



2020년 2월 26일 | Equity Research



2차전지 장비 Overweight

2차전지 장비 지금부터 2배!

- | 전기차 시장, 유럽을 중심으로 성장
- | 소재 보다는 장비에 주목
- | Top Picks: 피엔티, 코원테크



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com



Analyst 안주원
02-3771-3125
joowonahn@hanafn.com

Industry In-depth

Top picks 및 관심종목

피엔티(137400) | BUY | TP 18,000원(상향) | CP(2월25일) 12,200원
코원테크(282880) | BUY | TP 43,000원 | CP(2월25일) 31,750원
피앤이솔루션(131390) | BUY(신규) | TP 21,900원 | CP(2월25일) 15,800원
아모그린텍(125210) | BUY | TP 21,500원(상향) | CP(2월25일) 15,000원
필옵틱스(161580) | Not Rated | CP(2월25일) 12,450원
천보(278280) | BUY(신규) | TP 108,000원 | CP(2월25일) 74,000원



CONTENTS

1. 2차전지 시장 Overview	3
2020년 전기차 산업, 유럽을 중심으로 성장 전망	3
2. 소재: 높은 밸류에이션으로 인한 부담	4
1) 양극재와 음극재 개발: 안정성 하락 문제에 부딪히다	4
2) 용량과 수명 늘리기: 니켈, 실리콘, 그리고 첨가제	5
3) 소재주의 높은 밸류에이션은 부담	6
3. 장비: 상대적 저평가, 투자 기회가 더 많다	7
1) 2020년 2차전지 증설 정점, 장비 업체 낙수효과도 정점	7
2) 폭발적으로 증가하는 수주잔고, 그러나 여전히 낮은 밸류에이션	8
3) 디스카운트 요인 해소 국면 진입하는 장비업체	9
Top Picks 및 관심종목	11
피엔티(137400)	12
코원테크(282880)	18
피앤이솔루션(131390)	22
아모그린텍(125210)	27
필옵틱스(161580)	31
천보(278280)	33

2020년 2월 26일 | Equity Research

2차전지 장비 지금부터 2배!

2020년은 설비투자의 해, 2차전지 장비 발주 본격화!

전기차 시장, 유럽을 중심으로 성장

그 동안 글로벌 전기차 산업의 성장을 이끌어 오던 미국과 중국이 보조금 및 각종 혜택을 축소하며 2019년 전기차 성장은 다소 주춤했다. 2019년 미국과 중국의 전기차 판매는 전년 대비 각각 -8.4% 감소, 2.0% 성장에 그친 반면, 유럽시장은 배출가스 규제에 힘입어 45.5% 성장했다. 유럽시장의 성장은 EU가 2021년까지 이산화탄소 배출량을 기존 130g/km에서 95g/km으로 26.9% 낮춘 효과로부터 기인했다. 2020년에는 전기차의 핵심인 2차전지 업체들의 투자가 정점을 찍을 것으로 예상되는 만큼, 2차전지 소재와 장비주의 투자매력도를 비교해 전방 산업 투자의 수혜를 집중적으로 받을 관련주를 가려보고자 한다.

소재 보다는 장비에 주목

국내 소재주들은 글로벌 양극재 1위 업체인 Umicore (20F PER 27.8배) 대비 고평가 되어 있는 상황이다. 2020년에는 완성차 업체의 전기차 판매 목표치 상향, 그리고 이에 따른 2차전지 업체의 본격적인 증설이 이루어질 전망이다. 대규모 증설에는 언제나 대규모 장비 발주가 뒤따라 왔다. 하나금융투자는 밸류에이션 부담이 높은 소재주 보다는 수주증가가 예상되고 밸류에이션 부담도 적은 장비주에 주목해야한다고 판단한다. 유럽 배터리 업체들의 전공정 장비 발주는 본격적인 투자가 시작됐음을 알리는 신호탄이라고 할 수 있다. 전공정 장비 업체들의 기분 좋은 발주를 시작으로 2020년 국내 장비 업체들의 대량 수주를 기대해도 좋다는 판단이다.

Top Picks: 피엔티, 코원테크

하나금융투자 Top Pick은 피엔티와 코원테크를 제시한다. 이외에 전기차 및 2차전지 관심종목으로 피앤이솔루션, 아모그린텍, 필옵틱스, 천보를 추천한다. 피엔티는 2019년 3분기 기준 수주잔액이 4,638억원에 달하며, 동박 수요증가에 따른 수혜를 입을 것으로 예상된다. 코원테크는 국내 배터리 업체 향 매출이 꾸준히 증가하고 있으며, 2020년에는 해외 업체 향 수주도 기대된다.

Industry In-depth

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(2월25일)
피엔티(137400)	BUY	18,000원(상향)	12,200원
코원테크(282880)	BUY	43,000원	31,750원
피앤이솔루션(131390)	BUY(신규)	21,900원	15,800원
아모그린텍(125210)	BUY	21,500원(상향)	15,000원
필옵틱스(161580)	Not Rated	-	12,450원
천보(278280)	BUY(신규)	108,000원	74,000원



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com



Analyst 안주원
02-3771-3125
joowonahn@hanafn.com

1. 2차전지 시장 Overview

2020년 전기차 산업, 유럽을 중심으로 성장 전망

EU는 2021년까지 이산화탄소 배출량을 기존 130g/km에서 95g/km으로 26.9% 낮춤

그 동안 글로벌 전기차 산업의 성장을 이끌어 오던 미국과 중국이 보조금 및 각종 혜택을 축소하며 2019년 전기차 성장은 다소 주춤했다. 2019년 미국과 중국의 전기차 판매는 전년 대비 각각 -8.4% 감소, 2.0% 성장에 그친 반면, 유럽시장은 배출가스 규제에 힘입어 45.5% 성장했다.

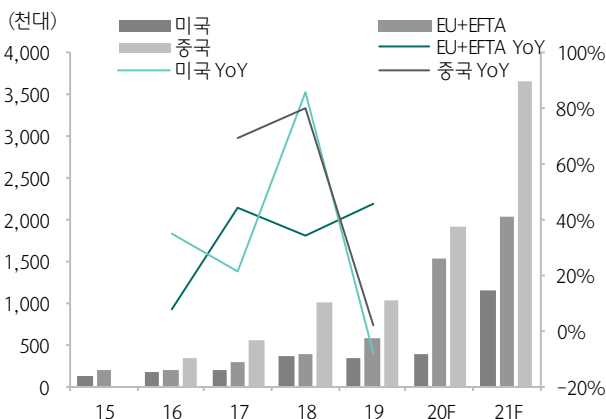
2020년 1월에도 유럽 주요국의 전기차 판매가 2배 이상 급증

유럽시장의 성장은 EU가 2021년까지 이산화탄소 배출량을 기존 130g/km에서 95g/km으로 26.9% 낮춘 효과로부터 기인했다. EU의 공격적인 탄소배출 규제 효과는 지속되어 2020년 1월에도 유럽 주요국의 전기차 판매가 2배 이상 급증하는 결과를 만들어냈다. 1월 전기차 판매는 전년 대비 독일 138.4%, 프랑스 160.1%, 영국 145.5%, 이탈리아 490.5%, 스웨덴 93.4% 증가했다. 2020년에는 유럽을 중심으로 전기차 산업이 성장 흐름을 이어나갈 것으로 예상된다.

2020년에는 전기차의 핵심인 2차전지 업체들의 투자가 정점을 찍을 것으로 예상

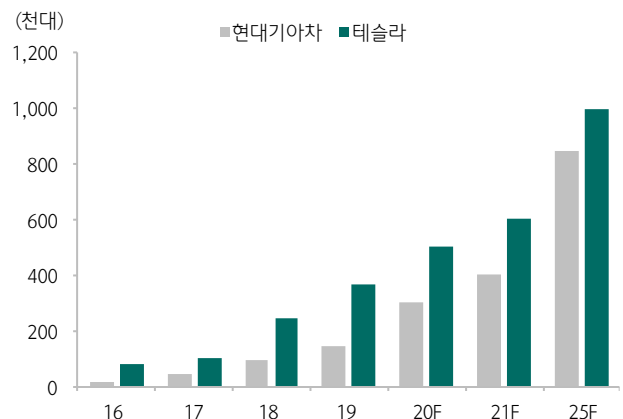
각국의 탄소배출 규제 강화와 더불어 여러 완성차 업체가 전기차 생산에 뛰어들며 전기차 산업은 향후 높은 성장세와 더불어 치열한 경쟁도 동반할 것으로 예상된다. 2020년에는 전기차의 핵심인 2차전지 업체들의 투자가 정점을 찍을 것으로 예상되는 만큼, 2차전지 소재와 장비주의 투자매력도를 비교해 전방 산업 투자의 수혜를 집중적으로 받을 관련주를 가려 보고자 한다.

그림 1. 지역별 전기차 판매량 추이



자료: 각국 자동차협회, 하나금융투자

그림 2. 현대기아차, 테슬라 전기차 판매량 추이 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

2. 소재: 높은 밸류에이션으로 인한 부담

1) 양극재와 음극재 개발: 안정성 하락 문제에 부딪히다

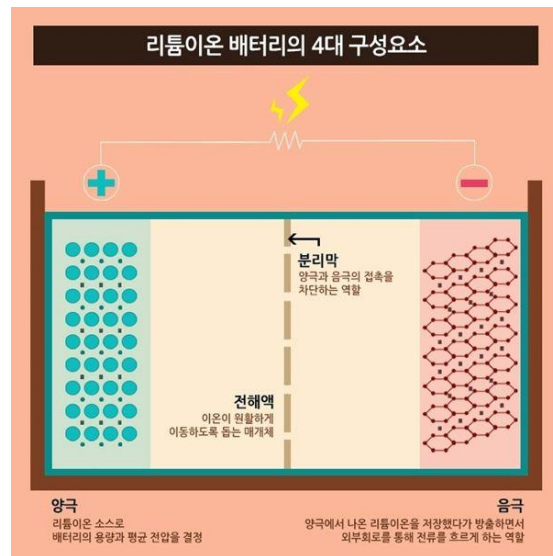
주행거리를 결정짓는 가장 중요한 요소는 역시 배터리의 성능

전기차 주도권 싸움은 단언컨대 주행거리 싸움이라고 할 수 있다. 전기차는 주동력원인 전기를 공급하는 배터리의 특성상 내연기관 차량처럼 즉각적인 재급유가 어렵다. 배터리 충전을 위해서는 몇 시간씩 소요되기 때문에 1회 충전 시 주행거리가 전기차의 핵심 경쟁력이라고 할 수 있다. 주행거리를 결정짓는 가장 중요한 요소는 역시 배터리의 성능이다.

리튬이온이 음극에서 양극으로 돌아가며 전기가 발생

전기차에 주로 사용되는 2차전지인 리튬이온 배터리의 작동원리는 간단하다. 충전할 때는 리튬이온이 양극에서 음극으로 옮겨가고, 방전 시에는 리튬이온이 음극에서 양극으로 돌아가며 전기가 발생한다. 이 때 전해액은 리튬이온이 양극과 음극을 오갈 수 있는 매개체 역할을 하고, 분리막은 양극과 음극의 물리적 접촉을 막는 역할을 한다. 양극재, 음극재, 전해액, 그리고 분리막이 가장 핵심적인 역할을 수행하는 만큼, 이 4대 요소는 2차전지 전체 생산원가의 45.6%를 차지한다.

