 품목으로 삼으며 전체 스마트폰 시장의 70% 점유율을 차지하고 있다. 코닝은 적절한 기술력을 갖춘 가공 업체를 선별하고 협력 관계를 구축하여 고객사에게 안정적으로 납품을 지속하고 있으며 동사는 코닝과의 전략적 제휴를 통해 안정적으로 원장 공급을 받고 있는 것이다.

고객사와의 관계 및 협약도 중요하다. 사업의 특성상 개발 단계부터 함께 참여하고 사전 수주 기반의 거래를 하는 사업의 특성상 거래가 한번 결정되면 해당 모델에 대한 물량을 우선적으로 공급받을 수 있기 때문이다.

그림 2) 원장업체와의 협력 프로세스



출처 : SK증권

b. 스마트폰 커버글라스의 종류 - 전면과 후면 커버글라스

스마트폰 커버글라스는 전면과 후면을 각각 보호하는 전면 커버글라스와 후면 커버글라스로 나뉜다. 전면 커버글라스는 2D, 2.5D, 3D 등의 가공형태를 가지며, 가장 보편적으로 사용되는 것은 2D와 2.5D이다. **3D는 곡면(엣지) 스크린에 부착되며 공정 난이도가 높아 가격이 상대적으로 높다.** 2D 커버글라스의 경우 가공 난이도는 낮지만, 지문방지 AF 코팅기술, 반사율을 낮추는 AR 코팅기술, 눈부심을 방지하는 AG 코팅기술 등을 통해 다양한 가격대가 형성된다.

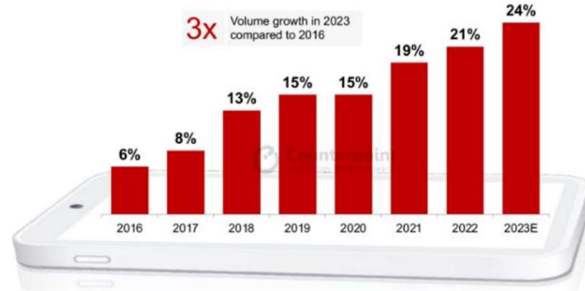
후면 커버글라스는 과거에는 메탈, 플라스틱, 알루미늄, 강화유리 등의 소재가 사용되었으나, 최근에는 스마트폰의 **프리미엄화와 무선 충전 기술의 보급으로 고급스러운 디자인과 전도성이 높은 유리 소재가 선호**되고 있다. 이에 따라 후면 커버글라스의 재료로 강화유리가 더 많이 사용되고 있으며, 제조 공정이 복잡해 전면 커버글라스에 비해 1.5배의 가격을 형성하고 있다.

c. 스마트폰 커버글라스의 소재 - 세라믹 글라스

최근 스마트폰 커버글라스의 소재의 변화가 일어났다. 프리미엄 스마트폰의 출하량이 늘어나면서 세라믹 소재의 커버글라스의 수요 또한 증가한 것이다. 스마트폰 커버글라스는 세라믹 소재의 투명화 이후 기존 강화유리에서 특수 열처리 공정을 더해 만든 세라믹 글라스로 발전하고 있다. 이는 기존 강화유리 대비 4~10배 높은 강도를 지니며 이는 프리미엄 스마트폰의 차별화 요인으로 작용하고 있다. **기존 강화유리 대비 고난이도의 공정, 높은 원장 단가로 인해 판매 단가도 기존 강화유리 대비 3~4배 높게 형성된다.** 동사의 최대 고객사인 화웨이에서는 Mate 50부터 세라믹 고강도 유리인 Kunlun Glass를 채택하였으며 해당 제품의 경우 기존 강화유리 대비 4배 이상의 단가가 책정되어 있기에 동사에게 큰 폭의 매출 증가를 가져왔다.

그림 4) 글로벌 프리미엄 스마트폰 제품군 판매비중

Global Smartphone Market's Premium Segment (Wholesale Price ≥\$600) Sales Share



출처 : 카운터포인트리서치 마켓 펄스 서비스

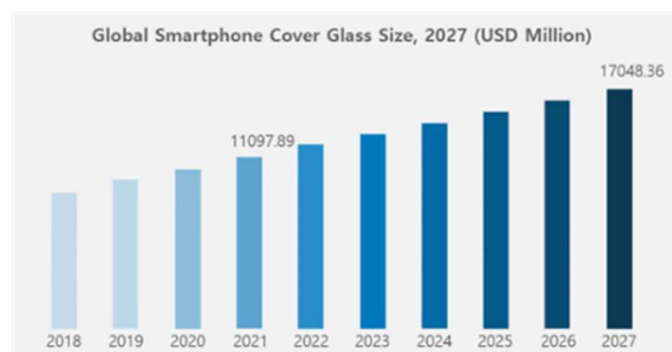
d. 스마트폰 프리미엄화에 따른 단가 상승

스마트폰 업체들은 제품의 차별화와 경쟁력을 높여 기술력, 편의성, 디자인이 개선된 프리미엄 제품을 생산하고 있다. 이 중 커버글라스는 높은 경도와 코팅기술을 바탕으로한 성능과 고급스러운 디자인을 통해 스마트폰 프리미엄화의 차별화 요인으로 대두되고 있다. 2023년 600불 이상의 프리미엄 스마트폰의 판매비중은 24%로 지속적으로 우상향하는 모습을 보여주고 있다. 동사는 이러한 흐름에서 중화향 스마트폰 제조업체에 세라믹 글라스를 공급하고 있으며 이는 동사의 매출에 큰 기여를 하고있다.

e. 스마트폰 커버글라스 시장의 전망 - 산업의 성숙화

전방산업인 스마트폰 산업이 성숙화됨에 따라 프리미엄 스마트폰 시장은 확대되고 있으며, 개발도상국 또한 시장의 성숙화와 가처분소득의 증가에 따라 프리미엄 스마트폰 시장이 성장하고 있다. 2023년 글로벌 스마트폰 시장에서 프리미엄 스마트폰이 전체 판매량 1/4, 매출액의 60%를 차지하였으며 사상 최대치 성장률인 yoy6%를 기록하였다. 이에 따라 프리미엄 스마트폰의 비중이 증가할수록 d에 따라 단가 상승효과를 온전히 받을 수 있으며 인도, 중국, 중동 및 라틴 아메리카 시장이 가파르게 성장함에 따라 프리미엄 부문 또한 큰 성장세를 보일 것으로 전망된다. 이에 강화유리 업체의 실적 또한 꾸준히 상승할 전망이다.

그림 5) 글로벌 스마트폰 커버글라스 시장 전망 추이



출처 : Business Research Insights

f. OLED용 UTG시장의 급격한 성장

폴더블(foldable) IT 제품수요가 급격한 확장세를 보임에 따라 핵심소재인 UTG(Ultra Thing Glass, 초박막강화 유리) 시장 규모 역시 급성장하고 있다. UTG는 두께가 100마이크로미터 미만으로 기존의 CPI 대비 투명도가 높고 주름이 덜 생기며 스크래치에 강한 특징을 보인다. 폴더블 시장의 성장에 따라 삼성전자 폴더블폰 갤럭시Z에 디스플레이를 공급하는 삼성디스플레이는 UTG만으로 폴더블 OLED를 양산할 계획임을 밝힌 바 있다. 향후 폴더블폰용 커버글라스시장은 UTG에 의해 주도되며 CPI의 점유율은 지속 하락할 전망이다.

그림 6) 스마트폰 글로벌 연간 출하량 추이

글로벌 연간 출하량	2020년	2021년	2022년	2023년
스마트폰 출하량(단위: 백만대)	1,331	1,391	1,225	1,171
스마트워치 출하량(단위: 백만대)	103	128	183	186
전기차 출하량(단위: 만대)	228	481	768	993
폴더블스마트폰 출하량(단위: 만대)	280	910	1,310	1,670

출처 : DART

1)-2. 차량용 커버글라스의 산업 및 전망 (차량용 디스플레이)

자율주행, 전기차 등 커넥티드 카의 수요가 증가하면서 고기능 차량용 디스플레이의 수요 또한 함께 증가하고 있다. 또한 더 많은 정보를 담기 위해 차량용 디스플레이가 점점 대형화되는 추세이며 이와 함께 대형 차량용 디스플레이를 보호할 커버글라스 제품의 수요 또한 증가하고 있다. 이에 차량의 디자인에 따라 곡면이 적절히 들어간 OLED 디스플레이는 필수적이며 차량의 교체주기(평균 5~8년)를 통해 수주계약을 기반으로 장기적인 매출을 고정적으로 확보할 수 있다.

a. 차량용 커버글라스 산업 밸류체인

그림 7) 차량용 커버글라스 밸류체인



출처 : 바이시그널 2조

글라스 원판공급사에서 유리 원장을 공급하면 동사에서 이를 용도에 맞게 가공, 차량제조 업체에 납품하거나 차량용 디스플레이 제조기업을 거쳐 납품한다.

b. 자동차 전장의 고급화에 따른 디스플레이의 고급화

그림 8) 차량용 디스플레이의 종류 및 고급화

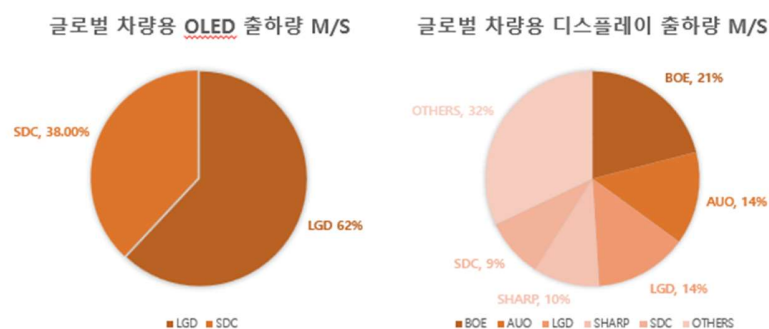


출처 : LG 디스플레이, 글로벌오토뉴스

자동차에는 안내에 필요한 정보를 제공하는 information의 기능과 다양한 오락거리의 entertainment 기능을 제공하는 인포테인먼트 시스템 디스플레이가 탑재되고 있다. 일례로 메르세데스-벤츠는 2022년형 EQS 차량군과 신형 E클래스에서의 인포테인먼트 시스템 채택을 말할 수 있을 것이다. 이는 전기차, 자율주행차 등의 커넥티드카 시장이 성장함에 따라 자동차가 단순한 이동수단에서 콘텐츠를 즐기는 공간으로 인식이 바뀌었기 때문이다.

이러한 니즈를 반영하여 글로벌 자동차 제조업체들은 더 높은 해상도를 가진 얇은 LCD, 고성능 LCD, OLED 디스플레이를 채택하고 있으며, **차량용 커버글라스의 형태 역시 점점 대형화, 다양화, 곡면화, 세련화되고 있다.** 현재 글로벌 차량용 OLED 시장은 당사의 고객사인 LG디스플레이와 삼성디스플레이가 각각 62%, 38%로 양분하고 있으며 일반 디스플레이 점유율은 제이앤티씨의 또 다른 고객사인 BOE가 글로벌 점유율 1위를 차지하고 있다.

그림 9) 글로벌 차량용 OLED, 디스플레이 출하량 M/S

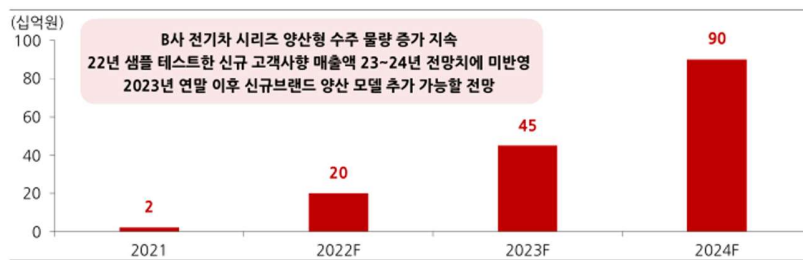


출처 : 옴디아, 신한투자증권

차량용 커버글라스는 반사방지(AR)코팅공정 및 지문방지(AG) 등의 코팅공정 등 **스마트폰 대비 더 높은 수준의 기술력을 요구함에 따라 단가 또한 가파르게 상승한다.** 또한 차량의 디자인에 맞춘 커스터마이징의 형태에 따라 기술격차가 크게 나타나기에 커버글라스 부분에서 기술적 우위를 가진 동사는 차량용 커버 글라스 시장에서 점유율을 늘려나가고 있다.

