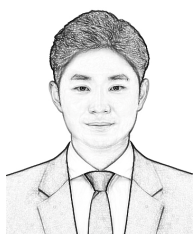


SK COMPANY Analysis



SK 중소성장기업분석팀



Analyst

박찬술

rightsearch@sk.com.kr

02-3773-9955

Company Data

자본금	240 억원
발행주식수	5,247 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	14,298 억원
주요주주	
엠에스오토타(외3)	45.51%
하나금융투자(외1)	9.50%
외국인지분율	3.20%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/11/29)	27,250 원
KOSPI	2909.32pt
52주 Beta	1.05
52주 최고가	51,800 원
52주 최저가	16,900 원
60일 평균 거래대금	201 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.3%	-3.8%
6개월	11.2%	20.0%
12개월	%	%

명신산업 (009900/KS | 매수(신규편입) | T.P 56,000 원(신규편입))

시장의 성장을 따라가는 건 시간 문제

- 글로벌 전기차 판매대수는 2021 년 전년대비 약 +100% 증가하며 고성장 이어갈 것
- 미국 전기차 세액공제 법안 통과가 2022 년 전기차 시장 성장의 catalyst
- 글로벌 1 위 전기차 업체에 핫스탬핑 부품을 납품하는 명신산업도 +32.4% 성장 예상
- 글로벌 전기차 업체의 판매량이 명신산업의 성장률을 좌우하게 될 것
- 2023 년 순이익 1,172 억원에 25 배 PER 멀티플을 적용해 목표주가 56,000 원 제시

전기차 시장 급성장 중

2021 년 전기차 시장은 중국 소비자의 강한 수요에 힘입어서 전년대비 약 +100% 성장할 것으로 예상된다. 올해 신차 중 친환경차 판매 비중이 중국, 유럽, 미국 등 주요 자동차 시장에서 모두 상승 중이며, 2022 년에도 상승이 지속될 것으로 보인다. 특히 미국에서 전기차 세액공제(EV Tax Credit) 관련 법안이 통과된다면 미주 지역에서 전기차 대중화가 가속화될 것으로 예상된다. 이런 흐름 속에서 차량 핫스탬핑 부품업체 명신산업의 고객사인 글로벌 1 위 전기차 업체(이하 EV A 사)도 고성장할 것이라는 판단이다.

EV A 사의 생산량이 명신산업의 성장률을 좌우하게 될 것

2022 년 명신산업의 고객사인 현대기아차도 반도체 쇼티지가 해결되면서 2021 년 대비 판매대수 증가를 예상하고 있다. 궁극적으로는 EV A 사 차량에 대한 강한 수요를 바탕으로 한 성장폭이 명신산업의 성장률을 결정할 것으로 보인다. 고객사의 신규 Texas 공장의 생산속도가 기존 대비 더 빠를 것으로 생각되며, Shanghai 공장 가동 초기 대비 2 배의 생산 속도를 보일 것으로 예상된다.

밸류에이션과 투자이견

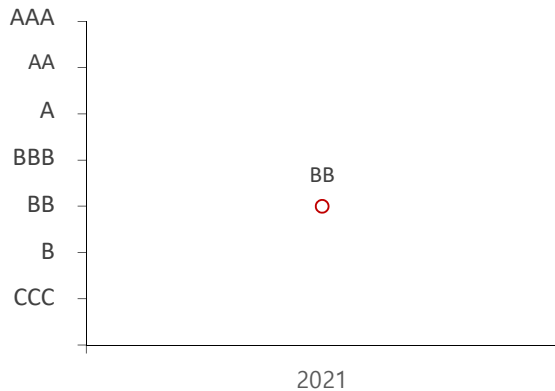
명신산업은 EV A 사 매출 비중이 점차 높아지고 있으며, 해당 고객사의 차량부문과 동반 성장할 수 있는 업체라는 판단이다. 명신산업은 2022 년과 2023 년 각각 전년대비 32.4%, 34% 성장할 것으로 예상된다. 2 차전지 시장의 높은 성장률을 감안해서 2023 년 순이익 1,172 억원에 Forward PER 25 배(완성차 및 전기차 소재/부품 21 년 멀티플 가 중평균) 적용, 목표주가 56,000 원으로 커버리지를 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	3,442	7,757	8,090	11,115	14,711	19,646
yoy	%	198.0	125.4	4.3	37.4	32.4	33.6
영업이익	억원	140	596	662	927	1,229	1,726
yoy	%	61.7	326.8	11.1	40.0	32.6	40.4
EBITDA	억원	329	818	875	1,154	1,464	1,963
세전이익	억원	90	485	-729	908	1,144	1,546
순이익(지배주주)	억원	34	338	-888	672	867	1,172
영업이익률%	%	4.1	7.7	8.2	8.3	8.4	8.8
EBITDA%	%	9.6	10.5	10.8	10.4	10.0	10.0
순이익률	%	1.0	4.4	-11.0	6.1	5.9	6.0
EPS(계속사업)	원	123	979	-2,307	1,281	1,652	2,234
PER	배	0.0	0.0	N/A	21.8	16.9	12.5
PBR	배	0.0	0.0	10.9	5.0	3.8	2.9
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	22.2	12.9	10.1	7.4
ROE	%	5.1	53.8	-67.4	28.0	25.6	26.6
순차입금	억원	1,408	1,248	769	262	134	-222
부채비율	%	514.7	360.5	159.1	110.9	111.3	96.9

1. ESG 하이라이트

명신산업의 종합 ESG 평가 등급



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
명신산업 종합 등급	BB(2021)	NA	NA
환경(Environment)	35.0	NA	NA
사회(Social)	37.6	NA	NA
지배구조(Governance)	41.8	NA	NA
<비교업체 종합 등급>			
SNT 모티브	A(2019)	NA	NA

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 명신산업 ESG 평가

2020 년 기준 국내 전기차 핫스탬핑 부품 시장 점유율 45%, 글로벌 5%를 기록한 것으로 추정된다. 향후 순수전기차 관련 사업 확대가 예상되며, 글로벌 친환경 차량 확대와 흐름을 같이한다.

또 핫스탬핑 급속/균일 냉각 기술과 이중 강도 부품 생산 기술로 차량 탑승자의 안전에 기여하는 부품을 생산하는 등 환경과 사회적 가치에 기여하는 사업을 영위하고 있다.

자료: SK 증권

명신산업 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

명신산업 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2020.12.07	환경 (Environment)	전기차 판매량이 급증하면서 전체 매출 중 글로벌 전기차 비중은 2017 년 5.7%에서 지난해 37.4%까지 급등
2021.11.09	사회 (Social)	2021 년 11 월 자동차부품 기업평판 우수기업에 명신산업 선정
2020.12.21	지배구조 (Governance)	명신산업은 글로벌 전기차 업체의 벤더 관리 정책상 노조가 있는 명신산업과 거래 불가능하며, 그룹 계열사인 심원을 협력 업체로 등록

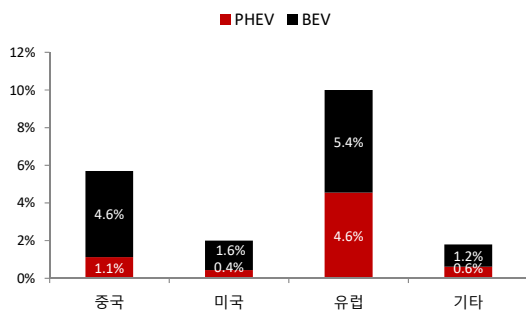
자료: 주요 언론사, SK 증권

2021 년에도 신차 판매의 친환경차 비중 상승

2020 년 코로나 19 발생 후 2Q20 부터 중국 친환경 차량 판매가 반등했다. 2021 년에도 글로벌 친환경 차량 판매 호조가 이어지고 있다. 월간 추이를 보면 신차 판매 중 친환경차 비중이 주요 자동차 시장인 중국, 유럽, 미국에서 각각 20%, 17%, 4% 수준에 도달했다.

