

2차 전지 장비 (Overweight)

2020년: 2차 전지 CAPEX 사이클 시작

스몰캡 김영준 yjkim311@ktb.co.kr

Companies on our radar

종목명	투자의견	목표가	Top pick
코원테크	BUY	3.6만원	●
씨아이에스	BUY	3만원	●
이노메트리	N/R	-	
피앤이솔루션	N/R	-	

▶ Issue

2020년 2차 전지 CAPEX 사이클 수혜 기업 분석

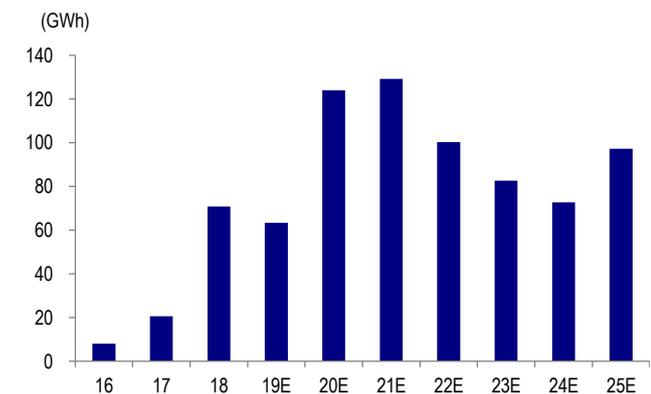
▶ Pitch

2차 전지 업체들의 Capa 증설 계획 및 유럽의 배기가스 규제 시행을 고려할 때 2020년부터 2차 전지 산업의 본격적인 CAPEX 사이클이 도래할 것으로 전망. 일반적으로 CAPEX 사이클에서 장비 업체의 주가 상승률이 소재 업체의 주가 상승률을 상회하나 2차 전지 장비 업체들은 다른 양상을 보임. 2차 전지 장비 업체들의 실적은 2019년을 기점으로 개선될 것으로 기대됨. 향후 장비 업체들의 주가는 긍정적인 흐름을 보일 것으로 전망

▶ Rationale

- 2차 전지 CAPEX 사이클은 2020년부터 본격적으로 시작될 것으로 전망. 2018년부터 70GWh 수준의 대규모 증설이 시작됐으나 2020년부터는 120GWh로 한 단계 더 높은 수준의 증설이 예정되어 있음. 2020년부터 유럽의 배기가스 규제 또한 시행 예정. 각 자동차 업체들의 대응 시작되며 2차 전지 산업 다시 주목 받을 것으로 예상
- 증설 사이클에서 반도체/디스플레이 산업의 장비 업체 주가 상승률이 소재 업체의 주가 상승폭을 상회. 2차 전지 장비 업체는 이익 개선이 지연됐기 때문에 다른 양상을 보일 것으로 판단. 올해부터 2차 전지 장비 업체들의 실적 개선 전망됨에 따라 주가 상승 기대됨
- 증설 사이클에서 장비 업체 중 코원테크, 씨아이에스, 이노메트리, 피앤이솔루션 선호
- **코원테크**: 전공정 자동화 시스템은 도입 초기며 경쟁사가 없음. 향후 신규 고객의 발주 증가 기대되며, 증설 사이클에서 수혜 전망
- **씨아이에스**: 유럽 업체인 Northvolt로 본격적인 제품 공급 시작. 유럽 시장을 선점함에 따라 유럽 지역 증설의 최대 수혜 전망
- **이노메트리**: ESS 화재 발생으로 검사 장비에 대한 수요 증가할 것으로 전망. 고객사 및 라인당 적용 검사 장비 수 증가하며 실적 개선 이어갈 것으로 예상
- **피앤이솔루션**: 2016년 이후 실적 개선을 지속하며 안정적으로 사업을 영위. 작년부터 중국 대형 업체(EVE, 완상 등)의 수주도 증가. 안정적 성장 이어갈 것으로 판단

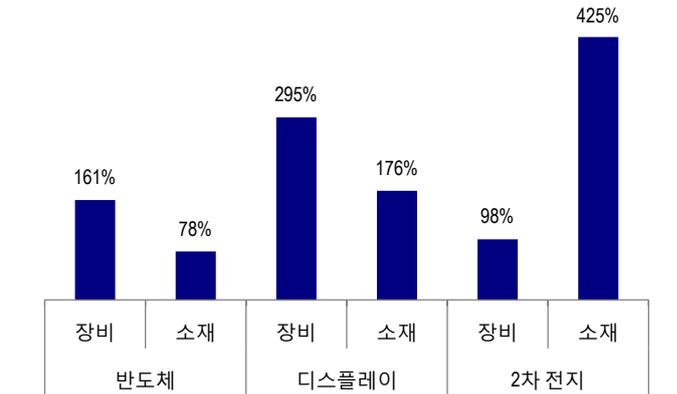
▶ 2차 전지 업체 연도별 Capa 증설량: 2020년 본격적인 증설 시작



Source: SNER리서치, KTB투자증권

Note: LG화학, SK이노베이션, 삼성SDI, CATL, 파나소닉 Capa 증설량 합계

▶ CAPEX 사이클에서 장비/소재 업체 주가 상승률: 장비 업체 우위



Source: Dataguide, KTB투자증권

Note: 반도체는 16'~18', 디스플레이는 15'~17', 2차 전지는 17'~18' 상승률

Contents

- 03 **I. 2차 전지 시장 현황**
 - I-1. 2차 전지 수요는 구조적으로 점증
 - I-2. 2차 전지 업계는 대규모 증설 중
 - I-3. 2020년 2차 전지 시장 리더는 유럽
 - I-4. Risk 요인

- 10 **II. 2차 전지 장비 업체 투자 포인트**
 - II-1. 장비 업체 주가 상승률이 더 높음
 - II-2. 2차 전지 장비 업체의 이익 턴어라운드 시작

- 14 **III. 종목별 투자의견**
 - 코원테크(282880)
 - 씨아이에스(222080)
 - 이노메트리(302430)
 - 피앤이솔루션(131390)

I. 2차 전지 시장 현황

I-1. 2차 전지 수요는 구조적으로 점증

xEV의 수요 증가에 기인
2차 전지 수요는 구조적 점증 전망

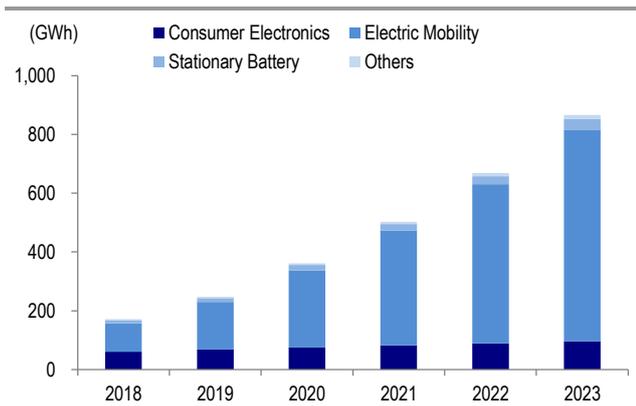
전세계 2차 전지 수요는 2019년 248GWh에서 2023년 866GWh까지 CAGR +38% 성장할 것으로 전망한다. 2차 전지 수요 증가분 618GWh의 대부분은 Electric Mobility 부분의 수요 증가가 이끌 것으로 예상된다.

Electric Mobility의 수요는 2019년 162GWh에서 2023년 720GWh까지 CAGR +50% 성장할 것으로 전망한다. 수요 증가분 558GWh는 2차 전지 전체 수요 증가분의 90%를 차지한다. 즉 향후 2차 전지 수요를 견인하는 핵심 요인은 Electric Mobility이다. Electric Mobility의 2차 전지 수요 내 비중이 2019년 66%에서 2023년 83%까지 확대되며 그 중요성은 점차 증가할 것으로 예상된다.

Electric Mobility에서 세부 부문별로 살펴보면 xEV 부문이 2019년 102GWh에서 2023년 496GWh로 가장 많은 수요 증가가 발생할 것으로 예상된다. 각국 정부의 EV 보조금이 축소되고 있는 상황이나, 친환경차 의무 판매 비중 확대 정책 및 소비자 인식의 변화로 EV 보급은 계속해서 확산될 것으로 전망된다. 전세계 순수 전기차 BEV의 수요는 2019년 230만대에서 2023년 900만대까지 약 300% 증가할 것으로 전망한다.

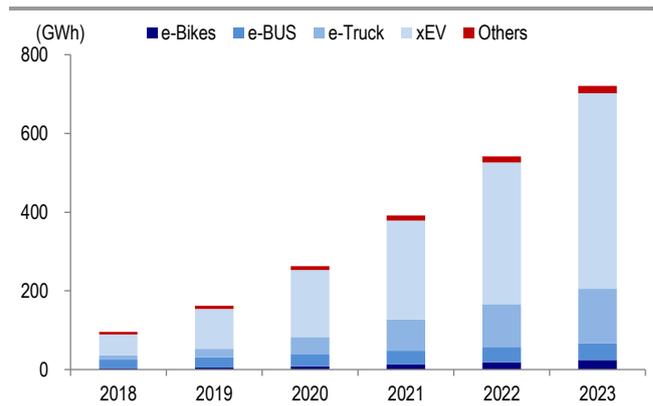
ESS와 관련 있는 Stationary의 수요는 2019년 13GWh에서 2023년 35GWh까지 CAGR +25%로 증가할 것으로 예상된다. 국내의 경우 ESS 화재의 영향으로 상반기 수요가 다소 정체되었으나 하반기 투자 재개로 성장성을 회복할 것으로 예상된다. 중장기적으로는 신재생 에너지 투자 확대에 따라 구조적으로 수요가 늘어날 전망이다.

Fig. 01: 전세계 2차전지 수요 전망



Source: Yole Development, KTB투자증권

Fig. 02: Electric Mobility 2차전지 수요 전망



Source: Yole Development, KTB투자증권

I-2. 2차 전지 업계는 대규모 증설 중

2023년까지 향후 4년간 2배 이상의 증설 예정

2차 전지 수요 증가에 맞춰 2차 전지 업체들도 투자에 나서고 있다. 국내 3사(LG화학, 삼성SDI, SK이노베이션)의 2차 전지 Capa는 2019년 94GWh에서 2023년 343GWh까지 약 250% 증가할 전망이다. LG화학은 폴란드와 중국, 삼성SDI는 헝가리와 국내, SK이노베이션은 폴란드와 미국 등지에서 증설을 진행 중이다. CATL, 파나소닉 또한 2019년 94GWh에서 2023년 280GWh까지 약 200% 증설이 전망되고 있다. 국내외 전세계의 2차 전지 업체들은 증설을 진행하고 있으며, 그 결과 국내 3사의 경우 2017년 4조원 수준이던 CAPEX가 2019년부터 11조원 수준에서 유지될 것으로 전망된다. 수요에 대비하여 공급도 증가 예정이다.

Fig. 03: 주요 2차 전지 업체 Capa 전망

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Capa(GWh)									
국내	12.5	15.9	19.3	48.5	93.8	163.5	205.2	288.6	343.3
LG화학	6.8	8	10.3	27.9	66.7	110.1	121	177	199.5
삼성SDI	4.7	6.9	6.9	15.9	22.4	32.2	34	51.6	83.8
SK이노베이션	1	1	2.1	4.7	4.7	21.2	50.2	60	60
해외	12.1	16.7	33.9	75.5	93.5	147.8	235.3	252.3	280.3
CATL	2.6	7.2	18.2	29.8	42.8	63.3	108.8	114.8	142.8
파나소닉	9.5	9.5	15.7	45.7	50.7	84.5	126.5	137.5	137.5
YoY									
국내		27.2%	21.4%	151.3%	93.4%	74.3%	25.5%	40.6%	19.0%
LG화학		17.6%	28.8%	170.9%	139.1%	65.1%	9.9%	46.3%	12.7%
삼성SDI		46.8%	0.0%	130.4%	40.9%	43.8%	5.6%	51.8%	62.4%
SK이노베이션		0.0%	110.0%	123.8%	0.0%	351.1%	136.8%	19.5%	0.0%
해외		38.0%	103.0%	122.7%	23.8%	58.1%	59.2%	7.2%	11.1%
CATL		176.9%	152.8%	63.7%	43.6%	47.9%	71.9%	5.5%	24.4%
파나소닉		0.0%	65.3%	191.1%	10.9%	66.7%	49.7%	8.7%	0.0%

Source: SNE리서치, KTB투자증권

Fig. 04: 주요 2차 전지 업체 CAPEX 전망

(조원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
국내 3사 합계	4.8	3.5	2.8	2.8	4.2	7.6	10.7	10.5	10.7
LG화학	1.4	1.4	1.6	1.4	2.3	4.2	6.1	5.6	5.4
SK이노베이션	2.7	1.6	0.4	0.6	0.9	1.3	2.6	2.9	2.9
삼성SDI	0.7	0.5	0.7	0.8	1.0	2.1	2.0	2.0	2.4
BYD	1.0	0.4	0.8	2.3	2.5	1.9	1.7	1.7	1.5
CATL	0.0	0.0	0.3	0.5	1.2	1.1	1.1	1.2	1.1
PANASONIC	2.2	2.2	2.4	3.0	4.0	3.2	3.7	3.5	3.3
Total	8.0	6.1	6.2	8.6	11.8	13.8	17.3	16.9	16.6

Source: Bloomberg, KTB투자증권

Note: CAPEX는 전체 사업부문, 국내 3사 전망은 당사 추정치

1-3. 2020년 2차 전지 시장 리더는 유럽

2020년부터 2차 전지 산업의 핵심은 유럽

2020년부터 유럽 시장 성장에 기인하여 2차 전지 산업이 다시 부각될 것으로 예상된다. 2차 전지 산업의 성장 요인으로는 중국 정부의 정책, 기술 발달에 따른 보급형 전기차의 출시, 그리고 디젤 게이트 이후 유럽에서의 배기가스 규제가 있다. 보급형 전기차(모델3, 볼트)는 이미 생산되어 판매되고 있으며, 중국 정부의 NEV Credit 정책 또한 2018년 유예 기간을 지나 2019년부터 시행되고 있다. 이제 향후 2차 전지 산업을 촉진시킬 요인은 유럽의 배기가스 규제이다.

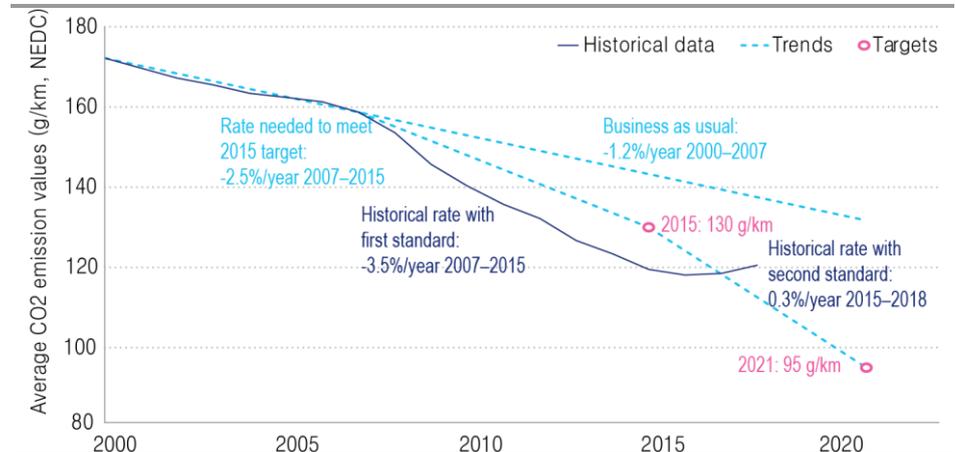
2020년 CO2규제 시행

유럽 지역에서 전기차 수요를 증가하게 하는 요인은 CO2 규제이다. EU의 로드맵에 따르면 자동차 OEM들은 2020/2021년까지 평균 CO2 배출량을 약 95g/km 이하까지 감축해야 한다. 2020년은 배출량이 많은 5%의 차량을 집계 대상에서 제외할 수 있으므로 2021년이 본격적으로 시작점이 될 것이다.

벌금의 규모를 감안했을 때 EV 출시는 불가피

OEM들의 CO2 평균 배출량이 2018년 수준에 머무를 경우 벌금 부과는 불가피하다. JATO의 분석에 따르면 폭스바겐의 경우 약 92억유로의 벌금이 예상되며, 현대/기아차의 경우에도 약 29억유로의 부담이 발생할 것으로 전망된다. 벌금을 감안할 때 CO2 규제를 최대한 충족 시켜야 할 것으로 보이며 따라서 2019년부터 EV 출시가 가속화될 전망이다. 현재까지 공개된 생산 계획을 종합하면 2020년 176개, 2021년 214개, 2025년 333개의 모델이 출시될 전망이다. T&E에 따르면 2025년 친환경차 생산량은 약 4백만대에 달해 2019년의 6배가 될 것으로 추정하고 있다. 전기차의 가속 페달은 지금부터 시작이다.