이러한 전장향 공급 물량 증가에 대응하기 위해 베트남에 제3공장을 증설한 바 있고 추가로 4공장 증설을 위한 부지 또한 확보하였다. 또한 동사는 주요 고객사와 2028년까지 장기 공급 계약을 체결, 2021년 하반기부터 디스플레이 커버글라스를 양산하고 있으며 LG 디스플레이를 통해 최종 고객사로 공급하고 있는 중이다. 전장용 부품의 경우 레퍼런스 확보 이후 안정적인 수주 확보가 가능하며 장기 수주 계약 감안 시 2024년부터 900억 원 이상의 매출액 달성도 기대해 볼 만하다.

그림 10) 차량용 커버글래스 매출액 추이 및 전망



출처 : 한국IR협의회 기업리서치센터

c. 전방산업 - OLED 중심의 차량용 디스플레이 성장

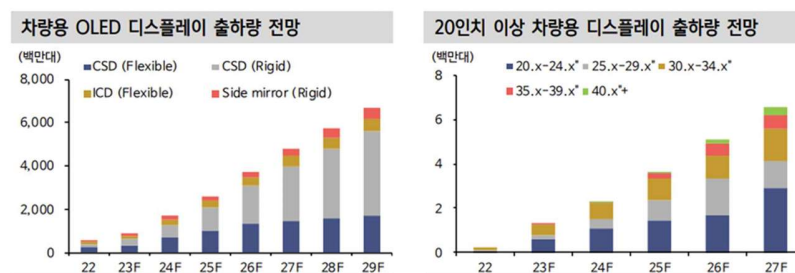
디스플레이 기술은 크게 LCD기반과 OLED기반 2가지로 나뉘는데, 화소가 스스로 빛을 내지 못해 LED를 광원으로 쓰는 LCD에 비해 OLED는 화질이 우수하고 주간 시인성도 뛰어나 안전운전에 적합하다. 또한, OLED는 백라이트가 없어 후광현상이 없고 두께가 얇으며 가볍고 자유롭게 휘거나 구부릴 수 있고 휘도가 높아 선명한 정보를 전달할 수 있어, 차량용 OLED 시장은 빠르게 성장하고 있다

또한, 글로벌 차량업체들이 SDV(Software Defined Vehicle : 소프트웨어중심 자동차)전환을 가속화함에 따라 뛰어난 디스플레이 기술을 요하는 만큼 OLED는 SDV소재로서 각광받고 있으며 테슬라, 폭스바겐, 아우디, 현대차 등 차량업체들은 프리미엄라인을 중심으로 적극적으로 OLED채용을 확대하고 있다. OLED는 LCD대비 3~5배 비싼 고부가가치 제품으로 수익성 극대화에 기인한다.

d. 전방산업 - 차량용 디스플레이 시장의 전망

이러한 추세로 인해 글로벌 차량용 디스플레이 시장은 2022년 88억 6천만달러(약 11조4천억원)에서 2027년에는 126억3천만달러(약 16조3천억원)로 연평균 성장률 7.8%씩 성장할 것으로 전망되며, 이에 따라 차량용 커버글래스는 안정적인고 지속 가능한 성장 동력을 확보하고 있다.

그림 12) 차량용 디스플레이 시장 전망



출처 : 옴디아, 신한투자증권

2)-1. 커넥터 산업의 특성

그림 13) 스마트폰 커넥터의 종류



출처 : DART

커넥터란 전기 기구의 코드와 코드를 연결하여, 전기 회로를 구성하기 위한 접속 회로를 뜻한다. 현재 정보와 전자기술의 급속한 발전으로 전자장비에서 필수적인 부품으로 자동차, 통신, 항공우주, 군사장비, 컴퓨터, 가전 제품 등 다양한 분야에서 광범위하게 사용되고 있다. 이는 5G시대에 진입함에 따라 속도, 사용자 편의성, 범용성 증진추세에 따라 방수/방진 기능의 탑재 높은 통신 속도 등 휴대폰 사양이 발달되었으며 이에 휴대폰 한대당 필요한 커넥터의 개수는 감소하였음에도 판매단가는 증가하였다.

커넥터는 Host 쪽 단자의 핀 순에 따라 A Type과 C Type 등으로 구분되는데, 2015년부터 상용화된 USB C Type은 디자인 측면의 활용도 및 편의성에 큰 장점을 갖고 있다. C Type 커넥터의 데이터 전송 가용량은 10Gbps, 전력 송신 가용량은 최대 100W로 보다 빠른 데이터 순환 및 충전이 가능하다.

2)-2 커넥터 산업의 전망

2022년 커넥터 시장 규모는 798억 달러이며 고속 데이터 송출 및 통신에 대한 수요 증대로 지속적으로 성장하여 2032년까지 1,680억 달러로 연평균 성장률로 보았을 때 약 7.9%씩 성장할 것으로 전망된다. 이에 대한 요인으로는 가속화된 디지털화, 고속 인터넷 연결에 대해 늘어난 수요, 고도화된 데이터 기술, 5G 기술, 클라우드 컴퓨팅 및 데이터 센터의 증대를 꼽을 수 있으며 위 분야에 있어 필수불가결한 자재이기에 그 수요가 점차 확장될 것이라 판단된다.

3) 경쟁 현황

3)-1 스마트폰 커버글라스 기준 경쟁 현황 1

스마트폰 커버글라스의 주요 제조사들은 Lens Technology, Biel Crystal, BYD, Shenzhen Xinhao 등의 중국 업체들이며 **재무수치등을 대외에 공개하지 않아 매출액 등을 파악하기 어려운 점이 존재한다.** 이 중 Lens Technology, Biel Crystal 두 회사가 평면 및 곡면 커버글라스를 제조하고 있다. 당사의 주력 제품으로 제조하는 3D 커버글라스는 고가 플래그십 디자인에 주로 채택되고 있다. 이는 현재까지 출시된 3D 글라스 중에서 가공 난이도가 가장 높은 제품으로 이를 통해 중국 제조사와 격차를 유지하고 시장 점유율을 유지하기 위해 노력하고 있다. 당사의 3D 전면 커버글라스를 OLED 디스플레이 업체에 납품하는 기준으로 시장점유율을 추정하였으며 이는 아래 표와 같다.

그림 14) 디스플레이업체에 공급되는 3D 곡면 커버글라스 시장 점유율 추정

JNTC	중화권 B 사	기타 중화권 업체	합계
60%	20%	20%	100%

주) 3D 커버글라스(전면 커버글라스)를 기준으로 OLED 디스플레이 업체에 판매를 하고 있는 회사를 기준으로 함
출처 : DART, 당사추정

작년 2022년도 기준 시장 점유율이 JNTC 20%, 중화권 B사 60%였던 점을 감안하면 당사가 차지하는 비중이 크게 증가하였다. 이는 당사의 고객인 중화권 최종 수요자 화웨이가 21년의 경우 스마트폰 매출이 크게 감소하였다가 23년도 8월 신제품 출시와 중국 내수시장에서의 수요급증으로 인한 것으로 추정된다.

3)-2 커넥터 시장 경쟁현황

과거 기술력의 한계로 인하여 일본의 히로세, 코세라엘코, 마쓰시타만이 국내 최종 휴대폰사에 커넥터를 공급하여 소수 기업들이 과점 형태를 취하였으나 2004년 이후 기술력 발전에 따라 한국 기업들이 시장에 뛰어들었고, 이후 제조원가 경쟁력을 갖춘 중국 업체들이 등장하여 경쟁이 심화되고 있는 추세이다. 휴대폰 커넥터 부품 업체는 전 세계적으로 약 20개, 국내에는 동사를 포함해 5개사(한국몰렉스, 히로세코리아, 우주일렉트로닉, LS엠트론 등)가 있다.

커넥터 종류별 시장점유율은 **제품 및 고객사 별로 상이하며 이에 아래 표는 동사의 주력 제품인 I/F(방수) 커넥터를 기준으로 국내 스마트폰 제조사에 주요 경쟁사별 시장점유율을 추정하였다.**

그림 15) 커넥터 시장 주력제품 경쟁사별 시장점유율 추정

Interface	JNTC	경쟁사1	경쟁사2	기타
Connector(방수)	80%	10%	5%	5%

주) 산출근거 : 고객사 휴대폰 출하량 대비, I/F(방수) 커넥터 점유율

출처 : DART

III. 기업분석

1) 기업개요

JNT그룹의 계열사로 1996년 설립된 동사는 초기, 전자부품을 서로 연결하는데 쓰이는 커넥터에 사업을 집중하였으나 **2010년 강화유리 부문으로 사업을 확장하며 지금의 사업모델을 갖추었으며, 4Q23기준 강화유리와 커넥터 사업부문은 전체동사 매출액의 80.2%와 19.8%를 차지하고 있다.** 동사는 2014년 세계 최초 3D 커버글라스를 개발하여 삼성의 노트4 엣지글라스를 대상으로 이를 독점 공급하였으며 2018년에는 세계 최초 키리스 커버글라스를 개발해 화웨이에 이를 독점공급하기도 하였으며, 2019년에는 폴더블용 UTG(Ultra Thin Glass, 초박막강화유리)를 개발하기도 하는 등 커버글라스에서 세계 최고 수준의 독보적인 기술력을 보유하고 있다. 2019년에는 **중국향 강화유리 사업 확대를 위해 중국의 디스플레이 제조회사인 BOE와 공동으로 합작회사 JV(*동사 지분율 24%)를 설립하며 중국향 매출을 공격적으로 확대하였다.**

동사는 **2020년 3월 코스닥 상장**을 통해 확보한 자금으로 세계 최초 차량용 일체형 3D 커버글라스 성공적으로 개발한 바 있다. **생산은 자회사인 베트남 법인(JNTC VINA, 2015년 설립)에서 100% 진행되고 있으며 국내 법인에서는 품질관리 및 연구개발에 주력을 다하고있다**

최근 동사는 반도체 패키징에 사용되는 글라스 기판을 절단하는 가공, 글라스 패키징 기판에서 활용할 수 있는 레이저 글라스 관통(TGV) 및 전극 도금 등의 기술력을 바탕으로 **반도체용 유리 기판 시장 진출**을 발표했다. 동사는 **삼성디스플레이, LG디스플레이, BOE 등을 주요 고객사로 두고 있다.**

2) 연혁, 주주 현황, 지배 구조

2)-1 연혁

동사는 1996년 설립되어 커넥터 사업에 주력하였으나, 2010년부터 강화유리 가공사업으로 사업영역을 확장하였다. 2015년 동사는 베트남 법인 (VINA)을 설립하고 1,2 공장을 설립하며 생산 여력을 크게 확대하였다. 이후 화웨이 등의 중국 고객사와 관계 증진 및 2019년 BOE와의 합작법인 설립 등으로 중국 진출을 본격적으로 나서며 삼성전자 등 국내에 납품하는 강화유리 비중이 줄어들고 **중국 수출 의존도가 크게 높아졌다.** 2020년까지는 스마트폰용 커버글라스만 양산했으나 2020년 3월 코스닥 상장을 통해 확보한 자금을 바탕으로 자동차용 커버글라스사업에 진출하며 **제품포트폴리오를 다각화**하였다. 2021년까지 강화유리 사업 부문의 주력 제품은 모바일용 커버글라스였으나, 중화권의 최종 고객사가 미중 분쟁으로 인한 제재를 받음으로 동사 매출액 감소에도 많은 영향을 주었다. 이에 동사는 중화권에만 집중되던 제품 포트폴리오 개선을 위해 노력하였고 **카메라윈도우, 웨어러블용 커버글라스 등 다변화된 제품 포트폴리오**를 통해 안정적 수익 구조를 창출할 수 있는 기반을 구축하였다.

2)-2 주주 현황

그림 1) 제이앤티씨 주주 현황

주주명	보통주식수(주)	지분율(%)
(주)진우엔지니어링	37,360,766	64.58
장상욱	3,310,000	5.72
김재희	740,000	1.28
자기주식	779,845	1.35
기타	15,657,855	27.07
합계	57,848,466	100.00

출처 : DART

동사의 최대 주주는 FA설비제작전문기업인 진우엔지니어링(JNTE, 64.58%)로 동사 상당부분의 핵심 설비를 제공해 동사는 **모회사 진우엔지니어링의 설비 제작 기술과 동사 자체의 공정 기술을 결합해 순도 있는 수익성을 끌어내고 있다.** 또한 진우엔지니어링의 최대 주주(장상욱)와 배우자(김재희)가 각각 5.72%, 1.28% 지분을 보유하며 최대 주주 및 특수관계인 총지분이 약 71.58%로 **확고한 지배력을 행사**하고 있다. 일반 소액주주 비율은 약 25.98%로 적어 총유통 주식 수 역시 57,068,621주로 적은 편이다.