2020 년 지역별 신차 판매의 친환경차 비중

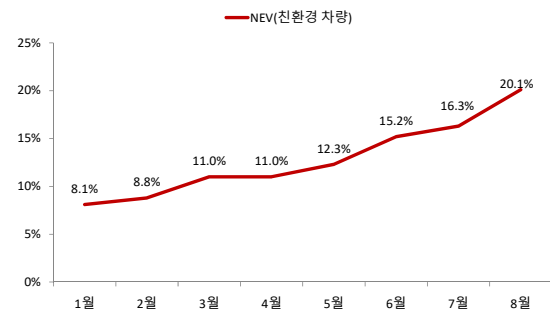
(단위 : %)



자료 : IEA, SK 증권

2021 년 중국 신차 판매 중 친환경차 비중

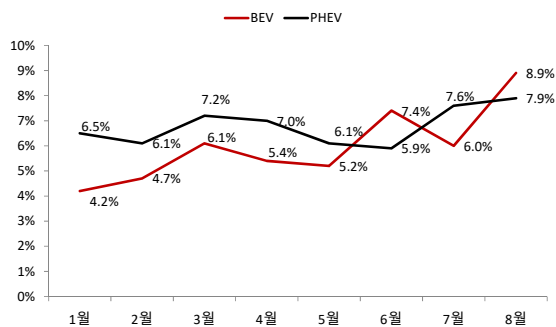
(단위 : %)



자료 : 중국승용차시장정보협회, SK 증권

2021 년 유럽 신차 판매 중 친환경차 비중

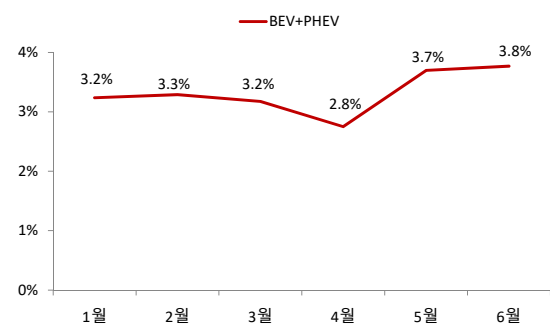
(단위 : %)



자료 : European Union, SK 증권

2021 년 미국 신차 판매 중 친환경차 비중

(단위 : %)

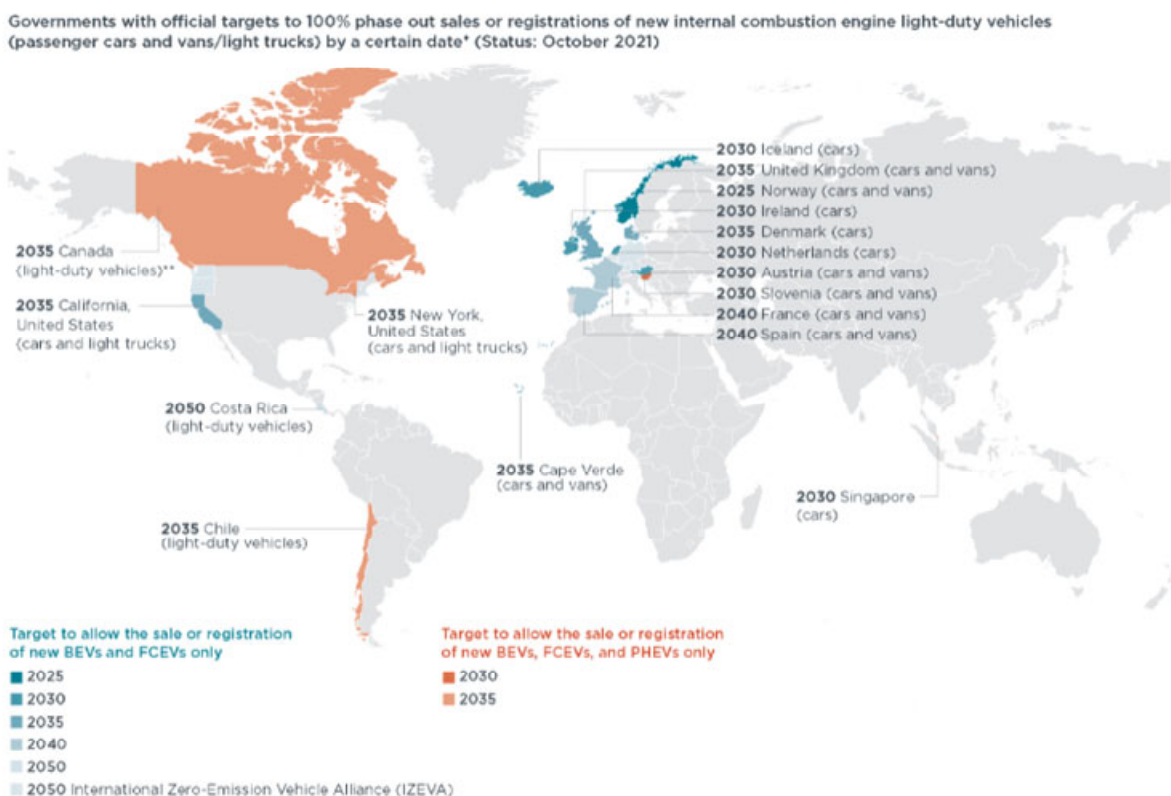


자료 : Bloomberg, SK 증권

소비자가 친환경 차량을 선택하는 데는 정부의 역할이 컸다는 판단이다. 2020 년 EU 는 코로나 19 로 성장이 더욱 어려워진 유럽권 경제를 살리려는 친환경 인프라 계획을 발표했다(2019 년 12 월 11 일 European Green Deal 로 시작). 또 2020 년 9 월 17 일 2030 Climate Target Plan 으로 목표치를 구체화했다. 중국과 미국도 장기적인 탄소감축 정책에 동참하게 되었고, 글로벌 친환경 드라이브가 가속화되었다. 각국 정부는 탄소감축 목표에 따라 해당 국가에서 내연기관차 판매를 중단하겠다는 선언을 했으며, 이에 따라 주요 완성차 OEM 업체들은 2025 년과 2030 년을 기준으로 친환경차 전략을 발표했다.