Fig. 05: EU CO2 감축 로드맵 및 실제 CO2 배출량 추이



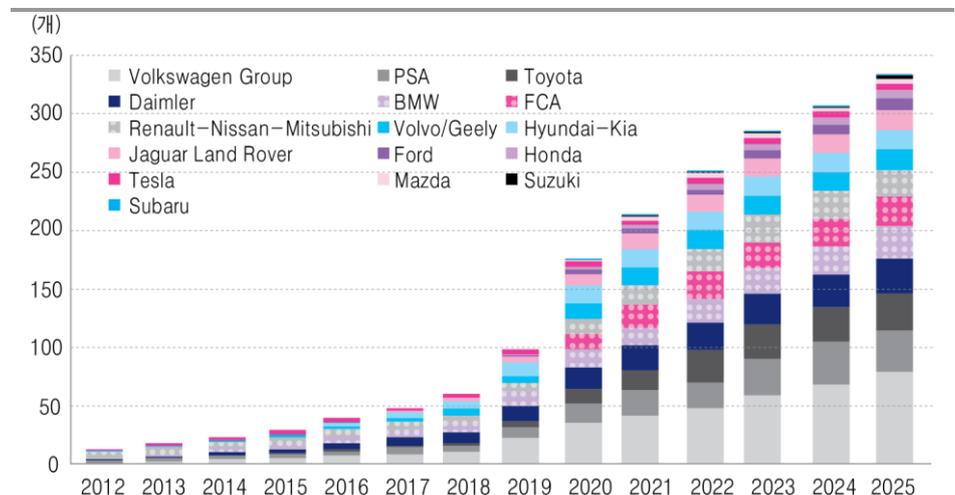
Source: ICCT, KTB투자증권

Fig. 06: 주요 OEM의 2018년 EU 신차판매의 평균 CO2 배출량 및 2021년 예상 벌금 규모

OEM	실제 평균 CO2 배출량(g/km)			목표 CO2 배출량(g/km)		대당 벌금 (Euro/대)	2018년 판매량 (천대)	총 벌금 (십억Euro)
	2018년	2017년	차이	2021년 목표	목표 대비 차이			
VW Group	121.2	121	0.2	96	25.2	2,525	3,638	9.2
PSA	114.2	111.9	2.3	91	23.2	2,194	2,457	5.4
Renault Group	113.2	109.8	3.4	92	21.2	2,207	1,615	3.6
FCA	125.3	120.1	5.2	92	33.3	3,373	961	3.2
Daimler	134.3	125.1	9.2	102	32.3	3,192	941	3.0
Hyundai-Kia	121.9	121.1	0.8	94	28.4	2,852	1,011	2.9
BMW Group	127.1	120.6	6.5	102	25.1	2,609	1,018	2.7
Ford	123.7	120.8	2.9	96	27.7	2,576	992	2.6
Nissan Group	112.9	115.9	-3.0	95	17.9	1,807	630	1.1
Volvo	130.2	124.5	5.7	108	22.2	2,425	317	0.8
Toyota	101.3	102.3	-1.0	94	7.3	745	733	0.6

Source: ICCT, JATO, KTB투자증권

Fig. 07: EU 지역 연도별 친환경차 판매 모델수 추이 및 전망

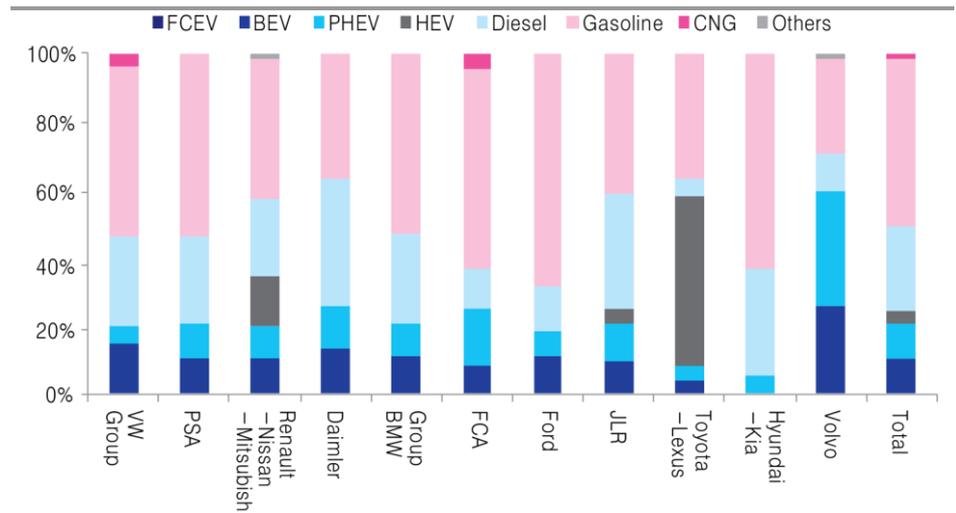


Source: Transport&Environment(T&E), KTB투자증권

폭스바겐 그룹이 유럽 전기차 시장을 리드할 것

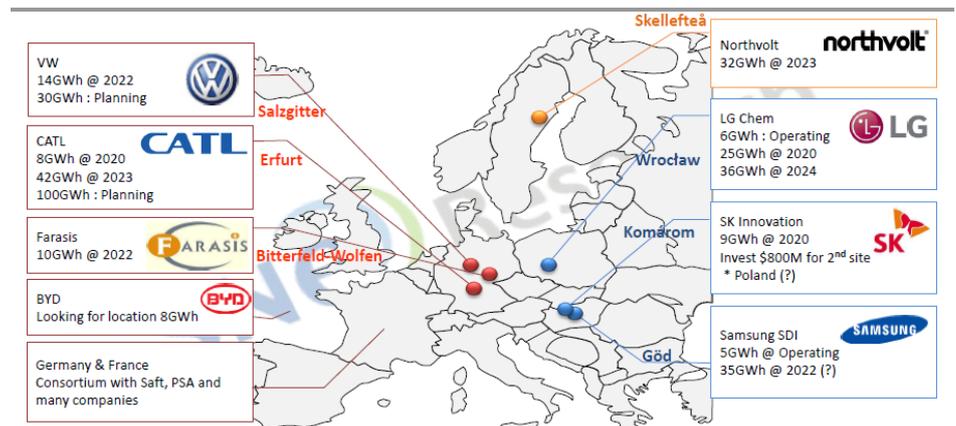
유럽 지역의 전기차 시장 확대는 폭스바겐 그룹이 이끌어 갈 것으로 전망된다. T&E의 전망치에 따르면 2025년 기준 약 1백만대의 BEV 양산이 예상되며 이는 유럽 전체의 1/3 수준의 생산량이다. 자연스럽게, 이 목표를 달성하기 위해서는 차량 개발뿐만 아니라 배터리 조달에 대해서도 고민을 해야한다. 그 결과 유럽에는 현재 다수의 배터리 공장 증설이 예정되어 있다. 폭스바겐 그룹은 Northvolt사와 JV를 통해 독일의 잘츠기터 지역에 공장을 설립할 예정이다. 2023년 말 2024년 초 상업 생산을 목표로 건설 계획 중이며 향후 규모 증가도 염두에 두고 있다. 2020년부터 유럽 지역이 2차 전지 산업을 더 가속화 할 것이다. -당사에서 발간한 2차 전지 리포트(소재의 시대 4: 2차 전지편) 참조

Fig. 08: OEM별 2025년 차종믹스 전망(EU 생산대수 기준)



Source: Transport&Environment(T&E), KTB투자증권

Fig. 09: 2차 전지 생산의 핵심이 될 유럽



Source: SNE리서치, KTB투자증권

I-4. Risk 요인

리스크 요인

- 1) ESS 화재
- 2) 실적 개선지연
- 3) 중국 전기차 판매 둔화

2차 전지 수요가 증가하고 있는 상황에서 리스크 요인으로 1) ESS 화재에 의한 센터먼트 악화, 2) 2차 전지 셀 업체들의 실적 개선 지연, 3) 중국 전기차 판매 둔화를 꼽을 수 있다.

1) ESS 화재

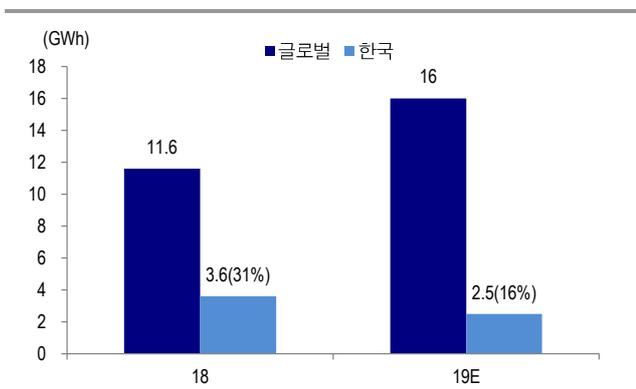
국내에서 ESS 화재가 계속 발생하며 2차 전지 산업에 대한 우려가 커지고 있다. 2017년 8월 전북 고창의 ESS 화재를 시작으로 현재까지 총 26건의 화재가 발생하였다. 2018년 기준 국내 ESS 시장 규모는 약 3.6GWh로 세계 시장의 1/3이며, ESS 화재 사고 이후 국내 ESS 시장은 약 30% 감소한 2.5GWh 시장으로 전망되고 있다. 세계 시장 규모가 16GWh로 전망되는 가운데 비중이 16% 수준인 절반으로 감소한 것이다. 그러나, 2차 전지 산업 전체의 센터먼트를 망가뜨릴 이슈는 아니다. 2차 전지 수요 전망에 따르면 ESS가 차지하는 수요 비중은 전체 시장의 6% 수준 밖에 되지 않는다. 화재는 검사 장비의 도입 및 기술 발전으로 점차 해소될 수 있는 부분이므로, 단기적 센터먼트 악화는 어쩔 수 없으나 장기적으로 영향을 크지 않을 것으로 판단한다.

Fig. 010: 국내 ESS 화재 사고 일지

지역	용도	사고일	지역	용도	사고일
전북 고창	풍력	17.8.2	충북 문경	태양광	18.11.21
경북 경산	주파수	18.5.2	경남 거창	태양광	18.11.21
전남 영암	풍력	18.6.2	충북 제천	수요관리	18.12.17
전남 군산	태양광	18.6.15	강원 삼척	태양광	18.12.22
전남 해남	태양광	18.7.12	경남 양산	수요관리	19.1.14
경남 거창	풍력	18.7.21	전남 완도	태양광	19.1.14
세종	수요관리	18.7.28	전북 장수	태양광	19.1.15
충북 영동	태양광	18.9.1	울산	수요관리	19.1.21
충남 태안	태양광	18.9.7	경북 칠곡	태양광	19.5.4
제주	태양광	18.9.14	전북 장수	태양광	19.5.26
경기 용인	주파수	18.10.18	충남 예산	태양광	19.8.30
경북 영주	태양광	18.11.12	강원 평창	풍력	19.9.24
충남 천안	태양광	18.11.12	경북 군위	태양광	19.9.29

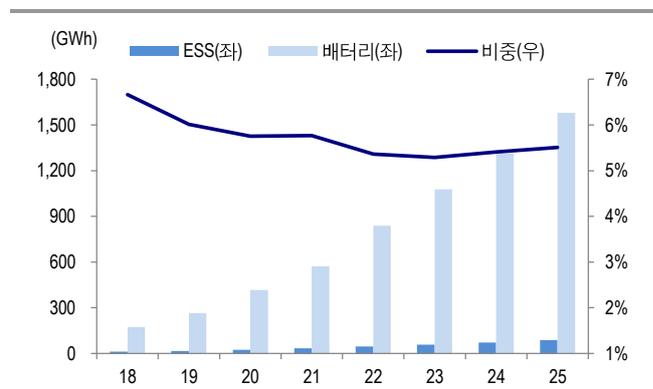
Source: 산업통상자원부, KTB투자증권

Fig. 011: ESS 시장 규모



Source: SNER리서치, 한국전기안전공사, KTB투자증권

Fig. 012: 배터리 수요 중 ESS 수요 비중



Source: SNER리서치, KTB투자증권

배터리 업체의 실적 개선은 시간이 해결해 줄 것

2) 2차 전지 셀 업체들의 실적 개선 시점이 지연

LG화학의 배터리 부문 실적 부진이 지속되며 우려가 생기고 있으나 시간의 문제이다. 업체에 따르면 현재 이익 개선이 지연되는 이유는 수요의 문제가 아닌 신규 공장 수율의 문제이다. 2차 전지 제조는 높은 기술을 요하는 진입 장벽이 높은 영역이며, 공장 증설 초기의 수율 이슈는 피하기 어렵다. LG화학의 경우 2차 전지 업체들 중 증설을 가장 많이 했다. 2018년 Capa가 28GWh 수준이었음에 반해 2019년 67GWh까지 기존 Capa의 2배 이상을 증설하였으며, 증설 장소 또한 국내가 아닌 유럽이다. 초기 수율에 문제가 생길 수 밖에 없다. 이는 불가피한 상황으로 업체들의 수익성 개선은 시간이 지남에 따라, 규모의 경제와 수율의 개선에 의해 달성될 것으로 전망한다.

중국의 정책은 변함 없음. 7월과 8월의 판매 감소는 일시적 이슈

3) 중국 전기차 판매 둔화

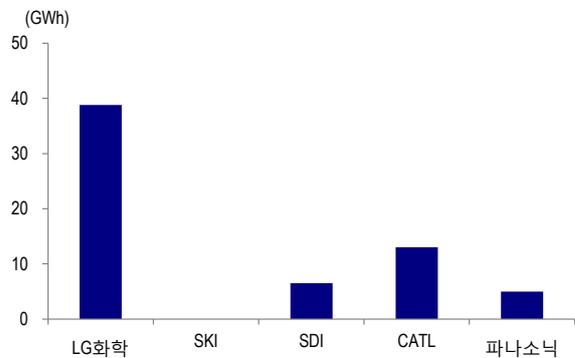
올해 7월(YoY -9%)과 8월(YoY -11%) 중국의 xEV 판매가 전년 대비 감소했다. 이에 따라 전기차 수요에 대한 우려가 생기고 있다. 중국의 전기차 판매 둔화는 보조금 삭감 때문이다. 7월의 보조금 감축이 진행됐으며, 이에 따라 6월에 선수요가 발생했다. 그 결과 7월과 8월 중국의 전기차 판매가 둔화를 보였다. 중국 지역의 전기차 판매는 전세계 판매량의 약 1/3로 전체 수요에서 비중이 높기 때문에 단기적인 우려는 피할 수 없을 것으로 보인다. 그러나 보조금 삭감은 이미 예정되어 있던 것으로 최근 중국 정부는 장기적 NEV Credit 정책을 유지한다고 발표했다. 즉 전기차 보급의 방향성을 계속해서 이어 간다는 의미이며, 근본적으로 변한 것은 없다. 내년 보조금 완전 삭감 때까지 변동성이 확대될 수 있는 부분이나 성장통이라는 판단이다.

Fig. 013: LG화학 전지 부문 실적 추이



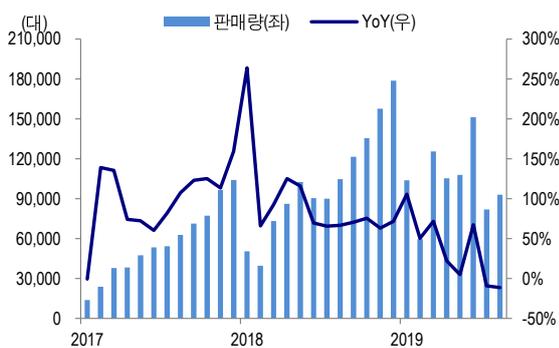
Source: LG화학, KTB투자증권

Fig. 014: 2019년 업체별 Capa 증설 용량



Source: SNE리서치, KTB투자증권

Fig. 015: 중국 친환경차 판매 추이



Source: Marklines, KTB투자증권

Fig. 016: 각국의 전기차 관련 정책

	EU	중국	한국	일본	미국
2020년 목표 CO2 배출량(g/km)	95	116	97	122	113
2020년 목표 연비(km/l)	24.5	20.1	21	22.2	17.4
NEV 및 ZEV 규제		19' 10% 20' 12% 21' 14%			25' 22%

Source: KTB투자증권

II. 2차 전지 장비 업체 투자 포인트

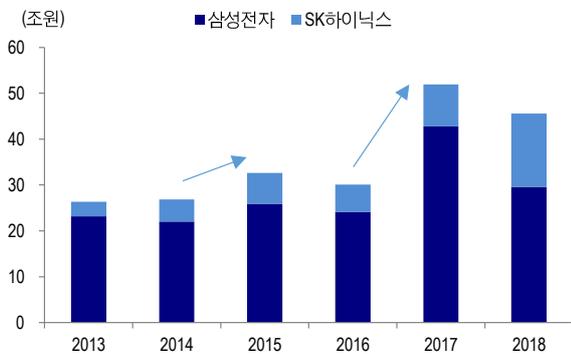
II-1. 장비 업체 주가 상승률이 더 높음

2차 전지의 수요에 맞춰 증설이 이루어지며 산업 성장이 지속될 것이다. CAPEX 사이클에서 주가가 상승하는 기업을 다른 산업을 통해 알아보자.

반도체 산업에서 CAPEX사이클 때 장비 업체의 주가 상승률이 더 높음

반도체 산업의 경우 2015년, 2017년 대규모 CAPEX 투자가 발생했다. 2017년 사이클에서 장비 업체와 소재 업체의 주가는 2016년부터 2018년 고점까지 각각 161%, 78% 상승했다. 장비 업체의 주가 상승률이 더 높다. 2018년 고점 대비 2019년 저점까지는 각각 62%, 37% 하락하였다. 장비 업체의 실적은 정체가 되고, 소재 업체의 실적은 증가하는 상황에서 장비 업체의 주가 하락 폭이 더 컸다.