2)-3 지배구조

그림 2) 제이앤티씨 종속기업 현황

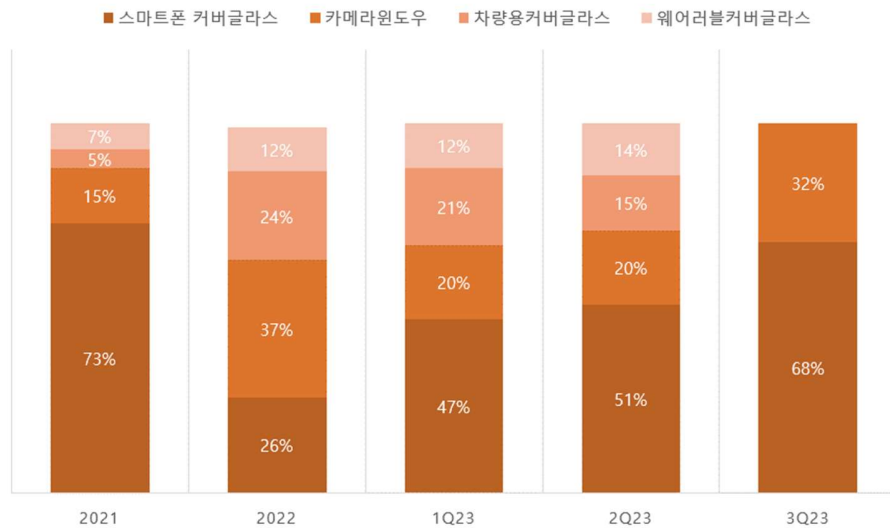
QINGDAO JNTC Electronics Co., Ltd.	중국	커넥터 판매
(주)코메트	한국	임가공 용역
JNTC VINA Co., Ltd.	베트남	강화유리 제조

출처 : DART

동사는 **COMET, JNTC VINA, QINGDAO JNTC 총 3개의 종속기업**을 가지고 있다. COMET은 용역 및 영업 활동, QINGDAO JNTC의 경우 중국 내 법인으로 커넥터 판매를 주력으로 하고 있다. JNTC VINA는 동사의 베트남 법인으로, 동사 강화유리 제조는 해당 법인에서 100% 진행되고 있으며 국내 법인에서는 품질관리 및 연구개발을 주력으로 삼고 있다

3) 사업부문 및 품목

그림 3) 강화유리 제품별 매출 비중



출처 : 동사 IR

동사의 사업부문은 크게 커넥터와 커버글라스 사업으로 구분되며 2Q23기준 커버글라스 부문은 80%(스마트폰 51% 카메라윈도우 20% 차량용15% 웨어러블용14%), 커넥터 부문은 20%의 매출 비중을 차지한다. 스마트폰 커버글라스 사업부문의 매출비중은 51%로 가장 큰 비중을 차지한다.

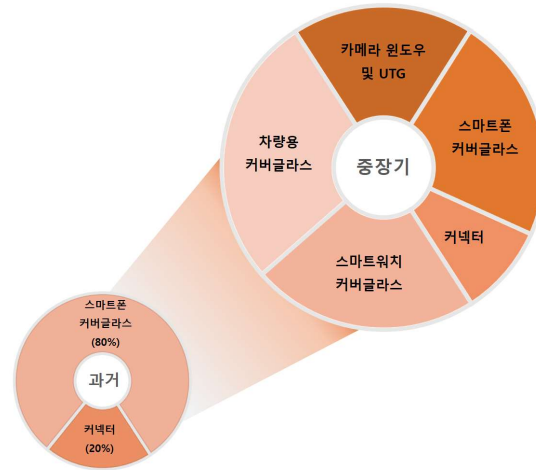
그림 4) 사업부문별 매출액 및 매출 비율

단위: (백만원)	2023		2022		2021		2020	
	매출액	비율	매출액	비율	매출액	비율	매출액	비율
커넥터	64,178	19.8	66,378	41.1	66,148	32.7	66,973	19.2
커버글라스	259,259	80.2	94,947	58.9	136,447	67.3	280,800	80.8
합계	323,437	100	161,325	100	202,595	100	347,773	100

출처 : DART, 바이시그널 2조

19년까지 동사의 주 고객사였던 화웨이가 20년 미중갈등에 따른 미국의 수출제한조치를 받으며 커버글라스 매출액이 크게 감소하였고, 21년과 22년 커넥터의 매출 비중이 일시적으로 증가하였다

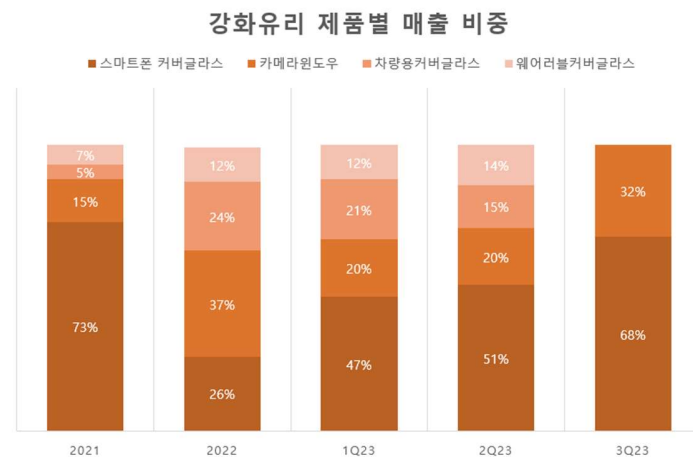
그림 5) 동사의 사업포트폴리오 다각화



출처 : 동사 IR

뿐만 아니라, 당사는 20년까지 커버글라스 사업부문의 경우 스마트폰 커버글라스에만 집중하였으나 3Q21 이후부터 스마트워치, 카메라 윈도우 및 UTG, 차량용 커버글라스 등 다각화된 사업포트폴리오를 마련하며 사업을 더욱 안정화하였다.

3)-1 강화유리(커버글라스) 사업



출처 : 동사 IR

강화유리는 디스플레이, 반도체, 자동차, 에너지 분야에서 다양한 용도로 사용되고 있는 고강도 유리로서, 열 및 화학반응을 접목해 강도를 높여 만들어진 2차 산업 제품들의 핵심부품이다. 당사는 스마트폰 커버글라스, 차량용 강화글라스, 카메라윈도우글라스, 웨어러블용 글라스, 초박막 글라스를 생산하고 있으며 모바일용 커버글라스가 이 중 가장 높은 매출비중을 차지하고 있다.

a. 스마트폰 커버글라스

그림 6) 스마트폰 커버글라스 및 커버글라스 적용 주요 제품



출처 : 동사 IR

스마트폰 커버글라스는 강화유리 사업 내에서 가장 높은 매출 비중을 차지하는 제품으로 동사는 갤럭시, 화웨이, LG 등 주요 스마트폰 기업의 커버글라스를 생산해 왔다. 동사는 2014년 **세계 최초로 3D 커버글라스 개발에 성공하여 갤럭시노트4 엣지에 이를 독점 공급**하였으며, 2018년에는 **키리스 커버글라스(스마트폰 디스플레이 양옆에 버튼을 없앤 강화유리)**를 단독 개발해 화웨이에 이를 독점 공급하였다. 동사는 기존에 전면 커버 글라스 제품을 위주로 제조하였으나, 작년 갤럭시 S모델 노멀 라인의 전면 3D 커버글라스만 아니라 후면 커버글라스 양산 업체로 선정되며 **후면 커버글라스로 제품 영역을 확대**하였다. 후면 커버글라스는 더욱 복잡한 제조공정(AF 공정)이 필수적인 만큼 전면 커버글라스에 비해 단가가 1.5배 높아 높은 수익을 기대할 수 있다. 이에 따라 동사는 S22에 전면 커버글라스만을 납품하였던 것에 반해 **S23과 S24모델에 전면과 후면 커버글라스를 납품**할 예정이다.

또한, 폴더블IT 제품 수요가 급격한 확장세를 보임에 따라 핵심 소재인 UTG(초박막 강화유리) 시장 규모 역시 급성장하고 있으며 **동사는 관련 기술을 개발·보유하고 있어 OLED 디스플레이 고객사에 샘플을 공급 중이다**. 향후 동사의 추가적인 매출 확대가 기대되는 바이다.

동사의 스마트폰 커버글라스 매출은 대부분 중국 화웨이향으로부터 비롯된다. 화웨이는 작년부터 중국 내 출시량과 점유율을 공격적으로 끌어올리고 있으며 올해 추가적으로 3개의 새로운 모델과 시리즈가 출시할 예정인 만큼 동사의 매출 역시 크게 증가할 것으로 예상된다. 또한, 올해부터는 화웨이 외 추가적으로 고객사를 확보할 것으로 예상된다.

b. 모바일용 카메라윈도우 커버글라스

그림 7) 모바일용 카메라 윈도우 커버글라스 제품 및 적용모델

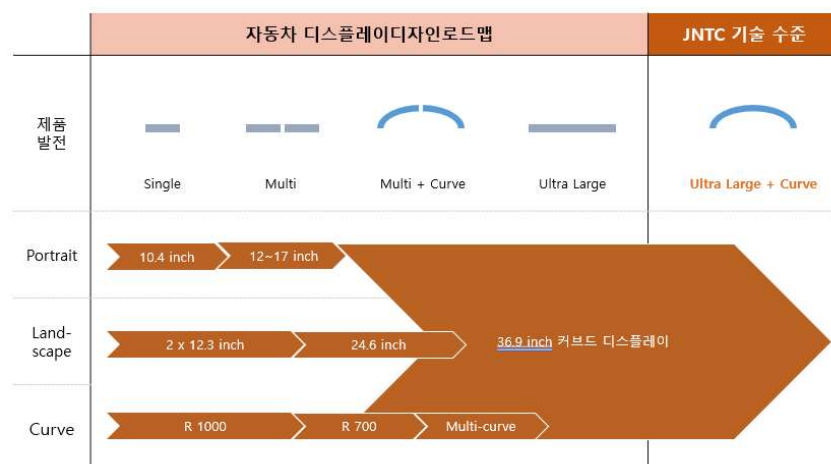


출처 : 동사 IR

동사는 각종 스마트폰 뒷면의 카메라 모듈을 보호하는 **초소형 카메라윈도우글라스**를 생산하고 있다. 카메라 윈도우 글라스의 경우 곡면이 아닌 평면 2D 커버글라스 디자인이다. 동사는 빠르게 변화하는 최근 트렌드에 맞춰 다양한 디자인을 구현하고 있으며 CNC가공, Laser가공, 양면 AR 및 하드코팅 등의 다양한 공법을 개발 및 구현하고 있다.

c. 차량용 커버글라스

그림 8) 제이앤티씨 차량용 디스플레이 기술 수준



출처 : 동사 IR

동사는 코스닥 상장을 통해 확보한 자금을 바탕으로 20년 세계 최초로 **초대형 차량용 곡면 커버 글라스인 3D일체형 커버글라스를 성공적으로 개발**하며 21년 하반기 차량용 커버글라스 사업에 진출하였다. 최근 차량의 프리미엄화와 SDV(소프트웨어중심 자동차)전환으로 차량 내 디스플레이의 크기와 중요성이 커짐에 따라 전방산업인 디스플레이 수요가 확대되고 있는 만큼 차량용 커버글라스는 꾸준한 매출성장이 기대되는 동사의 유망 사업분야이다. 당사는 차량 운전석 앞쪽의 대시 보드와 센터페시아를 보호하는 커버글라스를 주로 제조 및 공급하고 있으며 기존에 보유하고 있던 3D 곡면 커버글라스 기술을 응용해 맞춤형으로 제작하고 있다.