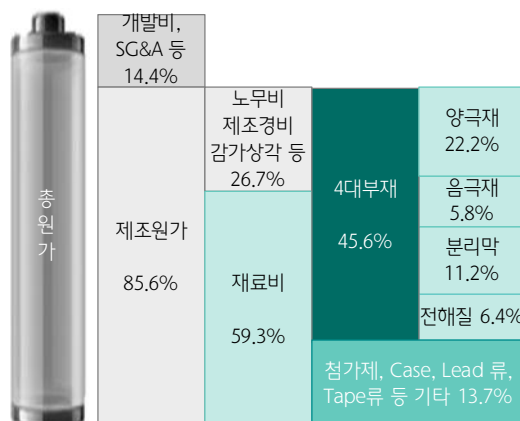
그림 3. 리튬이온 배터리 작동원리



자료: 업계자료, 하나금융투자

그림 4. 2차전지 원가 구성 비중

양극재, 음극재, 전해액, 그리고 분리막이 2차전지 전체 생산원가의 45.6%를 차지



자료: SNE Research, 하나금융투자

2) 용량과 수명 늘리기: 니켈, 실리콘, 그리고 첨가제

양극재와 음극재 개발은 항상 안정성 문제가 있음

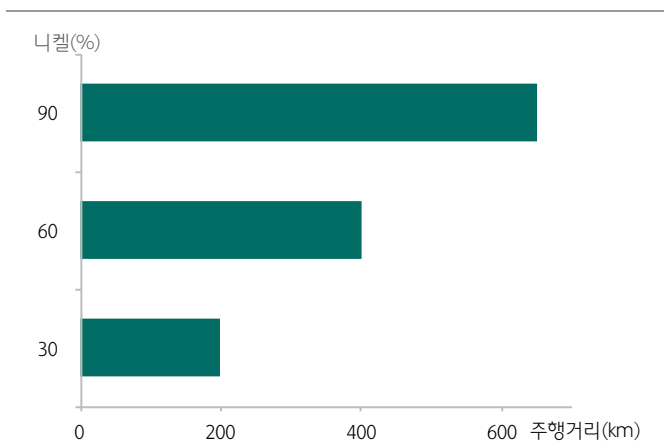
배터리의 용량을 결정하는 양극재는 리튬과 메탈의 조합으로 만들어지는데, 메탈의 종류와 비율에 따라 배터리의 특성이 달라진다. 일반적으로 널리 사용되는 메탈 중 니켈(Ni)이 용량, 망간(Mn)과 코발트(Co)가 안정성, 알루미늄(Al)이 출력을 향상시키는 것으로 알려져 있다. 우리가 통상적으로 삼원계 NCM(니켈, 코발트, 망간), NCA(니켈, 코발트, 알루미늄)라고 부르는 것이 바로 앞서 언급한 메탈의 조합에 따른 명칭이며, 현재 대부분의 배터리 업체는 이 삼원계 배터리를 중심으로 제품을 개발 중이다. 니켈 함량이 80% 이상인 ‘하이니켈’ 배터리부터 400km 이상의 주행거리를 확보할 수 있을 것으로 내다보고 있으나, 안전성 문제로 아직 양산 단계에 진입하지 못한 상황이다.

배터리의 효율성과 안정성을 개선하는 전해액과 여러 첨가제의 사용이 확대되고 있는 추세

수명을 책임지는 음극재의 주요 소재는 흑연인데, 리튬이온이 양극과 음극을 반복적으로 오가면 흑연의 구조를 변화시켜 배터리의 사용 시간을 축소시킨다. 이러한 흑연의 단점을 보완하고자 현재 실리콘(Si)을 활용한 음극재가 주목 받고 있다. 하지만 실리콘 역시 에너지 저장 시 부피의 변화가 커서 배터리의 안전성을 떨어트린다는 문제가 있다.

양극재와 음극재는 리튬이온 배터리 성능을 결정 짓는 양대산맥이지만, 이 양대 소재의 개발을 방해하는 요소는 성능을 개선하면 안정성이 떨어진다는 점이다. 그래서 최근에는 배터리의 효율성과 안정성을 개선하는 전해액과 여러 첨가제의 사용이 확대되고 있는 추세이다.

그림 5. 니켈 함량에 따른 주행거리



자료: 업계자료, 하나금융투자

표 1. 전해질 및 첨가제 제품별 기능

종류	제품	기능
전해질	LiFSI	배터리 안정성 향상 및 수명 연장, 낮은 온도에서 배터리 방전 억제
	LiPO2F2	배터리 수명 향상 및 고출력,
	LiDFOP	충전시간 단축
전해질 첨가제	TMSB	배터리 열화 방지 및 수명 향상
	AN, SN, DPN	배터리 안정성 향상
	EP, PP, MP	배터리 수명 향상
	FEC/VEC	배터리 성능 향상

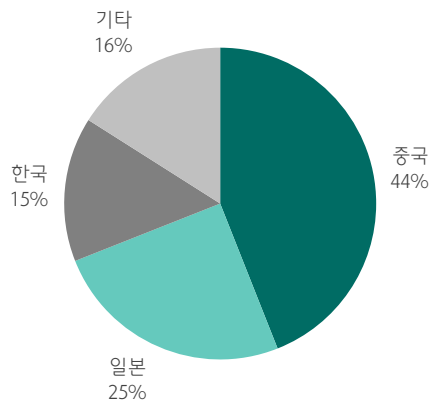
자료: 천보, 하나금융투자

3) 소재주의 높은 밸류에이션은 부담

국내 소재주들은 글로벌 양극재
1위 업체인 Umicore
(20F PER 27.8배) 대비
고평가 되어 있는 상황

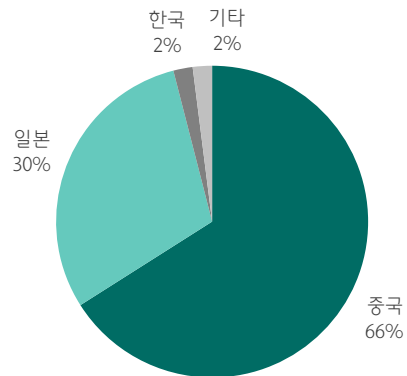
양극재와 음극재는 배터리 성능을 결정하는 가장 중요한 소재지만, 그만큼 경쟁도 치열하다. 글로벌 양극재와 음극재 시장에서 국내업체가 차지하는 비중은 각각 15%와 2%에 불과하다. 니켈과 코발트, 흑연 등 원자재 가격에 크게 영향을 받는 양극재와 음극재는 박리다매식의 판매전략을 세울 수밖에 없다. 또한, 이 두 소재는 배터리 업체에 대한 의존도가 높기 때문에 해외진출을 도모하기 어렵다. 이를 증명하듯 세계 1위 배터리 업체인 CATL을 보유한 중국은 양극재와 음극재 시장을 각각 44%, 66% 차지하며 세계 1위의 자리를 굳건히 지키고 있다. 국내 소재주들은 글로벌 양극재 1위 업체인 Umicore (20F PER 27.8배) 대비 고평가 되어 있는 상황이다.

그림 6. 양극재 국가별 시장 점유율 현황



자료: SNE Research, 하나금융투자

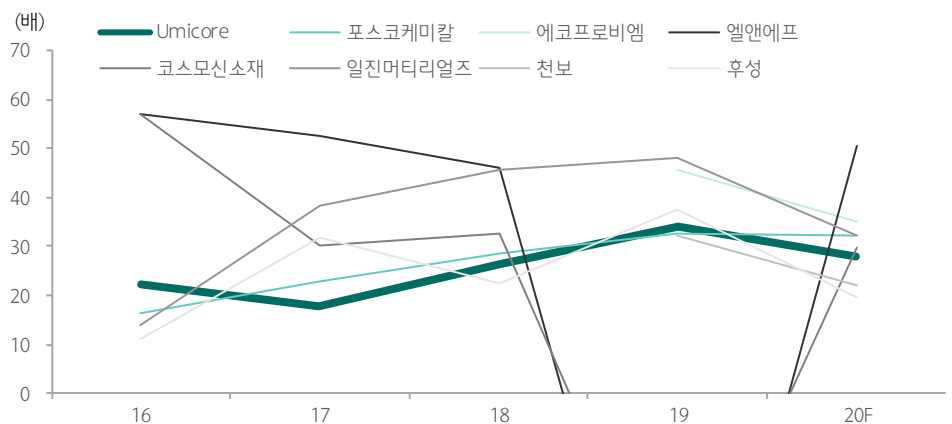
그림 7. 음극재 국가별 점유율 현황



자료: SNE Research, 하나금융투자

그림 8. Umicore와 국내 주요 2차전지 소재 업체 밸류에이션(PER) 비교

Umicore 20F PER 27.8배



자료: Bloomberg, 하나금융투자

3. 장비: 상대적 저평가, 투자 기회가 더 많다

1) 2020년 2차전지 증설 정점, 장비 업체 낙수효과도 정점

수주증가가 예상되고 밸류에이션 부담도 적은 장비주에 주목

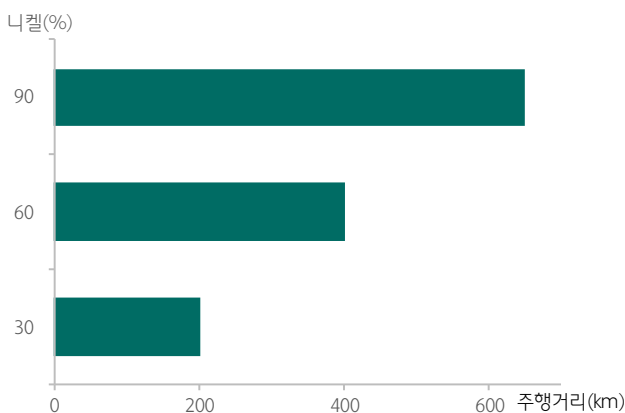
2020년에는 완성차 업체의 전기차 판매 목표치 상향, 그리고 이에 따른 2차전지 업체의 본격적인 증설이 이루어질 전망이다. 대규모 증설에는 언제나 대규모 장비 발주가 뒤따라 왔다. 하나금융투자는 밸류에이션 부담이 높은 소재주 보다는 수주증가가 예상되고 밸류에이션 부담도 적은 장비주에 주목해야한다고 판단한다.

테슬라의 연간 판매량이 2025년까지 100만대가 예상되는 가운데, 전통적 완성차 업체들도 주도권을 잃지 않기 위해 앞다퉈 전기차 생산목표를 수정하고 있다. 전통적 완성차 업체 중 전기차 생산확대에 가장 적극적인 폭스바겐은 2025년으로 예정되어 있던 연간 100만대 생산계획을 2023년으로 앞당겼다. 이외에도 현대기아차는 2025년까지 85만대 생산, 도요타는 2030년까지 550만대 생산, GM은 2023년까지 전기차 20종 출시 등을 발표했다.

국내 배터리 업체의 투자는 2020~2021년에 집중될 것으로 전망

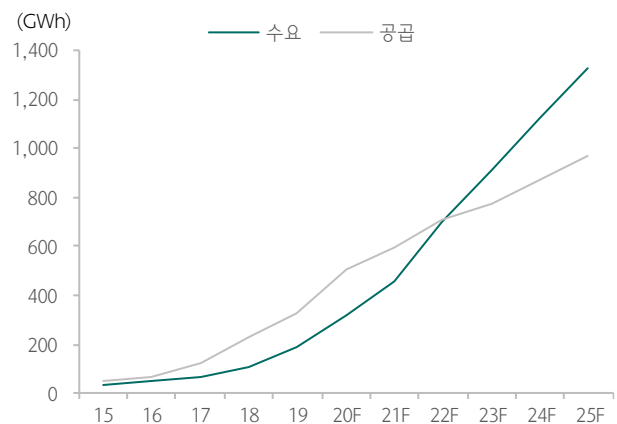
완성차 업체의 공격적인 목표 설정에 국내 주요 배터리 업체들도 2020년 생산능력을 대폭 확대할 계획이다. 2020년 국내 3대 배터리 업체인 LG화학, 삼성SDI, 그리고 SK이노베이션은 각각 110GWh, 32GWh, 21GWh까지 생산능력을 확보할 전망이다. 시장 선점을 위한 합작법인 설립도 적극적으로 진행되고 있다. LG화학은 GM과 합작법인을 설립해 미국 오크하임주에 배터리 공장 건설을, 삼성SDI는 국내 양극재 업체 에코프로비엠과의 합작법인인 에코프로이엠 설립에 480억원 투자를 발표했고, SK이노베이션도 합작법인 설립을 준비 중인 것으로 알려져 있다. 국내 배터리 업체의 투자는 2020~2021년에 집중될 것으로 전망되기 때문에 장비 업체들의 가파른 매출 성장이 예상된다.