Fig. 017: 반도체 업체 CAPEX 추이



Source: Dataguide, KTB투자증권

Fig. 018: 반도체, 장비, 소재 업체 주가 추이



Source: Dataguide, KTB투자증권

Note: 반도체 (삼성전자, SK하이닉스), 소재 (후성, 원익머트리얼즈, SK머트리얼즈, 솔브레인, 원인QnC), 장비(원익IPS, 테스, 주성엔지니어링, 피에스케이홀딩스, 유진테크)

Fig. 019: 반도체 장비 업체 영업이익, 주가 추이



Source: Dataguide, KTB투자증권

Note: 테스, 주성엔지니어링, 피에스케이홀딩스, 유진테크, 원익홀딩스

Fig. 020: 반도체 소재 업체 영업이익, 주가 추이



Source: Dataguide, KTB투자증권

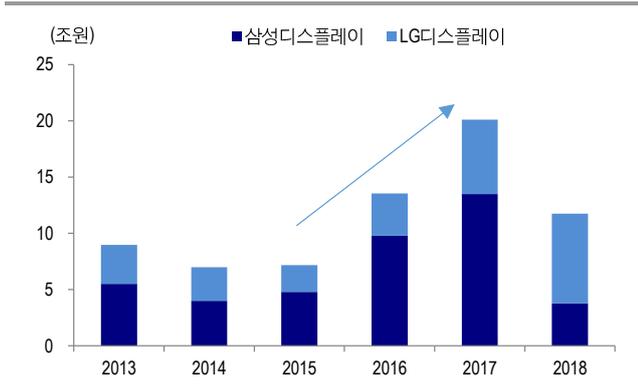
Note: 후성, 원익머트리얼즈, SK머트리얼즈, 솔브레인, 원인QnC

디스플레이 산업에서도 CAPEX 사이클 때 장비 업체와 소재 업체가 상승률이 더 높음

디스플레이 산업의 경우 2015년부터 2017년까지 CAPEX가 증가했다. 해당 사이클에서 장비 업체와 소재 업체는 2015년 대비 2017년 고점까지 각각 295%, 176% 상승했다. 반도체 산업과 마찬가지로 장비 업체의 주가 상승률이 더 높다. 2017년 고점 대비 2018년 저점까지는 각각 47%, 49% 하락하였다.

반도체 산업과 디스플레이 산업의 CAPEX 사이클에서 장비 업체의 주가 상승이 더 두드러졌다. 2차 전기 산업에서도 같은 현상이 발생할 수 있을 것이라 판단이다.

Fig. 021: 디스플레이 업체 CAPEX 추이



Source: Dataguide, KTB투자증권

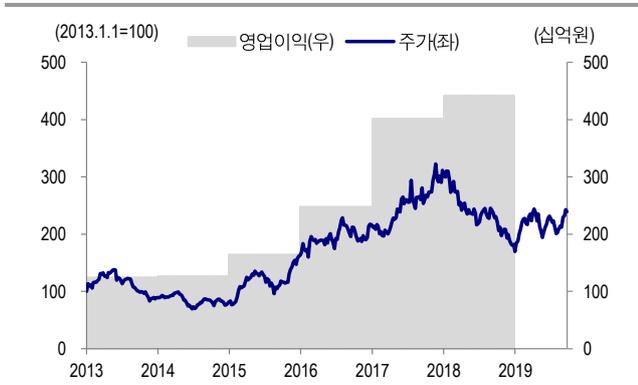
Fig. 022: 디스플레이, 장비, 소재 업체 주가 추이



Source: Dataguide, KTB투자증권

Note: 소재(덕산네오룩스, 이녹스첨단소재, 실리콘웍스), 장비(야스, AP시스템, 비아트론, 원익IPS, 주성엔지니어링, 에스에프에이, 브이원텍)

Fig. 023: 디스플레이 장비 업체 영업이익, 주가 추이



Source: Dataguide, KTB투자증권

Note: 야스, AP시스템, 비아트론, 원익IPS, 주성엔지니어링, 에스에프에이, 브이원텍

Fig. 024: 디스플레이 소재 업체 영업이익 주가 추이



Source: Dataguide, KTB투자증권

Note: 덕산네오룩스, 이녹스첨단소재, 실리콘웍스

II-2. 2차 전지 장비 업체의 이익 턴어라운드 시작

2차 전지 산업에서는 소재업체의 주가 상승률이 더 높음

반도체 산업과 디스플레이 산업에서 확인한 것처럼 CAPEX 사이클에서 장비 업체의 주가 상승 폭이 소재 업체보다 더 크다. 그러나 2차 전지 산업에서는 다른 모습을 보였다. 2차 전지 장비 업체는 2017년 초 대비 2018년 고점까지 98%의 주가 상승을 보였으나, 소재 업체는 425%의 주가 상승을 보였다.

2차 전지 장비 업체는 이익이 정체되어 있었음

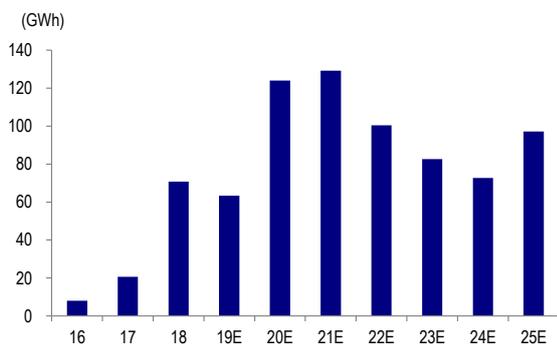
2차 전지 산업에서 다르게 나타나는 이유는 다음과 같은 두 가지 이유로 판단한다. 첫번째는 2017~2018년이 CAPEX 사이클은 완벽한 CAPEX 사이클이라고 볼 수 없다. 2018년 70GWh, 2019년 63GWh의 증설에서 2020년 124GWh, 2021년 129GWh 수준의 본격적인 증설이 예정되어 있다. 2020년부터 주요 5개 업체외에도 유럽에서의 증설도 진행될 것이 전망됨에 따라 본격적인 CAPEX 사이클에 진입할 것으로 예상된다.

이번 CAPEX 사이클에서는 이익 증가와 함께 주가 상승 가능성 높음

CAPEX 사이클에 진입하면 장비 업체의 이익이 증가한다. 2차 전지 장비 업체만 주가상승 폭이 적었던 이유는 이익이 정체되어 있기 때문이다. 디스플레이 장비 업체들의 2017년 영업이익은 2015년 대비 144% 증가했다. 반도체 장비 업체들의 2017년 영업이익은 2015년 대비 83% 증가했다. 이에 반해 2차 전지 장비 업체들의 2018년 영업이익은 2016년 대비 6% 증가했으며 2017년보다는 감소했다. 즉 아직 CAPEX 사이클에서 이익이 증가하는 모습을 보이지 않았다. 2019년에는 실적이 개선될 수 있을 것으로 보인다. 2019년 상반기 실적 기준 연환산 실적은 전년대비 33% 증가한 실적이 기대된다. 이러한 실적 증가 추세는 더 가속화 될 것으로 전망된다.

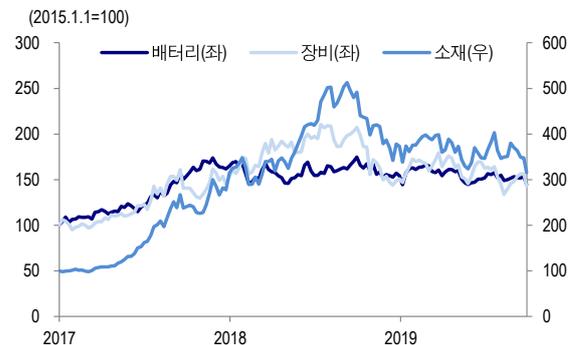
위의 두 가지 요소 때문에 2차 전지 장비 업체들의 주가 상승은 미미했다고 판단한다. 그리고 이 부분이 반영되어 장비 업체와 소재 업체의 밸류에이션 갭 또한 크다는 판단이다. 따라서 본격적인 CAPEX 증가 구간에서 이익이 증가하고, 소재와의 밸류에이션 갭이 메워지면서 주가 상승의 가능성이 높다는 판단이다.

Fig. 025: 국내 2차 전지 업체 Capa 증설량



Source: SNE리서치, KTB투자증권

Fig. 026: 2차 전지 장비, 소재 업체 주가 추이



Source: Dataguide, KTB투자증권

Note: 배터리(LG화학, SK이노베이션, 삼성SDI), 소재(포스코케미칼, 인진머티리얼즈, 후성, 코스모신소재 등), 장비(씨아이에스, 피엔티, 피앤이솔루션, 신홍에스씨, 브이원텍 등)

Fig. 027: 2차 전지 장비 업체 영업이익, 증가 추이



Source: Dataguide, KTB투자증권
 Note: 씨아이에스, 피엔티, 엠플러스, 엔에스, 디에이테크놀로지, 피앤이솔루션, 대보마그네틱, 브이원텍, 이노메트리, 신흥에스씨, 상아프론테크

Fig. 028: 2차 전지 소재 업체 영업이익 증가 추이



Source: Dataguide, KTB투자증권
 Note: 포스코케미칼, 에코프로비엠, 열앤에프, 코스모신소재, 일진머티리얼즈, 천보, 후성, 대주전자재료

Fig. 029: 산업별 장비/소재 업체 밸류에이션 요약

분류	기업명	시가총액 (십억원)	PER							OPM				
			2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2015	2016	2017	2018		
2차전지	장비	코윈테크	245.3	n/a	n/a	n/a	n/a	9.0	7.0	n/a	7.8	7.9	13.7	
		상아프론테크	231.8	19.9	21.8	26.3	15.6	14.7	12.9	7.0	5.8	7.1	7.8	
		신흥에스씨	214.9	n/a	n/a	23.5	24.5	14.0	9.8	2.6	7.1	7.5	6.6	
		이노메트리	144.8	n/a	n/a	n/a	16.9	17.7	13.6	n/a	23.1	14.1	22.0	
		피앤이솔루션	140.4	69.7	16.9	19.4	15.3	12.7	8.8	4.4	8.5	11.9	11.4	
		대보마그네틱	128.2	n/a	n/a	n/a	56.6	n/a	n/a	n/a	n/a	24.6	35.2	20.4
		씨아이에스	122.5	4.3	0.8	n/a	n/a	21.8	n/a	9.3	13.5	-18.4	-27.7	
		브이원텍	118.9	n/a	n/a	28.5	9.2	11.1	8.1	20.8	36.6	39.8	28.7	
		피엔티	107.8	n/a	28.1	24.7	49.8	6.7	4.2	-0.2	6.9	6.9	1.5	
		디에이테크놀로지	96.6	20.8	20.4	67.1	n/a	34.0	n/a	5.3	4.0	4.6	2.3	
		엠플러스	85.1	n/a	n/a	18.5	54.7	n/a	n/a	2.5	15.1	11.0	2.5	
엔에스	61.7	23.7	24.2	87.4	15.2	14.0	n/a	10.8	7.6	5.6	5.9			
평균		141.5	27.7	18.7	36.9	28.6	15.6	9.2	6.9	13.4	11.1	7.9		
소재	포스코케미칼	2,689.6	23.4	16.2	22.7	28.5	21.7	16.4	4.6	7.6	8.7	7.7		
	일진머티리얼즈	1,708.4	n/a	13.9	38.4	45.7	30.9	21.5	3.7	7.3	10.9	9.7		
	에코프로비엠	994.9	n/a	n/a	n/a	n/a	23.3	15.8	n/a	9.4	7.7	8.5		
	후성	795.5	33.8	11.1	31.8	22.3	43.7	18.1	9.4	19.0	14.3	14.4		
	천보	651.0	n/a	n/a	n/a	n/a	24.8	16.9	24.4	20.7	20.6	22.5		
	열앤에프	502.6	n/a	57.1	52.8	46.3	162.1	20.6	-0.8	5.6	7.3	5.3		
	코스모신소재	240.1	n/a	55.9	34.9	32.8	11.6	10.4	-5.3	2.7	2.7	2.8		
	대주전자재료	240.8	n/a	72.6	n/a	655.0	n/a	n/a	-4.0	5.9	3.2	3.6		
평균		977.9	28.6	37.8	36.1	138.4	45.5	18.2	4.6	9.8	9.4	9.3		
반도체	장비	원익IPS	1,413.6	n/a	48.0	14.5	9.6	24.1	11.4	n/a	11.8	19.4	16.3	
		테스	377.6	12.9	15.3	13.8	5.7	16.2	7.5	9.5	20.3	23.0	20.1	
		케이씨텍	356.1	n/a	n/a	37.8	3.5	n/a	n/a	n/a	n/a	18.5	18.8	
		주성엔지니어링	350.8	49.3	15.3	15.6	7.1	9.2	8.4	8.7	14.1	15.3	15.7	
		유진테크	320.8	14.2	12.6	17.5	12.8	14.3	11.0	19.6	25.8	19.8	18.5	
		피에스케이홀딩스	41.3	13.7	14.0	13.3	4.7	2.0	0.9	12.1	15.5	20.9	20.6	
평균		476.7	22.5	21.0	18.7	7.2	13.1	7.8	12.5	17.5	19.5	18.3		
소재	SK머티리얼즈	1,781.5	18.6	17.4	18.6	14.1	12.5	10.8	33.4	33.4	28.8	26.6		
	솔브레인	1,249.2	8.3	13.4	27.4	8.3	9.0	8.0	16.1	14.6	13.6	17.0		
	후성	795.5	33.8	11.1	31.8	22.3	43.7	18.1	9.4	19.0	14.3	14.4		
	원익머티리얼즈	309.5	18.7	26.9	21.4	6.5	11.2	8.6	17.3	13.4	16.2	18.1		
	원익QnC	303.6	14.8	5.4	15.0	6.5	n/a	7.5	14.5	13.0	15.0	15.5		
평균		887.9	18.8	14.8	22.8	11.5	19.1	10.6	18.1	18.6	17.6	18.3		
디스플레이	장비	에스에프에이	1,529.7	28.8	14.8	7.1	7.9	10.5	8.3	11.0	9.2	12.3	15.0	
		원익IPS	1,413.6	n/a	48.0	14.5	9.6	24.1	11.4	n/a	11.8	19.4	16.3	
		AP시스템	412.7	n/a	n/a	27.6	13.1	25.0	9.8	n/a	n/a	2.7	6.4	
		주성엔지니어링	350.8	49.3	15.3	15.6	7.1	9.2	8.4	8.7	14.1	15.3	15.7	
		야스	336.2	n/a	n/a	19.6	5.6	8.8	6.4	4.4	19.4	20.5	24.0	
		비아트론	117.3	34.6	22.8	20.6	5.0	12.4	4.8	18.5	18.4	20.7	22.6	
		브이원텍	118.9	n/a	n/a	28.5	9.2	11.1	8.1	20.8	36.6	39.8	28.7	
평균		611.3	37.6	25.2	19.1	8.2	14.4	8.1	12.7	18.2	18.7	18.4		
소재	실리콘웍스	556.2	12.9	8.9	18.3	11.2	11.4	8.1	10.4	8.3	6.6	7.1		
	덕산네오룩스	519.8	156.8	81.7	35.2	18.1	9.9	7.8	6.0	9.3	18.3	22.4		
	이녹스첨단소재	502.2	n/a	n/a	42.6	11.1	13.3	11.0	n/a	n/a	11.5	13.1		
평균		526.1	84.9	45.3	32.0	13.5	11.5	9.0	8.2	8.8	12.1	14.2		

Source: Bloomberg, KTB투자증권
 Note: CAPEX는 전체 사업부문, 국내 3사 전망은 당사 추정치

Ⅲ. 종목별 투자의견

코원테크 (282880) *_Top Pick*

씨아이에스 (222080)

이노메트리 (302430)

피앤이솔루션 (131390)



코윈테크

(282880)

BUY

스몰캡 김영준 yjkim311@ktb.co.kr

전공정 자동화 시스템은 시작 단계

▶ Issue

코윈테크 신규 커버리지 개시

▶ Pitch

- 투자의견 BUY, 목표주가 3.6만원으로 커버리지 개시. 목표주가는 2020E EPS에 Target PER 12x를 적용하여 산출
- 전공정 자동화는 이제 시작되는 영역. 신규 고객의 발주 기대되며, 2차 전지 업체들의 Capa 증설과 맞물려 빠르게 성장할 것으로 전망

▶ Rationale

- 코윈테크는 2019년 8월에 코스닥 시장에 상장한 2차 전지 및 스마트팩토리 자동화 시스템 구축 전문 기업. 동사는 2차 전지, 정유화학, 반도체/디스플레이 등 다양한 산업에서 자동화 시스템 구축 서비스를 제공
- 동사의 실적은 2018년부터 2차전지 전공정 자동화 시스템 매출이 발생하며 개선 시작. 전공정 자동화는 아직 도입 초기 단계로 동사가 유일한 시스템 구축 가능 업체. 현재까지 자동화는 국내 고객을 중심으로 진행되었으나 향후 해외 고객사의 증가가 기대됨. 신규 고객의 증가로 실적 성장 지속할 수 있을 것으로 판단
- 2019년 매출액은 1030억원(YoY +34%), 영업이익 257억원(YoY +145%, OPM 25%), 당기순이익 223억원(YoY +116%) 전망. 증설 사이클이 시작됨에 따라 대규모 수주가 발생하며 실적 개선 전망. 전공정 자동화 시스템은 후공정 대비 수익성이 약 10%p 높음. 향후 실적 개선은 전공정 자동화 시스템이 주도할 것으로 전망
- Target PER 12x는 2차 전지 소재 업체 2020E PER 17x를 30% 할인한 수치. 30% 할인은 2017년, 2018년 반도체/디스플레이 소재/장비 업체의 PER 괴리율을 적용한 것
- 동사는 9월 2일 충남 아산의 토지를 111억원에 매입한다고 공시. 매입 자금은 IPO 공모자금을 활용할 계획이며, Capa 증설이 목적. 증설 후 기존 2,500억원 수준의 생산 능력이 4,000억원 수준까지 증가할 것으로 전망. 국내 2차 전지 자동화 시스템 수주 증가 뿐만 아니라 정유화학 업체 및 해외 2차 전지 업체향 수주 증가 추세를 감안하여 선제적 투자를 한 것으로 판단

▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	-	-	25	39	77	103	135
영업이익	-	-	2	3	11	26	31
EBITDA	-	-	2	4	11	26	32
순이익	-	-	2	2	10	22	27
자산총계	-	-	16	23	40	63	91
자본총계	-	-	7	11	21	43	70
순차입금	-	-	4	1	9	(6)	(31)
매출액증가율	-	-	n/a	54.8	96.7	34.0	31.1
영업이익률	-	-	7.8	7.9	13.7	25.0	23.0
순이익률	-	-	7.2	5.7	13.5	21.7	20.0
EPS증가율	-	-	n/a	23.6	360.6	116.0	20.8
ROE	-	-	n/a	25.6	64.8	69.3	47.5

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
목표주가	36,000		신규

Stock Information

현재가(10/4)	26,500원
예상 증가상승률	35.8%
시가총액	2,416억원
비중(KOSDAQ내)	0.11%
발행주식수	9,118천주
52주 최저가/최고가	19,300 - 29,250원
3개월 일평균거래대금	73억원
외국인 자본율	0.0%
주요주주비율(%)	
이재환 (외 4인)	24.5
정갑용 (외 4인)	12.8
정준효 (외 1인)	6.1

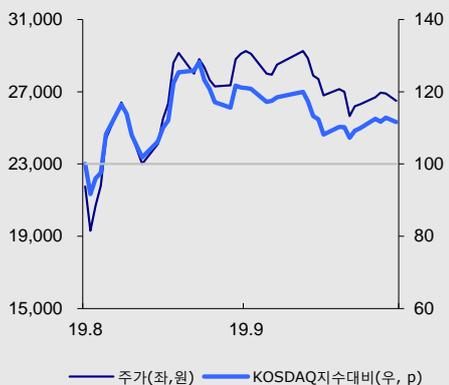
Valuation wide

	2018	2019E	2020E
PER(배)	n/a	10.8	9.0
PBR(배)	n/a	5.6	3.4
EV/EBITDA(배)	0.9	9.0	6.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(8.9)	n/a	n/a	n/a
KOSDAQ대비 상대수익률(%)	(7.7)	n/a	n/a	n/a

Price Trend



ktb 투자증권

코윈테크는

1998년에 설립된 2차 전지 및 스마트팩토리 자동화 시스템 구축 기업으로, 2019년 8월 코스닥 시장에 상장했다. 현재 시가총액은 2,416억원이며 KOSDAQ 제조 업종에 속해있다.