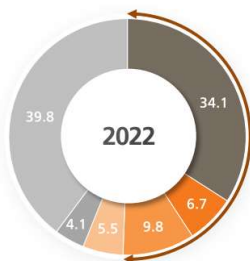
동사의 차량용 수주잔고 97% 이상은 **초대형 3D 커버글라스**이며 19년 벤츠 향 차량용 커버글라스 첫 수주계약을 시작으로 21년 루시드, 22년 포르쉐까지 총 3개 차종의 수주를 확보하였다. **확정된 수주잔고는 7,000억원**으로 벤츠 6000억원, 포르쉐 500억원, 루시드 500억원이다. 특히 벤츠와는 2028년까지 장기 계약을 맺은바 있어 꾸준한 매출창출이 이루어질 예정이다.

d. 웨어러블용 커버글라스

그림 9) 글로벌 웨어러블 디바이스 시장점유율

글로벌 스마트워치 디바이스 시장점유율

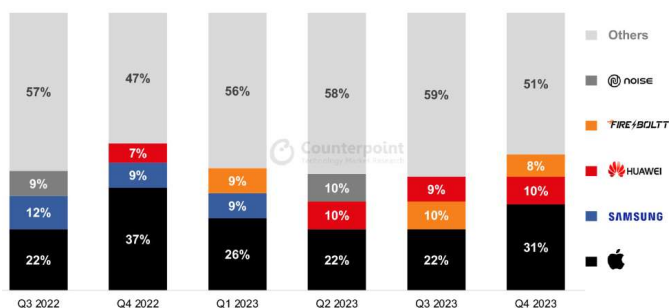
■ 애플
■ 화웨이
■ 삼성
■ Imoo
■ GARMIN
■ 기타



자료: Counterpoint Research (2022.4Q)

단위: %

Global Smartwatch Shipments Market Share (Q3 2022 – Q4 2023)



출처 : 동사 IR

동사는 21년 7월부터 스마트워치 등 각종 **웨어러블 디바이스의 소형 커버글라스**를 생산하고 있다. **고객사로는 가민, 구글, 삼성전자를 확보**하고 있으며 가민과 구글에는 전면용, 삼성전자에는 후면을 공급 중이다. 동사는 그 외 다수 고객사에 샘플대응을 진행 중이며 중장기적으로 글로벌 스마트워치 점유율 TOP3인 애플, 화웨이, 삼성을 대상으로 모두 공급하는 것을 목표로 두고 있다. 특히 전방산업인 웨어러블산업은 아직 성장기 단계로 빠르게 성장하고 있으며 최근 웨어러블 커버글라스의 소재로 기존 강화유리 대비 3~4배 높은 단가를 형성하는 세라믹 글라스가 대두되는 만큼 웨어러블 커버글라스사업은 동사의 수익성 개선을 뒷받침할 전망이다.

4) 커넥터 사업

동사의 C-type interface(방수), interface(비방수), Sim 등 다양한 제품을 생산하고 있는데, 특히 2G 피쳐폰, 5G스마트폰에 사용되는 **방수 기능을 가진 C-type interface 커넥터가 주력 제품**이다. 현재 동사는 커넥터 사업부문에 있어 **80%점유율**을 차지하고 있으며 5G시대에 진입함에 따라 고속데이터의 안정적이고 빠른 전송이 중요해지고 있는만큼 동사는 커넥터 사업에 있어 꾸준한 연구개발을 통해 사업을 확장시킬 계획이다.

5) 매출경로

5)-1. 납품구조

그림 10) 당사 사업부문별 고객사 및 제품 품목명

제품 구분	원장업체	가공업체	디스플레이 업체	최종 고객사	제품 품목명
모바일	코닝	제이엔티씨	BOE, 비전옥스	화웨이	P60 Series 5G 메이트60 프로 Nova 12 P70 Series Mate X Series
	코닝	제이엔티씨	삼성디스플레이	삼성	(양산 예정) Mate 70 Series Nova Series P Pocket Series
차량	코닝	제이엔티씨	LGD	벤츠	EQS, EQS SUV
				캐딜락	리릭
				루시드	
웨어러블	코닝	제이엔티씨	->	가민, 구글, 삼성전자	갤럭시 워치5, 6
카메라윈도우	코닝	제이엔티씨	->	삼성전자	

출처 : 당사 IR 및 언론사 취합

	원장업체	가공업체	디스플레이 업체	최종 고객사	제품 품목명
커넥터	코닝	제이엔티씨	삼성전자1차사	삼성전자	갤럭시 S23, 24 갤럭시 A34, A35, A55 폴더5, 플립5 갤럭시 Tab S9

출처 : 당사 IR 및 언론사 취합.

스마트폰 강화유리의 원장을 공급하는 대표적인 원장 업체로는 미국의 코닝, 독일의 쇼트, 일본의 아사히글라스 등이 있으며 코닝이 공급하는 고릴라 글라스는 전체 시장의 70% 점유율을 차지한다. 코닝은 적절한 기술력을 갖춘 가공 업체를 선별하고 협력 관계를 구축해 고객사에 안정적인 납품을 지속하는데, 동사는 2020년부터 코닝과의 전략적 제휴를 통해 기술개발을 공동으로 진행할 뿐 아니라 원재료를 안정적으로 공급하고 있다. 또한 동사는 주요 고객사인 중국디스플레이 업체인 BOE와 19년 합작법인을 설립하며 중국진출을 본격화하였다. 이 과정에서 삼성전자를 비롯한 국내납품비중은 줄고 중국수출의존도가 높아진 바 있다.

5)-2. 지역별 매출비중

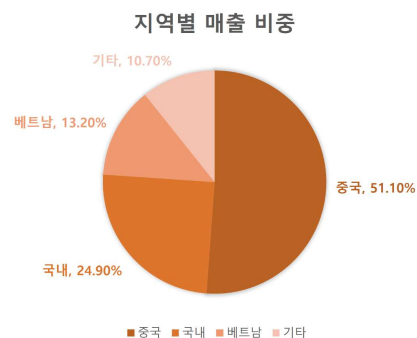
그림 11) 사업부문별 수출 및 내수 비중

사업부문	유형	2023	2022	2021
커넥터	수출	13.8%	12%	16.22%
	내수	86.2%	88%	83.8%
커버글라스	수출	98.88%	97.5%	96.93%
	내수	1.12%	2.5%	3.07%

출처 : DART

커버글라스 사업부문의 경우 화웨이향 모바일용 커버글라스가 동사의 대부분의 매출(50%)을 차지하는 만큼 23년 기준 수출비중이 98%에 달해 높은 해외의존도, 중국의존도를 보인다. 커넥터 사업부문의 경우 삼성과 삼성디스플레이에 주로 납품하는 만큼 수출비중은 14%로 비교적 낮다.

그림 12) 동사의 지역별 매출 비중



출처 : DART 및 언론 바탕 재구성

지역별 매출을 살펴보면 역시 대부분의 동사 매출은 중국에서 발생되며 국내 24.9%, 베트남 13.2%의 매출비중을 보인다.

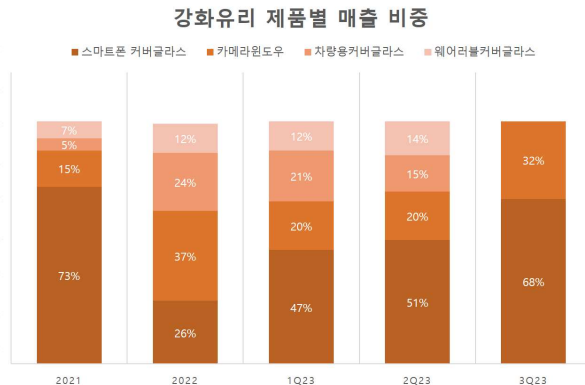
6) 재무분석

6)-1 최근 매출 실적

그림 13) 분기별 매출액 및 영업이익



그림 14) 강화유리 제품별 매출 비중



출처 : 동사 IR

19년까지 동사의 주요 고객사인 화웨이가 20년 미증갈등에 따른 미국의 수출제한조치를 받으며 매출액이 크게 감소하였고 이에 따라 동사는 4Q20부터 4Q22까지 1Q21를 제외하고 8분기 연속 영업이익 적자를 보였다. 그러나 20년 신규진출한 차량용 강화유리의 매출이 본격적인 성장세에 진입하고 스마트워치와 스마트폰 부문 3D 디스플레이 매출이 증가하였으며 무엇보다 화웨이의 실적개선 에 따른 화웨이향 매출이 회복되며 1Q23에는 8분기만에 흑자전환에 성공하였다.

분기별로 보자면, 1Q23에서는 매출액이 573억원으로 전년대비 22.2% 증가하고, 영업이익은 22억 원으로 8분기만에 흑자전환에 성공했다. 차량용 강화유리와 스마트워치 등에서 강화유리 채택으로 인한 매출이 전년동기 대비 104.7%로 크게 증가했으며, 국내 및 중국 스마트폰 제조업체향 공급 개로 3D커버글라스 매출도 41.1% 상승했다.

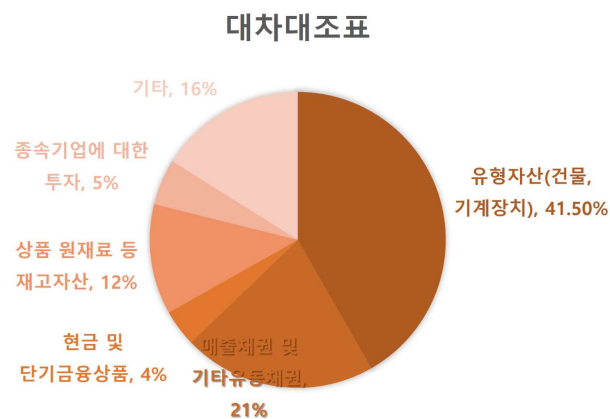
2Q23에는 3D커버글라스 매출이 147.1% 크게 증가하였고 차량용 강화유리, 카메라윈도우 매출 역시 각각 14.2%, 15.2% 증가하며 성장세를 유지하였을 뿐 아니라 스마트워치 등 기타 강화유리 매출도 전년동기 대비 86.2% 급증하였다.

8월에는 화웨이가 미국의 제재 속에서 자체 개발한 5G 메이트60 프로를 출시하며 기술을 인정받 음과 동시에 중국의 전국적인 애국소비열풍으로 4Q23에 yoy 36.2%증가한 스마트폰 판매실적을 기록하며 화웨이향 공급이 동사의 매출증가를 견인하였다. 화웨이향 실적의 회복에 따라 스마트폰 커 버글라스의 매출비중 역시 꾸준히 상승하였다. 3Q23에는 매출액이 전년동기 대비 168.5% 증가하여 978억원을 기록했고, 차량용 강화유리도 점차 양산이 확대되어 QoQ 2배 이상 증가했다.

동사는 전년 기준 커넥터 부분에서 641억의 매출을, 커버글라스 부분에서 2592억 매출을 달성해 총 3234억 가량의 매출을 달성하였으며 이는 전년도 매출인 1613억 대비 약 두배에 달하는 금액으로 **전년동기대비 100.4% 폭증성장**하였다. 당기순이익 역시 **18년도 수준을 회복**하였다.

6)-2 대차대조표

그림 15) 제이앤티씨의 대차대조표



출처 : DART 참고 재구성

매출채권 및 기타유동채권 21%, 상품 원재료 등 재고자산 12%는 제품 매출과 관련하여 총 33%의 비중으로 자산의 1/3 이상을 차지하고 있다. 이외에도 현금 및 단기금융상품은 제품 판매로부터 발생 되어 4%를 차지하고, **유형자산은 커넥터와 커버글라스 생산에 필요한 건물, 기계장치 등으로 41.5%의 비중으로 자산의 대부분을 차지한다.** 현금 등은 요구불예금으로 221억을 보유하고 있고, 단기금융상품으로 260억 이 증가하였다. 매출채권은 전기 284억에서 당기 1316억으로 크게 증가하였고, 매출채권회전율은 2.46회이다. 기타유동채권은 6억 정도 감소하여 유의미한 변동이 없는 것으로 보인다. **재고자산**의 경우, 당기 대비 전기에 제품과 상품 재고 108억, 재공품 329억, 원재료 63억 등 총 553억 증가했다. 이는 **매출액 및 예상 매출액 증가**에 따라 발생한 현상으로 보인다.

b. 부채 및 재무건전성

그림 16) 제이앤티씨 재무제표

부채(단위 : 억원)	2023.12	2022.12	2021.12	2020.12
유동부채	2,782	1,396	1,348	1,010
매입채무	936	219	221	192
단기차입금	1,379	701	734	578
사채	-	50	-	-
유동성 장기차입금	290	293	242	95
기타	177	124	151	145
비유동부채	211	481	690	608
장기차입금	123	371	533	433
기타	88	110	57	175
부채총계	2993	1876	2038	1619

출처 : DART 참고 재구성

2023년 12월 기준 부채는 전기 1876억에서 당기 2993억으로 총 1117억 증가하였다. 그중 유동부채가 총 2782억이며 매입채무 및 기타유동채무가 34% 비중으로 전기 대비 총 717억이 증가하였다. 이는 제품생산준비를 위한 비용으로 추정된다. 단기차입금은 당기 기준 총 1379억인데 전체 부채의 46%를 차지하며 베트남 4공장 투자 과정에서 급격히 상승하였다. 20년과 21년 역시 베트남 3공장 건설로 인해 장, 단기 차입금 규모가 컸다. 화웨이향 실적부진으로 포트폴리오를 다각화하는 과정에서 공장증설이 계속해서 이루어졌고, 현재 다시 영업이익이 흑자로 전환하고 매출액이 증가하는 등 차입금상환에 속도가 붙을 것으로 보인다.