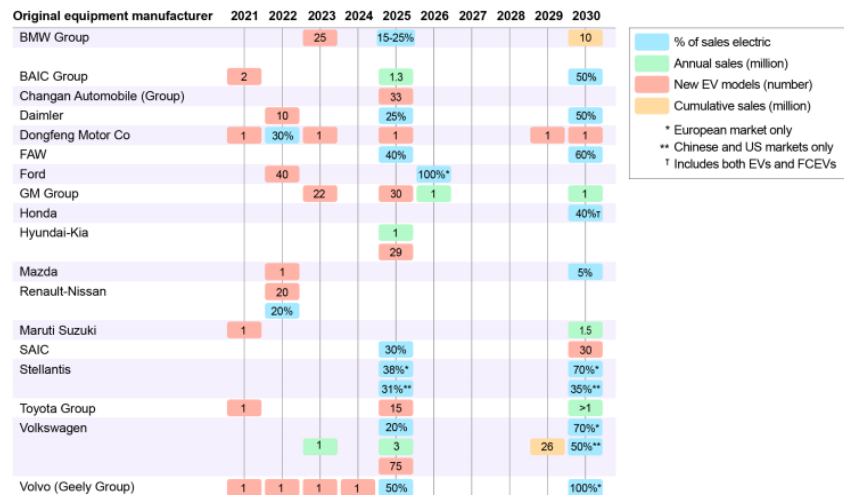
내연기관차 판매 중단 목표를 선언한 국가와 판매 중단 시점

(단위: 년)



자료 : International Council on Clean Transportation(2021 년 10 월 기준)

차량 OEM 업체들의 연도별 전기차(light duty vehicle) 관련 목표

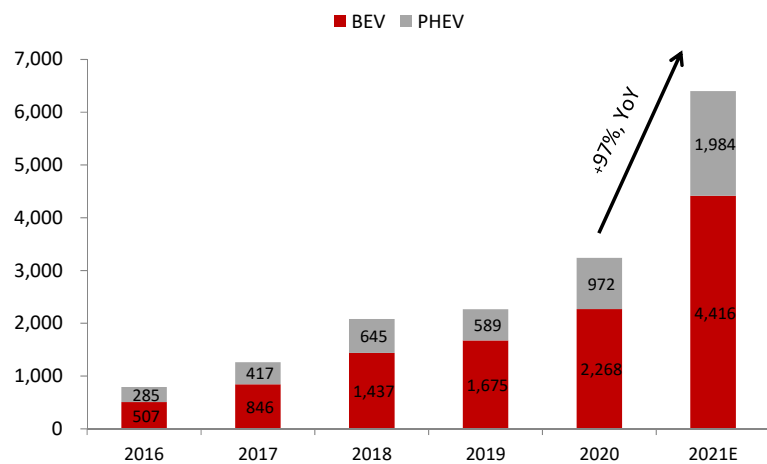


자료 : IEA 각사 취합, SK 증권

2021 년에도 PHEV 와 BEV 등 포함한 전기차 시장이 IHS Markit 연초 예상치 +70% 보다도 더욱 높은 +100%에 가까운 성장이 예상된다. 미국의 경우 미국 재건정책 (Build Back Better)의 일환으로 전기차 세액공제(EV Tax Credit)법안이 통과된다면, 미국에서 전기차가 대중화가 되는 결정적인 계기가 되면서 신차 판매 중 친환경차 비중도 현재 3%대 후반에서 크게 증가할 것으로 예상된다.

글로벌 전기차 판매대수(전기차가 대중화되는 구간 초입에 있다는 판단)

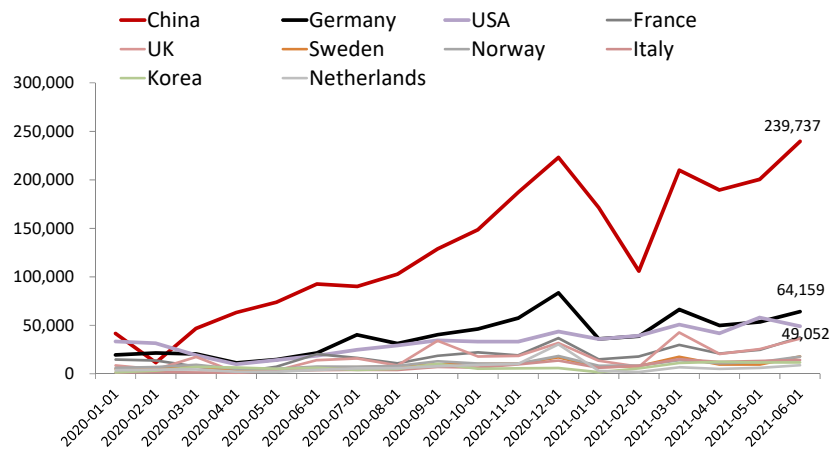
(단위 : 천대)



자료 : EV Volumes, SK 증권

국가별 전기차 월간 판매량(2020년 1월~2021년 6월)

(단위: 대)

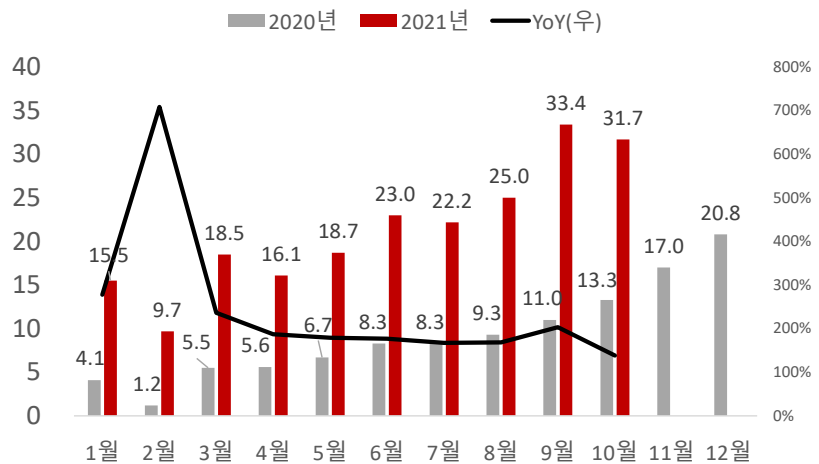


자료: Bloomberg SK 증권

주: 전기차 판매량 상위 10개 국가

중국 2020~2021년 친환경차 판매량

(단위: 만대)



자료: 중국승용차시장정보협회 SK 증권

명신산업의 매출 비중이 시장의 변화를 극명하게 보여줘

명신산업은 차량 핫스탬핑 부품 업체이다. 고객사인 글로벌 1 위 순수전기차 업체에게는 순수전기차용 핫스탬핑 차량 부품, 현대기아차용으로 내연기관차와 전기차용 핫스탬핑 부품을 공급하고 있다(현대기아차 물량의 경우 내연기관차용 부품 비중이 높음).

2020 년 명신산업 매출액 기준 고객사 비중은 글로벌 1 위 전기차 업체(이하 EV A 사로 통일) 51%, 현대기아차 49%를 기록했다. 매출액이 EV A 사항 +43% 증가, 현대기아차항 -19% 감소하면서 2020 년 처음으로 비중이 역전되었다. 2021 년 3 분기에 EV A 사의 매출액 비중이 61.1%를 기록했는데, 해당 고객사의 고속 성장에 따라 매출 비중도 높아져, 2023 년 중 70%대를 초과할 것으로 예상된다.