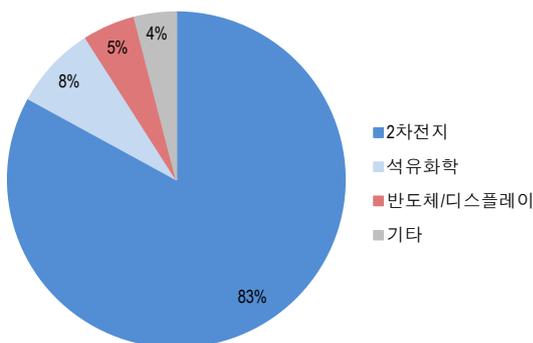
설립 초기에는 자동화 설비 설치 및 보수 사업을 영위했으며, 2002년부터 자동화 설비 제조까지 사업 영역을 확장하였다. 2012년 2차 전지 후공정 자동화 시스템 납품을 삼성SDI로 시작, 2017년부터 고객을 확장하여 LG화학, SK이노베이션, 무라타 에너지 등의 기업들과 계약했다. 현재는 폴란드 법인 설립을 통해 유럽으로의 사업 확장까지 준비하고 있다.

전공정 영역에서 동사의 뚜렷한 경쟁사는 없으며, 후공정 부문에서는 아바코, SFA, 히라다 및 비상장 업체가 있으나, 주요 산업 부문이 다르므로 직접적인 경쟁 관계라고 하기는 어렵다. 전공정과 후공정 모두 하는 업체는 동사가 유일하며, 전공정 자동화 시스템은 LG화학과 삼성SDI에 납품 하고 있다.

주요 사업 부문인 2차 전지 산업의 CAPEX 증가 외에도, 정유/화학 산업, 디스플레이 산업 등에서도 투자가 전망되고 있으므로 전체 사업 부문의 성장이 기대된다.

사업부문 Breakdown

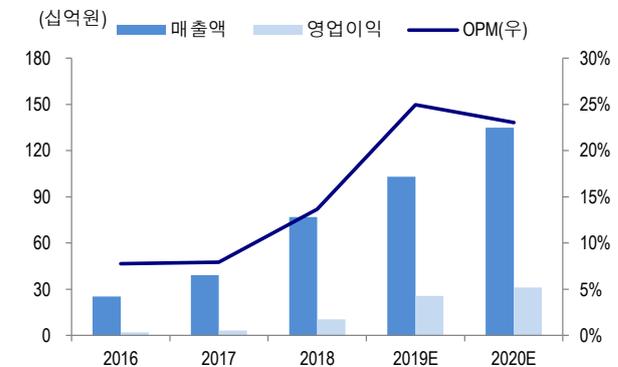
- 2018년 기준 산업별 매출액 비중은 2차전지 83%, 석유화학 8%, 반도체/디스플레이 5%, 기타 4%이다. 2018년부터 2차 전지 산업향 매출이 대부분을 차지하고 있다.
- 2차 전지 산업 부문 매출은 전공정과 후공정으로 나누어진다. 2017년 전공정 부문 매출액 비중이 7.2%로 미미했으나, 2018년 기준 매출 비중은 전공정 51%, 후공정 49%로 많이 상승했다. 2019년에는 전공정 부문 매출액 비중이 56% 수준 까지 더 증가할 것으로 예상된다.
- 전공정 부문의 수익성이 후공정 부문 대비 약 10%p 높으므로 향후 영업 이익률 개선이 예상된다.



Source: 코윈테크, KTB투자증권

Financials

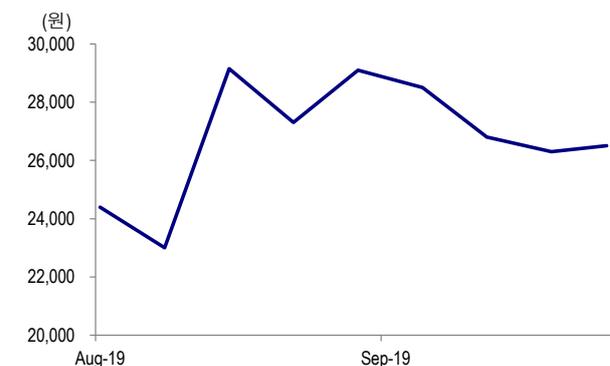
- 2018년 실적은 매출액 768억원(YoY +92%), 영업이익 105억원(YoY +365%), 당기순이익 103억원(YoY +488%)을 기록하며 실적이 개선됐다. 설립 이후 처음으로 큰 폭의 실적 성장을 기록하였는데, 이는 투자 및 개발이 2017년을 끝으로 완료되고, 대형 프로젝트(전공정 자동화)가 진행됐기 때문이다.
- 1H19 실적은 매출액 417억원(YoY +68%), 영업이익 125억원(YoY +304%), 당기순이익 103억원(YoY +220%)을 기록하며 실적 개선이 이어졌다. 실적 개선 폭이 큰 이유는 1) 전년 대비 지연된 이익이 상반기에 인식, 2) 전공정 부문 매출 증가 때문이다. 하반기에도 이익 개선 이어갈 것으로 전망된다.



Source: 코윈테크, KTB투자증권

주가

- 코윈테크는 8월 5일 코스닥 시장에 상장됐다. 공모가격은 수요 예측 밴드 상단인 34,500원에 결정 되었으나, 시초가는 공모가를 하회한 31,050원으로 시작, 상장 당일 주가는 시초가 대비 13.4% 하락한 26,900원으로 마감했다. 상장 다음날 최저 주가 18,500원을 기록하며 부진한 모습을 보였다.
- 동사의 주가는 호실적 지속에 대한 우려, 높은 영업이익률 지속 가능 여부에 대한 우려로 하락했으나, 상반기 실적을 공시하며 주가는 다시 상승했다. 현재는 2차 전지 산업의 다른 기업들과 마찬가지로 지지부진한 주가 흐름을 보이고 있다.



Source: Dataguide, KTB투자증권

I. 실적 전망 및 Valuation

동사의 2019년 실적은 매출액 1,030억원(YoY +34%), 영업이익 257억원(YoY +145%), 당기순이익 223억원(YoY +116%)을 기록하며 2018년에 이어 실적 개선 이어갈 것으로 전망한다. 영업이익률이 높은 전공정 부문의 비중 증가, 전체 매출액 규모의 증가에 따른 레버리지 효과로 영업이익률은 전년 대비 11.3%p 상승한 25%를 기록할 수 있을 것으로 예상된다. 2020년부터 2차 전지 업체들의 대규모 증설이 예정되어있고, 전공정 자동화가 시작하는 단계임을 감안하면, 2020년까지도 실적 개선 이어갈 수 있을 것으로 판단한다.

2차 전지 산업의 본격적인 CAPEX 사이클은 2020년부터 시작이다. 반도체/디스플레이 산업의 장비 업체와 소재 업체의 밸류에이션은 약 30% 정도 차이가 나고 있다. 이에 비해 2차 전지 산업의 장비 업체와 소재 업체의 밸류에이션은 약 50% 정도로 괴리가 더 큰 상태이다. 이는 2차 전지 장비업체의 이익이 증가하지 못하고 정체하고 있기 때문으로 판단하며 향후 괴리율은 축소될 것으로 예상된다. 소재 업체의 2020E 평균 PER 17x에 30%를 할인한 12x를 2차 전지 장비 업체의 적정 밸류에이션으로 판단한다. 코원테크의 2020E EPS에 PER 12x를 적용하여 목표주가 36,000원, 투자 의견 Buy를 제시한다.

Fig. 030: 코원테크 실적 추정 요약

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	25.2	39.1	76.8	103.0	135.0
YoY	n/a	55.2%	96.4%	34.1%	31.1%
영업이익	2.0	3.1	10.5	25.7	31.1
YoY	n/a	55.0%	238.7%	144.8%	21.0%
OPM	7.9%	7.9%	13.7%	25.0%	23.0%
당기순이익	1.8	2.2	10.3	22.3	27.0
YoY	n/a	22.2%	368.2%	116.5%	21.1%
NPM	7.1%	5.6%	13.4%	21.7%	20.0%

Source: 코원테크, KTB투자증권

Fig. 031: 산업별 장비/소재 업체 PER 괴리율

산업	분류	2017년	2018년
반도체	장비	18.7	7.2
	소재	22.8	11.5
소재 대비 장비 할인율		18.0%	37.4%
디스플레이	장비	19.1	8.2
	소재	32	13.5
소재 대비 장비 할인율		40.3%	39.3%
할인율 평균		34%	

Source: Dataguide, KTB투자증권

Fig. 032: Peer Performance & Valuation

분류	기업명	시가총액 (십억원)	주가 Performance				PER			PBR			EPS Growth(%)		OPM(%)		
			1M	3M	6M	YTD	18	19E	20E	18	19E	20E	19E	20E	18	19E	20E
소재	포스코케미칼	2,689.6	-15.2	-15.4	-25.6	-30.8	23.6	21.7	16.4	5.0	3.1	2.7	-7.3	33.5	7.7	6.8	7.5
	일진머티리얼즈	1,708.4	-12.7	-5.4	-0.8	-9.6	47.3	30.9	21.5	3.6	2.9	2.6	34.0	43.6	9.7	11.4	13.0
	에코프로비엠	994.9	-16.0	-17.1	-18.2	-23.4	n/a	23.3	15.8	n/a	3.3	2.8	11.4	53.5	8.5	7.6	8.0
	후성	795.5	-8.0	17.7	11.7	15.8	29.8	43.7	18.1	3.3	n/a	n/a	-41.0	141.2	14.4	9.6	17.7
	천보	651.0	-9.2	-15.1	-10.0	37.6	n/a	24.8	16.9	n/a	3.9	3.2	13.9	49.5	22.5	21.4	22.2
	엘앤에프	502.6	-28.7	-25.5	-30.1	-44.2	53.0	162.1	20.6	6.0	3.3	2.9	-84.0	686.5	5.3	1.3	4.8
	코스모신소재	240.1	-4.6	-32.5	-39.7	-47.7	36.9	11.6	10.4	3.9	2.5	2.0	41.5	11.6	2.8	1.2	4.2
	대주전자재료	240.8	-21.9	-1.5	-9.8	-5.4	818.6	n/a	n/a	3.1	n/a	n/a	n/a	n/a	3.6	4.3	n/a

Source: Bloomberg, Dataguide, KTB투자증권

II. 투자포인트

유일한 전공정 자동화 장비 업체로 CAPEX 수혜 집중

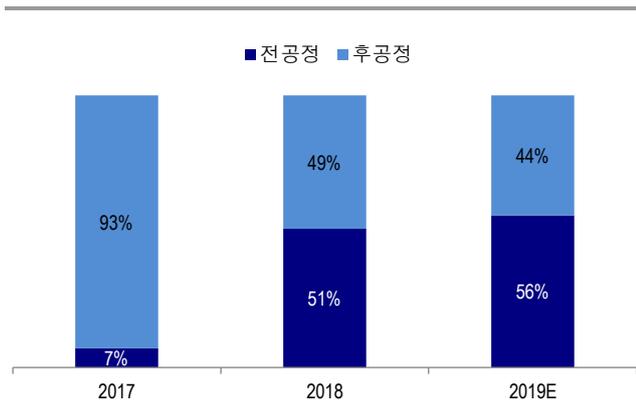
2차 전지 업체의 본격적인 증설 사이클에서 동사의 수혜가 전망된다. 2차 전지 전공정 자동화 시스템은 이제 도입 초기이다. 업계 추산으로 현재 후공정 부문의 자동화율은 100%에 가까운 수준이며, 전체 공정 자동화율은 60~70% 수준으로 추정된다. 따라서 전공정 자동화율은 현재 20~30% 수준으로 예상되며 성장 여력이 많이 남아 있다. 전공정 자동화 부문의 영업이익률은 후공정 대비 약 10%p 높은 수준으로 알려져 있다. 동사의 전공정 부문 매출 비중은 2017년 7%에서 2019년 56% 수준으로 상승할 것으로 전망된다. 따라서 전공정 부문 매출 비중 상승하며, 제품 믹스 개선으로 이익률 상승도 기대된다.

2차 전지 업체들의 본격적인 Capa 증설은 2020년부터일 것으로 전망된다. 아직 동사가 전공정 자동화 시스템을 납품하는 업체는 LG화학, 삼성SDI, 무라타 에너지 3개 업체로 향후 고객사 확장의 가능성이 많이 남아 있다.

동사는 2차 전지 산업의 증설 외에 석유화학, 반도체/디스플레이 산업으로도 제품 판매를 하고 있다. 아직 2018년 기준 2차 전지 산업 외 매출 비중은 17%로 낮으나 향후 수주가 기대된다. 중국 디스플레이 업체와 제품 공급에 대해 논의하고 있으며, 글로벌 건설사와도 석유화학 플랜트용 제품 공급에 대해 논의하고 있다. 다양한 산업군으로 매출 확대되며 스마트팩토리 전문 업체로 발전해 갈 것으로 전망된다.

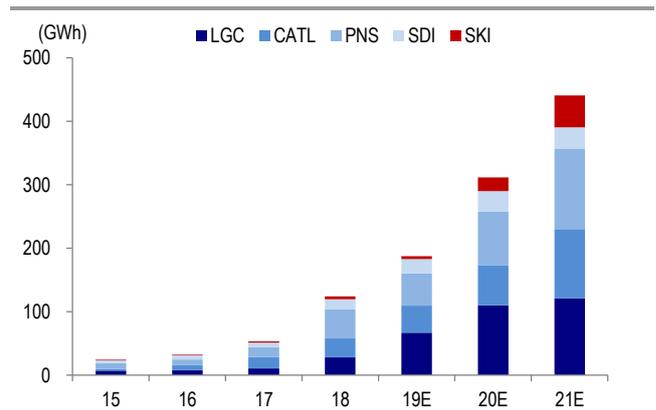
동사는 향후 수주 증가에 대비하여 공장 증설도 계획 중이다. 동사는 9월 2일 충남 아산의 토지를 111억원에 매입한다고 공시하였다. 토지 매입을 통해 증설을 진행할 예정이며 생산 능력을 기존 대비 약 50% 향상 시킬 수 있을 것으로 전망된다. 국내 2차 전지 자동화 시스템 수주 증가뿐만 아니라 석유화학, 디스플레이, 해외 2차 전지 장비들의 수주 증가 추세를 감안하여 선제적 투자를 한 것으로 보이며, 향후 수주 및 실적 성장이 기대된다.