그림 17) 제이앤티씨 재무비율

(%)	2023	2022	2021
부채비율	84.29	56.06	54.32
유동비율	84	88	134
차입금의존도	76	111	83

출처 : DART 참고 재구성

동사의 부채비율은 점진적으로 상승하고 있으나 아직까지 안정적인 부채비율을 보이고 있다. 유동비율의 경우 점진적으로 하락하고 있어 단기부채상환능력의 불확실성이 증가하고 있다. 차입금의존의 경우 공장증설로 인해 역시 비교적 높은 상황이다.

또한 동사는 CAPEX확대에 따른 큰 규모의 장기차입금이 유지·확대되어 추가로 차입이 어려운 상황인 만큼 **동사의 대주주인 진우엔지니어링**은 당사 주식을 담보로 회사채를 발행하고, **동사 주식 510만주(8.81%)교환 대상으로 하는 교환사채를 차환 발행**하였다. 즉, 주가 상승을 담보하기 힘든 상황에서 교환사채발행을 통해 결과적으로 **당사 주식을 일부 매각**하였다. 동사는 교환사채 발행 기준가 1만2000원을 기준 총 612억원의 유동성을 확보해 **4공장건설에 투입**하였다.

6)-3 CAPEX 현황

그림 18) 제이앤티씨 공장현황

공장	면적	생산 품목(커버글라스)	완공시점
1공장	60,000m ²	스마트폰용	2015
2공장	22,000m ²	스마트폰용	2019
3공장	50,000m ²	차량, 스마트워치, 카메라윈도우용	2021
4공장	83,000m ²	차량, 스마트워치용	2024

출처 : 동사 IR 및 언론 취합

그림 19) 제이앤티씨 유형자산 취득

현금흐름표 (단위:억원)	2023	2022	2021	2020
유형자산의 취득	(399.3)	(430.2)	(1,496.8)	(609.6)

출처 : DART 재구성

동사는 2015년 베트남 법인(JNTC VINA)를 설립하고 1,2 공장 건설을 통해 스마트폰 커버글라스 양산을 본격화하였으며, 2020년 차량용 커버글라스 개발 성공 후 **2021년 3공장(49,000m²)완공과 함께 차량용/스마트워치용 커버글라스와 카메라용 커버글라스로 포트폴리오를 확장**했다. 현재는 베트남 1, 2공장에서 스마트폰용 커버글라스, 3공장에서 차량용/스마트워치용 커버글라스 및 카메라윈도우를 양산하고 있다. 또한 급증하는 수주 물량에 대응하기 위해 동사는 **3공장 대비 1.7배 규모의 4공장 부지(83,000m²)에 신규양산시설 착공하여 25년 상반기 완공을 목표로 건설에 속도를 내고 있어 물량확대에 충분히 대응해 성장세를 모두 흡수할 수 있을것으로 기대된다.**

6)-4 매출채권회전율과 현금흐름

그림 20) 제이앤티씨 현금흐름

(단위 : 억원)	2023	2022	2021	2020	2019
영업활동현금흐름	(160.08)	129.36	252.60	939.30	1631
투자활동현금흐름	(659.17)	(362.82)	(1,614.11)	723.10	626.36
재무활동현금흐름	(349.52)	(168.82)	323.46	856.74	(154.65)

출처 : DART 재구성

영업활동현금흐름은 앞선 2년간의 실적 부진으로 인한 자산부채의 변동과 이자의 지급으로 인해 변동되었다. 투자활동현금흐름은 대부분 유형자산의 취득과 공동기업 주식의 취득에서 발생했다. 재무활동현금흐름은 단기차입금의 증가로 증가했다.

그림 21) 제이앤티씨 매출채권회전율

(단위 : 억원)	2023	2022	2021	2020	2019
매출액	3234.4	1613.3	2026.0	3477.8	3861.5
매출채권	1315.8	284.1	372.1	378.8	462.0
매출채권회전율	2.46	5.68	5.54	9.18	8.36

출처 : DART 재구성

20년까지 동사는 매출채권의 지속적 증가와 더불어 매출채권회전율도 함께 증가하였으나 21년과 22년 매출액이 감소하며 매출채권회전율 역시 감소하였다. 작년에는 비교적 낮은 2.46회의 매출채권회전율을 보이며 현금회수에 있어 불안정한 모습을 보였다.

6)-5 주요 재무지표 비교

그림 22) 피어그룹 재무제표 비교

2023.12 기준 (단위: 억, %)	커버글라스사업 영위기업			커넥터사업 영위기업	
	제이앤티씨	유티아이	육일씨엔에스	히로세코리아	우주일렉트로
시가총액	11,743	5,700	239	비상장	1,939
매출액	3,234	194	290	4,330	1,599
영업이익	285	(197)	9	931	80
당기순이익	177	(296)	(2)	790	56
영업이익률	36.30	(101.91)	3.15	21.51	5.01
부채비율	84.29	485.68	50.10	14.15	33.28
PER(배)	63.49	(21.87)	(133.75)		26.34
PBR(배)	3.13	36.63	1.09		0.55
ROE	5.15	(91.71)	(0.84)	11.6	2.5
주당배당금(원)	1,341				150

출처 : 네이버 증권 참조

피어그룹의 경우 동사의 커버글라스 및 커넥터 사업과 유사한 사업을 영위하는 기업들 중 기업규모가 비슷한 유티아이, 육일씨엔에스, 히로세코리아, 우주일렉트로를 선정하였다.

국내 동종 업계 중 당사는 시가총액 11,743억으로 가장 크며 유티아이, 육일씨엔에스와 우주일렉트로와는 당사 대비 작은 규모의 기업이다. 당사의 PER은 63.49배, PBR은 3.13배이며 ROE는 5.15%이다. 2023년 기준 흑자전환에 성공한 당사와 달리 유티아이, 육일씨엔에스 등 국내 동일업종 타 기업들은 흑자전환을 하지못해 주요 재무 지표에서 마이너스를 기록하고 있다. 유티아이의 경우 여전히 적자 상황에 놓여있으며 부채 비율 또한 최근 급증하고 있다. 국내 동종업계 대비 대부분의 실적에서 우위를 보이고 있는 동사이다.

IV. 투자포인트

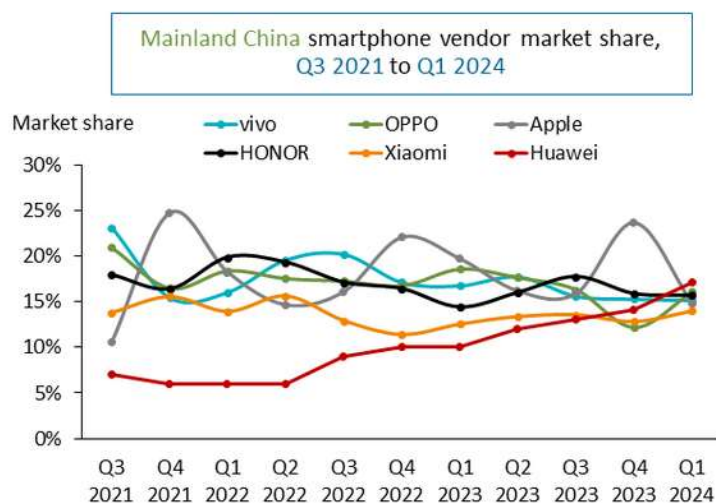
1) 중국향 매출 회복

동사 매출의 약 50%를 차지하는 최대 고객사의 화웨이는 지난 10년간 가파르게 성장하며 출하량에서 2Q20기준 중국 시장 1위, 글로벌 시장에서 2위를 기록하였으나 직후 미국의 대중 반도체 수출 규제의 타격이 되며 급격히 경쟁력을 상실하고 추락하였다. 이와 연동하여 동사는 2Q21부터 영업이익 적자와 함께 가동률 급락을 맞아야 했다. 그러나 작년 8월 화웨이는 미국의 제재 속에서 자체 개발한 AP를 탑재한 5G 메이트60 프로를 출시하며 기술을 인정받음과 동시에 **중국의 전국적인 애국소비 열풍으로 4Q23에 yoy 36.2%증가한 스마트폰 판매실적을 기록했다**. 또한 동년 4월에는 **자사 주력 시리즈인 P를 업그레이드한 퓨라70시리즈 출시를 통해 시장점유율 1위를 탈환하였으며** 24년 연간 스마트폰 출하량 추정치를 6000만대에서 7000만대로 상향한 바 있다. 이에 동사의 제품에 대한 수요 또한 지속적으로 높아질 전망이다.

특히 화웨이향 커버글라스는 일반강화유리에 비해 낙하방지기능을 10배 향상시킨 **콘륜글라스로, 일반 커버글라스 대비 3~4배가량 높은 판매단가**를 가진 만큼 큰 폭의 매출액상승을 기대할 수 있다. 화웨이는 올해 메이트70과 두번접는 태블릿형 스마트폰을 출시한다는 계획이며 동사는 화웨이의 이러한 연속적인 프리미엄 모델 출시와 시장점유율 확대수혜를 온전히 받을 전망이다.

이러한 흐름에 맞추어 동사는 23년 상반기 매출 1128억원, 영업이익 62억, 당기순이익 30억원 등의 실적을 보이며 흑자 전환에 성공했다. **중국 스마트폰 내수화 추세가 강화될수록 동사의 실적도 안정적으로 성장할 것으로 판단된다.**

그림 1) 중국 스마트폰 제조업체 시장점유율



출처: canaly

2) 차량용 커버글라스 시장 속 P와 Q 증가

차량용 커버글라스는 대형화, 곡면화, 세련화에 따라 복잡한 공정이 요구된다. 현재 동사는 LG디스플레이와 협력해 PI OLED를 적용한 3D커버글라스를 벤츠(EQS), 캐딜락(리릭), 루시드에 납품하고 있으며 한번 수주계약을 통해 양산을 시작하면 계약기간은 8년 수준으로 안정적인 매출을 기대할 수 있다. 확정된 수주잔고는 28년까지 7,000억원으로 벤츠 6,000억원, 포르쉐 500억원, 루시드 500억원이다.

LG디스플레이는 OLED채택 완성차 고객사가 GM, 아우디, 포드, 현대차 등 9곳으로 늘어났다고 발표했다. 전기차, 자율주행차의 보급, 자동차의 프리미엄화, 디스플레이 대형화 추세에 따라 미들급 차량모델 역시 점점더 복잡한 공정을 요하는 커버글라스가 탑재된 디스플레이를 탑재함에 따라 동사의 완성업체 수주를 확보할 성장여력은 무궁무진하다.

기존의 차량커버글라스의 단가가 높다는 점 역시 수익성개선에 박차를 가할 것이다. 동사의 모바일 커버글라스의 경우 평균단가가 5달러에 형성되어 있는 반면, **차량용 커버글라스의 경우 250~300달러에 형성되어 있다.** 커버글라스의 대형화/세련화와 고객사의 추가적 확보가 이루어질수록 매출은 더더욱 가파르게 확대될 전망이다.