명신산업 예상 고객사 비중 예상

(단위 : 억원 %)

매출액	2017	2018	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E	2023E
현대차항	1,086	2,704	4,859	3,947	1,266	1,295	1,050	1,116	4,727	1,360	1,410	1,299	1,268	5,337	5,759
EV A사항	69	738	2,898	4,143	1,291	1,455	1,647	1,995	6,388	1,853	2,001	2,687	2,832	9,374	13,887
현대차 비중	94%	79%	63%	49%	50%	47%	39%	36%	43%	42%	41%	33%	31%	36%	29%
EV A사 비중	6%	21%	37%	51%	50%	53%	61%	64%	57%	58%	59%	67%	69%	64%	71%

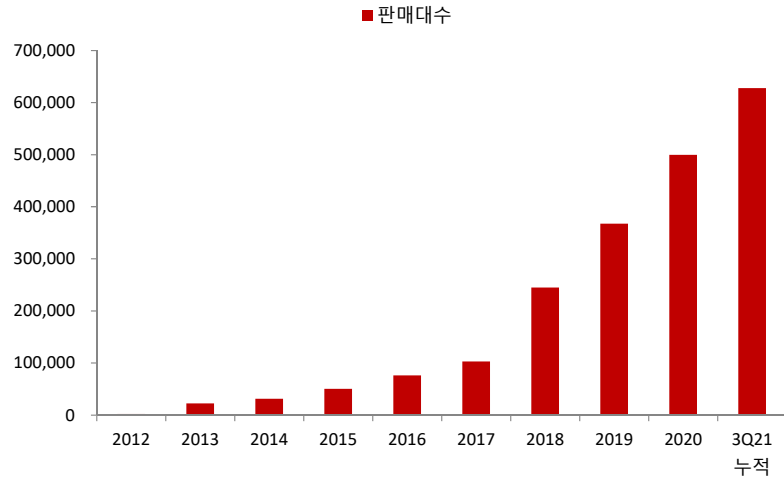
자료 : SK 증권 추정치

전기차 고객사의 성장률이 명신산업의 성장률을 좌우

EV A 사의 미션은 '지속 가능한 에너지로의 전 세계적 전환을 가속화'하는 것이다. 가속화는 시간이 지나면서 속도가 더 빨라진다는 의미인데, 보통 기업의 규모가 커지면서 성장률이 둔화되는 것이 일반적이기 때문에 어려운 목표이다.

EV A 사 순수전기차 글로벌 판매대수

(단위: 대)

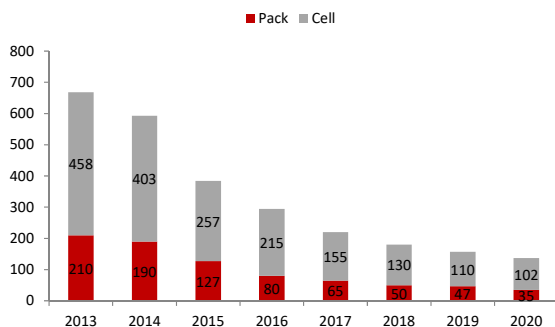


자료: Bloomberg, SK 증권

쉽지 않은 목표이지만 글로벌 1 위 전기차 업체의 생산/판매량이 급성장할 것으로 예상하는 이유는 1) 전기차 가격에서 비중이 높은 배터리 가격의 지속적인 하락, 2) Brand Loyalty와 넓은 Fan Base에 기반한 제품 입소문 마케팅 효과, 3) 정부 정책에 힘입어 고성장 중인 중국 전기차 시장에서의 높은 수요(21년 10월 54,391대 판매) 등을 꼽을 수 있다. 또 미국에서 전기차 세액 공제 관련 법안이 통과되는 경우 시장 성장이 가속화될 수 있다는 점도 고려되고 있다.

2 차전지 팩 및 셀 가격 추이

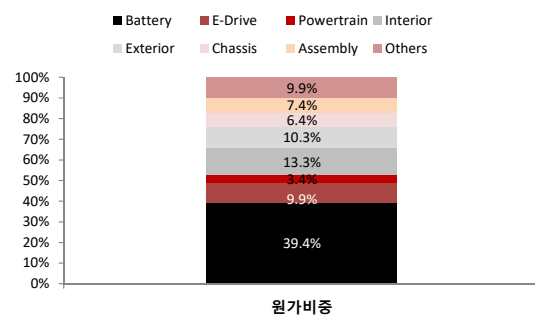
(단위: \$/kWh)



자료: BloombergNEF, SK 증권

순수전기차(BEV) 원가 비중

(단위: %)



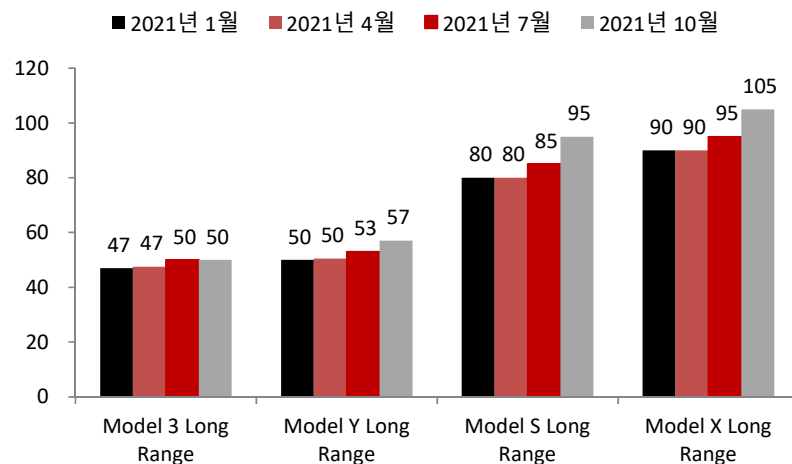
자료: World Electric Vehicle Journal, SK 증권

코로나 19 를 지나면서 ESG 가 새로운 사회적 패러다임으로 자리잡았는데, 이에 힘입어 EV A 사 차량에 대한 수요는 중국 뿐만 아니라 유럽과 미국에서도 크게 증가했다. 미국의 시장에서는 EV A 사의 특정 모델 차량 인도 시점이 최근 9 개월에서 12 개월로 3 개월 연장되었다. 너무 높은 수요를 조절하기 위해서 EV A 사 차량 가격이 인상되고

있지만, 인도 예상 시점은 단축되지 않고 있다. EV A 사 생산량은 2021 년 전년대비 80% 이상 성장이 예상되기 때문에 공급망 차질로 생산량이 감소해서 가격을 올리는 것과는 차이가 있다. EV A 사의 경우 생산 속도보다 더 빠른 속도로 수요가 증가하고 있다.