그림 9. 주요 배터리 업체 생산능력 추이 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

그림 10. 글로벌 리튬 배터리 시장



자료: SNE Research, 하나금융투자

피엔티의 수주잔고는 4,638억원,
씨아이에스 스웨덴 Northvolt로부터
320억원 수주

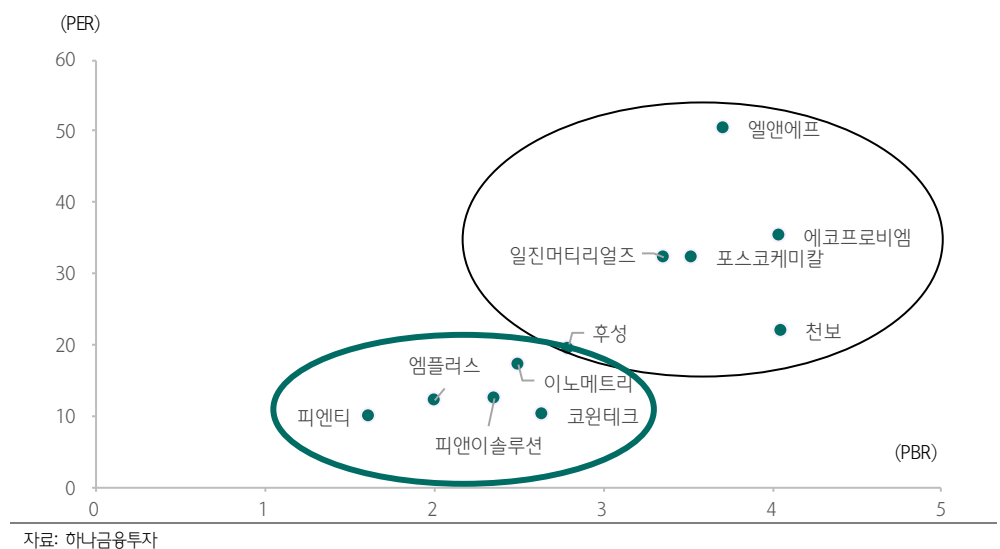
장비주들의 밸류에이션(20F 평균
PER 12.8배) 상대적으로 저평가

2) 폭발적으로 증가하는 수주잔고, 그러나 여전히 낮은 밸류에이션

수주잔고 추이를 통해 2차전지 장비 업체의 2020년 실적을 비교적 정확히 추정할 수 있다. 대표적인 전공정 장비 제조 업체인 피엔티의 수주잔고는 2019년 3분기 기준 4,638억원에 달한다. 양질의 수주잔고를 기반으로 2019년 실적(3분기 누적)은 이미 2018년 연간 실적을 넘어섰다. 또 다른 전공정 장비 업체인 씨아이에스는 2019년 말 스웨덴 Northvolt로부터 240억원 수주를 시작으로 최근에는 80억원을 더 수주했다고 공시했다. 유럽 배터리 업체들의 전공정 장비 발주는 본격적인 투자가 시작됐음을 알리는 신호탄이라고 할 수 있다. 전공정 장비 업체들의 기본 좋은 발주를 시작으로 2020년 국내 장비 업체들의 대량 수주를 기대해도 좋다는 판단이다. 수주잔고 및 향후 예상되는 수주로 추정한 장비주들의 예상 실적에 비하면 밸류에이션(20F 평균 PER 12.8배)이 상대적으로 저평가 되어있어 2차전지 장비주 비중 확대를 추천한다.

그림 11. 2차전지 장비주 vs 소재주 PER, PBR 비교

장비주 20F 평균 PER 12.8배



장비업이 소재업 대비
70% 가까운 할인을 받는다는 것은
과도하다는 판단

2019년 상반기부터 장비업체들의
할인 요소들이 해소되고 있기
때문에 장비업 역시 멀티플
Re-rating 가능하다고 판단

3) 디스카운트 요인 해소 국면 진입하는 장비업체

현재 2차전지 장비업체들의 PER은 약 10배~15배 수준으로 2차전지 소재 업체들의 PER의 약 3분의 1 수준이다. 그렇다면 왜 장비업체들은 소재 업체 대비 약 60~70%의 할인을 받아야 하는 것일까? 가장 큰 이유로 장비업은 수주 산업이자 내구재 산업이기 때문에 지속적인 매출 유지가 용이하지 않지만, 소재업은 비내구재 산업으로 꾸준한 매출 지속이 가능하기 때문으로 판단된다. 물론 특허, 진입장벽, 기술력 등의 이유도 상존하지만 장비업이 소재업 대비 70% 가까운 할인을 받는다는 것은 과도하다는 판단이며 주요 디스카운트 요인인 수주 공백에 따른 매출 변동성이 해소된다면 장비업체들의 주가 상승 여력이 충분하다고 전망된다.

수주산업이자 내구재산업인 2차전지 장비업은 위에 기술한 바와 같이 할인 요인들이 해소 국면에 진입하고 있다고 판단되며 소재업의 절반 수준 이상으로의 PER 적용이 가능하다고 판단된다. 2019년 상반기부터 장비업체들의 할인 요소들이 해소되고 있기 때문에 장비업 역시 멀티플 Re-rating 가능하다고 판단된다. 그 요인들을 살펴 보면

①전기차 시장의 확대에 따른 모듈/셀 업체의 대규모 Capa 증설로 인한 수주 규모의 확대에 따른 매출액의 지속적 상승

②다양한 고객층 확보에 따른 수주건수의 증가로 매출 공백기의 최소화에 따른 분기별 실적 변동성 축소

③2차 전지 산업은 비즈니스 호황국면으로 들어서기 때문에 높은 수요와 맞물려 기술력 높은 장비 vendor들에게 CR(Cost Reduction)보다는 적정 이익률 보전

등의 이유로 2차 장비 업체들은 타 산업의 장비 업체들, 특히 반도체 장비업체들 대비 프리미엄을 받아야 하며 그리고 2차 전지 소재 업체들 대비 과도한 디스카운트가 해소되어야 된다고 판단된다.

표 2. 2차전지 장비업체 vs 소재업체

	장비업체	소재업체
평균 PER / PBR (배)	12.8 / 2.2	31.6 / 3.6
매출 증가 형태	수주에 따른 퀀텀 점프	점진적인 증가
매출 변동성	분기 매출 변동성 큼	꾸준한 매출 증가
수익성	영업이익률 10% 안팎	영업이익률 20% 이상

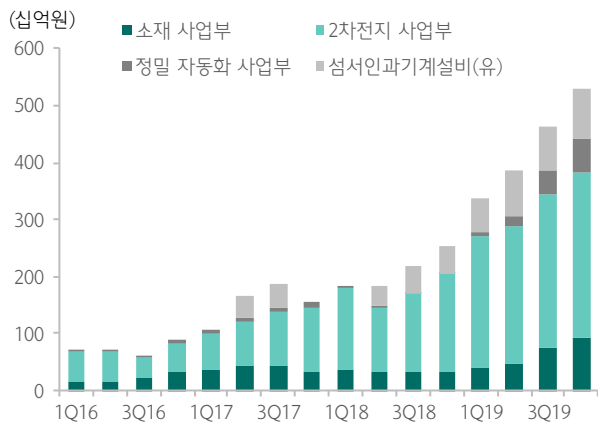
자료: 하나금융투자

호황 단계에 있는 2차전지업계의 장비 Vendor들은 CR (Cost Reduction, 비용 삭감)과 같은 수익성 훼손 요인에서 자유로워 장비 업체 고유의 디스카운트 요인을 배제

장비업체의 매출 증가 형태는 수주, 고객사의 Capa 증설에 따라 쿼텀 점프 및 공백기를 갖기 마련이어서 분기 매출 변동성이 크게 나타나지만, 수주 규모와 수주 횟수가 늘어나면 소재 업체의 매출 증가 형태와 비슷하게 점진적인 상승 형태로 바뀌며 매출 변동성 또한 크게 줄어들기 때문에 어닝 쇼크와 같은 투자 불확실성이 해소된다. 국내 2차전지 장비업체들의 매출 규모는 대규모 수주에 따른 일시적인 쿼텀점프, 수주 공백에 따른 어닝 쇼크 등의 구간을 지난 것으로 판단된다.

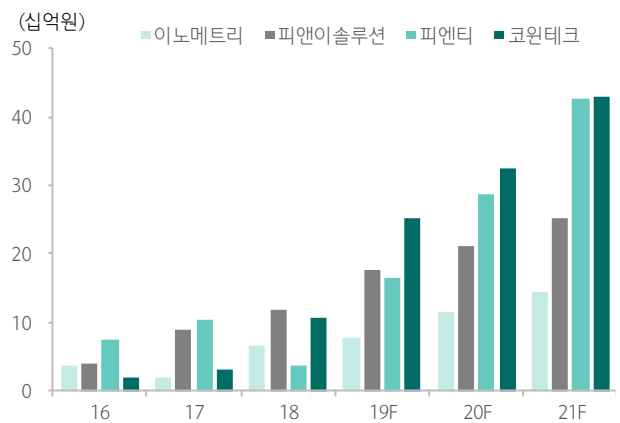
수익성 역시 성숙 단계에 진입한 반도체 장비회사들과는 달리 성장, 호황 단계에 있는 2차전지업계의 장비 Vendor들은 CR(Cost Reduction, 비용 삭감)과 같은 수익성 훼손 요인에서 자유로워 장비 업체 고유의 디스카운트 요인을 배제해야 한다는 판단이다.

그림 12. 피엔티 수주잔고 추이



자료: 피엔티, 하나금융투자

그림 13. 주요 장비 업체 영업이익의 추이 및 전망



자료: 각사, 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

피엔티(137400)	12
코원테크(282880)	18
피앤이솔루션(131390)	22
아모그린텍(125210)	27
필옵틱스(161580)	31
천보(278280)	33

2020년 2월 26일 | Equity Research

피엔티(137400)

차별화된 2차전지 장비업체

투자이견 'BUY', 목표주가 18,000원으로 상향

피엔티에 대해 투자이견 'BUY'를 유지하고 목표주가는 18,000원으로 상향한다. (2020년 예상 EPS에 Target PER 12배 적용) 피엔티는 선도개발을 통한 장비 국산화를 꾸준히 진행하며 국내 롤투를 장비 시장에서 1위를 유지하고 있다. 2019년 3분기말 기준 수주 잔고가 4,638억원에 달하며 다양한 거래처를 확보하면서 기술력을 입증하고 있다. 양질의 수주 잔고를 기반으로 2019년 실적(3분기 누적 기준)은 이미 2018년 연간 실적을 넘어서고 있다. 2020년에도 수주가 확대되면서 실적 성장이 본격화될 것으로 예상되는 만큼 2차전지 장비업체 최선호주로 추천한다.

전기차 동박시장 활황, 피엔티 수혜 가장 클 것

전기차 배터리에 들어가는 필수 소재인 동박(고도의 공정 기술을 거쳐 구리를 얇게 만든 박막) 수요가 증가하면서 국내 주요 동박 생산업체들도 생산능력을 확대하고 있다. 이처럼 동박 시장이 확대됨에 따라 피엔티의 수혜가 가장 클 것으로 예상된다. 그 이유는 1) 제조단가가 저렴하고 경박화에 유리한 전해 동박 생산설비를 갖추고 있으며, 2) 국내외 주요 동박 제조업체에 제품을 납품하며 장비에 대한 기술력을 입증하고 있기 때문이다. (소재+ 설비인과 수주잔고: 2017년 339억원 → 2019년 3분기말 기준 1,539억원) 이와 함께 오랜 장비 제작 노하우를 기반으로 최적의 제품이 생산될 수 있도록 토털 솔루션 서비스를 제공하면서 장비 기술력과 함께 중장기 성장동력의 핵심경쟁력을 확보하고 있다.