또한, 경쟁업체 대비 독보적인 동사의 차량커버글라스 기술력이 이를 탄탄히 뒷받침할 전망이다. 동사는 2020년, **초대형 차량용 곡면 커버글라스인 3D일체형 커버글라스를 최초로 개발 성공했다.** 또한 지난 2월 초격차 AF코팅 및 AG에칭 양산기술 개발에 성공했다. 초격차 AF코팅 기술은 유리와 같은 기재 표면을 특수처리해 지문과 같은 오염물질의 부착 방지 및 제거를 가능하게 하는 기술로 기존에 상용화 되어있는 AF코팅 대비 지속시간 또한 압도적으로 높아 5~6년 이상 효과가 지속된다. AG에칭 양산기술은 화면의 눈부심을 방지하고 고화질 화면을 더욱 선명하게 구현하는 기존의 AG코팅 기술을 에칭 방식으로 개발하여 생산력 또한 크게 높여준다. 동사의 최대 경쟁사인 중국업체 렌즈테크의 경우 중소형 커버글라스에 주력하고 있으며 3D일체형 커버글라스제조에 필수적인 AR코팅 기술은 여전히 개발단계에 있는 상태이다. 또다른 중국 경쟁업체 비엘의 경우 3D 커버글라스 기술력을 보유하고 있음에도 현재 중소형 커버글라스에 집중하고 있으며 국내 경쟁사 유티아이의 경우 소형 커버글라스인 카메라 윈도우 글라스의 매출비중이 97%이상으로 차량용 커버글라스로의 사업확대에는 한계가 있는 상황이다.

3) 유리기판 사업 진출

기존의 반도체 기판은 플라스틱 기반의 유기 인터포저나 실리콘 인터포저 등으로 만들어왔다. 하지만 실리콘 대비 가격이 10배 저렴한 유기 인터포저의 경우 반도체 공정 중 발생하는 고온의 열에 쉽게 휘어지고 평탄도가 고르지 못해 회로설계 미세화에 한계가 있어 **고성능의 AI 반도체**에 적용하기에 힘들다. 반대로 실리콘의 경우 위와 같은 문제가 없고 기능적으로는 뛰어나지만 너무 비싸다는 문제점이 있다. 이러한 문제를 해결하기 위한 대안이 **유리 기판(GCS, Glass Core Substrate)**으로서 먼저, 표면의 거칠기 수치가 작아 표면에 미세한 회로작업이 수월하고 기판의 두께 역시 얇아지게 된다. 또한 열팽창계수가 높아 열로 인한 휘어짐우려가 덜하다. 단단한 정도인 영률 역시 낮아 적당한 유연성을 바탕으로 다양한 층을 수월하게 결합할 수 있다. 열 전도율 역시 높아 최대 10배 많은 전기적 신호를 전달하는 등 전력효율이 높아 양산수율을 크게 높일 수 있다. 이를 바탕으로 회로패턴왜곡을 50%가량 낮출 수 있고 같은 면적에 훨씬 많은 초미세 칩을 올릴 수 있어 한 개 기판 위에 복수의 연산장치와 10개 이상 HBM이 필요할 것으로 예상되는 AI시대에 적합하다. **이처럼 유리 기판은 반도체 미세화 트렌드에 최적화되어 향후 미래기판소재의 핵심소재, 반도체의 게임체인저로서 인식된다.** 핵심기판을 유리로 활용하는 기술은 인텔과 일부 기판업체들에 의해 10년전부터 연구되어왔으나 AI와 데이터센터 수요가 빠르게 확대되기 전까지는 필요성과 경제성이 부족해 주목받지 못하였으나 최근 유기기판의 한계가 지적되며 차세대 기판기술로 주목받고 있는 상황이다.

그림 2) 유리기판 주요 성능 비교

기판, 인터포저 코어	실리콘	유기		유리
		적층	팬아웃	
표면의 거칠기	<10	400-600	>1000	<10
열팽창계수	2.9-4	3-17	16-30	3-9
소재의 유연함(영률)	165	10-40	22	50-90
Moisture absorption	0	0.04%	1-2.5%	0
열 전도율	148	0.9	0.5-0.75	1.1

출처: PENN STATE CHIMES, 바이시그널 2조

동사는 지난 3월 **유리기판 사업 진출을 공식화**하며 기존의 유리 관련 기술력과 노하우를 총 동원해 TGV방식(*유리기판에 미세한 전극통로를 형성하는 기술)에 따른 유리기판 제품을 개발하여 **2027년 양산하겠다는 계획**을 밝혔다. 동사의 주가는 신사업진출 발표 이후 23% 급등하여 현재 높은 선에서 등락중이다. **유리기판 기술의 핵심은 TGV공정**으로 유리기판에 레이저를 이용해 구멍을 낸 뒤 엠틱으로 홀과 유리 두께를 명확히 하고 세정공정 후 유리 구멍에 도금을 입혀 전류가 통할 수 있게 하는 공정이다. 현재 **TGV공정을 수행하는 기업은 동사를 포함해 애플릭스, 삼성전기, 이노텍**이 있다.

동사는 모회사인 진우엔지니어링을 통해 대부분의 설비를 조달할 수 있으며 2010년부터 쌓아온 유리를 다루는 노하우와 공정간 오염을 방지하는 노하우, 유리 식각과 커넥터 도금을 담당하는 자회사 등이 있어 **빠른 기술 개발이 가능**할 것으로 보인다. 동사는 동년 **8월 중으로 시제품 공개, 하반기까지 도금 공정 기술 개발 완료를 목표로 하고있으며 연말에는 유리기판 양산을 위한 베트남 5공장 착공**에 나설 계획이다. 당분간 중화권 고객사의 판매량 상승에 동사 매출이 일부 연동되는 분위기일 수 있으나 유리기판 사업으로의 확장을 통해 중화권 고객사 의존도를 낮추고 유리 제품 포트폴리오를 더욱 다변화하고자 한다.

동사의 **유리기판의 벨류체인**은 먼저, 원장업체로부터 유리를 공급받은 후 TGV 장비를 **필옵틱스**로부터, 오텍장비는 **캠트로닉스**에게 공급받은 뒤 공정을 진행한 뒤 기판을 삼성전기, SKC 등의 **기판업체**에게 공급하면, 이들은 야스 등 유리기판 검사 업체들의 장비를 이용해 검사한 뒤 나머지 기판공정을 마무리하고 인텔, 애플, 삼성 등 **최종고객사인 반도체 업체**들에게 공급하게 된다. 글로벌 벨류체인을 가지는만큼 동사는 최근 영업담당 사장을 신규로 영입해 중화권, 영어권 국가를 집중적으로 공략할 계획이다.

V. 리스크

1) 미중 갈등, 추가 제재 가능성

동사의 총매출의 절반가량이 화웨이향 공급에서 발생하는 만큼 화웨이 모바일 실적에 따라 동사의 실적이 크게 연동된다. **미중갈등이 현재진행형인 만큼 화웨이에 대한 추가적인 제재 역시 언제든지 가능하다.** 20년 당시 화웨이에 직접적 타격을 가한 미국의 제재조치는 화웨이에 대한 수출통제조치로 14나노미터 이하급 반도체 수출을 금지한 것이었다. 특히 올해 4월, 화웨이의 AI 노트북에 인텔의 최신 반도체 칩이 탑재된 것이 공개되며 비판이 거세지자 바이든 행정부는 미국기업과 화웨이의 거래를 제한하는 기존 제재조치에서 더 나아가 **화웨이 제품에 필요한 반도체 공급선에 타격을 주기 위해 화웨이와 관련된 여러 중국 반도체 회사를 블랙리스트(*상무부 수출통제 명단, CXMT, 칭다오 시엔, 스웨이슈어, PST 등을 대상)에 올리는 것을 고려하고 있다고 밝히기도 하였다.**

그러나, 미국의 추가 제재 시 그에 대한 반발심으로 중국의 애국소비 바람이 더욱 거세질 가능성도 존재한다. 전년도 화웨이가 출시한 Mate 60프로의 폭발적인 판매량 증가의 배경에도 애국소비가 있었다. 또한 2021년 당시 중국 기업이 타격을 받았던 이유는 스마트폰에 탑재되는 AP가 대부분 인텔 및 퀄컴 제조 AP였기 때문인데, 가장 최근 모델인 Pura 70의 경우 중국 내수 AP를 탑재하고 있다. 이미 중국은 AP의 내수화를 성공한만큼 미국의 추가 제재가 실효성을 가지지 못할 것이라는 전망도 존재한다.

2) 유리기판 사업 후발주자 리스크

동사가 **반도체용 유리기판 시장 후발주자인만큼 해당 시장 진출은 악재로도 작용될 수 있다.** OLED 디스플레이 및 반도체 장비 기업인 필옵틱스의 경우 이미 반도체 글라스 기판 제조용 TGV 양산 장비 공급에 국내 최초로 성공하였다. SKC의 자회사 애플릭스의 경우 구미에서의 파일럿공장가동을 통해 대량양산준비를 마치고 3Q24부터 미국 조지아 공장에서 1.2만m² 규모의 첫양산공장 시운전을 계획하고 있다. 빠르면 4Q24에 고객사 인증을 통해 내년부터 AMD를 비롯해 양산할 계획이다. 수율안정화와 추가고객사확보에 따라 6만m²규모의 추가증설도 검토하고 있는 상황이다. 삼성전기 역시 유리기판에 적극적으로 뛰어들어 2025년 시제품 생산, 2026년 양산을 목표로 중장기 시장 선점을 노리고 있는 상황이다. 이외에도 국내에만 약 15개 업체와 인텔, 애플, AMD까지 유리기판사업에 뛰어들어 치열한 경쟁을 예고한 상태이다.

유리기판이 성장가능성이 높은 시장이며 극초기 단계이기 때문에 벌써 후발주자로서의 우려를 표하는 것이 선부른 판단일수도 있으나 이제 진출을 발표하고 개발을 시작한만큼 선두 주자들에 시장 파이와 고객사 확보 등에서 밀릴 수밖에 없다는 점을 유의해야한다. 핵심은 경쟁사 대비 제이앤티씨가 기존에 보유하고 있던 동사만의 유리 기술력과 노하우를 바탕으로 얼마나 뛰어난 품질의 유리기판을 개발하느냐, 얼마나 경제성 있는 제품을 개발하느냐에 달려있다.

VI. 밸류에이션

1. 미래 3개년 매출액 추정

1) 스마트폰 커버글라스

1)-1 화웨이향

2022년 전년 대비 폭락한 출하량을 2023년부터 점차 회복 중이며 애국 소비 및 AP 내수화의 성공으로 그 속도 또한 빠르다. 이에 **2024년까지는 화웨이 사 목표 출하량을 적용했다.** 다만 추가 제재 가능성 및 애국 소비 추세 지속에 대한 불확실성이 크다고 판단하여 **이후 Q 추정에 있어서는 2022~2024E CAGR에 40% 할인을 적용했다.**

쿤룬 글라스로 대표되는 3D 글라스의 경우 동사가 화웨이 전체 출하량의 약 60%를 담당하고 있으며, 현재 화웨이 제품 중 3D 글라스를 적용하는 제품 비율이 40~45% 정도인 것을 감안하여 동사가 글라스를 공급하는 수량을 결정하였다. 일반 2D 글라스의 경우 동사가 공급하는 2D, 3D 글라스 비중이 4:1임을 감안하여 산출하였다.

P의 경우, 중국 제조사의 저가 경쟁으로 인해 일반 2D 글라스 판가가 3달러까지 하락하였기에 이에 리포트 작성 시점 원/달러 환율 1,363원을 적용하여 판가 추정하였다. 3D 글라스의 경우 일반 글라스 대비 4배 이상의 판가를 형성하기에 보수적으로 4배의 판가를 설정하였다.

화웨이 쿤룬	2023	2024E	2025E	2026E
Q	8,640,000	16,800,000	20,400,665	24,773,043
P	₩16,356	₩16,356	₩16,356	₩16,356
매출액	₩141,315,840,000	₩274,780,800,000	₩333,673,273,267	₩405,187,892,649
화웨이 일반				
Q	2,160,000	4,200,000	5,100,166	6,193,261
P	₩4,089	₩4,089	₩4,089	₩4,089
매출액	₩8,832,240,000	₩17,173,800,000	₩20,854,579,579	₩25,324,243,291

1)-2 삼성향

2023년 삼성전자 스마트폰 출하량 3500만 대 중 갤럭시 S시리즈가 차지하는 M/S 비율인 20%를 감안하였다. 1Q24 삼성전자 컨퍼런스 콜로 미루어 보아 출하량은 스마트폰 CAGR 2.6%를 적용하여 Q 추정하였다. S24 시리즈부터 후면 글라스를 함께 공급하고, 후면 글라스는 전면부에 비해 1.5배의 판가를 형성하므로 전면 글라스 판가를 3달러로 가정하여 P를 산출하였다.