2021 년 EV A 사 차량 모델별 가격 인상 추이

(단위: 천달러)



자료: SK 증권

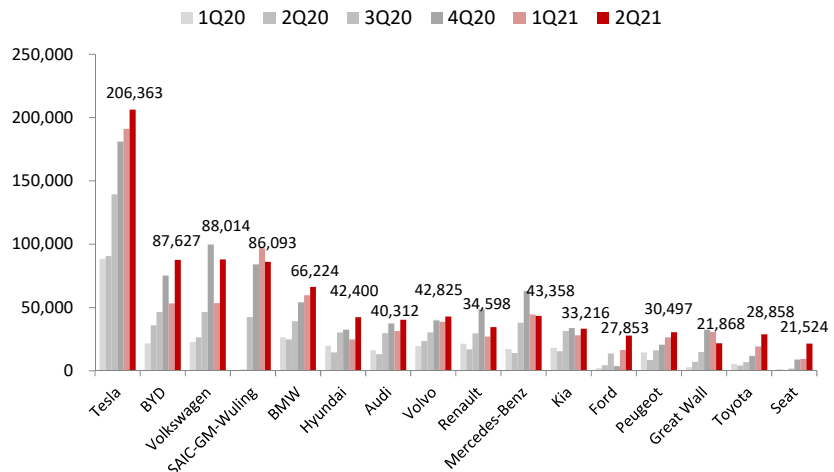
주: 일관성을 위해서 Long Range 모델로 통일

속도(월간 판매량)가 가장 중요한 EV A 사

EV A 사는 향후 전기차 시장 경쟁에서 가장 중요한 것을 속도로 생각하고 있다. 2021 년에도 글로벌 전기차 판매량 1 위를 기록하고 있는 EV A 사는 전기차 시장을 선점하기 위해서 속도전에 돌입했다. 코로나 19 와 반도체 쇼트지 상황에서도 전분기 대비 차량 판매량을 증가시키 위해서 노력하는 것도 EV A 사의 비즈니스 모델이 차량 데이터 축적을 통한 플랫폼에 사업에 기반하고 있기 때문이다.

OEM 브랜드별 전기차 판매량(1Q20~2Q21)

(단위: 대)



자료: Bloomberg, SK 증권

주: 분기 판매 기준 상위권 업체 기준

EV A 사는 데이터가 누적되는 속도에 따라서 결과의 차이가 클 수 있다는 점을 이해하고 있기 때문에, 더욱 빠르게 차량 생산하는 방법을 신규 공장에 적용해서 생산성을 높여 나가고 있다. 모델 Y 기준 미국 1 공장 Fremont 와 중국 2 공장 Shanghai 생산량을 비교해보면, 각각 생산 개시 후 2 개 분기 누적으로 Shanghai 에서 Fremont 보다 약 2.2 배 더 많은 Model Y 를 생산한 것으로 추정된다.

실제로 EV A 사의 빠른 생산 속도는 경쟁사 CEO 의 코멘트를 통해서 확인 가능하다. Volkswagen CEO 는 EV A 사의 Giga Berlin 공장 생산 속도가 느린 Volkswagen 독일 Wolfsburg 메인 공장이 경쟁력이 없을 수 있다고 우려 했으며, Ford CEO 의 경우 생산 속도를 올리기 위해서 EV A 처럼 모든 것을 단순화하는 것이 필요하다고 코멘트 했다.

Volkswagen CEO Herbert Diess 의 경쟁사 속도 관련 코멘트(10hrs vs. 30hrs)

Tesla is swiftly improving quality and looks set to achieve a production time of just 10 hours per car at its Gruenheide plant, Diess said Thursday in a prepared speech at a staff meeting in Wolfsburg. VW's main electric-car factory in Zwickau needs more than 30 hours per vehicle, which should be reduced to 20 hours next year.

자료: Business Insider, Bloomberg, SK 증권

Ford CEO Jim Farley의 경쟁사 속도 관련 코멘트

the product itself is highly differentiated from the rest of the ICE field and complexity is tiny, compared to OEMs. That allows them to have enormous reuse. Reuse that we've never seen in our ICE business. Tesla can scale quickly because of that complexity reduction. They can drive cost down, which they have. They can keep processes simple.

자료 : Electrek, SK 증권

올해 3 분기 누적 글로벌 전기차 판매량을 보면 BYD 를 제외하고는 EV A 사가 2 배 이상의 판매 규모를 보이고 있다. Volkswagen 의 경우 글로벌 전기차 1 위 시장인 중국에서 이미 5 개의 모델을 출시했지만 판매 부진을 겪고 있다. Volkswagen 의 2021 년 10 월 중국 시장 전기차 월간 판매는 약 1 만 3 천대였으며, Nio, Xiaopeng 등 중국 현지 업체 대비 높은 판매량을 보이기는 했지만, 역으로 고도화된 소프트웨어 기능을 선호하는 중국 전기차 시장의 경쟁 상황이 얼마나 치열한지 보여주고 있다.

Global(2021 년 1 월~9 월 누적) 주요 친환경차 판매량 순위

(단위: 대)

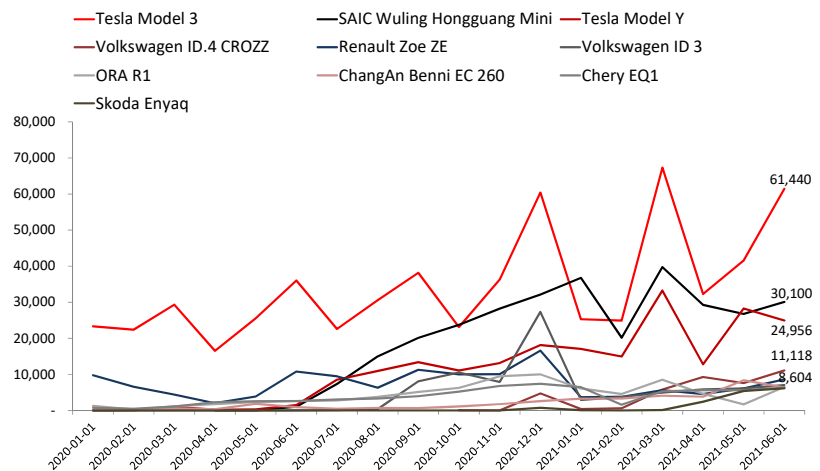
브랜드별	대수	모델별	대수
Tesla	627,371	Model 3	360,346
BYD	329,408	Hong Guang Mini	288,873
SAIC-GM-Wuling	306,872	Model Y	253,833
Volkswagen	247,450	VW ID. 4	73,632
BMW	198,156	BYD Qin Plus(PHEV)	58,710
SAIC	157,894	BYD Han	58,262
Mercedes-Benz	157,578	Li Xiang One EREV	55,270
Volvo	132,059	Changan Benni	53,220
Audi	124,256	VW ID. 3	53,041

자료 : InsideEVs, SK 증권

또 전체적인 판매량 레벨을 봐도 SAIC-Wuling 이 생산하는 소형세단 Hong Guang Mini 를 제외하고는 아직까지도 물량 기준으로 EV A 사의 경쟁사가 나타나고 있지 않다. 월간으로 5 만대(연간 60 만대) 이상 꾸준한 판매 수요가 확인되는 것이 EV A 사와 경쟁할 수 있는 업체로서 확인되는 계기가 될 것으로 생각한다.

순수전기차 모델별 월간 글로벌 판매량(1Q20~2Q21)

(단위: 대)



자료: Bloomberg, SK 증권

주: 판매량 기준 상위 10 위 모델

공급 측면에서 볼때 EV A 사는 신규 공장과 기존 공장 생산량을 동시에 늘리면서 연평균 50% 이상 성장하는 것을 가이드선으로 제시하고 있다. 실제로 Texas 와 Berlin 공장이 2021 년 말 시운전에 들어가면서 EV A 사가 2022 년에 생산하는 전체 차량대수는 2021 년 대비 68.5% 증가할 것으로 예상된다.