Fig. 033: 2차 전지 사업 부문 중 전공정 장비 매출 비중 추이



Source: 코원테크, KTB투자증권

Fig. 034: 2차 전지 업체 Capa 전망



Source: SNE리서치, KTB투자증권

Fig. 035: 코윈테크 주요 제품



Source: 코윈테크, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9.0	14.8	26.7	45.1	73.2
현금성자산	0.3	6.8	2.0	12.3	33.4
매출채권	8.5	7.8	22.6	30.2	37.0
재고자산	0.1	0.1	1.9	2.4	2.6
비유동자산	7.1	8.3	13.7	18.0	17.5
투자자산	0.8	0.7	1.0	1.1	1.1
유형자산	6.1	7.5	12.1	16.8	16.3
무형자산	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
자산총계	16.1	23.1	40.4	63.1	90.8
유동부채	6.5	10.6	12.8	13.3	14.0
매입채무	3.4	1.6	5.8	6.4	7.0
유동성이자부채	1.1	6.1	4.8	4.8	4.8
비유동부채	2.9	1.7	6.5	6.5	6.5
비유동이자부채	2.9	1.7	6.5	6.5	6.5
부채총계	9.4	12.3	19.3	19.9	20.5
자본금	0.5	0.7	3.5	3.5	3.5
자본잉여금	1.2	3.0	0.9	0.9	0.9
이익잉여금	5.0	7.1	16.7	38.9	65.9
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6.7	10.8	21.1	43.3	70.3
투하자본	10.4	11.8	30.1	42.3	48.1
순차입금	3.7	1.0	9.3	(1.0)	(22.1)
ROA	na	11.4	32.6	43.1	35.1
ROE	na	25.6	64.8	69.3	47.5
ROIC	na	23.7	49.3	62.2	60.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금	(3.5)	3.7	(3.0)	15.7	21.2
당기순이익	1.8	2.2	10.3	22.3	27.0
자산상각비	0.2	0.4	0.3	0.5	0.5
운전자본증감	(5.6)	0.8	(16.8)	(7.5)	(6.3)
매출채권감소(증가)	(7.7)	0.6	(17.7)	(7.6)	(6.8)
재고자산감소(증가)	0.1	0.0	(1.4)	(0.5)	(0.2)
매입채무증가(감소)	1.0	(0.8)	2.2	0.6	0.6
투자현금	(1.4)	(1.9)	(5.1)	(5.2)	(0.0)
단기투자자산감소	0.1	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
설비투자	(1.1)	(1.8)	(5.0)	(5.1)	0.0
유무형자산감소	(0.1)	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0
재무현금	3.0	4.6	3.2	(0.2)	0.0
차입금증가	1.3	3.8	3.4	0.0	0.0
자본증가	(0.1)	1.8	(0.2)	(0.2)	0.0
배당금지급	0.1	0.2	0.2	0.2	0.0
현금 증감	(1.9)	6.4	(4.8)	10.3	21.1
총현금흐름(Gross CF)	2.1	3.0	13.8	23.2	27.5
(-) 운전자본증가(감소)	3.4	0.2	13.3	7.5	6.3
(-) 설비투자	1.1	1.8	5.0	5.1	0.0
(+) 자산매각	(0.1)	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0
Free Cash Flow	(4.9)	1.8	(8.0)	10.5	21.1
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(4.9)	1.8	(8.0)	10.5	21.1

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	25.2	39.1	76.8	103.0	135.0
증가율 (Y-Y,%)	0.0	54.8	96.7	34.0	31.1
영업이익	2.0	3.1	10.5	25.7	31.1
증가율 (Y-Y,%)	0.0	57.0	241.2	144.9	20.6
EBITDA	2.2	3.5	10.8	26.2	31.6
영업외손익	(0.1)	(0.5)	0.0	(0.2)	(0.2)
순이자수익	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
외화관련손익	(0.0)	(0.2)	0.1	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	1.9	2.6	10.5	25.5	30.8
당기순이익	1.8	2.2	10.3	22.3	27.0
지배기업당기순이익	0.0	0.0	0.0	22.3	27.0
증가율 (Y-Y,%)	0.0	23.6	360.6	116.0	20.8
NOPLAT	1.9	2.6	10.3	22.5	27.2
(+) Dep	0.2	0.4	0.3	0.5	0.5
(-) 운전자본투자	3.4	0.2	13.3	7.5	6.3
(-) Capex	1.1	1.8	5.0	5.1	0.0
OpFCF	(2.3)	1.1	(7.6)	10.4	21.3
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	59.8	51.2
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	135.9	116.0
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	128.4	107.6
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	130.8	129.1
영업이익률(%)	7.8	7.9	13.7	25.0	23.0
EBITDA마진(%)	8.7	9.0	14.1	25.5	23.4
순이익률(%)	7.2	5.7	13.5	21.7	20.0

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	363	447	1,447	2,449	2,959
BPS	1,341	1,543	3,018	4,734	7,697
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	10.8	9.0
PBR	n/a	n/a	n/a	5.6	3.4
EV/ EBITDA	1.7	0.3	23.2	9.2	7.0
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	n/a	n/a	10.4	8.8
PSR	n/a	n/a	n/a	2.3	1.8
재무건전성 (%)					
부채비율	140.4	114.1	91.2	45.9	29.2
Net debt/Equity	55.3	9.5	44.1	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	168.7	29.0	86.1	n/a	n/a
유동비율	139.0	139.4	209.6	338.1	522.7
이자보상배율	24.4	19.2	63.5	117.0	146.3
이자비용/매출액	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2
자산구조					
투하자본(%)	90.2	61.2	90.9	76.0	58.2
현금+투자자산(%)	9.8	38.8	9.1	24.0	41.8
자본구조					
차입금(%)	37.6	41.9	34.8	20.7	13.8
자기자본(%)	62.4	58.1	65.2	79.3	86.2

씨아이에스

(222080)

BUY

스몰캡 김영준 yjkim311@ktb.co.kr

유럽 진출의 발판을 마련한 기업

▶ Issue

씨아이에스 신규 커버리지 개시

▶ Pitch

- 투자의견 BUY, 목표주가 3천원으로 커버리지 개시. 목표주가는 2020E EPS에 Target PER 12x를 적용하여 산출
- 2020년부터 유럽을 중심으로 전기차 산업의 흐름 가속화 될 것. 유럽 2차 전지 업체인 Northvolt로의 수주를 시작으로 시장 선점하며 수혜 전망됨

▶ Rationale

- 씨아이에스는 2차 전지 전극 공정 장비 제조 업체. 전극 공정 장비 전체를 생산하며 주력 제품은 Coater와 Calendar이며, 주요 고객사는 LG화학과 삼성SDI
- 2020년부터 유럽 지역에서 배기가스 규제가 시행됨에 따라 2차 전지 산업이 다시 부각될 것으로 전망. 유럽 지역에서 전기차 흐름을 주도하는 업체는 폭스바겐과 Northvolt가 될 것. 폭스바겐 그룹은 유럽 내 자동차 업체 중 가장 공격적으로 친환경차 생산을 준비하고 있음. 그 일환으로 폭스바겐은 Northvolt와 JV를 설립하여 배터리 생산을 준비 중. 동사는 2018년부터 Northvolt로 장비를 공급했으며, 품질을 인정받아 7월 15일 140억원 규모의 장비 공급 계약을 진행. 유럽 지역 진출의 시작점이 될 것으로 판단
- 2019년 매출액은 988억원(YoY +127%), 영업이익 99억원(흑전, OPM 10%), 당기순이익 72억원(흑전) 전망. 2018년부터 증가한 수주 물량들의 납품이 진행됨에 따라 실전 턴어라운드 전망. 2020년에는 2019년보다 약 50GWh 많은 120GWh의 증설이 예정되어 있음. 수주 지속되며 실적 개선 이어질 것으로 예상
- Target PER 12x는 2차 전지 소재 업체 2020E PER 17x를 30% 할인한 수치. 30% 할인은 2017년, 2018년 반도체/디스플레이 소재/장비 업체의 PER 괴리율을 적용한 것
- ESS 화재, 2차 전지 업체들의 실적 개선 지연, 전기차 수요에 대한 우려 등이 맞물리며 2차 전지 산업 기업들의 주가가 부진한 상황. 그러나 2020년 본격적인 증설 구간에 진입할 것으로 전망. 주가 많이 하락한 지금 매수 기회로 판단

▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	12	14	76	26	44	99	155
영업이익	(1)	1	10	(5)	(12)	10	17
EBITDA	(1)	2	11	(4)	(12)	10	18
순이익	(1)	2	9	(8)	(8)	7	13
자산총계	32	67	87	111	167	153	170
자본총계	24	26	34	47	39	46	59
순차입금	(13)	(15)	(12)	(18)	18	20	10
매출액증가율	(46.8)	24.1	429.2	(65.7)	66.9	126.6	56.4
영업이익률	(10.6)	9.3	13.5	(18.4)	(27.7)	10.0	11.0
순이익률	(5.3)	10.9	11.3	(28.7)	(19.2)	7.3	8.7
EPS증가율	적전	흑전	419.8	적전	적지	흑전	92.1
ROE	(2.5)	6.3	28.9	(18.7)	(19.9)	17.4	26.1

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
목표주가	3,000		신규

Stock Information

현재가(10/4)	2,270원
예상 증가상승률	32.2%
시가총액	1,217억원
비중(KOSPI내)	0.06%
발행주식수	53,625천주
52주 최저가/최고가	1,760 - 2,965원
3개월 일평균거래대금	17억원
외국인 자본율	1.4%
주요주주비율(%)	
김수하 (외 4인)	25.9

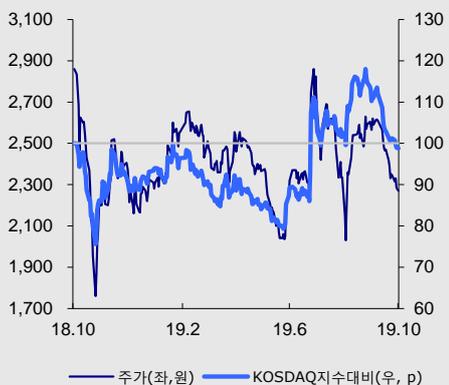
Valuation wide

	2018	2019E	2020E
PER(배)	n/a	18.0	9.4
PBR(배)	3.4	2.8	2.1
EV/EBITDA(배)	n/a	13.6	7.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(11.5)	(10.6)	(23.4)	(2.4)
KOSPI대비 상대수익률(%)	(10.3)	6.6	(2.3)	5.6

Price Trend



ktb 투자증권

씨아이에스는

2002년 9월에 설립된 2차 전지 전극공정 장비 전문 회사. 2014년 코넥스 시장에 상장 후 2017년 1월 10일 스펙 합병을 통해 코스닥 시장에 상장했다. 현재 시가총액은 1,217억원이고 KOSDAQ 제조업종에 속해있다.

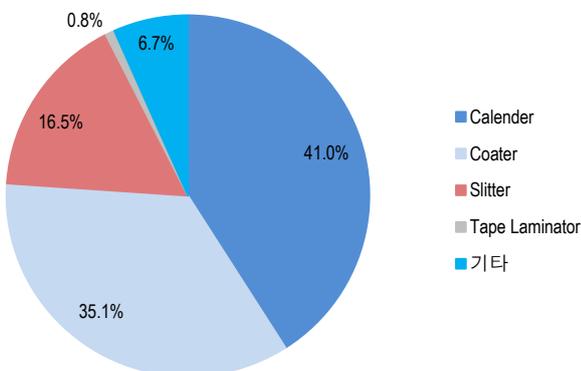
동사는 2015년 심천하오닝과학기술유한공사와 합작법인 HCIS를 설립하여 중국 영업 확장을 시작했으며, 이를 통해 2016년 실적 성장을 이루었다. 하지만 사드 이후 중국 업체의 발주 감소 및 대금 지불 지연으로 인해 실적이 감소하는 모습을 보였다.

동사의 경쟁사로는 국내에는 피엔티, 해외에는 일본 업체인 히라노, 도레이가 있다. 현재 국내 경쟁사와 비교하였을 때는 중국에 대한 노출 비중이 낮은 강점이 있으며, 해외 경쟁사와 비교하였을 때는 제품의 가격 경쟁력 측면에서 경쟁 우위가 있다.

기존 제품 외에 차세대 전지로 불리는 전고체 전지 또한 연구하고 있다. 김학수 연구소 소장은 전고체 기술을 보유하고 있는 동경공업대학 박사 출신이다. 동사는 전고체 전지 권위자인 Ryoji Kanno 교수를 어드바이저로 기술 개발을 진행 중이다.

사업부문 Breakdown

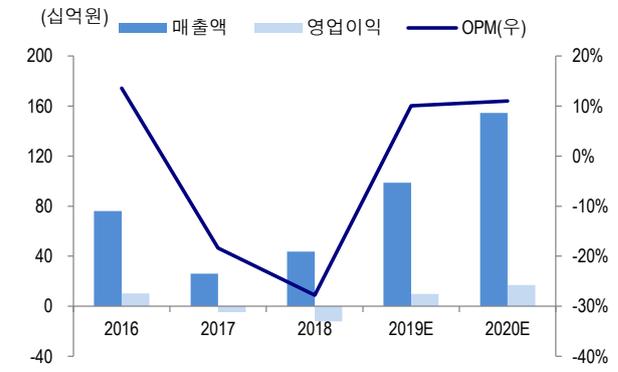
- ▶ 씨아이에스의 2019년 상반기 매출액은 406억원이며, 제품별 매출 비중은 Coater 35%, Calender 41%, Slitter 16%로 2차 전지 전극 공정 장비 전반을 제작하고 있다.
- ▶ 2019년 상반기 기준 제품 국내 매출액은 182억원, 해외 매출액은 224억원으로 비슷한 수준이다. 2019년 상반기 기준 수주잔고는 1,670억원으로 2018년 2분기부터 수주 잔고 증가 추세를 지속하고 있다.
- ▶ 동사의 주요 고객사로는 LG화학, 삼성SDI, SK이노베이션, 현대차, Northvolt, TENPOWER, DLG, Panasonic 등이 있다



Source: 씨아이에스, KTB투자증권

Financials

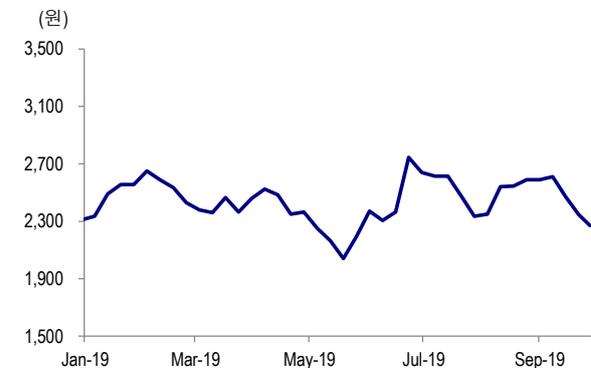
- ▶ 2017년 매출액은 261억원으로 전년 761억원 대비 대폭 감소하였으며, 영업적자를 기록하였다. 사드 이후 중국항 수주가 감소했기 때문이다. 실적부진은 2018년과 2019년 1분기까지 계속 이어졌다. 중국 관련 매출은 2018년 대손상각(102억원)을 통해 대부분 처리하였다.
- ▶ 2Q19에 실적 턴어라운드 성공하며 흑자 전환하였다. 작년 부터 증가한 수주가 매출로 이어지며 실적이 개선되고 있는 것으로 판단된다. 현재 중국항 매출 비중은 3% 수준로 향후 실적 리스크는 제한적일 것이다.



Source: 씨아이에스, KTB투자증권

주가

- ▶ 올해 5월부터 실적 턴어라운드 전망되며 주가가 상승하기 시작했다. 6월 27일 일본 상사기업 DJK와 유럽 합작 법인 설립을 발표했다. 발표 이후 유럽으로의 진출 기대감 증가하며 주가가 강세를 보였다.
- ▶ 7월 15일 Northvolt항 140억원 규모의 수주를 공시하며 유럽 시장 진출을 확정하였다. 그러나 그 뒤 추가 수주 공시의 부재와 2차 전지 산업 전반의 우려감 증가로 주가는 하락하고 있다.



Source: Dataguide, KTB투자증권

I. 실적 전망 및 Valuation

동사의 2019년 실적은 매출액 988억원(YoY +67%), 영업이익 99억원(YoY 흑전), 당기순이익 67억원(YoY 흑전)으로 2017년과 2018년의 연속 적자에서 3년만에 흑자 전환할 것으로 전망한다. 2018년부터 증가한 수주에 따라 상반기 이미 80억원의 영업이익을 기록하며 이미 흑자 전환 하였다. 1H19 수주잔고는 1,670억원으로 통상 수주 이후 제품 인도까지 1년~1년 6개월이 소요됨을 감안하면 2020년에도 실적 개선 이어갈 수 있을 것으로 예상된다. 2020년부터는 유럽 업체로 매출 발생할 예정이므로, 영업이익률의 추가 개선도 가능할 것으로 전망한다.

2차 전지 산업의 본격적인 CAPEX 사이클은 2020년부터 시작이다. 반도체/디스플레이 산업의 장비 업체와 소재 업체의 밸류에이션은 약 30% 정도 차이가 나고 있다. 이에 비해 2차 전지 산업의 장비 업체와 소재 업체의 밸류에이션은 약 50% 정도로 괴리가 더 큰 상태이다. 이는 2차 전지 장비업체의 이익이 증가하지 못하고 정체하고 있기 때문으로 판단하며 향후 괴리율은 축소될 것으로 예상된다. 소재 업체의 2020E 평균 PER 17x에 30%를 할인한 12x를 2차 전지 장비 업체의 적정 밸류에이션으로 판단한다. 씨아이에스의 2020E EPS에 PER 12x를 적용하여 목표주가 3,000원, 투자 의견 Buy를 제시한다.