삼성	2023	2024E	2025E	2026E
Q	7,000,000	7,182,000	7,368,732	7,560,319
P	₩10,223	₩10,223	₩10,223	₩10,223
매출액	₩71,557,500,000	₩73,417,995,000	₩75,326,862,870	₩77,285,361,305

2) 차량용 커버그라스

현재 동사가 공급계약을 맺고 양산 중인 모델은 EQS 및 EQS SUV 모델이며, 일반적으로 이에 대응되는 내연기관 브랜드는 S class 및 GLS이다. 벤츠는 2030년까지 내연기관차 생산량 전체를 EV 생산량으로 전환하고자 하고 있기에, 2030년 100%에서 매년 10%씩 감소하여 **2023년에는 내연기관차 생산량의 30%가 EV 전환수요로 전환된 것으로 추정하였다.** 조사 결과 2023년 벤츠 글로벌 판매 증가율은 1.5%이고, 벤츠의 성장세가 현재는 크지 않다고 판단하여 **내연기관 및 EV의 Q 추정에서 동일하게 1.5% 성장률을 적용하였다.**

캐딜락, 루시드 수주 잔고의 경우 3년의 기간에 합리적으로 안분하기 어려운 면이 있어 매출액 추정에서는 제외하였다. 차량용 3D 커버그라스 판가가 일반적으로 35만~40만 원에 형성되어 있기에 **P는 보수적으로 35만 원으로 가정하였으며,** 향후 환율 변동 및 가격 변화에 대해서는 예측이 어려워 변화는 없다고 가정하였다.

	2023	2024E	2025E	2026E
EQS	14,100	14,312	14,526	14,744
S class 전환수요	27,990	37,880	48,060	58,537
합계	42,090	52,191	62,586	73,281
EQS/SUV	18,500	18,778	19,059	19,345
S class GLS 전환수요	23,370	31,664	40,174	48,931
합계	41,870	50,441	59,233	68,277
P	₩350,000	₩350,000	₩350,000	₩350,000
매출액	₩29,386,000,000	₩35,921,459,000	₩42,636,634,294	₩49,545,182,518

3) 커넥터

커넥터는 스마트폰에 필수적으로 탑재되기 때문에 스마트폰 출하량에 순행하여 비교적 안정적인 매출을 내기 때문에, **2023년 전체 매출액에 스마트폰 CAGR 2.6%를 적용하여 가정하였다.**

	2023	2024E	2025E	2026E
커넥터	₩64,178,000,000	₩65,846,628,000	₩67,558,640,328	₩69,315,164,977

4) 스마트워치 및 카메라윈도우

카메라윈도우는 상기한 커넥터와 결을 같이하며, 스마트워치의 경우 비교적 성장세가 높다. 다만 두 부문 모두 동사에서 자세한 수치를 공개하지 않아 추정에 어려움이 있었다. 이에 **스마트폰 CAGR 2.6% 및 스마트워치 CAGR 14.64%를 2023년 출하량으로 가중평균하여 성장률을 산출하였다.**

	2023	2024E	2025E	2026E
스마트워치 및 카메라윈도우	₩58,858,800,000	₩63,308,525,280	₩68,094,649,791	₩73,242,605,315

2. 미래 3개년 매출원가 및 매출총이익 추정

연도		2021	2022	2023
매출액		202595050531	161325172108	323436932669
매출원가		204189900085	182216026973	263900746901
	65.27%	101%	113%	82%
제품매출원가		190471478000	179337129000	262780684000
	97.09%	93.28%	98%	99.58%
상품매출원가		12949383000	2109859000	351024000
	2.54%	6.34%	1.16%	0.13%
기타매출원가		769039000	769039000	769039000
	0.36%	0.38%	0.42%	0.29%
매출총이익		(1594849554)	(20890854865)	59536185768

매출원가는 미래 추정 매출액에 매출액 대비 추정 매출원가율을 곱하여 산출하였다. 우선 과거 매출원가율을 살펴보았을 때, 2021년도와 2022년도는 매출액이 다소 부진하여 매출원가율이 각각 101%, 113% 등 평년보다 과대계상 되었다고 판단하여 추정 매출 원가율 계산에서 고려하지 않았다. 또한, 2022년도부터 2023년도까지 매출액의 연평균 CAGR이 약 41.59%인 점으로 미루어 보아 매출액 역시 지속적인 상승 모멘텀을 가질 것으로 판단하여, **2024년 이후 매출액 대비 매출원가율이 2023년보다 지속적으로 떨어질 것이라 판단하였다.**

연도	2024E	2025E	2026E
매출액	530449207280	608144640129	699900450054
매출원가	346246029083	396961035784	456853829280
	65.27%	65.27%	65.27%
매출총이익	184203178197	211183604345	243046620774

따라서, **2024년부터 2026년까지의 매출액 대비 매출원가율을 2023년 매출원가율의 약 80%인 65.27%로 추정하여 계산하였다.** 이후 매출액에서 매출원가를 차감하여 2024년부터 2026년까지의 추정 매출총이익을 산출하였다.

3. 미래 3개년 판매비와 관리비 및 영업이익 추정

연도		2021	2022	2023
매출총이익		(1594849554)	(20890854865)	59536185768
판매비와관리비		29148207000	23438223000	30997670000
	12.83%	14.39%	14.53%	9.58%
타입 1 (인건비, 여비교통비, 복리후생비)		8733969000	8902223000	8856429000
타입 2 (수도광열비, 소모품비, 세금과공과, 임차료, 보험료)		2275141000	2114277000	2164022000
타입 3 (판매보증비, 견본비, 운반비, 지급수수료, 대손상각비및환입)	4.66%	9438054000	5878068000	13778500000
	3.64%			
	4.26%			
	4.19%			
타입 4 (경상연구개발비, 주식보상비용, 감가상각비, 무형자산상각비, 기타)		8701043000	6543655000	6198719000
연도		2021	2022	2023
영업이익		(30743056761)	(44329077466)	28538516087

우선, 2021년부터 2023년까지의 판매비와 관리비 항목을 총 4개의 타입으로 나누어 분석하였다. 타입 1은 인건비, 여비교통비, 복리후생비 등의 급여 항목으로서 따로 분류했다. 타입 2는 수도 광열비, 소모품비, 세금과 공과, 임차료, 보험료 등의 고정 비용으로서 따로 분류했다. 타입 3은 판매보증비, 견본비, 운반비, 지급수수료, 대손상각비 및 환입 등 영업과 밀접한 연관을 갖는 비용으로서 변동 비용으로 따로 분류했다. 타입 4는 경상연구개발비, 주식보상비용, 감가상각비, 무형자산상각비, 기타 비용 등으로 매출과 독립적인 비용으로 간주하여 따로 분류했다. 판매비와 관리비 항목을 총 4개의 타입으로 나눈 다음, 각각의 미래 추정 판매비와 관리비를 따로 추산하여 총합함으로써 2024년부터 2026년까지의 미래 추정 판매비와 관리비를 산출했다.

연도	2024E	2025E	2026E
매출총이익	184203178197	211183604345	243046620774
판매비와 관리비	40416734203	43711858747	47595944563
	22%	21%	20%
타입 1 (인건비, 여비교통비, 복리후생비)	8872378773	8914078953	8955975124
타입 2 (수도광열비, 소모품비, 세금과공과, 임차료, 보험료)	2184480000	2184480000	2184480000
타입 3 (판매보증비, 견본비, 운반비, 지급수수료, 대손상각비및환입)	22212069763	25465494127	29307683772
타입 4 (경상연구개발비, 주식보상비용, 감가상각비, 무형자산상각비, 기타)	7147805667	7147805667	7147805667
연도	2024E	2025E	2026E
영업이익	143786443994	167471745598	195450676211

(TYPE 1)

2024년부터 2026년까지의 미래 추정 판매비와 관리비의 총액을 구하기 위해, 앞서 언급했듯 판매비와 관리비의 성격에 따라 각각 분리하여 비용을 추정했다. 우선 TYPE 1의 인건비, 여비교통비, 복리후생비 등 급여 항목은 2021년부터 2023년까지 TYPE 1 항목의 각각 연도별 비용을 3개년 평균하여, TYPE 1의 평균 비용을 산출했다. 그 다음 2021년부터 2023년까지의 TYPE 1 항목의 3개년 CAGR을 구하여, TYPE 1의 평균 비용에 순차적으로 곱해줌으로써 2024년, 2025년, 2026년의 추정 TYPE 1 비용을 산출하였다.

(TYPE 2)

TYPE의 2의 수도광열비, 소모품비, 세금과공과, 임차료, 보험료 등의 비용은 매출액에 큰 영향을 받지 않고 고정적으로 지출되는 고정비 성격이 강하기 때문에, 2024년부터 2026년까지 그 비용이 **일관되게 유지될 것이라 추정했다**. 따라서, 2021년도부터 2023년도까지 TYPE 2 항목의 각각 연도별 비용을 3개년 평균하여 TYPE 2의 평균 비용을 산출하고, 이를 2024년 2025년, 2026년의 추정 TYPE 2 비용으로서 그대로 산입했다.

(TYPE 3)

TYPE 3의 판매보증비, 견본비, 운반비, 지급수수료, 대손상각비 및 환입 등은 매출액에 연동되는 변동비로서, 매출액 대비 TYPE 3 항목의 비용을 따로 산출하여 미래 추정에 반영하고자 했다. 우선, 2021년부터 2023년까지 매출액 대비 TYPE 3 항목의 각각 연도별 비용의 비율을 산출하고자 했고, 이를 평균 내어 **전체 매출액 대비 TYPE 3 항목의 비율이 약 4.19%로 추산되는 것을 확인했다**. 이후 2024년, 2025년, 2026년 예상 매출액의 약 4.19%씩을 TYPE 3 항목의 비용으로 추산하여 산입하였다.

(TYPE 3)

TYPE 3의 판매보증비, 견본비, 운반비, 지급수수료, 대손상각비 및 환입 등은 매출액에 연동되는 변동비로서, 매출액 대비 TYPE 3 항목의 비용을 따로 산출하여 미래 추정에 반영하고자 했다. 우선, 2021년부터 2023년까지 매출액 대비 TYPE 3 항목의 각각 연도별 비용의 비율을 산출하고자 했고, 이를 평균 내어 **전체 매출액 대비 TYPE 3 항목의 비율이 약 4.19%로 추산되는 것을 확인했다**. 이후 2024년, 2025년, 2026년 예상 매출액의 약 4.19%씩을 TYPE 3 항목의 비용으로 추산하여 산입하였다.

(TYPE 4)

TYPE 4의 경상연구개발비, 주식보상비용, 감가상각비, 무형자산 상각비, 기타 비용 등은 **매출액과 독립적으로 추산되는 비용**으로서, 2021년도부터 2023년도까지의 평균치와 이후 2024년부터 2026년도까지의 TYPE 4의 추정 비용이 크게 차이 나지 않을 것이라 판단했다. 따라서, 2021년도부터 2023년도까지의 TYPE 4 평균 비용을 추산하여 2024년부터 2026년까지의 추정 TYPE 4 비용에 그대로 산입했다.

(총액)

2024년부터 2026년까지의 TYPE 1,2,3,4까지의 추정 비용을 모두 산출하였고, 이를 총합하여 2024년부터 2026년까지의 미래 추정 판매비와 관리비의 총액을 산출하였다. 이후, 각 연도별 추정 매출 총이익에서 추정 판매비와 관리비 항목을 차감하여 추정 영업 이익을 도출하였다.

4. 미래 3개년 법인세 비용 차감

연도		2021	2022	2023
영업이익		(30743056761)	(44329077466)	28538516087
법인세비용		2500000000	(1100000000)	2800000000
세후순영업이익(NOPAT)		(33243056761)	(43229077466)	25738516087

연도	2024E	2025E	2026E
영업이익	143786443994	167471745598	195450676211
법인세 비용 (21%)	30195153239	35169066576	41044642004
세후순영업이익(NOPAT)	113591290755	132302679022	154406034207

현재 당사의 과세표준 구간에 따라, 법인세율 21%를 적용하여, 영업 이익에 법인세율을 곱해줌으로써 법인세 비용을 산정했다. 2024년도부터 2026년도까지의 추정 영업 이익에 추정 법인세 비용을 차감하여 최종 각 연도별 추정 세후 순영업이익 (NOPAT)을 산출했다.