2020년 매출액 4,475억원과 영업이익 371억원 전망

2020년 피엔티 실적 전망이 밝다. 2019년말 예상 수주잔고를 기준으로 장비 인도율 85%를 가정 시 매출액은 전년대비 32.7% 성장한 4,475억원, 영업이익은 전년대비 97% 성장한 371억원으로 추정된다. 만약 장비 인도율 100%를 가정할 시에는 매출액과 영업이익이 각각 5,271억원과 508억원까지도 가능하다. 국내 롤투를 장비 1위 업체이고, 전방 시장 전망이 밝은 만큼 긍정적이다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 18,000원(상향) | CP(2월 25일): 12,200원

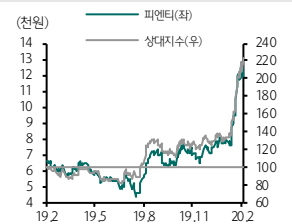
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	656.95
52주 최고/최저(원)	12,500/4,095
시가총액(십억원)	239.7
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	19,646.1
60일 평균 거래량(천주)	1,091.2
60일 평균 거래대금(십억원)	9.8
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	8.47
주요주주 지분율(%)	20.03
김준섭 외 4인	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	58.6 123.0 93.3
상대	65.6 106.7 120.8

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	303.8	438.1
영업이익(십억원)	16.5	28.6
순이익(십억원)	11.2	20.6
EPS(원)	674	1,153
BPS(원)	5,124	7,169

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	149.8	256.7	337.3	447.5	580.6
영업이익	십억원	10.3	3.8	18.9	37.1	53.6
세전이익	십억원	5.4	3.9	17.8	36.0	50.3
순이익	십억원	4.4	1.9	13.0	30.1	43.5
EPS	원	287	111	729	1,534	2,216
증감률	%	48.7	(61.3)	556.8	110.4	44.5
PER	배	24.07	48.65	9.89	7.95	5.51
PBR	배	1.65	1.21	1.47	1.98	1.46
EV/EBITDA	배	9.87	18.21	7.60	6.40	4.00
ROE	%	7.32	2.69	15.73	28.91	30.91
BPS	원	4,189	4,484	4,906	6,166	8,382
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 안주원
02-3771-3125
joowonahn@hanafn.com



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

RA 정민구
02-3771-3429
mingu.jeong@hanafn.com

I. 투자포인트

전기차 동박시장 활황, 피엔티 수혜 가장 클 것

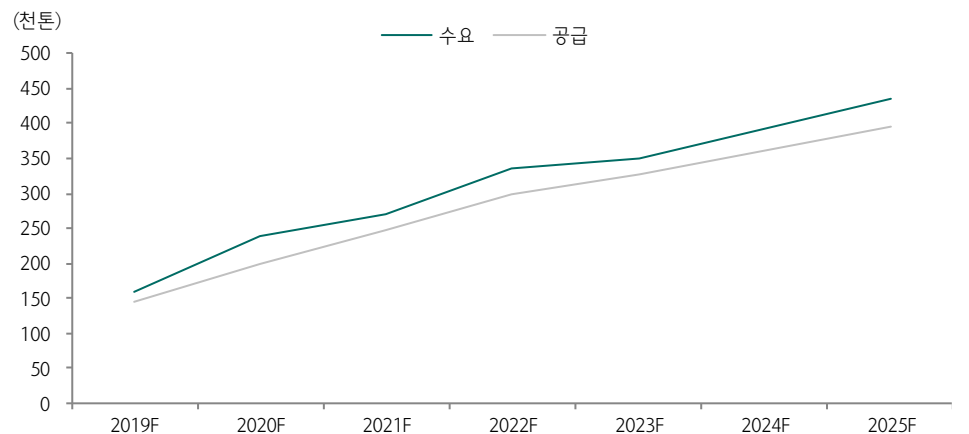
1) 전기차용 배터리 수요 증가로 동박 수요 확대, 공급은 부족

해외 가맹점 확보 + O2O 서비스로
2020년 성장을 확대

전기차용 배터리 수요 증가에 따라 동박 수요가 급증하고 있다. 동박은 고도의 공정 기술을 거쳐 구리를 얇게 만든 박막으로 2차전지용 음극재의 핵심 소재이다. 최근에는 배터리 용량 증대 및 경량화에 기여할 수 있는 얇은 동박에 대한 니즈가 높아지고 있으며, 이에 발맞추어 국내 주요 동박 업체들도 얇은 동박 생산에 집중하고 있다. 이처럼 동박시장이 활황을 띠 것으로 전망되는 가운데 국내 롤투롤 장비 1위 업체인 피엔티 수혜가 가장 클 것으로 예상된다.

그림 1. 전기차용 동박 시장 수급 전망

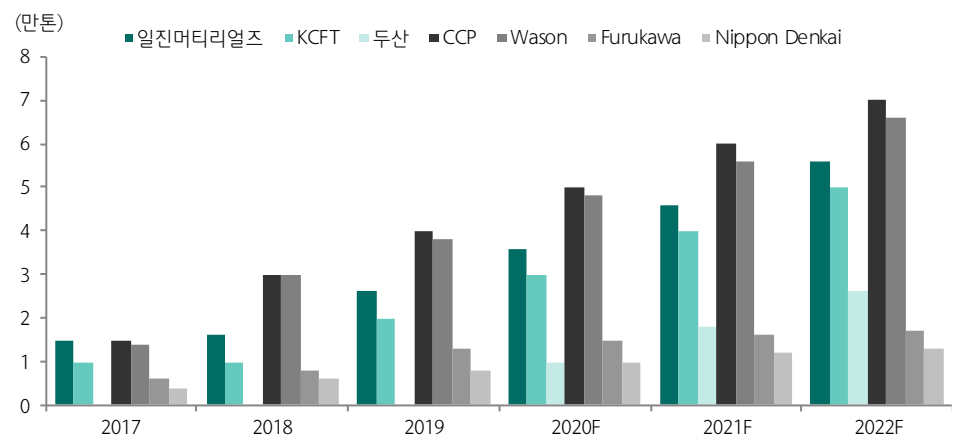
전기차용 배터리 수요 증가로
동박 수요 동반 확대, 공급은 부족



자료: 업계자료, 하나금융투자

그림 2. 동박업체 Capa 추이 및 전망

국내외 주요 동박제조업체들의
Capa는 지속 확대될 전망



자료: 업계자료, 하나금융투자

동박장비 관련 특허 다수 보유,
국내외 주요 고객사 확보로
기술력 입증

2) 피엔티: 수주잔고가 증명하는 동박 장비 경쟁력

피엔티는 1) 제조단가가 저렴하고 경박화에 유리한 전해동박 생산설비를 갖추고 있으며, 2) 국내외 주요 동박 제조업체에 제품을 납품하며 장비에 대한 기술력을 입증하고 있다.

동박생산방식은 크게 압연동박과 전해동박으로 나뉘며, 최근에는 경량화 및 고용량이 가능한 전해 동박이 많이 쓰이고 있다. 이러한 시장 트렌드에 발맞추어 피엔티도 두께조절에 용이한 전해동박 생산 설비를 주로 생산하고 있으며, 관련 특허도 다수 보유하고 있다. 또한, 피엔티는 국내외 주요 동박 제조업체들을 고객사로 확보하면서 경쟁력을 높여가고 있으며, 이는 급격하게 증가하고 있는 수주 잔고(소재+ 섬서인과기계설비)가 보여주고 있다. (2017년 339억원 → 2019년 3분기말 기준 1,539억원)

표 1. 피엔티 부문별 수주잔고 추이

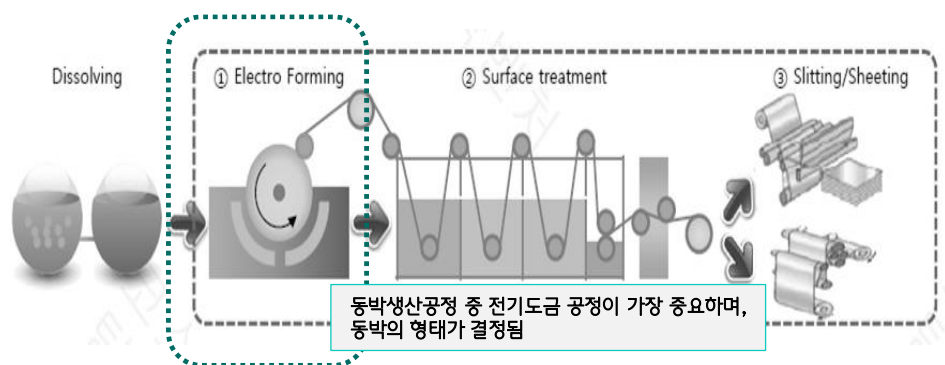
(단위: 십억원)

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F
소재	38.6	43.4	43.0	33.9	38.0	31.7	34.8	32.1	41.9	49.0	76.5	93.8
2차전지	60.8	78.7	95.6	109.8	142.7	114.1	134.2	170.9	228.3	239.9	268.4	288.5
정밀 자동화	6.9	4.9	8.0	10.5	2.9	1.5	1.9	1.9	6.0	16.2	41.4	59.2
섬서인과기계설비	0.0	38.5	40.3	0.0	0.0	36.1	48.1	47.9	60.6	82.0	77.4	89.4
합계	106.3	165.5	187.0	154.2	183.7	183.5	219.0	252.7	336.8	387.1	463.8	530.9

자료: 피엔티, 하나금융투자

그림 3. 전해 동박 생산과정

동박 공정은 “용해 → 전기도금
→ 표면처리 → 절단/재단”
과정을 거치며,
전기도금 공정이 가장 중요



자료: 피엔티, 하나금융투자

동박장비 관련 특허 다수 보유,
국내외 주요 고객사 확보로
기술력 입증

3) 토탈 솔루션 서비스 제공 능력도 핵심성장동력 요소

롤투롤 장비는 주문 방식에 의한 특수목적용 장비로 고객사의 제품 및 제조공정상의 차이에 따라 다양한 형태로 주문제작되는 특징을 가지고 있다. 이에 따라 단순 생산설비가 아닌 제품 개발 단계에서부터 양산 단계까지의 세심한 관리가 중요하다. 피엔티는 오랜 장비 제작 노하우를 기반으로 최적의 제품이 생산될 수 있도록 토탈 솔루션 서비스를 제공하고 있으며, 각종 생산과 직접적인 영향을 미치는 부자재에 대한 기술 노하우도 전수하고 있다. 이처럼 개발초기부터 양산 단계에 이르기까지 전 과정에 대한 서비스 능력은 고품질의 장비 제작 기술력과 함께 지속적으로 성장이 가능하게끔 해주는 핵심성장동력으로 꼽히고 있다.

표 2. 피엔티 선도개발에 의한 장비 국산화

날짜	내용
2005.01	프리즘 & 광학필름 코팅설비 개발(세계 2번째)
2007.05	Condenser 슬리터 개발(도요다 납품)
2007.05	특수박 관련기술 국산화 성공(국내 최초)
2007.07	특수박 도금기 기술 국산화 성공(국내 최초)
2007.10	LCD Polishing 설비 개발(국내 최초)
2008.06	FCCL 설비 국산화 성공(국내 최초)
2009.03	분리막 Coater 장비 개발(국내 최초)
2010.08	2차전지 전극 Coater 개발(국내 최초)
2011.11	Camera VCM Auto-Line 개발(세계최초)

자료: 피엔티, 하나금융투자

그림 4. 토탈 서비스 제공

개발단계부터 양산단계까지
토탈 서비스 제공

기계설계 관련 원천기술 응용을 통한 선도개발 및 토탈 서비스 제공



자료: 피엔티, 하나금융투자

II. 실적전망

2020년 매출액 4,475억원과 영업이익 371억원 전망

2020년 실적 전망 밝음

2020년 피엔티 실적 전망이 밝다. 현재 쌓여있는 수주잔고 규모가 4,638억원이며 장비 납품까지 약 8개월~1년 정도 소요된다는 점을 감안하면 2020년 실적은 좋을 수 밖에 없다. 이에 따라 2019년 말 기준 예상 수주잔고를 기반으로 장비 인도율 85% 가정 시 매출액은 4,475억원으로 추정하며 영업이익은 371억원을 전망한다. 특히, 2020년에는 동박업체들의 투자가 활발하게 이루어질 것으로 예상되는 만큼 피엔티의 동박 장비 매출액이 늘어나면서 수익성 향상에도 기여할 것으로 보인다. 이에 따라 영업이익률은 8.3%로 전년대비 2.7%p 개선될 것으로 예상된다. 국내 롤투를 장비 1위 업체이고, 전방 시장 전망이 밝은 만큼 긍정적이다.