명신산업이 EV A 사에 납품하게 되는 대부분의 차량의 경우 Berlin 공장을 제외한 미국과 중국 공장에서의 생산물량이며, 2022 년도 생산량이 전년대비 47.5% 증가할 것으로 예상된다.

EVA 사 생산기지별 생산 전망

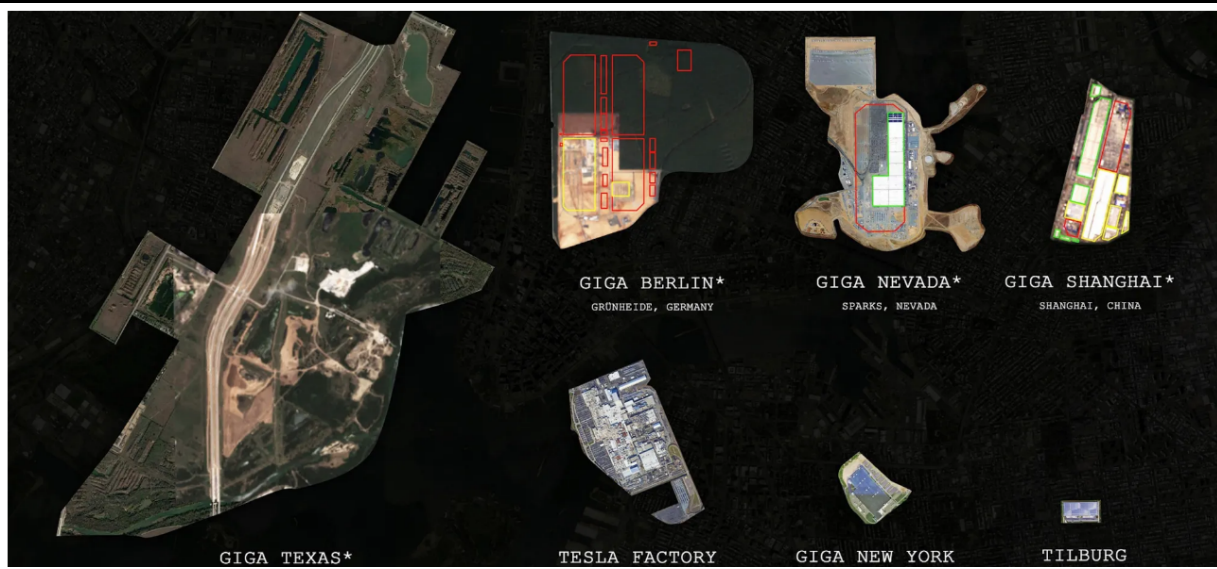
(단위: 만대 %)

(만대)	2020	2021E	2022E	2023E
(미국)Fremont	36	43	55	65
(중국)Shanghai	15	48	55	70
(미국)Texas	0	0.5	25	65
(독일)Berlin	0	0.5	20	50
합산	51	92	155	250
Berlin 제외(명신산업)	51	91.5	135	200
명신산업 납품 차량 증가율(YoY)	38.3%	79.4%	47.5%	48.1%

자료: SK 증권 추정치

다만 생산기지의 부지의 규모를 보면 기 확보한 부지에 증설 후 생산이 가능한 CAPA 는 Fremont 75 만대, Shanghai 100 만대, Berlin 200 만대, Texas 최소 200 만대가 될 것으로 예상된다. EV A 사의 과거 증설 속도를 감안할 때 575 만대는 2026 년 이전에 달성 가능한 CAPA 라고 판단한다. 전기차로 공격적으로 전환하고 있는 Volkswagen 도 2025 년까지 순수전기차 판매 목표가 200~250 만대 정도가 될 것으로 추정된다는 점을 감안하면, EV A 사의 생산 목표치가 얼마나 공격적인지 알 수 있다.

EV A 사 공장 상대적인 사이즈 비교



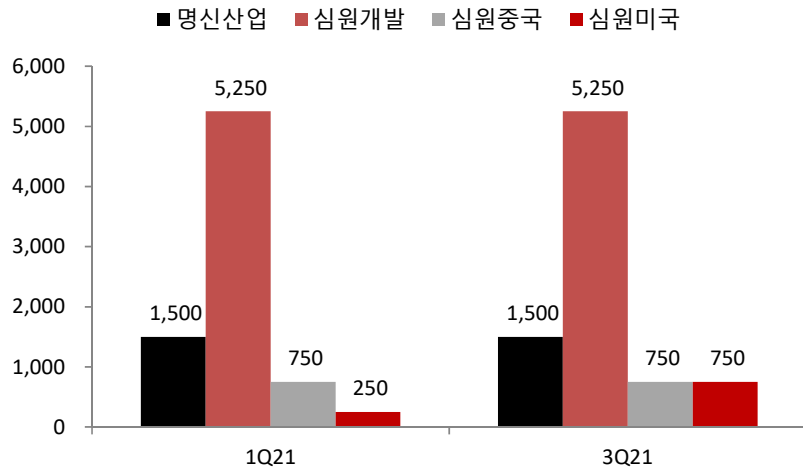
자료 : Electrek, SK 증권

EV A 사는 Texas 와 Berlin 은 올해 말 공장 시운전을 시작해서 2022 년 4 분기 중 주당 1 만대를 생산, 각 공장에서 연간 50 만대를 생산하는 것으로 목표로 하고 있다. 따라서 Ramp up 스케줄에 맞출 수 있다면 내년 말 Fremont/Shanghai/Texas/Berlin 등 4 개 공장에서 차량 200 만대 이상 생산할 수 있는 실질 CAPA 를 계획하고 있다. 이런 고객사의 투자 스케줄에 따라 명신산업의 투자도 지속되고 있으며, 가공, 핫스탬핑, 조립 등 라인을 증설 중이다. 특히 미국 Austin 공장에서 생산되는 EV A 사의 신규 모델 등 생산을 위해서 2022 년 라인 증설이 이루어질 것으로 예상된다.

명신산업의 가공, 핫스탬핑, 조립으로 이어지는 생산 1 개 라인은 연간 약 250 만개 부품을 생산하는 것으로 추정된다. 차량에 따라서 사용되는 부품수의 차이가 있지만, 1 라인은 10~16.5 만대 차량에 들어가는 부품 생산이 가능한 CAPA 라는 생각이다.