5. 미래 3개년 감가상각비 증액

연도		2021	2022	2023
세후순영업이익(NOPAT)		(33243056761)	(43229077466)	25738516087
(+)감가상각비		33539712000	50325611000	53255491000

연도	2024E	2025E	2026E
세후순영업이익(NOPAT)	113591290755	132302679022	154406034207
(+) 감가상각비	113569175279	130203767452	149848686357

2024년도부터 2026년도까지의 추정 감가상각비를 산출하기 위해, 2021년도부터 2023년도까지 연도별 매출액 대비 감가상각비 비율을 산출하였다. 이후 3개년 평균, 매출액 대비 감가상각비 비율인 약 21.41%를 도출하였고, 이를 2024년도부터 2026년도까지의 추정 매출액에 곱하여 2024년도부터 2026년도까지의 추정 감가상각비를 산출하였다. 최종적으로 추정 세후 순영업이익(NOPAT)에 추정 감가상각비를 더하여, 감가상각비 증액을 반영하였다.

6. 미래 3개년 순운전자본 변동 차감

연도		2021	2022	2023
(-)순운전자본변동(순자산-순부채)	매출채권회전율	17049864412	14470393567	92122050920
순자산	4.786666667	23602876065	19523415667	157616200033
매출채권	재고자산회전율	18,074,890,318	15,189,699,370	152,491,944,613
재고자산(원자재.완성품)	6.71	5,527,985,747	4,333,716,297	5,124,255,420
순부채	매입채무회전율	6,553,011,653	5,053,022,100	65,494,149,113
매입채무	7.573333333	6,553,011,653	5,053,022,100	65,494,149,113

순운전자본의 변동을 추정함에 있어, 논의를 간단화 하기 위해 매출채권 및 재고자산을 순자산으로, 매입채무를 순부채로 간주하였다. 위 정의에 입각하여, 순자산에서 순부채를 차감하여 순운전자본 변동을 측정하였다.

먼저 2024년도부터 2026년도까지의 순운전자본의 변동, 곧 매출채권, 재고자산, 매입채무의 증감을 추정하기 위해 2021년도부터 2023년도까지의 순운전자본의 변동 상황을 파악하고자 했다. 2021년도부터 2023년도까지의 매출채권, 재고자산, 매입채무의 데이터를 기본으로 하여, **3개년 평균 매출채권 회전율, 3개년 평균 재고자산 회전율, 3개년 평균 매입채무 회전율**을 측정하였다. 측정 결과, 2021년도부터 2023년도까지의 3개년 매출채권 회전율은 약 4.78, 3개년 재고자산 회전율은 6.71, 3개년 매입채무 회전율은 7.57로 산정되었다.

2024년도부터 2026년도까지의 추정 매출액에 과거 3개년 평균 매출채권 회전율, 평균 재고자산 회전율, 평균 매입채무 회전율을 나누어, **2024년도부터 2026년도까지의 추정 매출채권, 추정 재고자산, 추정 매입채무의 실질적 규모를 파악하고자 했다.**

연도	2024E	2025E	2026E
(-)순운전자본변동(순자산-순부채)	119829903934	137381511377	158109395853
순자산	189871612642	217682300126	250525828518
매출채권	110818079515	127049715904	146218756975
재고자산(원자재, 완제품)	79053533127	90632584222	104307071543
순부채	70041708708	80300788749	92416432666
매입채무	70041708708	80300788749	92416432666

2024년도부터 2026년도까지의 추정 매출채권, 추정 재고자산, 추정 매입채무 규모를 파악한 다음, **매출채권에 재고자산을 더한 순자산에서 매입채무인 순부채를 차감하여, 순운전자본의 변동을 측정하고자 했다.** 위 과정에 입각하여 얻어낸 2024년도부터 2026년도까지의 추정 순운전자본 변동분을 추정 세후 운영이익과 추정 감가상각비를 더한 값에서 차감하였다.

7. 미래 3개년 CAPEX 차감

연도		2021	2022	2023
(-)CAPEX	61105060078	149,394,251,572	43,413,983,871	40,011,454,764
매출액 대비 CAPEX 비율				12.37%
유형자산 취득		149,677,268,615	43,024,517,415	39,925,694,714
유형자산 처분		462,710,741	0	12,355,724
무형자산 취득		179,693,698	411,192,751	98,115,774
무형자산 처분		0	21,726,295	0
FCFF		(166147460745)	(50787843904)	(53139498597)

자본적 지출인 CAPEX는 순유형자산 취득액과 순무형자산 취득액을 합산하여 산출했다. 순유형자산 취득액은 유형자산 취득액에서 유형자산 처분액을 차감하여 산정했고, 순무형자산 취득액은 무형자산 취득액에서 무형자산 처분액을 차감하여 산정했다. 다른 과정과 유사하게, 2021년도부터 2023년도까지의 순유형자산 취득액과 순무형자산 취득액을 각각 측정하여, 이를 더해 자본적 지출인 CAPEX를 연도별로 산출했다.

산출 결과, 베트남 제3공장과 제4공장을 집중 건립한 2021년도와 2022년도에, 매출액 대비 CAPEX의 비율이 평년 대비 높게 책정됨을 관찰할 수 있었다. 따라서 미래 CAPEX 추정의 과대 계상을 사전에 방지하기 위해, 2024년도부터 2026년도까지의 매출액 대비 추정 CAPEX 비율을 산정할 때, 가장 최근의 CAPEX 비율인 2023년의 매출액 대비 CAPEX 비율만을 우선적으로 고려했다.

연도	2024E	2025E	2026E
(-)CAPEX	70921059013	81308938385	93576690172
매출액 대비 추정 CAPEX 비율	13.37%		
유형자산 취득			
유형자산 처분			
무형자산 취득			
무형자산 처분			
FCFF	₩36,409,503,086	₩43,815,996,712	₩52,568,634,538

구체적으로, 미래 3개년 추정 CAPEX 비율은 2023년의 매출액 대비 CAPEX 비율인 약 12.37%와 베트남 공장 추가 건립 등 추가 자본적 지출 가능성 약 1%를 합산한 13.37%로 상정하였다. 이후, 2024년부터 2026년까지의 매출액에 매출액 대비 추정 CAPEX 비율인 약 13.37%를 곱하여, 3개년 미래 추정 CAPEX를 측정하였다.

8. WACC 추정

(1) Cost of Equity

CAPM을 활용하여, 자기자본 조달비용을 약 8.16%로 추정하였다. 무위험이자율은 한국 3년 국고채 수익률, 시장이자율은 KOSPI 1년 수익률을 사용하였고, Enguide 제공 동사 52주 베타를 사용하였다.

	Rf	Rm	β	Re
자기자본조달비용	3.45%	9.31%	0.804	8.16%
$re = rf + \beta(rm - rf)$	한국 3년 국고채 수익률	KOSPI 1년 수익률		

(2) Cost of Debt

동사는 사업보고서에 신용등급을 제시하지 않았기 때문에 보고서상으로 제시된 동사의 장기 / 단기 / 유동성 장기 차입금을 가중평균한 후 총 합산해주어, 타인자본비용을 약 5.31%로 추정하였다.

타인자본조달비용		기말자입	금액	이자율	비중	가중평균
	장기	국민	3,000,000	5.72%	5.63%	0.322153%
		우리	3,499,999	5.61%	6.57%	0.368617%
		농협	666,640	6.25%	1.25%	0.078220%
	단기	국민	3200000	4.98%	6.01%	0.299174%
			5800000	4.98%	10.89%	0.542253%
			5000000	5.29%	9.39%	0.496558%
			7,000,000	4.92%	13.14%	0.646559%
		우리	2,400,000	4.33%	4.51%	0.195094%
		농협	3,000,000	6.25%	5.63%	0.352003%
		신한	5,000,000	5.45%	9.39%	0.511577%
			5,000,000	5.31%	9.39%	0.498436%
		하나	3,000,000	5.10%	5.63%	0.287234%
			1,800,000	5.68%	3.38%	0.191940%
	유동성 장기	국민	900,000	5.72%	1.69%	0.096646%
		우리	3,499,999	5.61%	6.57%	0.368617%
		농협	500,000	6.25%	0.94%	0.058667%
		총계	53,266,638		100.00%	5.31%

(3) WACC

cost of debt	5.31%
tax rate	21.00%
debt ratio	45.70%
weighted cost of debt	1.92%
risk free rate	3.45%
equity risk premium	5.86%
levered beta	0.718
cost of equity	8.16%
equity ratio	54.30%
weighted cost of equity	4.43%
wacc	6.35%

당사의 과세표준 구간에 의거하여, 법인세율을 약 21%로 추산하였다. 최종적으로, 일련의 과정을 거쳐, WACC를 약 6.35%로 추정하였다.

9. 미래 3개년 추정 FCFF 도출

연도	2024E	2025E	2026E
세후순영업이익(NOPAT)	113591290755	132302679022	154406034207
(+) 감가상각비	113569175279	130203767452	149848686357
(-)순운전자본변동(순자산-순부채)	119829903934	137381511377	158109395853
순자산	189871612642	217682300126	250525828518
매출채권	110818079515	127049715904	146218756975
재고자산(원자재,완성품)	79053533127	90632584222	104307071543
순부채	70041708708	80300788749	92416432666
매입채무	70041708708	80300788749	92416432666
(-)CAPEX	70921059013	81308938385	93576690172
매출액 대비 추정 CAPEX 비율	13.37%		
유형자산 취득			
유형자산 처분			
무형자산 취득			
무형자산 처분			
FCFF	₩36,409,503,086	₩43,815,996,712	₩52,568,634,538
할인율(WACC%)	6.35%	6.35%	6.35%
NPV of FCFF	₩34,235,545,921	₩38,739,829,666	₩43,703,298,218
미래 3개년 추정 FCFF 총합			₩116,678,673,805

미래 추정 FCFF는 미래 추정 세후 순영업이익(NOPAT)에 감가상각비를 증액하고, 순운전자본변동과 CAPEX를 차감하여 계산하였다. 위 정의에 입각하여 최종적으로 도출된 2024년도부터 2026년도까지의 추정 FCFF를 6.35%의 WACC으로 현가화시켜, 미래 추정 3개년 FCFF의 현재 가치를 각각 산출하였다. 그 결과, 미래 추정 3개년 FCFF의 현재 가치 총합이 약 116,678,673,805원임을 확인하였다.

10. 미래 잔존가치 도출 및 적정 주가 계산

FCFF	₩36,409,503,086	₩43,815,996,712	₩52,568,634,538
할인율(WACC%)	6.35%	6.35%	6.35%
NPV of FCFF	₩34,235,545,921	₩38,739,829,666	₩43,703,298,218
미래 3개년 추정 FCFF 총합			₩116,678,673,805
Terminal Value			₩1,399,554,555,895
NPV of Terminal Value			₩1,163,529,368,154.82
기타금융부채			₩10,764,571,083.00
현금 및 현금성 자산			₩15,774,074,085
Enterprise Value			₩1,306,746,687,127.94
#of shares			57,068,621
Stock price			₩22,897.81

2026년 이후, 즉 2027년부터 FCFF의 잔존 가치를 추정하기 위해, (현가화 전 Terminal Value) = (2026년도의 현가화 전 FCFF)* $\{(1+\text{영구성장률})/(\text{할인율}-\text{영구성장률})\}$ 의 산식을 활용하였다. 이때, 영구 성장률은 GDP 성장률 약 1.5%에 커버글라스의 수주량 증대 등에 의한 기대 산업 성장률 1%를 가산하여 약 2.5%로 추정하였다. 또한, 할인율인 WACC은 당사의 재무제표 및 다양한 거시 경제 지표 등을 활용하여 약 6.35%로 추정하였다.

그 결과, 현가화된 FCFF의 잔존가치는 약 1,163,529,368,154원임을 확인할 수 있었다. 최종적으로, 현가화된 미래 3개년 추정 FCFF 및 잔존가치, 기타금융부채, 현금 및 현금성 자산을 더한 기업가치의 총액은 약 1,306,746,687,127원으로 추산되었다.

위 식에 입각하여 얻은, 기업 가치의 추정치를 현재 유통주식수인 약 57,068,621주로 나누어, 목표 주가 약 22,897원을 도출하였고 투자 의견 BUY를 제시한다.