Fig. 036: 씨아이에스 실적 추정 요약

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	76.1	26.1	43.6	98.8	154.5
YoY	429.2%	-65.7%	67.0%	126.6%	56.4%
영업이익	10.3	-4.8	-12.1	9.9	17.0
YoY	765.5%	적전	적확	흑전	71.7%
OPM	13.5%	-18.4%	-27.8%	10.0%	11.0%
당기순이익	8.6	-7.5	-8.4	6.7	13.0
YoY	549.9%	적전	적확	흑전	94.0%
NPM	11.3%	-28.7%	-19.3%	6.8%	8.4%

Source: 씨아이에스, KTB투자증권

Fig. 037: 산업별 장비/소재 업체 PER 괴리율

산업	분류	2017년	2018년
반도체	장비	18.7	7.2
	소재	22.8	11.5
소재 대비 장비 할인율		18.0%	37.4%
디스플레이	장비	19.1	8.2
	소재	32	13.5
소재 대비 장비 할인율		40.3%	39.3%
할인율 평균		34%	

Source: Dataguide, KTB투자증권

Fig. 038: Peer Performance & Valuation

분류	기업명	시가총액 (십억원)	주가 Performance				PER			PBR			EPS Growth(%)		OPM(%)		
			1M	3M	6M	YTD	18	19E	20E	18	19E	20E	19E	20E	18	19E	20E
소재	포스코케미칼	2,689.6	-15.2	-15.4	-25.6	-30.8	23.6	21.7	16.4	5.0	3.1	2.7	-7.3	33.5	7.7	6.8	7.5
	일진머티리얼즈	1,708.4	-12.7	-5.4	-0.8	-9.6	47.3	30.9	21.5	3.6	2.9	2.6	34.0	43.6	9.7	11.4	13.0
	에코프로비엠	994.9	-16.0	-17.1	-18.2	-23.4	n/a	23.3	15.8	n/a	3.3	2.8	11.4	53.5	8.5	7.6	8.0
	후성	795.5	-8.0	17.7	11.7	15.8	29.8	43.7	18.1	3.3	n/a	n/a	-41.0	141.2	14.4	9.6	17.7
	천보	651.0	-9.2	-15.1	-10.0	37.6	n/a	24.8	16.9	n/a	3.9	3.2	13.9	49.5	22.5	21.4	22.2
	엘앤에프	502.6	-28.7	-25.5	-30.1	-44.2	53.0	162.1	20.6	6.0	3.3	2.9	-84.0	686.5	5.3	1.3	4.8
	코스모신소재	240.1	-4.6	-32.5	-39.7	-47.7	36.9	11.6	10.4	3.9	2.5	2.0	41.5	11.6	2.8	1.2	4.2
	대우전자재료	240.8	-21.9	-1.5	-9.8	-5.4	818.6	n/a	n/a	3.1	n/a	n/a	n/a	n/a	3.6	4.3	n/a

Source: Bloomberg, Dataguide, KTB투자증권

II. 투자포인트

국내 증설에, 유럽 증설의 수혜까지 겹칠 것

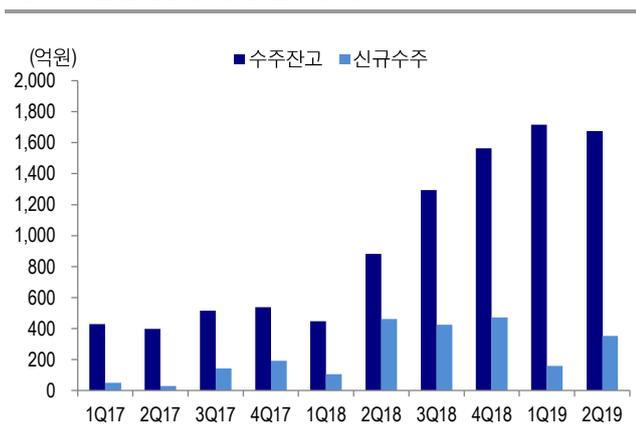
2차 전지 업체의 본격적인 증설 사이클에서 씨아이에스의 수혜가 전망된다. 2020년부터 시작되는 증설 사이클은 국내 2차 전지 업체뿐만 아니라, 유럽 업체들도 중요한 역할을 할 것으로 예상된다. 그리고 유럽에서는 폭스바겐 그룹을 중심으로 전기차의 흐름을 이어갈 것으로 전망된다.

폭스바겐 그룹은 Northvolt와 JV를 통해 합자회사를 설립했다. 합자회사는 독일의 잘츠기터(Salzgitter) 지방에 16GWh 규모의 공장을 설립할 계획이다. 그리고 Northvolt는 올해 8월부터 스웨덴에 공장 증설을 시작했으며, 2021년까지 16GWh의 생산능력을 갖추고자 하고 있다. 동사는 2018년부터 Northvolt와 거래를 해왔으며 올해 7월 15일부터 본격적으로 장비 납품을 시작한다. 이는 단순히 Northvolt라는 하나의 신규 고객사의 증가가 아니다. Northvolt사로의 장비 납품은 폭스바겐 그룹과도 연관성이 있으며, 유럽 시장을 선점하는 효과가 있을 것이다. 향후 유럽 2차 전지 산업 증설의 수혜가 기대된다.

동사는 2018년까지의 실적 부진에서 2019년 상반기 흑자 전환했다. 실적 부진의 주요 요인이었던 중국 중소 업체들과의 거래를 중단하기 시작했다. 그 결과 2018년 87%에 달했던 중국향 매출 비중이 2019년 상반기 3% 수준으로 감소했다. 향후 실적 불안정성이 감소하였으며, 2019년 턴어라운드를 시작으로 지속적인 실적 개선을 보일 것으로 보인다.

2019년 매출액 추정치는 약 1,000억원이다. 현재 1H19기준 수주 잔고는 1,670억원으로 올해 매출액의 1.6배나 된다. 통상 수주 이후 제품 인도까지 1년~1년 6개월이 소요됨을 감안하면 내년에 대부분 인식될 것으로 보이며, 실적 개선은 이어질 것으로 전망한다.

Fig. 039: 신규 수주 및 수주 잔고 추이



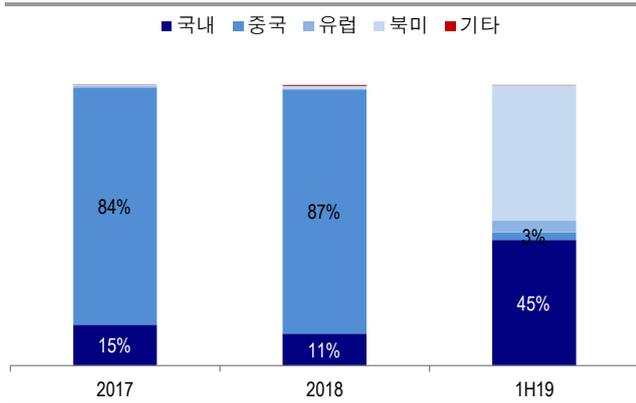
Source: 씨아이에스, KTB투자증권

Fig. 040: 최근 수주 내역

수주 일자	금액(억원)	국가	업체
2Q18	33	스웨덴	Northvolt
2Q18	216	국내	삼성SDI
2Q18	180	미국	LG화학
3Q18	142	유럽	삼성SDI
3Q18	56	국내	삼성SDI
3Q18	118	국내	삼성SDI
3Q18	39	국내	삼성SDI
3Q18	45	중국	Shanghai Yishi
4Q18	195	중국	미공개
4Q18	190	유럽	미공개
4Q18	27	중국	Huading
4Q18	13	스웨덴	Northvolt
1Q19	72	중국	미공개
1Q19	49	중국	Shanghai Yishi
2Q19	77	중국	미공개
2Q19	173	중국	미공개
3Q19	140	스웨덴	Northvolt

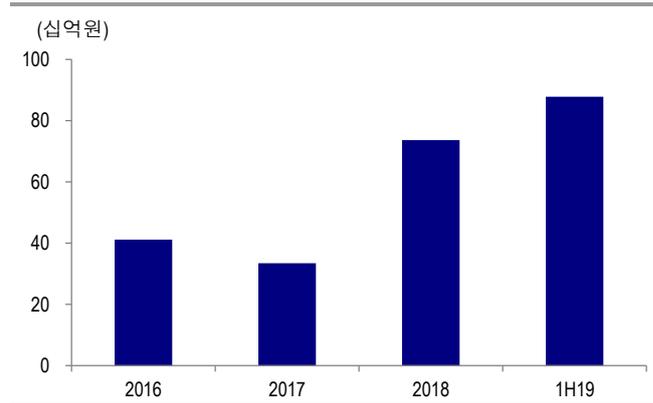
Source: 씨아이에스, KTB투자증권

Fig. 041: 지역별 매출 비중



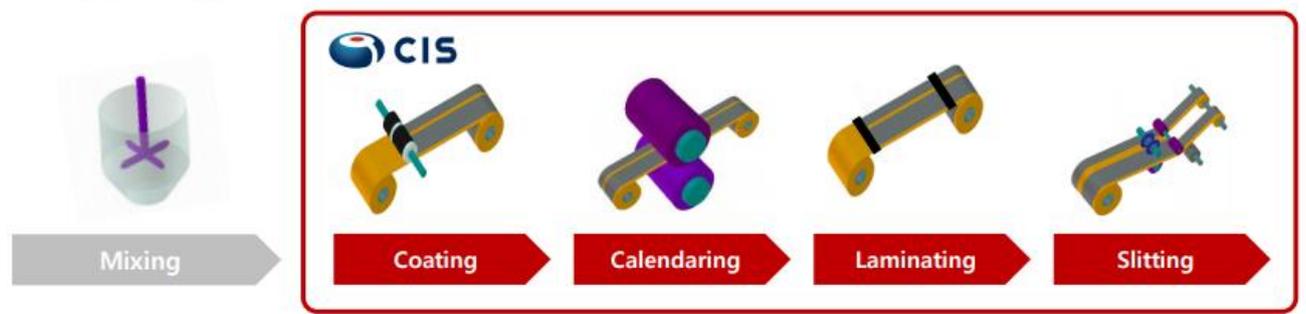
Source: 씨아이에스, KTB투자증권

Fig. 042: 선수금 추이



Source: 씨아이에스, KTB투자증권

Fig. 043: 2차전지 전극 공정 Process



Source: 씨아이에스, KTB투자증권

Fig. 044: 씨아이에스 제품



Source: 씨아이에스, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	72.9	96.5	139.8	139.3	157.4
현금성자산	15.9	19.8	4.9	2.5	6.2
매출채권	21.2	28.5	27.1	25.5	33.9
재고자산	16.3	24.9	92.4	95.7	101.6
비유동자산	14.1	14.1	27.5	30.6	30.4
투자자산	3.7	2.5	4.9	5.5	5.8
유형자산	9.9	10.8	21.8	24.3	23.9
무형자산	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
자산총계	87.0	110.6	167.3	169.9	187.8
유동부채	50.3	62.2	118.2	113.6	118.4
매입채무	3.9	25.9	29.2	25.5	29.6
유동성이자부채	2.0	2.0	14.0	12.3	12.3
비유동부채	2.5	1.2	10.4	11.0	11.1
비유동이자부채	1.6	0.0	8.9	9.1	9.1
부채총계	52.8	63.4	128.6	124.6	129.5
자본금	1.7	5.4	5.4	5.4	5.4
자본잉여금	1.7	19.3	19.3	19.3	19.3
이익잉여금	29.8	22.4	13.9	20.5	33.5
자본조정	0.8	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
자기주식	0.0	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
자본총계	34.2	47.2	38.7	45.3	58.3
투하자본	21.6	29.0	56.2	63.7	73.0
순차입금	(12.4)	(17.8)	18.0	18.8	15.1
ROA	11.2	(7.6)	(6.0)	4.0	7.3
ROE	28.9	(18.7)	(19.9)	16.3	25.5
ROIC	52.5	(13.8)	(20.5)	13.4	19.8

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금	(1.2)	(10.1)	(25.3)	2.4	4.0
당기순이익	8.6	(7.5)	(8.4)	6.7	13.0
자산상각비	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
운전자본증감	(13.3)	(6.5)	(26.3)	(4.8)	(9.5)
매출채권감소(증가)	(13.3)	(6.1)	(8.7)	2.2	(8.3)
재고자산감소(증가)	(5.9)	(8.6)	(67.5)	(3.3)	(5.9)
매입채무증가(감소)	(1.4)	(0.3)	5.0	(4.2)	4.1
투자현금	0.3	(1.0)	(11.0)	(3.1)	(0.3)
단기투자자산감소	1.0	0.6	0.6	(0.1)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	(0.2)	0.0	(0.0)	(0.0)
설비투자	(0.8)	(1.1)	(11.3)	(2.9)	0.0
유무형자산감소	0.0	(0.4)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
재무현금	(0.0)	16.2	22.0	(1.8)	0.0
차입금증가	0.0	(0.0)	22.0	(1.8)	0.0
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(0.9)	4.4	(14.3)	(2.4)	3.7
총현금흐름(Gross CF)	12.0	(2.0)	1.1	7.2	13.6
(-) 운전자본증가(감소)	10.2	7.9	14.2	4.8	9.5
(-) 설비투자	0.8	1.1	11.3	2.9	0.0
(+) 자산매각	0.0	(0.4)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
Free Cash Flow	(0.9)	(9.5)	(36.2)	(0.7)	3.7
(-) 기타투자	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(0.9)	(9.7)	(36.2)	(0.7)	3.7

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	76.1	26.1	43.6	98.8	154.5
증가율 (Y-Y,%)	0.0	(65.7)	66.9	126.6	56.4
영업이익	10.3	(4.8)	(12.1)	9.9	17.0
증가율 (Y-Y,%)	0.0	적전	적지	흑전	72.0
EBITDA	10.7	(4.4)	(11.7)	10.3	17.5
영업외손익	0.2	(4.0)	1.6	(1.6)	(0.7)
순이자수익	0.1	0.2	(0.5)	(0.6)	(0.5)
외화관련손익	(0.2)	(1.6)	0.5	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	10.4	(8.8)	(10.5)	8.2	16.3
당기순이익	8.6	(7.5)	(8.4)	6.7	13.0
지배기업당기순이익	8.4	(7.4)	(8.4)	6.8	13.0
증가율 (Y-Y,%)	0.0	적전	적지	흑전	93.7
NOPLAT	8.5	(3.5)	(8.8)	8.0	13.5
(+) Dep	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
(-) 운전자본투자	10.2	7.9	14.2	4.8	9.5
(-) Capex	0.8	1.1	11.3	2.9	0.0
OpFCF	(2.0)	(12.1)	(33.9)	0.9	4.5
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	51.8	31.1	44.7	9.1	80.8
영업이익증가율(3Yr)	172.4	n/a	n/a	(1.2)	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	132.1	n/a	n/a	(1.2)	n/a
순이익증가율(3Yr)	132.5	n/a	n/a	(8.0)	n/a
영업이익률(%)	13.5	(18.4)	(27.7)	10.0	11.0
EBITDA마진(%)	14.1	(17.0)	(26.9)	10.5	11.3
순이익률(%)	11.3	(28.7)	(19.2)	6.8	8.4

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	1,301	(152)	(156)	126	242
BPS	4,764	848	691	815	1,057
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	1.6	n/a	n/a	18.0	9.4
PBR	0.4	2.0	3.3	2.8	2.1
EV/ EBITDA	0.2	n/a	n/a	13.6	7.8
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	1.1	n/a	115.9	16.9	9.0
PSR	0.2	3.2	2.8	1.2	0.8
재무건전성 (%)					
부채비율	154.5	134.4	332.5	274.7	222.0
Net debt/Equity	n/a	n/a	46.5	41.5	25.9
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	182.0	86.5
유동비율	144.9	155.2	118.2	122.6	132.9
이자보상배율	n/a	19.5	n/a	16.9	33.8
이자비용/매출액	0.1	0.2	1.3	0.6	0.4
자산구조					
투하자본(%)	52.4	56.6	85.2	88.8	85.9
현금+투자자산(%)	47.6	43.4	14.8	11.2	14.1
자본구조					
차입금(%)	9.5	4.1	37.1	32.0	26.8
자기자본(%)	90.5	95.9	62.9	68.0	73.2

이노메트리

(302430)

Not Rated

스몰캡 김영준 yjkim311@ktb.co.kr

검사 장비 채택률 상승으로 수혜 전망

▶ Issue

CAPEX 사이클의 수혜 분석

▶ Pitch

ESS 화재로 검사 장비의 중요성은 더욱 부각되고 있음. X-ray 검사 장비를 사용하는 고객의 증가로 수요 증가 기대. 내년부터 신규 제품인 Stacking 장비도 실적 개선에 긍정적으로 작용할 것으로 전망. 기존 검사 장비의 채택률 상승과 신규 제품 납품으로 CAPEX 사이클에서 수혜 기대

▶ Rationale

- 이노메트리는 X-ray 검사장비 제조 업체. 주요 검사 분야는 전기차용 2차 전지와 휴대폰용 2차 전지. 매출 비중 상위 고객사는 BYD, 삼성SDI, SK이노베이션 등이 있음
- 2019년 상반기 실적은 매출액 119억원(YoY -26%), 영업이익 38억원(YoY -52%), 당기순이익 18억원(YoY -42%)을 기록하며 전년 대비 부진. 그러나 2019년 제품 공급 일정이 하반기에 집중되어 있었기 때문에 실적 부진은 예정되어 있던 부분. 2019년 연간 매출액 400억원, 20% 중반의 영업이익률 가이드라인 유지
- ESS의 화재로 2차 전지의 안전성에 대한 우려가 지속되고 있는 상황에서 동사는 수혜를 받을 수 있을 것으로 예상. 기존 제조 라인에 검사 장비를 추가하거나, 신규 증설 라인에 검사 장비를 도입하며 동사의 X-ray 검사 장비 채택률이 상승할 것으로 예상. 경쟁사의 제품은 외관 중심의 검사 장비인데 비해 동사의 장비는 방사선을 통한 내부 검사가 가능한 제품. 샘플검사 및 외관검사만 진행하는 고객의 추가 발주 가능성도 높다는 판단
- 동사는 2차 전지 Stacking 제조 장비 영역으로 사업 확장을 준비 중. 동사가 개발한 Stacking 제조 장비는 기존 방식 보다 약 30% 빠른 속도를 가진 제품. 현재 고객사와 납품 전 테스트 진행 중에 있음. Stacking 제조 장비 단가는 X-ray 검사 장비 단가의 약 5배 수준으로 본격적인 매출 발생 시 동사 실적 개선에 많은 기여를 할 것으로 전망. Stacking 장비와 X-ray 검사장비를 함께 납품하는 턴키 발주 또한 기대

	현재	직전	변동
투자의견	Not Rated		
목표주가			
Earnings			

Stock Information

현재가(10/4)	29,500원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	1,423억원
비중(KOSPI내)	0.07%
발행주식수	4,825천주
52주 최저가/최고가	22,200 - 37,050원
3개월 일평균거래대금	13억원
외국인 지분율	0.9%
주요주주지분율(%)	
넥스트아이 (외 5인)	60.9
한국증권금융 (외 1인)	5.8
이노메트리우리스주 (외 1인)	0.8

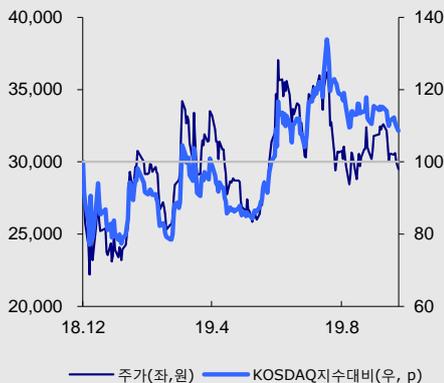
Valuation wide

	2016	2017	2018
PER(배)	n/a	n/a	23.2
PBR(배)	n/a	n/a	2.5
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	12.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.8

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(9.0)	(5.3)	n/a	17.1
KOSPI대비 상대수익률(%)	(7.8)	12.0	n/a	25.0

Price Trend



▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	-	-	-	-	16	14	31
영업이익	-	-	-	-	4	2	7
EBITDA	-	-	-	-	4	2	7
순이익	-	-	-	-	3	1	5
자산총계	-	-	-	-	12	11	60
자본총계	-	-	-	-	5	6	48
순차입금	-	-	-	-	(2)	(4)	(37)
매출액증가율	-	-	-	-	적지	(13.0)	117.4
영업이익률	-	-	-	-	23.1	14.1	22.0
순이익률	-	-	-	-	19.6	8.4	17.2
EPS증가율	-	-	-	-	n/a	(62.9)	316.1
ROE	-	-	-	-	n/a	20.6	19.2

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

이노메트리는

2008년 6월에 설립, 2018년 12월 코스닥 시장에 상장한 2차 전지 X-ray 검사장비 제조 업체이다. 전방 산업은 휴대폰, IT 기기, 전기차, ESS 등 다양하지만 대부분의 매출은 2차 전지 검사 장비에서 발생하고 있다.