명신산업 지역 생산법인별 부품 생산 가능 CAPA

(단위 : 만개)



자료 : 명신산업, SK 증권

명신산업 사업, 제품 및 시장 점유율

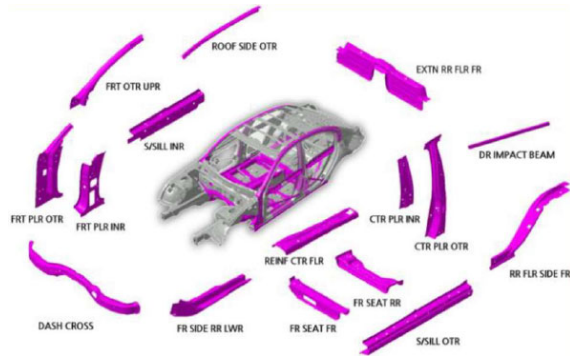
명신산업은 핫스탬핑 자동차 부품업체이다. 판매구조는

- 1) 명신산업의 모회사 엠에스오토텍과 성우하이텍, 심원테크 등 1 차 협력업체를 통해서 현대기아차에 핫스탬핑 부품을 납품하고 있다. 또 종속회사인 심원개발은 현대제철의 현대기아차용 핫스탬핑 제품 위탁생산을 담당한다.
- 2) 글로벌 전기차 고객사의 경우 종속회사인 심원테크가 판매법인이다. 심원테크에서 심원미국으로 판매되며, 이후 EV A 사로 납품되는 구조이다.
- 3) 중국법인인 심원중국(심원상속, 심원남경, 심원상해)은 주로 EV A 사의 Shanghai 공장에 납품하는 생산/판매 법인이다.

명신산업은 코로나 19 기간에도 8%대의 영업이익률을 보이고 있다. 현대기아차용 매출의 경우 사급의 형태로 원재료를 조달하기 때문이다. 해외 고객사의 경우 지정된 원재료 업체로부터 원재료 단가의 변동을 매월 납품가에 반영하고 있으며, 이에 따라 원재료 가격으로 인한 마진을 손상은 제한적이다.

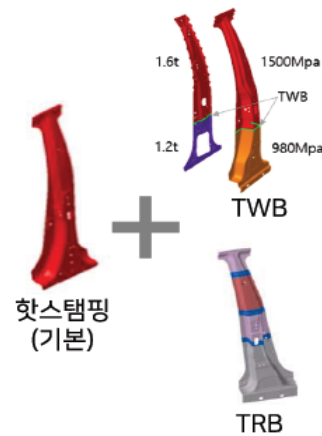
핫스탬핑 부품은 차량 도어와 후드를 제외한 Body In White 부품에 적용하는 차체 부품이다. 명신산업은 금형 Cavity 와 급속/균일 냉각 기술을 보유한 업체로서 소재(블랭크)를 금형에서 성형과 냉각을 동시에 진행하는 HPF 프로세스를 통해서 핫스탬핑 부품을 생산한다. 소재는 950 °C 이상 고온으로 3~5 분 가열 후, 8~14 초간 급속 냉각 및 성형을 진행하며, 플랜지부 트림과 홀가공 등은 레이저 가공 처리한다.

Body in White 에 적용되는 핫스탬핑 부품



자료 : 명신산업, SK 증권

명신산업 TWB, TRB 공법



자료 : 명신산업, SK 증권

핫스탬핑 부품은 1500Mpa(메가파스칼)의 강도를 자랑하는데, 기존 핫스탬핑 처리되지 않은 부품 대비 3 배 높은 강도이다. 또 TWB 라는 이중 강도 및 두께의 소재를 용접한 블랭크, TRB 라는 두께를 다르게 압연한 블랭크 등을 만드는 기술을 보유하고 있으며, 이는 차량 충돌 시 탑승자를 외부로부터 보호하면서도 내부에서는 유연하게 휘어지거나 절단되면서 보호하는 역할을 한다. EV A 사의 차량 셀링 포인트가 안전한 차량인 만큼, 이에 해당하는 가치를 창출하는 협력사라는 판단이다.

2020 년 기준으로 글로벌 핫스탬핑 시장 규모가 16.5 조원, 국내 시장이 0.9 조원으로 추정되는데, 명신산업은 국내 M/S 45%, 글로벌 M/S 5%를 기록했다. 다만 향후 고객사의 성장률에 따라서 M/S 가 증가할 여지가 남아있다.

명신산업의 현대기아차 내 핫스탬핑 부품 M/S 는 현대제철을 통해서 납품되는 물량까지 합산하면 80%에 육박하며, 2020 년 현대기아차향으로 약 4,000 억원의 매출을 기록했다. 제네시스 등 프리미엄 라인업 뿐만 아니라, 스타리아 등 전기차용을 납품되고 있지만, 매출 성장률은 현대기아차에서 생산하는 차량 전반 수량 증감과 유사한 추세를 보일 것으로 예상된다.

명신산업의 EV A 사 내 점유율은 2021 년 11 월 기준 100%이며, 유럽을 제외한 EV A 사 글로벌 공장에 대응하고 있다. EV A 사의 글로벌 신규 공장, 특히 독일 공장의 Ramp up 스케줄을 추정해 볼 때 EV A 사 내 차량 생산량 기준 M/S 는 2022 년 87%, 2023 년 80%로 감소할 가능성도 있다. EV A 사는 이르면 2022 년부터 신규 공장을 모색할 수 있다는 입장을 보였는데, 해당 신규 공장 공급 여부와 Shanghai 의 CAPA 확대 속도 등이 향후 M/S 변동의 추가적인 변수가 될 것으로 보인다.

투자 Check Point

- 1) **성장률** - 2021 년 명신산업 매출액은 1 조 1,115 억원(+37.4%, YoY), 영업이익 927 억원 (+40.0%, YoY) 기록을 예상한다. 다만 2021 년 EV A 사향 전년대비 매출액 성장률은 2021 년 +54.2%, 2022 년 +46.7%, 2023 년 +48.1%을 기록하며 고성장을 이어갈 것으로 전망한다.
- 2) **마진율** - 1Q21 차량 부품 업체로는 보기 힘든 10%의 영업이익률을 기록했다. 코로나19 기간인 2020 년에도 연간으로 8.2%의 영업이익률을 기록했으며, 향후 고마진이 유지될 수 있다는 판단이다. 2020~2021 년 큰 모델별 ASP 의 변화는 없었던 것으로 보이지만, EV A 사의 2 번째 대중화 모델 납품 부품의 ASP 가 1 번째 대중화 모델의 부품 대비 ASP 가 높은 점을 감안하면 향후 ASP 상승의 가능성이 남아 있다. 현재까지는 가격 인하 압력은 없는 것으로 보이며, EV A 사의 차량 부문 GPM(%) 이 2021 년 3 분기에 30.5% 를 기록했다는 점을 감안하면 이해되는 부분이다.
- 3) **오버행** - 3Q21 사업 보고서 기준으로 타이탄원 SPC 1,678,486 주, KB 메자 닌 2,585,342 주, 화인퍼즐 제 1 호 사모 174,883 주 등 상장주식 중 총 8.5% 에 해당하는 오버행 물량은 단기적인 주가 하락 압력으로 작용할 수 있다.
- 4) **PER 멀티플** - 25 배 멀티플은 완성차 업체 멀티플 10 배, 전기차 소재/부품 멀티플 30 배(센트랄모텍, 신흥에스이씨, 신성델타테크, 천보, 테이팩스의 21 년 PER 멀티플)의 가중평균(2021 년 전사 전기차 매출비중이 60%를 초과) 값이다. 2022 년에도 유지될 30%대 성장률과 8%대 마진율을 감안할 때 타 당한 PER 배수라는 판단이며, 향후 순수전기차용 핫스탬핑 매출 비중이 확대됨에 따라 추가적인 멀티플 상향 여력이 있을 것으로 판단한다.