표 3. 피엔티 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	17	18	19F	20F
매출액	149.8	256.7	337.3	447.5
증가율(%)	38.0%	71.4%	31.4%	32.7%
소재	62.7	63.3	37.6	79.7
2차전지	82.4	180.6	290.3	245.2
정밀자동화	12.0	6.7	2.1	50.3
섬서인과기계설비	0.4	12.9	10.9	76.0
나노기술	1.1	2.6	3.5	4.7
내부거래 제거	-8.8	-9.3	-7.2	-8.5
영업이익	10.3	3.8	18.9	37.1
영업이익률	6.9%	1.5%	5.6%	8.3%
당기순이익	2.2	0.7	13.0	30.1
순이익률	1.5%	0.3%	3.8%	6.7%

자료: 피엔티, 하나금융투자

표 4. 피엔티 실적 추정 주요 가정

(단위: 십억원)

구분	수주잔고 (2019년말)	인도율 가정 (Base Case)	예상 매출액	예상 영업이익	인도율 가정 (Best Case)	예상 매출액	예상 영업이익
소재	93.8	85%	79.7	11.2	100%	93.8	15.9
2차전지	288.5		245.2	15.9		288.5	23.1
정밀자동화	59.2		50.3	2.4		59.2	2.8
섬서인과기계설비	89.4		76.0	7.6		89.4	8.9
기타	-	-	4.7	-	-	4.7	-
내부거래 제거	-	-	-8.5	-	-	-8.5	-
합계	530.9	85%	447.5	37.1	100%	527.1	50.8

주: 2019년말 수주잔고는 당사 추정치

자료: 피엔티, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	149.8	256.7	337.3	447.5	580.6
매출원가	126.1	237.6	296.1	384.0	498.2
매출총이익	23.7	19.1	41.2	63.5	82.4
판매비	13.4	15.3	22.3	26.4	28.8
영업이익	10.3	3.8	18.9	37.1	53.6
금융손익	(1.2)	(2.1)	(2.0)	(2.4)	(2.2)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(3.7)	2.2	0.9	1.3	(1.1)
세전이익	5.4	3.9	17.8	36.0	50.3
법인세	3.1	3.2	4.8	5.9	6.8
계속사업이익	2.2	0.7	13.0	30.1	43.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2.2	0.7	13.0	30.1	43.5
비지배주주지분 손익	(2.1)	(1.1)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	4.4	1.9	13.0	30.1	43.5
지배주주지분포괄이익	4.0	1.9	33.0	76.5	110.7
NOPAT	4.3	0.7	13.8	31.0	46.3
EBITDA	13.9	7.4	22.9	41.5	58.3
성장성(%)					
매출액증가율	38.1	71.4	31.4	32.7	29.7
NOPAT증가율	(2.3)	(83.7)	1,871.4	124.6	49.4
EBITDA증가율	52.7	(46.8)	209.5	81.2	40.5
영업이익증가율	37.3	(63.1)	397.4	96.3	44.5
(지배주주)순이익증가율	51.7	(56.8)	584.2	131.5	44.5
EPS증가율	48.7	(61.3)	556.8	110.4	44.5
수익성(%)					
매출총이익률	15.8	7.4	12.2	14.2	14.2
EBITDA이익률	9.3	2.9	6.8	9.3	10.0
영업이익률	6.9	1.5	5.6	8.3	9.2
계속사업이익률	1.5	0.3	3.9	6.7	7.5

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	287	111	729	1,534	2,216
BPS	4,189	4,484	4,906	6,166	8,382
CFPS	752	368	1,273	2,119	2,945
EBITDAPS	912	440	1,285	2,115	2,966
SPS	9,829	15,181	18,944	22,827	29,553
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	24.1	48.6	9.9	8.0	5.5
PBR	1.7	1.2	1.5	2.0	1.5
PCFR	9.2	14.7	5.7	5.8	4.1
EV/EBITDA	9.9	18.2	7.6	6.4	4.0
PSR	0.7	0.4	0.4	0.5	0.4
재무비율(%)					
ROE	7.3	2.7	15.7	28.9	30.9
ROA	2.2	0.7	3.2	5.3	6.3
ROIC	5.1	0.7	11.4	22.8	31.0
부채비율	308.1	317.6	528.0	455.8	378.5
순부채비율	57.9	68.1	56.1	28.4	(0.3)
이자보상배율(배)	5.9	1.7	6.3	10.1	13.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	191.0	236.8	461.0	566.1	683.6
금융자산	9.0	8.5	30.7	52.1	89.6
현금성자산	1.7	6.9	26.1	47.5	85.0
매출채권 등	46.8	84.4	210.5	254.8	299.7
재고자산	129.4	139.8	215.7	254.7	289.8
기타유동자산	5.8	4.1	4.1	4.5	4.5
비유동자산	49.9	54.1	58.0	60.3	63.9
투자자산	2.6	3.3	3.9	3.9	3.9
금융자산	2.6	2.0	2.6	2.6	2.6
유형자산	41.9	47.1	50.2	52.5	55.9
무형자산	3.1	3.0	3.1	3.2	3.3
기타비유동자산	2.3	0.7	0.8	0.7	0.8
자산총계	240.9	290.9	519.0	626.4	747.5
유동부채	167.1	197.4	422.3	496.7	571.3
금융부채	28.3	32.1	63.1	67.1	69.2
매입채무 등	57.9	103.9	200.0	250.1	299.3
기타유동부채	80.9	61.4	159.2	179.5	202.8
비유동부채	14.8	23.9	14.0	17.0	20.0
금융부채	14.8	23.9	14.0	17.0	20.0
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	181.9	221.2	436.3	513.7	591.3
지배주주지분	64.2	76.1	89.0	119.1	162.6
자본금	4.0	4.4	8.8	8.8	8.8
자본잉여금	23.6	35.7	31.3	31.3	31.3
자본조정	(1.4)	(2.1)	(2.1)	(2.1)	(2.1)
기타포괄이익누계액	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
이익잉여금	38.8	38.8	51.7	81.8	125.3
비지배주주지분	(5.2)	(6.4)	(6.4)	(6.4)	(6.4)
자본총계	59.0	69.7	82.6	112.7	156.2
순금융부채	34.2	47.5	46.4	32.0	(0.5)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(12.3)	(14.3)	3.9	19.3	40.7
당기순이익	2.2	0.7	13.0	30.1	43.5
조정	8.2	3.8	2.1	2.5	4.7
감가상각비	3.6	3.7	4.0	4.4	4.7
외환거래손익	3.4	(0.9)	(1.8)	(1.8)	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.2	1.0	(0.1)	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(22.7)	(18.8)	(11.2)	(13.3)	(7.5)
투자활동 현금흐름	(0.9)	(4.6)	(9.0)	(4.9)	(8.3)
투자자산감소(증가)	(0.1)	(0.7)	(0.6)	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(2.3)	(8.8)	(7.0)	(6.5)	(8.0)
기타	1.5	4.9	(1.4)	1.6	(0.3)
재무활동 현금흐름	10.3	24.2	21.1	7.0	5.1
금융부채증가(감소)	6.1	12.9	21.1	7.0	5.1
자본증가(감소)	4.9	12.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.7)	(1.2)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(3.1)	5.2	19.1	21.4	37.5
Unlevered CFO	11.5	6.2	22.7	41.5	57.9
Free Cash Flow	(14.6)	(23.2)	(3.1)	12.8	32.7

2020년 2월 26일 | Equity Research

코원테크(282880)

주가 상승은 지금부터

투자 의견 BUY, 목표주가 43,000원 유지

코원테크에 대해 투자 의견 'BUY', 목표주가 43,000원을 유지한다. 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 전년 동기 대비 2.0%, 70.6% 성장한 262억원과 58억원(OPM 22.2%)을 달성할 것으로 전망한다. 주요 고객사가 배터리 생산수율 문제로 코원테크의 수주 물량이 2020년으로 이연 났음에도 불구하고 양호한 실적을 달성할 것으로 예상한다. 영업이익률은 고객사와 신규 무인이송장비 테스트를 진행하며 일시적으로 하락한 것으로 판단한다. 2019년 연결 매출액과 영업이익은 각각 913억원(YoY, +18.9%)과 236억원(YoY, +124.8%)이 예상된다.

2020년 사상 최대 매출이 예상된다

2020년에는 ①국내 배터리 업체 향 매출 성장, ②디스플레이 업계 투자 재개에 따른 발주 증가, 그리고 ③유럽시장 진출에 따른 전사 외형 성장을 전망한다.

①2019년 국내 배터리 업체 향 매출은 약 800억원 수준이었는데, 2020년에는 국내 고객사들의 수율 개선 및 소형전지 라인 확대에 따라 1,000억원 이상의 매출을 기록할 것으로 예상된다. ②디스플레이 부문 매출은 2019년 국내 업체들의 투자 지연으로 31억원에 그쳤으나, 2020년에는 투자 재개에 따라 155억원으로 점프업이 예상된다. 마지막으로 ③2020년에는 유럽을 중심으로 배터리 산업이 성장할 것으로 예상되는 만큼, 상반기 내에 유럽 배터리 업체로부터 수주를 받을 수 있을 것으로 전망한다. 고객사는 2021년 16GWh, 최종 2023년까지 32GWh 규모의 생산능력을 갖출 계획임을 감안하면 코원테크는 최대 300억원까지 수주 가능할 것으로 예상된다.

2020년 매출액 1,354억원, 영업이익 358억원 전망

코원테크의 2020년 매출액은 1,354억원(YoY, +48.3%), 영업이익은 358억원(YoY, +51.7%)으로 전망한다. 2차전지 부문 매출 1,128억원과 디스플레이 부문 155억원을 반영했다. 2차전지 소재주의 20F PER은 평균 30배 수준으로 밸류에이션 부담이 존재한다. PER 20배 이하의 장비주 매수를 적극 고려해야 할 시기로 판단한다. 코원테크의 20F PER은 8.75배로 매수 추천한다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 43,000원 | CP(2월25일): 31,750원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	656.95
52주 최고/최저(원)	31,750/19,060
시가총액(십억원)	289.5
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	9,251.5
60일 평균 거래량(천주)	201.6
60일 평균 거래대금(십억원)	5.7
19년 배당금(예상, 원)	49
19년 배당수익률(예상, %)	0.20
외국인지분율(%)	0.00
주요주주 지분율(%)	
이재환 외 3인	24.47
정갑용 외 3인	12.83
주가상승률	1M 6M 12M
절대	12.6 10.3 0.0
상대	17.5 2.2 0.0

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	95.1	132.0
영업이익(십억원)	25.1	32.6
순이익(십억원)	21.1	27.4
EPS(원)	2,639	2,960
BPS(원)	8,859	11,443

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	709.7	824.1	918.7	1,051.9	1,188.5
영업이익	십억원	28.0	36.4	29.8	42.1	48.7
세전이익	십억원	13.1	30.9	21.5	36.5	43.7
순이익	십억원	10.6	19.7	14.5	24.6	29.5
EPS	원	869	1,413	942	1,596	1,914
증감률	%	426.7	62.6	(33.3)	69.4	19.9
PER	배	10.68	7.89	11.15	8.68	7.24
PBR	배	1.24	1.30	1.16	1.31	1.12
EV/EBITDA	배	5.33	5.63	6.46	5.68	4.71
ROE	%	11.71	17.45	11.04	16.47	16.86
BPS	원	7,462	8,559	9,070	10,569	12,386
DPS	원	70	100	100	100	100



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

RA 김규상
02-3771-8197
qkim@hanafn.com

2020년 사상 최대 매출이 예상된다

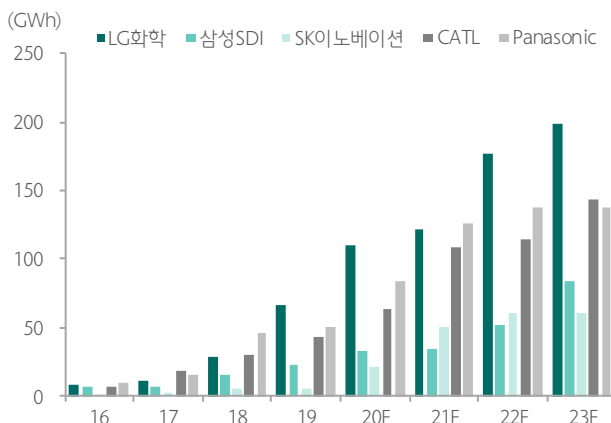
1. 국내 배터리 업체 향 매출, 2020년 1,000억원 돌파 전망

국내 주요 배터리 생산 업체들은 2020년 생산능력을 대폭 확대할 계획이다. 2020년 국내 3대 배터리 업체는 각각 110GWh, 32GWh, 21GWh까지 생산능력을 확보할 전망이다. 특히, 국내 2위 업체는 중대형뿐만 아니라 초소형 전지 생산라인까지도 증설이 예정되어 있어, 코원테크의 2차전지 부문 매출은 사상 첫 1,000억원을 돌파할 것으로 예상된다.