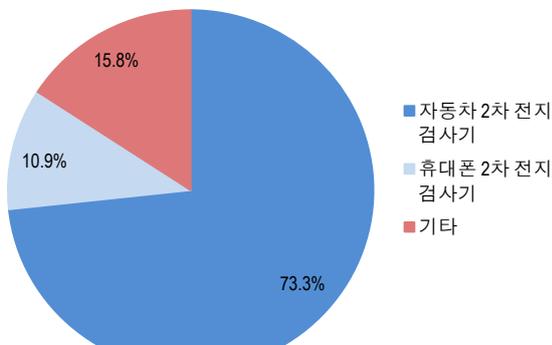
동사의 주요 고객사는 BYD, 삼성SDI, SK이노베이션 3개 회사이며, 2018년 기준 매출 비중 순위는 BYD, 삼성SDI, SK이노베이션이었으나 2019년에는 BYD, SK이노베이션, 삼성SDI 순서의 매출 비중을 차지하고 있다.

상장된 경쟁사로는 브이원텍이 있으나 제품의 용도, 방향성이 다르다. 브이원텍의 장비는 외관 검사장비로 LG화학에 납품하고 있으며, 동사의 제품은 X-ray 장비로서 내부를 확인하는 장비이다. 최근 ESS화재, 발화 사건 등으로 검사 장비의 중요성은 계속해서 부각되고 있으며 고객사 확장이 기대되고 있다.

동사는 Stacking 장비의 개발을 완료하고 신규 제품 납품을 추진하고 있다. 고객사와 협의 중인 상태이며, Stacking 장비의 단가는 검사 장비의 약 5배 수준으로 예상되기 때문에 Stacking 장비 납품 시작 시 매출액 증가가 기대된다.

사업부문 Breakdown

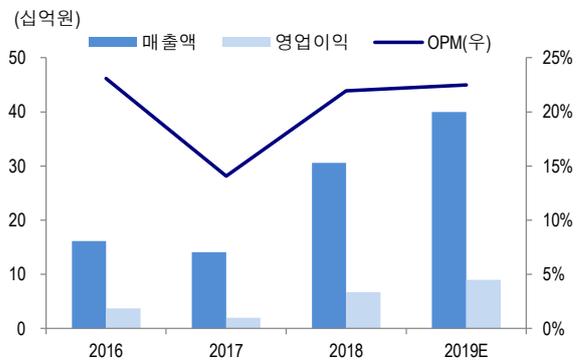
- 이노메트리의 1H19 기준 제품별 매출액 비중은 자동차 2차 전지 검사기 73.3%, 휴대폰 2차 전지 검사기 10.9%, 기타 15.8%로 구성되어 있다.
- 2017년까지는 휴대폰 2차 전지 검사기 매출 비중이 약 50% 수준이었으나 점차 자동차용 2차 전지 검사기 비중이 상승하여 지금은 주력 제품이다.



Source: 이노메트리, KTB투자증권

Financials

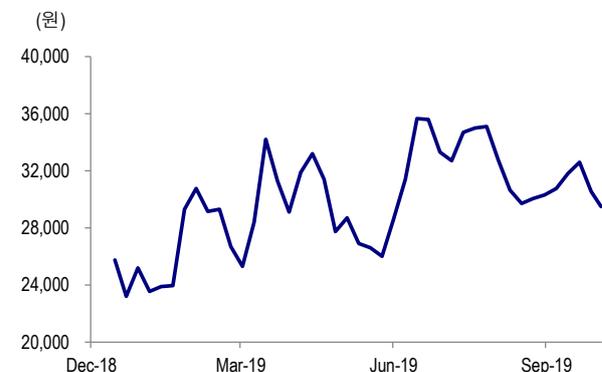
- 2016년 스마트폰 배터리 발화 사건 이후 검사장비의 수요 증가로 2016년 실적이 급증 하였다. 2017년 중국과의 사드 이슈로 중국 고객의 주문이 감소하면서 실적이 감소했다. 그러나 2018년부터 중국 BYD 수주가 본격화되며 실적이 증가하기 시작했다.
- 1H19 실적은 매출액 119억원(YoY -26%), 영업이익 38억원(YoY -52%), 당기순이익 18억원(YoY -42%)을 기록하며 전년 대비 부진했다. 그러나 2019년 제품 공급 일정은 본래 하반기에 집중 예정이었으며, 일부 매출이 지연됐으나 올해 400억원의 매출액 가이던스는 계속 유지하고 있다.



Source: 이노메트리, KTB투자증권

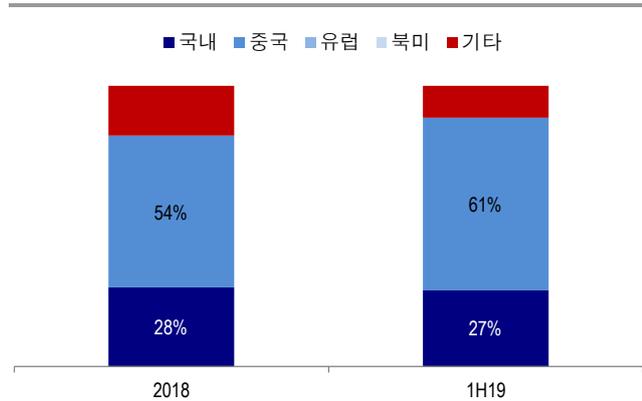
주가

- 2018년 12월에 공모가 상단을 초과한 26,000원으로 코스닥 시장에 상장되었다. 시초가는 4만원에 형성되었으나 하락 마감하였다. 상장 이후 고밸류 논란 및 2차 전지 업종 전반적인 부진으로 주가 하락하여 최고가 43,900원 대비 60% 하락한 21,750원 수준까지 주가 하락했으나 다시 회복했다.
- 최근 국내 2차 전지 시장에서 ESS 화재가 우려 요인이나 동사의 장비는 X-ray 검사 장비로 ESS 화재시 다른 2차 전지 관련주와는 달리 견조한 흐름을 보였다.



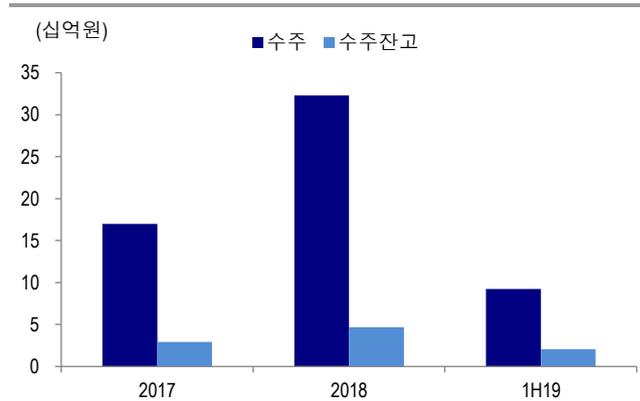
Source: Dataguide, KTB투자증권

Fig. 045: 이노메트리 지역별 매출 비중



Source: 이노메트리, KTB투자증권

Fig. 046: 이노메트리 수주, 수주잔고 추이



Source: 이노메트리, KTB투자증권

Fig. 047: X-ray 2차전지 검사 장비



Source: 이노메트리, KTB투자증권

Fig. 048: Stacking 2차 전지 제조 장비



Source: 이노메트리, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	-	-	11.6	10.0	52.8
현금성자산	-	-	2.1	6.0	40.8
매출채권	-	-	8.5	3.4	3.6
재고자산	-	-	0.0	0.2	0.2
비유동자산	-	-	0.3	1.4	6.9
투자자산	-	-	0.2	1.2	1.3
유형자산	-	-	0.1	0.1	5.5
무형자산	-	-	0.0	0.0	0.1
자산총계	-	-	11.9	11.4	59.7
유동부채	-	-	6.8	5.1	11.3
매입채무	-	-	3.8	2.0	4.1
유동성이자부채	-	-	0.0	1.9	3.9
비유동부채	-	-	0.0	0.0	0.0
비유동이자부채	-	-	0.0	0.0	0.0
부채총계	-	-	6.8	5.1	11.3
자본금	-	-	0.2	0.2	2.4
자본잉여금	-	-	1.5	1.5	36.1
이익잉여금	-	-	3.4	4.6	9.9
자본조정	-	-	0.0	(0.0)	(0.0)
자기주식	-	-	0.0	0.0	0.0
자본총계	-	-	5.1	6.3	48.4
투자자본	-	-	3.0	1.1	11.4
순차입금	-	-	(2.1)	(4.1)	(36.9)
ROA	-	-	na	10.1	14.8
ROE	-	-	na	20.6	19.2
ROIC	-	-	na	78.2	86.3

손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	-	-	16.2	14.1	30.6
증가율 (Y-Y,%)	-	-	n/a	(13.0)	117.4
영업이익	-	-	3.7	2.0	6.7
증가율 (Y-Y,%)	-	-	n/a	(47.0)	239.2
EBITDA	-	-	3.8	2.0	6.8
영업외손익	-	-	0.2	(0.5)	(0.2)
순이자수익	-	-	0.0	(0.0)	0.0
외화관련손익	-	-	0.2	(0.5)	(0.1)
지분법손익	-	-	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	-	-	3.9	1.4	6.5
당기순이익	-	-	3.2	1.2	5.2
지배기업당기순이익	-	-	3.2	1.2	5.2
증가율 (Y-Y,%)	-	-	n/a	(62.9)	346.0
NOPLAT	-	-	3.0	1.6	5.4
(+) Dep	-	-	0.0	0.0	0.1
(-) 운전자본투자	-	-	2.7	(1.9)	3.8
(-) Capex	-	-	0.1	0.0	5.4
OpFCF	-	-	0.2	3.6	(3.7)
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	-	-	n/a	n/a	n/a
영업이익증가율(3Yr)	-	-	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	-	-	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	-	-	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	-	-	23.1	14.1	22.0
EBITDA마진(%)	-	-	23.3	14.4	22.2
순이익률(%)	-	-	19.6	8.4	17.2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업현금	-	-	1.3	3.1	1.6
당기순이익	-	-	3.2	1.2	5.2
자산상각비	-	-	0.0	0.0	0.1
운전자본증감	-	-	(2.9)	2.3	(6.2)
매출채권감소(증가)	-	-	(6.1)	2.8	(2.1)
재고자산감소(증가)	-	-	(0.0)	(0.1)	(0.1)
매입채무증가(감소)	-	-	3.2	(1.8)	1.5
투자현금	-	-	(0.1)	(1.1)	(9.5)
단기투자자산감소	-	-	0.0	0.0	(3.0)
장기투자증권감소	-	-	0.0	(1.0)	0.0
설비투자	-	-	(0.1)	(0.0)	(5.4)
유무형자산감소	-	-	0.0	(0.0)	(0.1)
재무현금	-	-	0.0	1.9	38.8
차입금증가	-	-	0.0	1.9	2.0
자본증가	-	-	0.0	0.0	36.8
배당금지급	-	-	0.0	0.0	0.0
현금 증감	-	-	1.2	3.9	30.9
총현금흐름(Gross CF)	-	-	4.3	2.1	8.0
(-) 운전자본증가(감소)	-	-	2.7	(1.9)	3.8
(-) 설비투자	-	-	0.1	0.0	5.4
(+) 자산매각	-	-	0.0	(0.0)	(0.1)
Free Cash Flow	-	-	1.3	3.4	(7.8)
(-) 기타투자	-	-	0.0	1.0	0.0
잉여현금	-	-	1.3	2.4	(7.8)

자료: KTB투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2014	2015	2016	2017	2018
Per share Data					
EPS	-	-	970	360	1,088
BPS	-	-	1,567	192	10,003
DPS	-	-	0	0	200
Multiples(x, %)					
PER	-	-	n/a	n/a	27.1
PBR	-	-	n/a	n/a	2.9
EV/ EBITDA	-	-	n/a	n/a	15.6
배당수익률	-	-	n/a	n/a	0.7
PCR	-	-	n/a	n/a	17.9
PSR	-	-	n/a	n/a	4.7
재무건전성 (%)					
부채비율	-	-	132.7	81.0	23.3
Net debt/Equity	-	-	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	-	-	n/a	n/a	n/a
유동비율	-	-	170.9	196.2	467.3
이자보상배율	-	-	n/a	42.1	n/a
이자비용/매출액	-	-	0.0	0.4	0.1
자산구조					
투자자본(%)	-	-	56.7	13.6	21.3
현금+투자자산(%)	-	-	43.3	86.4	78.7
자본구조					
차입금(%)	-	-	0.0	23.2	7.5
자기자본(%)	-	-	100.0	76.8	92.5

피앤이솔루션

(131390)

Not Rated

스몰캡 김영준 yjkim311@ktb.co.kr

실적이 안정적인 장비 업체

▶ Issue

CAPEX 사이클의 수혜 분석

▶ Pitch

동사는 2016년부터 2018년까지 매년 실적이 증가하였음. 이는 시장에서 점유율을 바탕으로 안정적으로 사업을 영위했기 때문. 2019년 상반기 실적 부진은 일시적인 것으로 주가 하락은 매수 기회로 판단. CAPEX 사이클에서 실적 지속 성장 전망

▶ Rationale

- 피앤이솔루션은 2차 전지 활성화 공정 장비 제조 전문 기업. 주요 제품은 포메이션 장비와 사이클러 장비이며 국내 2차 전지 업체 및 중국의 EVE, 완상 등의 기업에 납품
- 2019년 상반기 실적은 매출액 320억원(YoY +13%), 영업이익 19억원(YoY -41%), 당기순이익 28억원(YoY -31%)을 기록하며 전년 대비 부진. 2019년 상반기에 인식되어야 할 실적이 일부 지연되었기 때문. 수주잔고를 감안했을 때 2019년 연간 실적은 전년 대비 30% 증가할 수 있을 것으로 전망

- 다른 2차 전지 장비 업체와는 다르게, 동사는 2016년부터 한 해도 역성장 없이 실적이 증가했음. 2018년 기준 중국 고객사 매출 비중이 23%로 타 장비 업체 대비 중국 매출 비중이 낮았으며, 거래시 EVE, 완상과 같은 대기업들과의 거래를 통해 납품 대금 회수에 문제가 없었기 때문

- 1H19 기준 수주 잔고는 1,800억원 수준으로 2017년 730억원 대비 2배 이상 증가한 상황. 향후 실적 성장 계속 이어갈 수 있을 것으로 판단. 다만 현재 수주 잔고의 50%가 중국 고객사의 발주임은 리스크 요인. 하지만 과거와 마찬가지로 중국의 주요 기업들이기 때문에 문제는 없을 것으로 판단

- 유럽 지역으로의 확장 또한 기대됨. 2020년부터의 CAPEX 사이클은 유럽 시장이 중심에 있을 것으로 전망되는 가운데 동사는 유럽의 배터리 업체로의 납품 또한 적극적으로 시도 중. 국내 업체, 중국 업체, 유럽 업체까지 다양한 고객사의 수주를 통해 2차 전지 CAPEX 사이클에서 수혜 받을 수 있을 것으로 판단

▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	47	38	32	44	47	74	103
영업이익	5	1	(1)	2	4	9	12
EBITDA	6	2	(0)	3	5	9	13
순이익	5	1	0	2	5	8	11
자산총계	60	51	50	62	80	96	153
자본총계	37	39	38	42	47	55	66
순차입금	(15)	(6)	(9)	(16)	(11)	(9)	(17)
매출액증가율	(9.8)	(19.9)	(14.8)	36.6	5.9	57.3	39.6
영업이익률	10.5	2.3	(4.1)	4.4	8.5	11.9	11.4
순이익률	10.9	3.1	1.1	4.5	10.3	10.2	10.8
EPS증가율	(10.2)	(77.0)	(70.9)	495.9	134.1	51.8	48.8
ROE	14.7	3.1	0.9	5.0	11.0	15.0	18.5

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

	현재	직전	변동
투자의견	Not Rated		
목표주가			
Earnings			

Stock Information

현재가(10/4)	9,650원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	1,378억원
비중(KOSDAQ내)	0.06%
발행주식수	14,280천주
52주 최저가/최고가	8,790 - 14,950원
3개월 일평균거래대금	12억원
외국인 지분율	2.1%
주요주주지분율(%)	
정대택 (외 2인)	36.5

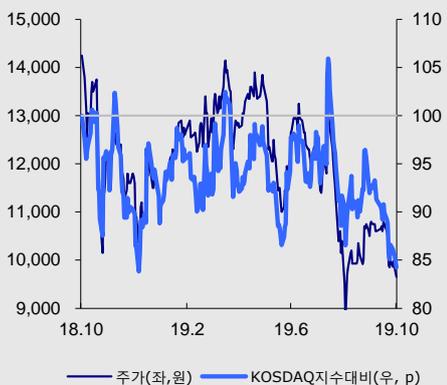
Valuation wide

	2016	2017	2018
PER(배)	16.9	19.4	15.3
PBR(배)	1.8	2.8	2.6
EV/EBITDA(배)	15.3	14.1	12.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.9

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(10.2)	(24.9)	(35.5)	(17.9)
KOSDAQ대비 상대수익률(%)	(9.0)	(7.6)	(14.3)	(9.9)

Price Trend



피앤이솔루션은

2004년 3월에 설립된 2차 전지 활성화 공정 장비 제조 기업이다. 동사의 활성화 장비는 2차 전지 공정에서 충방전을 통해 활성화 하는 역할을 한다. 설립 초기에는 발전소향 전원공급장치 사업을 영위하였으나, 2008년부터 2차전지 충방전기까지 사업 영역을 확장하였다. 2015년부터 중국 시장 진출을 시도하여 2017년부터 중국 업체로부터 수주 증가하기 시작했다.