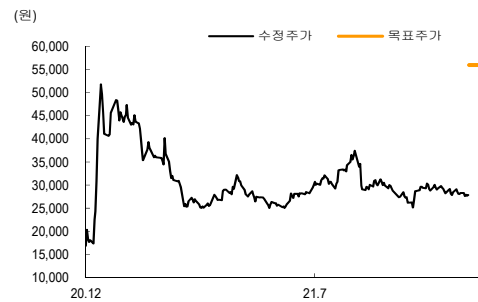
명신산업 손익 추정

(단위 : 억원)

구분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	2023
매출액	2,557	2,750	2,697	3,111	11,115	3,213	3,411	3,987	4,100	14,711	19,646
현기자	1,266	1,295	1,050	1,116	4,727	1,360	1,410	1,299	1,268	5,337	5,759
EV A사	1,291	1,455	1,647	1,995	6,388	1,853	2,001	2,687	2,832	9,374	13,887
매출원가	(2,202)	(2,480)	(2,350)	(2,710)	(9,742)	(2,799)	(3,070)	(3,474)	(3,571)	(12,914)	(17,092)
판매관리비	(99)	(99)	(117)	(131)	(446)	(126)	(134)	(152)	(157)	(569)	(828)
영업이익	256	172	230	270	927	288	207	361	372	1,229	1,726
영업외손익	17	6	32	(76)	(21)	(20)	8	8	(81)	(85)	(179)
세전 계속사업이익	273	178	262	195	908	268	215	368	292	1,143	1,546
법인세	(65)	(48)	(76)	(47)	(236)	(65)	(52)	(89)	(71)	(277)	(374)
당기순이익	208	130	186	147	671	203	163	279	221	866	1,172

자료 : SK 증권 추정치

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.11.30	매수	56,000원	6개월		
2021.04.06	Not Rated				



Compliance Notice

- 작성자(박찬술)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 11 월 30 일 기준)

매수	91.18%	중립	8.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,200	2,851	3,876	5,240	6,594
현금및현금성자산	497	885	1,401	2,048	2,404
매출채권및기타채권	702	851	1,098	1,448	1,933
재고자산	587	770	993	1,309	1,748
비유동자산	1,458	1,918	2,355	2,836	3,236
장기금융자산	7	28	29	29	29
유형자산	1,314	1,671	2,043	2,421	2,760
무형자산	8	51	53	52	50
자산총계	3,658	4,769	6,231	8,076	9,830
유동부채	2,486	2,247	2,444	3,056	3,630
단기금융부채	1,625	1,241	1,146	1,346	1,346
매입채무 및 기타채무	693	894	1,153	1,520	2,030
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	378	682	833	1,199	1,207
장기금융부채	348	631	736	1,056	1,056
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	2	2	3	5
부채총계	2,864	2,929	3,277	4,255	4,837
지배주주지분	794	1,840	2,954	3,821	4,993
자본금	119	198	240	240	240
자본잉여금	243	2,124	2,449	2,449	2,449
기타자본구성요소	-285	-285	-285	-285	-285
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	711	-180	488	1,355	2,527
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	794	1,840	2,954	3,821	4,993
부채외자본총계	3,658	4,769	6,231	8,076	9,830

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	652	481	774	853	1,074
당기순이익(손실)	338	-888	672	867	1,172
비현금성항목등	533	1,772	545	598	790
유형자산감가상각비	221	212	226	235	236
무형자산감각비	0	1	1	1	1
기타	64	1,049	3	0	0
운전자본감소(증가)	-137	-248	-243	-332	-514
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-75	-207	-114	-349	-486
재고자산감소(증가)	16	-216	-210	-316	-439
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-16	243	189	367	510
기타	-62	-68	-108	-33	-99
법인세납부	-83	-155	-201	-280	-374
투자활동현금흐름	-424	-454	-446	-580	-531
금융자산감소(증가)	-211	-8	46	0	0
유형자산감소(증가)	-235	-456	-532	-612	-575
무형자산감소(증가)	0	-44	0	0	0
기타	22	53	40	32	43
재무활동현금흐름	51	370	164	374	-187
단기금융부채증가(감소)	0	-150	70	200	0
장기금융부채증가(감소)	0	229	210	320	0
자본의증가(감소)	0	332	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-72	-41	-116	-146	-187
현금의 증가(감소)	291	388	516	647	356
기초현금	205	497	885	1,401	2,048
기말현금	497	885	1,401	2,048	2,404
FCF	329	57	151	206	456

자료 : 명진산업 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	7,757	8,090	11,115	14,711	19,646
매출원가	6,748	7,071	9,741	12,913	17,092
매출총이익	1,009	1,020	1,374	1,798	2,554
매출총이익률 (%)	13.0	12.6	12.4	12.2	13.0
판매비와관리비	413	358	447	569	828
영업이익	596	662	927	1,229	1,726
영업이익률 (%)	7.7	8.2	8.3	8.4	8.8
비영업손익	-111	-1,391	-19	-85	-179
순금융비용	95	317	105	115	143
외환관련손익	7	-73	39	30	-36
관계기업투자 등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	485	-729	908	1,144	1,546
세전계속사업이익률 (%)	6.3	-9.0	8.2	7.8	7.9
계속사업법인세	146	159	236	277	374
계속사업이익	338	-888	672	867	1,172
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	338	-888	672	867	1,172
순이익률 (%)	4.4	-11.0	6.1	5.9	6.0
지배주주	338	-888	672	867	1,172
지배주주귀속 순이익률(%)	4.36	-10.97	6.05	5.89	5.97
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	332	-914	747	867	1,172
지배주주	332	-914	747	867	1,172
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	818	875	1,154	1,464	1,963

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	125.4	4.3	37.4	32.4	33.6
영업이익	326.8	11.1	40.0	32.6	40.4
세전계속사업이익	438.4	적전	흑전	26.0	35.2
EBITDA	148.2	7.0	31.9	26.9	34.0
EPS(계속사업)	695.3	적전	흑전	29.0	35.2
수익성 (%)					
ROE	53.8	-67.4	28.0	25.6	26.6
ROA	10.4	-21.1	12.2	12.1	13.1
EBITDA마진	10.5	10.8	10.4	10.0	10.0
안정성 (%)					
유동비율	88.5	126.9	158.6	171.5	181.7
부채비율	360.5	159.1	110.9	111.3	96.9
순차입금/자기자본	157.2	41.8	8.9	3.5	-4.4
EBITDA/이자비용(배)	7.6	2.7	8.7	10.0	10.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	979	-2,307	1,281	1,652	2,234
BPS	2,235	4,177	5,631	7,283	9,516
CFPS	1,620	-1,754	1,713	2,101	2,685
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	0.0	N/A	37.8	29.3	21.7
PER(최저)	0.0	N/A	19.6	15.2	11.2
PBR(최고)	0.0	12.4	8.6	6.7	5.1
PBR(최저)	0.0	4.1	4.5	3.4	2.6
PCR	0.0	-26.0	16.3	13.3	10.4
EV/EBITDA(최고)	0.0	25.1	17.4	13.6	10.0
EV/EBITDA(최저)	0.0	8.8	9.1	7.1	5.1