2. 디스플레이 부문 투자 재개는 매출 확대의 기회

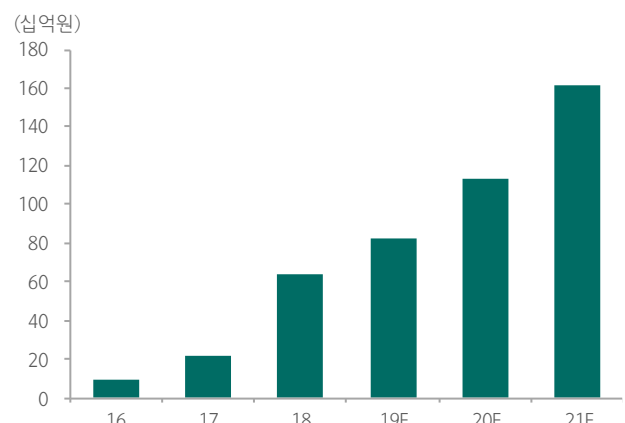
2019년 디스플레이 업체는 투자가 거의 진행되지 않았다. 그러나 2020년에는 폴더블폰 출시, 대형 디스플레이 경쟁 심화 등으로 인해 Flexible OLED, QD-OLED, QNED 등에 대한 대규모 투자가 예정되어 있어 코원테크의 디스플레이 부문 매출이 전년 대비 크게 증가할 것으로 예상된다. 2019년 31억원에 그쳤던 매출은 2020년 155억원까지 점프할 것으로 전망한다.

그림 1. 주요 배터리 업체 연간 CAPA 추이 및 전망



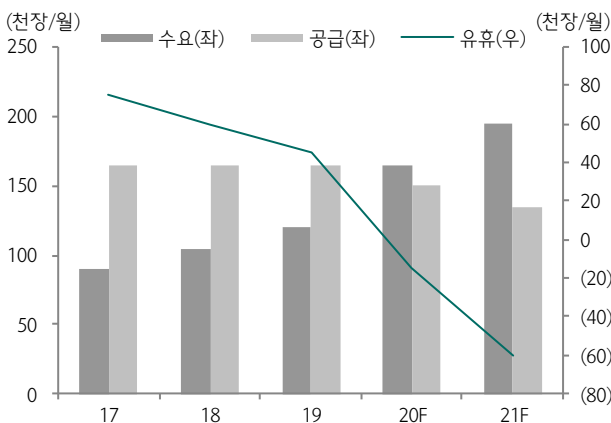
자료: 업계자료, 하나금융투자

그림 2. 코원테크 2차전지 부문 매출액 추이 및 전망



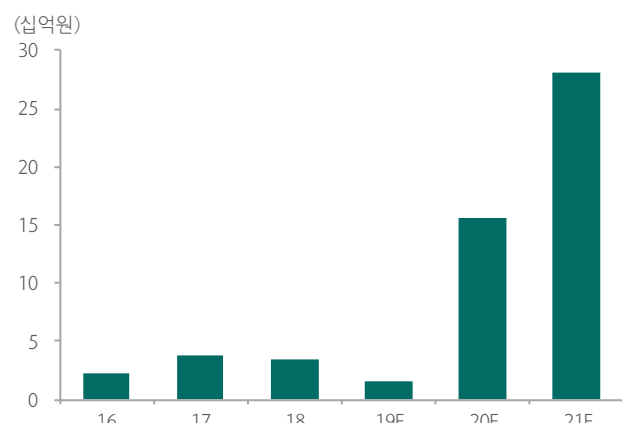
자료: 코원테크, 하나금융투자

그림 3. 삼성디스플레이 유헤 CAPA 전망



자료: 업계자료, 하나금융투자

그림 4. 코원테크 반도체/디스플레이 부문 매출액 추이 및 전망



자료: 코원테크, 하나금융투자

3. 2020년 전기차 산업은 유럽을 중심으로 성장 지속

EU는 2021년까지 이산화탄소 배출량을 기존 130g/km에서 95g/km으로 26.9% 낮추며 전기차 판매 증가를 견인했다. 2020년 1월 유럽 주요국의 전기차 판매가 2배 이상 급증했다. 1월 전기차 판매는 전년 대비 독일 138.4%, 프랑스 160.1%, 영국 145.5%, 이탈리아 490.5%, 스웨덴 93.4% 증가했다. 2020년에는 유럽을 중심으로 전기차 산업이 성장 흐름을 이어나갈 것으로 예상된다.

유럽 시장의 성장과 함께 유럽 배터리 업체도 대규모 증설을 예고했다. 폭스바겐 향 납품이 예정되어 있는 한 업체는 2021년 16GWh, 최종 2023년까지 32GWh 규모의 생산능력을 갖출 계획으로, 계획대로 진행 시 코원테크는 최대 300억원까지 수주 가능할 것으로 예상된다. 이 고객사의 이전 입찰에서 중국업체가 낙찰 받았으나, 품질 문제로 향후 입찰에서는 중국업체를 배제시킬 확률이 높다. 최근 국내 전극공정 장비 업체가 해당 고객사로부터 320억원을 수주하며 국내 업체들의 수주 기대감을 더했다.

실적 추정

2020년 매출액 1,354억원, 영업이익 358억원 전망

코원테크의 2020년 매출액은 1,354억원(YoY, +48.3%), 영업이익은 358억원(YoY, +51.7%)으로 전망한다. 2차전지 부문 매출 1,128억원과 디스플레이 부문 155억원을 반영했다. 2차전지 소재주의 20F PER은 평균 30배 수준으로 밸류에이션 부담이 존재한다. PER 20배 이하의 장비주 매수를 적극 고려해야할 시기로 판단한다. 코원테크의 20F PER은 8.75배로 매수 추천한다.

표 1. 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	8.7	16.1	26.3	25.7	20.0	21.7	23.5	26.2	76.8	91.3	135.4
YoY(%)					128.8	34.3	(10.6)	2.0	96.4	18.9	48.3
2차전지	3.8	13.9	23.6	22.5	18.0	18.2	21.5	24.9	64.0	82.6	112.8
반도체/디스플레이	0.4	0.1	1.6	1.4	0.6	0.0	0.6	0.4	3.5	1.6	15.5
석유화학 등	3.8	1.4	0.5	0.4	0.7	1.6	0.8	0.2	6.2	3.3	3.3
기타	0.7	0.7	0.5	1.4	0.7	1.8	0.6	0.7	3.2	3.8	3.8
영업이익	0.9	2.2	4.0	3.4	6.6	6.0	5.4	5.8	10.5	23.6	35.8
OPM(%)	10.8	13.4	15.2	13.3	32.9	27.5	22.8	22.2	13.7	25.8	26.4
(지배)순이익	1.1	2.1	4.0	3.1	5.9	4.4	4.3	4.7	10.3	19.3	31.1
NPM(%)	12.5	13.2	15.2	12.1	29.4	20.2	18.4	18.1	13.5	21.2	23.0

자료: 코원테크, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	39.1	76.8	91.3	135.4	199.0
매출원가	33.9	60.0	61.6	92.8	141.1
매출총이익	5.2	16.8	29.7	42.6	57.9
판매비	2.0	6.3	6.1	6.8	7.8
영업이익	3.1	10.5	23.6	35.8	50.1
금융손익	(0.2)	(0.2)	(0.1)	0.3	0.8
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.3)	0.2	(1.7)	(1.1)	0.0
세전이익	2.6	10.5	21.8	35.0	50.9
법인세	0.4	0.2	2.5	3.8	11.3
계속사업이익	2.2	10.3	19.3	31.1	39.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2.2	10.3	19.3	31.1	39.5
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	2.2	10.3	19.3	31.1	39.5
지배주주지분포괄이익	0.0	10.3	19.3	31.1	39.5
NOPAT	2.6	10.3	20.9	31.9	38.9
EBITDA	3.5	10.8	23.9	36.1	50.4
성장성(%)					
매출액증가율	55.2	96.4	18.9	48.3	47.0
NOPAT증가율	36.8	296.2	102.9	52.6	21.9
EBITDA증가율	59.1	208.6	121.3	51.0	39.6
영업이익증가율	55.0	238.7	124.8	51.7	39.9
(지배주주)순이익증가율	22.2	368.2	87.4	61.1	27.0
EPS증가율	22.9	230.9	65.9	39.4	26.9
수익성(%)					
매출총이익률	13.3	21.9	32.5	31.5	29.1
EBITDA이익률	9.0	14.1	26.2	26.7	25.3
영업이익률	7.9	13.7	25.8	26.4	25.2
계속사업이익률	5.6	13.4	21.1	23.0	19.8

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	440	1,456	2,415	3,366	4,271
BPS	1,520	2,974	4,336	7,654	11,877
CFPS	579	1,943	2,772	3,781	5,444
EBITDAPS	691	1,525	2,985	3,900	5,444
SPS	7,656	10,817	11,401	14,635	21,510
DPS	25	49	49	49	49
주기지표(배)					
PER	N/A	N/A	10.4	9.4	7.4
PBR	N/A	N/A	5.8	4.1	2.7
PCFR	N/A	N/A	9.1	8.4	5.8
EV/EBITDA	N/A	N/A	9.3	7.3	4.7
PSR	N/A	N/A	2.2	2.2	1.5
재무비율(%)					
ROE	25.6	64.8	63.2	56.1	43.7
ROA	11.4	32.6	38.2	39.7	33.3
ROIC	24.5	49.9	66.7	84.6	78.7
부채비율	114.1	91.2	51.6	35.4	28.6
순부채비율	9.5	44.2	(16.6)	(38.7)	(47.3)
이자보상배율(배)	17.9	41.0	77.8	117.7	163.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	14.8	26.7	47.4	82.4	127.6
금융자산	6.8	2.0	17.9	38.7	63.4
현금성자산	6.8	1.9	17.9	38.7	63.3
매출채권 등	7.8	22.6	26.9	39.9	58.7
재고자산	0.1	1.9	2.2	3.3	4.8
기타유동자산	0.1	0.2	0.4	0.5	0.7
비유동자산	8.3	13.7	13.5	13.5	13.7
투자자산	0.3	0.7	0.9	1.2	1.7
금융자산	0.3	0.6	0.7	1.0	1.5
유형자산	7.5	12.1	11.8	11.6	11.3
무형자산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타비유동자산	0.4	0.8	0.7	0.6	0.6
자산총계	23.1	40.4	60.9	95.9	141.3
유동부채	10.6	12.8	14.2	18.6	24.9
금융부채	6.1	4.8	4.8	4.8	4.9
매입채무 등	2.5	7.5	8.9	13.2	19.4
기타유동부채	2.0	0.5	0.5	0.6	0.6
비유동부채	1.7	6.5	6.5	6.5	6.5
금융부채	1.7	6.5	6.5	6.5	6.5
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	12.3	19.3	20.7	25.1	31.4
지배주주지분	10.8	21.1	40.1	70.8	109.9
자본금	0.7	3.5	3.5	3.5	3.5
자본잉여금	3.0	0.9	0.9	0.9	0.9
자본조정	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	7.1	16.7	35.7	66.4	105.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	10.8	21.1	40.1	70.8	109.9
순금융부채	1.0	9.3	(6.6)	(27.4)	(51.9)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	3.6	(3.0)	16.4	21.5	25.5
당기순이익	2.2	10.3	19.3	31.1	39.5
조정	0.7	3.4	0.3	0.3	0.3
감가상각비	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
외환거래손익	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.3	2.9	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	0.7	(16.7)	(3.2)	(9.9)	(14.3)
투자활동 현금흐름	(1.8)	(5.1)	(0.1)	(0.4)	(0.5)
투자자산감소(증가)	0.1	(0.4)	(0.1)	(0.3)	(0.5)
유형자산감소(증가)	(1.8)	(5.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(0.1)	0.3	0.0	(0.1)	0.0
재무활동 현금흐름	4.6	3.2	(0.3)	(0.4)	(0.4)
금융부채증가(감소)	3.8	3.5	0.0	0.0	0.1
자본증가(감소)	2.0	0.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.0)	(0.8)	0.1	0.0	(0.1)
배당지급	(0.2)	(0.2)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
현금의 증감	6.4	(4.8)	15.9	20.8	24.6
Unlevered CFO	3.0	13.8	22.2	35.0	50.4
Free Cash Flow	1.9	(8.0)	16.4	21.5	25.5