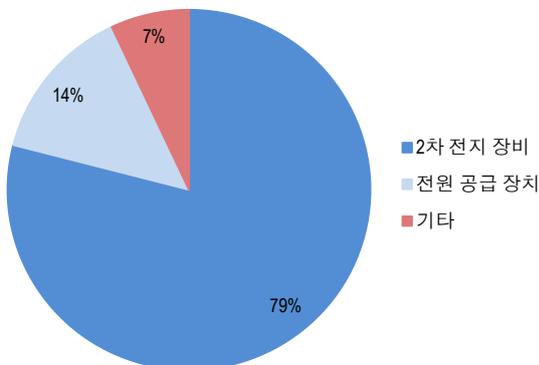
주요 제품으로는 싸이클러(활성화된 장비의 수명 테스트 장비), 포메이션(조립된 배터리를 약한 전류로 충방전 하며 활성화하는 장비)가 있으며, 두 제품의 매출 비중이 90%로 주력 제품이다.

경쟁사로는 갑진, 에이프로, 비티엔와트, 삼지전자 등 중소 비상장 업체들이 있다. 현재 싸이클러 장비 부문 시장점유율은 약 60%, 포메이션 장비 부문 시장 점유율은 약 40% 업계 1위 업체이다.

동사의 주요 고객사로는 EVE, 완상, 국내3사가 대표적이다. 현재 유럽으로도 미미하지만 매출이 발생하고 있다. 현재 고객사 확장에 주력 하고 있으므로 유럽향 매출 증가 또한 기대된다.

사업부문 Breakdown

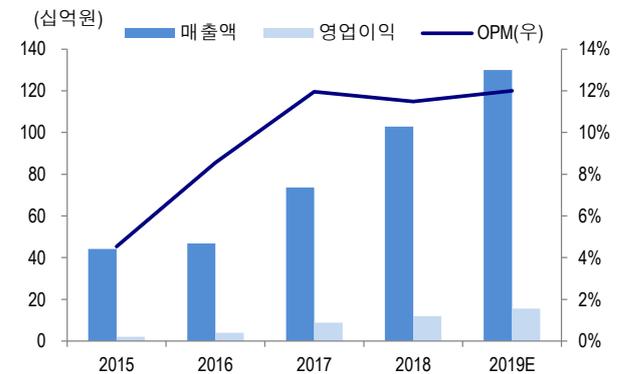
- ▶ 피앤이솔루션의 1H19 기준 제품별 매출액 비중은 2차 전지 장비 79%, 전원공급장치 14%, 기타 7%로 2차전지 장비가 주요 매출이다.
- ▶ 2차 전지 장비 중 싸이클러 제품의 이익률이 가장 높다. 그러나 증설 과정에 납품되는 제품은 일정 수준을 유지하므로, 제품 믹스 개선에 의한 이익률 개선은 어렵다.
- ▶ 유럽으로도 사업 영역을 넓혀가고 있는 상황이다. 하지만 유럽으로의 사업 확장은 예상보다 천천히 이루어 지고 있다.



Source: 피앤이솔루션, KTB투자증권

Financials

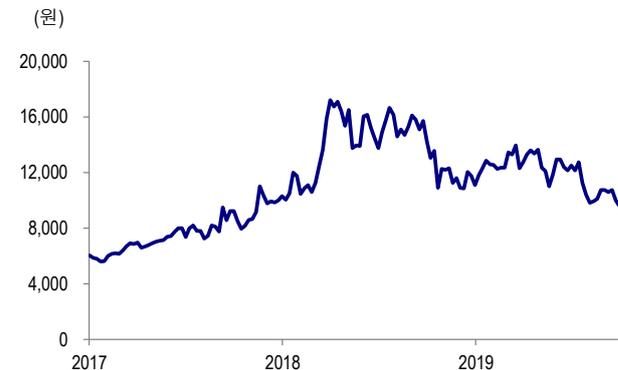
- ▶ 2017년부터 2차 전지 장비 매출이 상승하기 시작하면서 실적 상승을 견인(2016년 378억원→2017년 639억원)했다. 영업이익률 또한 2016년 8.5% 수준에서 2017년 12%까지 상승했다. 타 장비업체 대비 중국향 매출 비중이 낮았으며, 거래 중국 업체와도 문제가 없었기 때문에 호실적을 기록했다.
- ▶ 1H19 실적은 매출액 320억원(YoY +13%), 영업이익 19억원(YoY -41%), 당기순이익 28억원(YoY -31%)로 전년 대비 부진한 실적 기록했다. 일부 매출이 지연되었기 때문으로 추정되며 연간 성장은 지속할 수 있을 것으로 전망된다.



Source: 피앤이솔루션, KTB투자증권

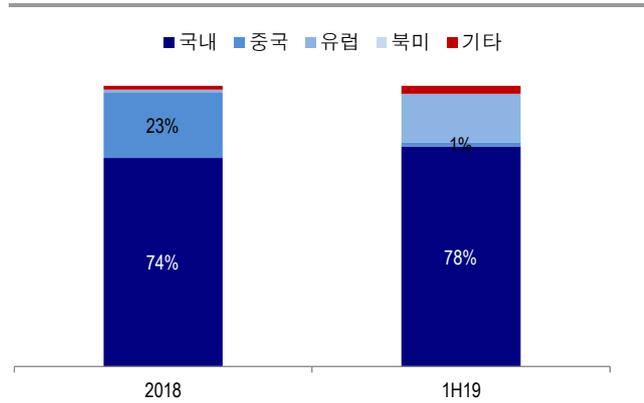
주가

- ▶ 피앤이솔루션은 안정적인 실적 성장으로 2017년부터 2018년 고점까지 약 3배에 달하는 주가 상승을 보였다.
- ▶ 2018년 중반부터는 2차 전지 업체들의 전반적인 주가 부진에 따라 같이 주가 하락을 보였다. 2019년 상반기 실적에 대한 기대감으로 견조한 주가 흐름 보였으나, 상반기 실적이 전년 대비 부진하며 최근 주가는 하락 중이다.



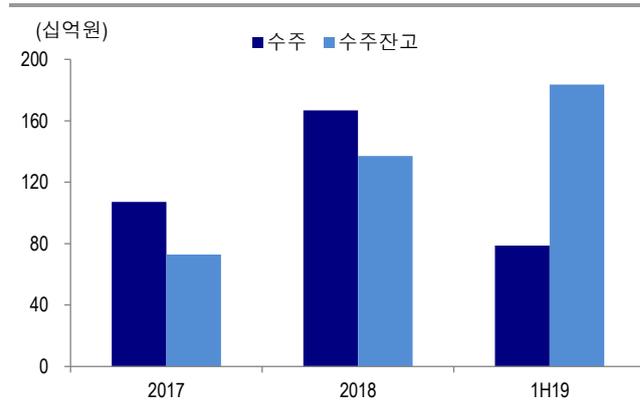
Source: Dataguide, KTB투자증권

Fig. 049: 피앤이솔루션 지역별 매출 비중



Source: 피앤이솔루션, KTB투자증권

Fig. 050: 피앤이솔루션 수주, 수주잔고 추이



Source: 피앤이솔루션, KTB투자증권

Fig. 051: 포메이션 장비



Source: 피앤이솔루션, KTB투자증권

Fig. 052: 싸이클러 장비



Source: 피앤이솔루션, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	21.4	34.4	48.4	61.8	117.9
현금성자산	9.2	16.1	11.3	9.3	26.8
매출채권	5.1	5.3	10.6	11.6	14.2
재고자산	6.8	12.4	25.1	30.9	57.9
비유동자산	28.8	28.1	31.5	34.5	35.4
투자자산	3.0	3.5	3.4	3.8	14.8
유형자산	25.0	24.2	26.2	28.2	19.4
무형자산	0.8	0.4	1.8	2.5	1.2
자산총계	50.2	62.4	79.9	96.3	153.3
유동부채	10.2	19.0	32.0	40.6	76.3
매입채무	4.3	10.5	12.5	2.7	22.0
유동성이자부채	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1.5	1.2	1.3	0.7	10.8
비유동이자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	9.6
부채총계	11.7	20.2	33.3	41.3	87.1
자본금	3.6	7.1	7.1	7.1	7.1
자본잉여금	16.2	12.7	12.7	13.3	13.5
이익잉여금	19.5	21.7	26.6	33.9	44.4
자본조정	(0.9)	0.0	(0.4)	(0.0)	(0.0)
자기주식	(0.9)	0.0	(0.4)	0.0	0.0
자본총계	38.5	42.2	46.6	54.9	66.1
투하자본	29.0	25.0	34.0	43.2	47.6
순차입금	(9.2)	(16.0)	(11.3)	(9.3)	(17.2)
ROA	0.7	3.6	6.8	8.6	8.9
ROE	0.9	5.0	11.0	15.0	18.5
ROIC	(3.1)	6.0	12.9	20.4	23.5

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업현금	4.2	5.0	(0.1)	2.0	7.9
당기순이익	0.3	2.0	4.8	7.5	11.1
자산상각비	0.9	0.9	0.6	0.7	0.8
운전자본증감	2.5	0.7	(6.8)	(8.8)	(8.3)
매출채권감소(증가)	(0.9)	(0.6)	(5.9)	(1.3)	(5.1)
재고자산감소(증가)	5.2	(5.6)	(14.2)	(5.8)	(27.0)
매입채무증가(감소)	(0.1)	5.9	2.5	(8.8)	16.9
투자현금	(1.8)	(1.0)	(0.9)	(4.7)	(0.9)
단기투자자산감소	0.2	0.5	0.7	0.1	1.3
장기투자증권감소	0.0	(2.0)	1.1	0.0	(0.0)
설비투자	(3.5)	(0.3)	(2.6)	(2.7)	(3.6)
유무형자산감소	1.3	0.6	0.0	(0.7)	(0.2)
재무현금	0.7	2.6	0.7	0.9	10.6
차입금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	9.9
자본증가	0.0	1.6	0.0	1.9	0.6
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	3.1	6.6	(3.1)	(2.0)	17.6
총현금흐름(Gross CF)	1.0	4.2	6.5	10.8	16.2
(-) 운전자본증가(감소)	(4.0)	(2.6)	5.7	6.8	2.9
(-) 설비투자	3.5	0.3	2.6	2.7	3.6
(+) 자산매각	1.3	0.6	0.0	(0.7)	(0.2)
Free Cash Flow	1.8	3.8	(1.1)	(2.8)	7.0
(-) 기타투자	0.0	2.0	(1.1)	0.0	0.0
잉여현금	1.8	1.9	(0.1)	(2.8)	7.0

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	32.4	44.2	46.8	73.6	102.8
증가율 (Y-Y,%)	(30.8)	36.6	5.9	57.3	39.6
영업이익	(1.3)	2.0	4.0	8.8	11.8
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	103.2	121.4	33.9
EBITDA	(0.4)	2.8	4.6	9.5	12.5
영업외손익	0.9	0.4	1.1	(0.4)	0.4
순이자수익	0.5	0.2	0.1	0.1	(0.2)
외화관련손익	0.1	0.1	0.2	(0.6)	0.1
지분법손익	(0.0)	0.0	0.0	(0.2)	(0.3)
세전계속사업손익	(0.5)	2.4	5.0	8.4	12.2
당기순이익	0.3	2.0	4.8	7.5	11.1
지배기업당기순이익	0.3	2.1	4.8	7.4	10.9
증가율 (Y-Y,%)	(92.8)	477.1	141.7	55.7	46.7
NOPLAT	(1.0)	1.6	3.8	7.9	10.7
(+) Dep	0.9	0.9	0.6	0.7	0.8
(-) 운전자본투자	(4.0)	(2.6)	5.7	6.8	2.9
(-) Capex	3.5	0.3	2.6	2.7	3.6
OpFCF	0.5	4.8	(3.9)	(0.9)	5.0
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	(15.0)	(2.4)	7.2	31.5	32.5
영업이익증가율(3Yr)	n/a	(26.9)	65.8	n/a	81.9
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	(21.3)	40.1	n/a	64.4
순이익증가율(3Yr)	(60.8)	(27.1)	59.6	179.0	76.7
영업이익률(%)	(4.1)	4.4	8.5	11.9	11.4
EBITDA마진(%)	(1.4)	6.4	9.8	12.9	12.2
순이익률(%)	1.1	4.5	10.3	10.2	10.8

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2014	2015	2016	2017	2018
Per share Data					
EPS	24	145	339	515	766
BPS	2,634	2,884	3,104	3,627	4,475
DPS	0	0	0	0	100
Multiples(x, %)					
PER	96.4	69.7	28.4	18.7	12.6
PBR	0.9	3.5	3.1	2.7	2.2
EV/ EBITDA	n/a	45.4	27.4	13.6	9.6
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	1.0
PCR	32.8	34.3	21.1	12.8	8.5
PSR	1.0	3.3	2.9	1.9	1.3
재무건전성 (%)					
부채비율	30.5	48.0	71.5	75.2	131.8
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	209.3	180.8	151.2	152.3	154.5
이자보상배율	2.6	n/a	n/a	n/a	49.1
이자비용/매출액	0.0	0.0	n/a	0.0	0.4
자산구조					
투하자본(%)	70.4	56.1	69.8	76.8	53.4
현금+투자자산(%)	29.6	43.9	30.2	23.2	46.6
자본구조					
차입금(%)	0.0	0.3	0.0	0.0	12.7
자기자본(%)	100.0	99.7	100.0	100.0	87.3

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY : 88.1% HOLD : 11.3% SELL : 0.6%

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

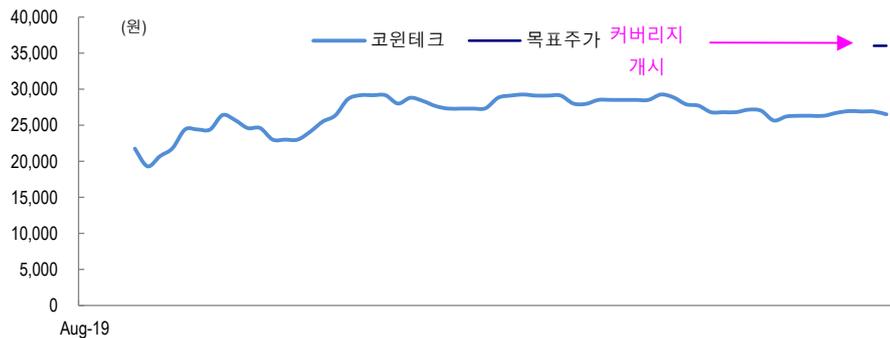
- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당. 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.
 • Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
 • Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
 • Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내용

코원테크 (282880)

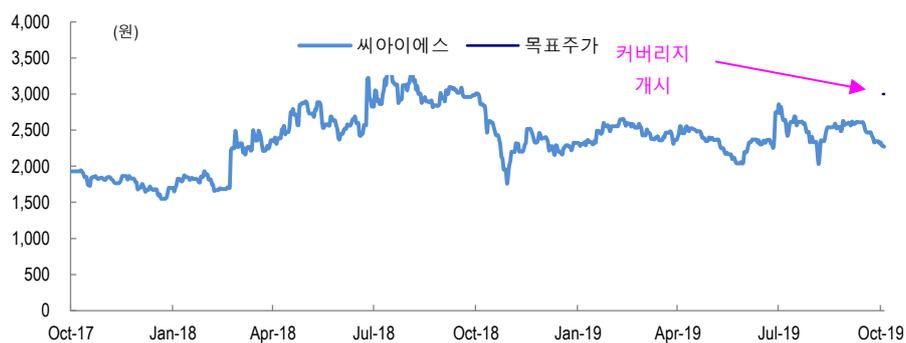


일자	커버리지	2019.10.7
투자의견	개시	BUY
목표주가		36,000원

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가 괴리율	2019.10.7	36,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2019년 10월 7일)
 ** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

씨아이에스 (222080)



일자	커버리지	2019.10.7
투자의견	개시	BUY
목표주가		3,000원

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가 괴리율	2019.10.7	3,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 10월 일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 www.ktb.co.kr

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 강남금융센터 | 서울특별시 서초구 강남대로 327 대릉서초타워 17층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.