2020년 2월 26일 | Equity Research

피앤이솔루션(131390)

2차전지 활성화 공정 선두주자, 2020년 역시 최대 실적이 기대된다

투자 의견 BUY, 목표주가 21,900원으로 커버리지 개시

피앤이솔루션에 대해 투자 의견 'BUY'와 목표주가 21,900원을 제시한다. 목표주가는 2020년 2차전지 장비주 평균 P/E 12.8 배에 피앤이솔루션의 독보적인 시장 지위를 감안하여 프리미엄 30%를 부과했다. 피앤이솔루션은 2004년 설립된 2차전지 활성화 공정에 꼭 필요한 장비 업체로 주력 제품으로는 포메이션(Formation) 및 싸이클러(Cycler) 장비가 있다. 피앤이솔루션의 포메이션장비는 국내 M/S 40%, 싸이클러장비는 M/S 70%를 차지하고 있는 만큼 전기차 시장 확대에 따른 대규모 수혜가 지속 될 것으로 전망된다.

2차전지 설비투자 확대 사이클에 수혜

완성차 업체들의 공격적인 전기차 판매 목표 설정에 따라 국내 주요 배터리 업체들도 2020년 생산능력을 대폭 확대할 계획이다. 2020년 국내 3대 배터리 업체인 LG화학, 삼성SDI, SK이노베이션은 각각 110GWh, 32GWh, 21GWh까지 생산능력을 확보할 예정이다. 계획으로는 2020~2021년에 투자가 집중될 것으로 전망되기 때문에 같은 기간 장비 업체들의 가파른 매출 성장이 예상된다. 피앤이솔루션의 활성화 장비는 2차전지 필수 공정이며, 특히 전기차에 사용되는 중대형 전지에서 전수검사 후 다양한 단위(셀, 모듈, 팩)로 제작되어 출하되기 때문에 설비 투자 효과가 크게 나타날 수 있다. 전방사의 2차전지 설비투자 확대가 빠르게 진행 될 것으로 예상되고 있어 피앤이솔루션의 지속적인 수혜가 예상된다.

2020년 매출액 1,781억원, 영업이익 211억원

2020년 실적은 매출액 1,781억원(+20.9%, YoY)과 영업이익 211억원(+19.2%, YoY)으로 전망한다. 피앤이솔루션의 장비는 2차전지 설비투자 확대와 발맞춰 증가하기 때문에 최근 전방사의 투자 사이클을 고려할 때 견조한 매출 상승으로 인한 실적 향상이 가속화 될 것으로 기대된다. 피앤이솔루션의 현재 주가는 2020F 예상실적 기준으로 PER 12.0배 수준이며, 2020년 역시 창사 이래 최대 실적이 예상된다는 점을 감안하면 현재 주가는 적극적인 매수 구간이라 판단한다.

Initiate

BUY(신규)

| TP(12M): 21,900원 | CP(2월25일): 15,800원

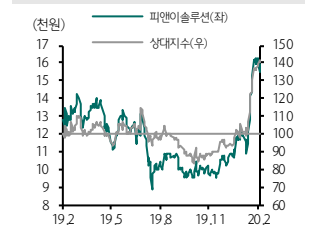
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	656.95
52주 최고/최저(원)	16,150/8,790
시가총액(십억원)	225.6
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	14,394.8
60일 평균 거래량(천주)	243.7
60일 평균 거래대금(십억원)	3.2
19년 배당금(예상, 원)	100
19년 배당수익률(예상, %)	0.92
외국인지분율(%)	6.95
주요주주 지분율(%)	
정대택 외 1인	36.49
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	32.8 56.4 17.9
상대	38.6 45.0 34.7

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	N/A	176.8
영업이익(십억원)	N/A	22.0
순이익(십억원)	N/A	18.6
EPS(원)	N/A	1,265
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	73.6	102.8	147.2	178.1	212.8
영업이익	십억원	8.8	11.8	17.7	21.1	25.2
세전이익	십억원	8.4	12.2	18.2	21.2	25.4
순이익	십억원	7.4	10.9	15.9	18.8	22.6
EPS	원	515	766	1,116	1,317	1,581
증감률	%	51.9	48.7	45.7	18.0	20.0
PER	배	19.42	15.34	9.72	12.00	9.99
PBR	배	2.63	2.58	1.95	2.33	1.91
EV/EBITDA	배	14.15	12.11	7.10	8.67	6.68
ROE	%	14.63	18.33	22.04	21.31	21.00
BPS	원	3,805	4,556	5,572	6,788	8,269
DPS	원	0	100	100	100	100



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

RA 황성환
02-3771-3445
hsh0415@hanafn.com

I. 밸류에이션

독보적인 시장 지위, 2차전지 장비주內 프리미엄 부과

2016년~2019년 CAGR 46%
2020년에도 계속되는 고성장

2차전지 시장 독보적인 영역 구축
밸류에이션 프리미엄 부과 타당

2020년은 연평균 성장률(16~19년 CAGR 46%)의 기조가 계속 되는 가운데 코로나19에 대한 영향으로 중국향 규모를 보수적인 관점에서 바라 볼 필요가 있다. 2020F 예상실적 기준 PER은 12.0배로 2차전지 장비주 2020년 평균 P/E는 12.8배 대비 저평가를 받고 있다. 현재 피앤이솔루션의 PER은 해외 수출을 최대한 보수적인 시각에서 바라본 것으로 향후 전방시장 상황에 따라 얼마든지 추가적인 EPS 상승에 따른 PER 조정이 가능하다. 또한 피앤이솔루션은 2차전지 활성화 공정에 꼭 필요한 장비 업체로 주력 제품인 포메이션(Formation) 및 싸이클러(Cycler) 장비에서 독보적인 시장 지위를 유지하고 있는 것을 감안하면 30% 수준의 프리미엄 부가가 타당하다. 향후 2차전지 설비투자 확대 사이클에 견조한 매출 상승이 예상되는 가운데 확실한 이익 성장과 시장내 지위를 감안한다면 현재 피앤이솔루션의 주가는 적극적인 매수 구간이라 판단한다.

II. 기업개요

2차전지 후공정 핵심 장비 포메이션(Formation) 및 싸이클러(Cycler) 생산

포메이션, 싸이클러 장비를 주력으로
판매

피앤이솔루션은 2004년 설립된 2차전지 후공정 장비 업체로 주력 제품으로는 포메이션(Formation, 활성화) 및 싸이클러(Cycler) 장비 등이 있다. 연결 종속회사로는 전원공급장치를 생산하는 피앤이이노텍(지분 89.6%)과 항공 및 유도무기 제어장치 개발업체인 와이즈웍스(지분 35%)를 두고 있다. 주요 고객으로는 국내 2차전지 셀 제조 3사 비중이 60~70% 수준이다. 2차 전지는 활성화 공정을 거치기 전까지는 전지 기능을 할 수 없으며 피앤이솔루션의 활성화 공정을 거쳐야 제품으로서 기능을 하게 된다. 피앤이솔루션의 포메이션 장비는 2차전지 다(多)채널 배터리 활성화 시험 장비이고 싸이클러장비는 활성화 공정을 거친 2차 전지를 일정 비율로 성능, 수명검사를 진행하는 장비이다. 피앤이솔루션 포메이션장비 국내 MS 40%, 싸이클러장비 MS 70%를 차지하고 있어 전기차 시장 확대에 따른 수혜가 지속 될 것으로 전망된다.

그림 1. 포메이션 장비



자료: 하나금융투자

그림 2. 싸이클러 장비



자료: 하나금융투자

Ⅲ. 투자포인트

1. 국내 고객사內 높은 점유율 보유

주력 판매 장비 모두 높은
시장점유율 보유

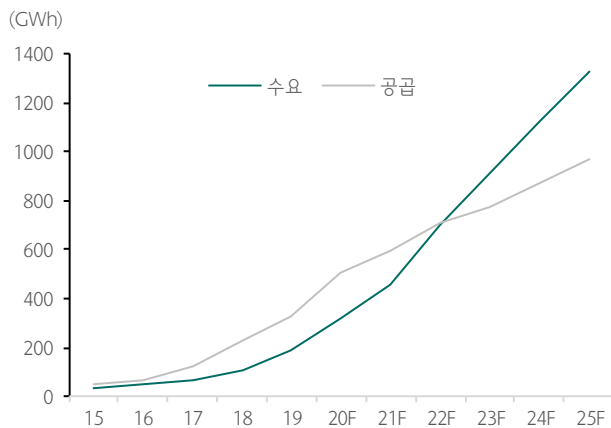
피앤이솔루션은 국내 2차전지 시장에서 높은 점유율을 통한 공고한 지위로 포메이션 장비 부문에선 40%, 싸이클러에서는 70% 점유율을 지니고 있다. 주요 경쟁사는 비상장 업체(갑진, 에이프로 등)들이며 수명 검사에 쓰이는 싸이클러 장비의 경우 경쟁사들 대비 높은 기술력을 보유 한 것으로 파악된다. 피앤이솔루션 제품의 경우 모든 배터리에 대응이 가능한 장비를 생산하며 경쟁 업체 대비 시장 진입이 빨라 CS 부분에서 많은 노하우를 지니고 있다. 특히나 싸이클러 장비의 경우 테스트 장비로 무엇보다 안정성이 중요하여 한번 검증된 업체의 제품을 지속 쓴다는 특징이 있다. 더구나 포메이션 공정 이후에 싸이클러 공정이 필요하다는 점에서 두 장비가 턴키(Turn-key)로 수주되는 경향이 있어 두 장비에서 많은 레퍼런스를 보유한 업체가 유리하다. 따라서 '시장선점효과+높은 기술력+턴키 능력 보유' 3박자를 모두 갖춘 피앤이솔루션의 시장내 경쟁우위는 지속 될 것이라 판단한다.

2. 글로벌 배터리 캐파 증설에 따른 수주 성장 지속

글로벌 캐파 증설에 따라 2차전지
필수 공정인 활성화 장비 수혜 예상

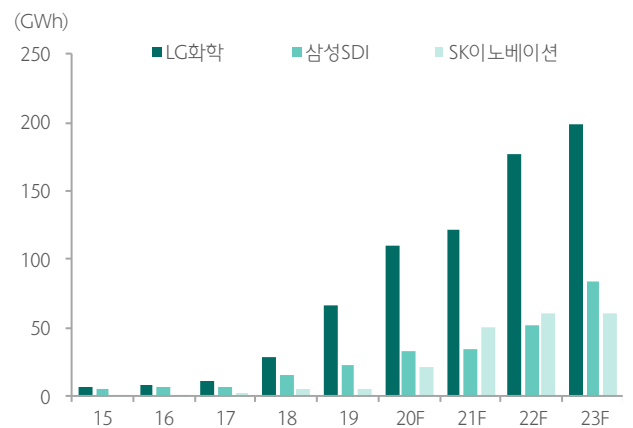
완성차 업체의 공격적인 목표 설정에 국내 주요 배터리 업체들도 2020년 생산능력을 대폭 확대할 계획이다. 2020년 국내 3대 배터리 업체인 LG화학, 삼성SDI, 그리고 SK이노베이션은 각각 110GWh, 32GWh, 21GWh까지 생산능력을 확보할 전망이다. 국내 배터리 업체의 계획 상으로도 2020~2021년에 투자가 집중될 것으로 전망되기 때문에 장비 업체들의 가파른 매출 성장이 예상된다. 피앤이솔루션의 활성화 장비는 2차전지 필수 공정이다. 특히, 전기차에 사용되는 중대형 전지는 전수검사 후 다양한 단위(셀, 모듈, 팩)로 제작되어 출하되기 때문에 설비투자 효과가 크게 나타날 수 있다. 전망사의 2차전지 설비투자 확대가 빠르게 진행 될 것으로 예상되고 있어 피앤이솔루션의 지속적인 수혜가 예상된다.

그림 3. 글로벌 리튬 배터리 시장



자료: SNE, 하나금융투자

그림 4. 국내 3사 배터리 업체 생산능력 추이 및 전망



자료: 하나금융투자

IV. 실적전망

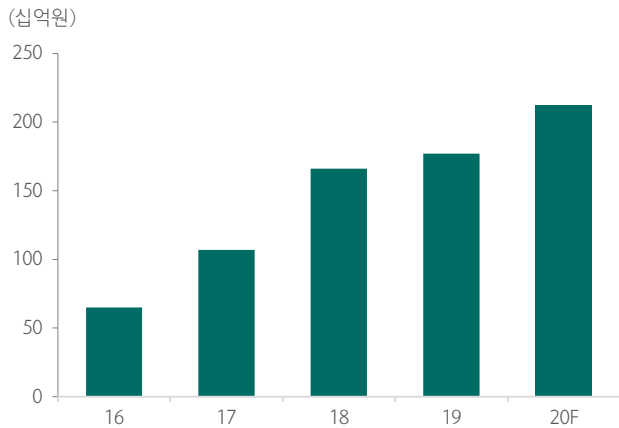
2020년에도 역시 창사 최대 실적 기대

2020년 실적은 매출액 1,781억원(+20.9%, YoY)과 영업이익211억원(+19.2%, YoY)으로 전망한다. 2019년 3분기말 수주잔고는 1,927억원이다. 피앤이솔루션은 사업 특성상 4분기에 매출액 인식이 몰려 있다는 점을 감안하면 현재 수주잔고는 약 1,400억원 규모로 추정된다. 피앤이솔루션의 장비는 2차전지 설비투자 확대와 발맞춰 증가하기 때문에 최근 전방사의 투자 사이클을 고려할 때 견조한 매출 상승으로 2020년 역시 창사 이래 최대 실적이 예상된다. 또한 늘어나는 수주를 대비하여 현재 CAPA 증설을 통해 2020년 3분기 현재 대비 2배 이상 규모의 CAPA를 보유하게 된다.

하반기 CAPA 증설 완료로 가파른 매출 성장 대비 완료

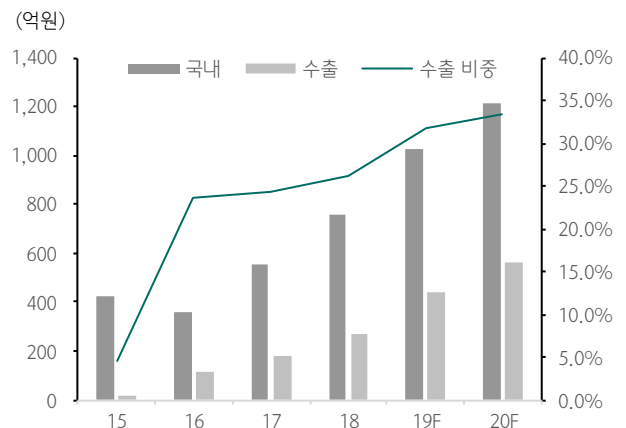
중국 수출은 중국 주요 고객사 EVE 에너지, 국련, 완샹 등 기존 고객사 위주로 꾸준한성장이 계속 될 것으로 전망된다. 피앤이솔루션은 중국의 우량 기업 위주로 수출을 진행하기 때문에 향후에도 고객사 추가 확보는 보수적으로 접근 할 계획이다. 이미 전체 매출에서 10% 수준이 중국 외 수출이라는 점에서 점차 수출에서의 중국 의존도를 벗어날 계획이다. 2020년 피앤이솔루션은 ①전방 고객사의 공격적인 투자에 따른 수주 확대 ②하반기 CAPA확대(전체 CAPA 약 5,000억원 규모) ③해외 고객사 확보로 현재 영위하고 있는 2차전지 장비사업이 다시 한번 가파른 성장을 보일 것으로 예상된다. 따라서 현재 주가는 적극적인 매수 구간이라 판단한다.

그림 5. 피앤이솔루션 연간 수주 금액



자료: 피앤이솔루션, 하나금융투자

그림 6. 피앤이솔루션 지역별 매출 비중



자료: 피앤이솔루션, 하나금융투자

표 1. 피앤이솔루션 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	15	16	17	18	19	20F
매출액	44.2	46.8	73.6	102.8	147.2	178.1
영업이익	1.9	4.0	8.8	11.8	17.7	21.1
영업이익률	4.3%	8.5%	11.9%	11.4%	12.1%	11.8%
당기순이익	2.0	4.8	7.4	11.1	15.9	18.8
순이익률	4.5%	10.2%	10.1%	10.8%	10.8%	10.6%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	73.6	102.8	147.2	178.1	212.8
매출원가	53.5	75.0	108.0	129.8	155.1
매출총이익	20.1	27.8	39.2	48.3	57.7
판매비	11.3	16.0	21.5	27.2	32.6
영업이익	8.8	11.8	17.7	21.1	25.2
금융손익	0.1	0.4	0.4	0.1	0.3
종속/관계기업손익	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
기타영업외손익	(0.3)	0.3	0.3	0.3	0.3
세전이익	8.4	12.2	18.2	21.2	25.4
법인세	0.9	1.1	2.1	2.2	2.6
계속사업이익	7.5	11.1	16.1	19.0	22.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	7.5	11.1	16.1	19.0	22.8
비지배주주지분 손익	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3
지배주주순이익	7.4	10.9	15.9	18.8	22.6
지배주주지분포괄이익	7.3	10.5	15.9	18.8	22.6
NOPAT	7.9	10.7	15.7	18.9	22.6
EBITDA	9.5	12.5	18.4	21.7	25.8
성장성(%)					
매출액증가율	57.3	39.7	43.2	21.0	19.5
NOPAT증가율	107.9	35.4	46.7	20.4	19.6
EBITDA증가율	106.5	31.6	47.2	17.9	18.9
영업이익증가율	120.0	34.1	50.0	19.2	19.4
(지배주주)순이익증가율	54.2	47.3	45.9	18.2	20.2
EPS증가율	51.9	48.7	45.7	18.0	20.0
수익성(%)					
매출총이익률	27.3	27.0	26.6	27.1	27.1
EBITDA이익률	12.9	12.2	12.5	12.2	12.1
영업이익률	12.0	11.5	12.0	11.8	11.8
계속사업이익률	10.2	10.8	10.9	10.7	10.7

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	515	766	1,116	1,317	1,581
BPS	3,805	4,556	5,572	6,788	8,269
CFPS	756	1,133	1,364	1,561	1,845
EBITDAPS	664	877	1,291	1,522	1,806
SPS	5,156	7,196	10,308	12,472	14,902
DPS	0	100	100	100	100
주기지표(배)					
PER	19.4	15.3	9.7	12.0	10.0
PBR	2.6	2.6	1.9	2.3	1.9
PCFR	13.2	10.4	8.0	10.1	8.6
EV/EBITDA	14.1	12.1	7.1	8.7	6.7
PSR	1.9	1.6	1.1	1.3	1.1
재무비율(%)					
ROE	14.6	18.3	22.0	21.3	21.0
ROA	8.3	8.8	9.0	8.5	8.5
ROIC	20.5	26.2	37.8	40.2	43.5
부채비율	75.2	131.8	148.2	144.8	140.2
순부채비율	(16.9)	(26.0)	(31.4)	(39.2)	(45.9)
이자보상배율(배)	1,304.0	27.5	59.0	70.2	83.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	61.8	117.9	165.5	206.2	253.3
금융자산	9.3	26.8	34.9	48.2	64.6
현금성자산	9.2	26.8	34.9	48.2	64.6
매출채권 등	11.6	14.3	20.4	24.7	29.5
재고자산	30.9	57.9	82.9	100.3	119.9
기타유동자산	10.0	18.9	27.3	33.0	39.3
비유동자산	34.5	35.4	35.1	34.8	34.5
투자자산	2.5	1.4	1.9	2.2	2.6
금융자산	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
유형자산	28.2	19.4	18.6	18.0	17.3
무형자산	2.5	1.2	1.2	1.2	1.2
기타비유동자산	1.3	13.4	13.4	13.4	13.4
자산총계	96.3	153.3	200.6	240.9	287.8
유동부채	40.6	76.3	108.4	130.8	155.9
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	4.3	22.5	32.3	39.0	46.7
기타유동부채	36.3	53.8	76.1	91.8	109.2
비유동부채	0.7	10.8	11.4	11.7	12.1
금융부채	0.0	9.6	9.6	9.6	9.6
기타비유동부채	0.7	1.2	1.8	2.1	2.5
부채총계	41.3	87.1	119.8	142.5	168.0
지배주주지분	54.3	65.0	79.5	96.9	118.1
자본금	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1
자본잉여금	13.3	13.5	13.5	13.5	13.5
자본조정	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	33.9	44.4	58.9	76.3	97.4
비지배주주지분	0.6	1.1	1.3	1.5	1.7
자본총계	54.9	66.1	80.8	98.4	119.8
순금융부채	(9.3)	(17.2)	(25.3)	(38.6)	(54.9)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	2.0	7.9	10.1	15.0	18.2
당기순이익	7.5	11.1	16.1	19.0	22.8
조정	3.3	5.1	0.8	0.7	0.7
감가상각비	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6
외환거래손익	0.5	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0
기타	1.9	4.1	0.1	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	(8.8)	(8.3)	(6.8)	(4.7)	(5.3)
투자활동 현금흐름	(4.7)	(0.9)	(0.5)	(0.3)	(0.4)
투자자산감소(증가)	(1.0)	1.1	(0.5)	(0.3)	(0.4)
유형자산감소(증가)	(2.7)	(3.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(1.0)	1.5	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	0.9	10.6	(1.4)	(1.4)	(1.4)
금융부채증가(감소)	0.0	9.6	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.4	0.7	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	(1.4)	(1.4)	(1.4)
현금의 증감	(2.0)	17.6	8.2	13.2	16.4
Unlevered CFO	10.8	16.2	19.5	22.3	26.3
Free Cash Flow	(0.7)	4.3	10.1	15.0	18.2

2020년 2월 26일 | Equity Research

아모그린텍(125210)

모멘텀 다수 보유! 확실한 저세상 주식

투자 의견 'BUY', 목표주가 21,500원 상향

아모그린텍에 대해 투자 의견 'BUY' 유지, 목표주가 21,500원으로 상향한다. 아모그린텍은 전 사업부가 고성장 하는 산업에서 의미 있는 매출이 발생하는 만큼 높은 밸류에이션 적용(Target PER 27배: 소부장 기업 및 2차전지 소재 업종 PER 적용)이 가능하다는 판단이다. 고효율 자성부품은 고객사 테슬라의 공격적 증설 효과 및 생산량 증가(모델 3 생산량 기준: 연간 7만대 수준)로 성장이 확실시 되며, 방열솔루션은 5G폰에서 전기차로의 어플리케이션 확대(중대형 전기차 발열 이슈)가 나타날 전망이며, 나노멤브레인은 고객사 플래그쉽 스마트폰에 납품됨에 따라 2019년 대비 3배 이상의 매출액 증가가 예상되는 바이다.

테슬라와 방열솔루션, ESS 등 수주 모멘텀 다수 보유

아모그린텍의 고효율 자성소재는 현재 테슬라 향으로 매출이 발생하고 있다. 2020년은 테슬라 중국 공장향 수주 증가로 전년 대비 14.5% 증가한 340억원의 매출액이 예상된다. BYD 비롯한 고객사 확대가 나타나는 만큼 추가적인 수주도 나타날 전망이다. 방열소재는 기존 5G폰에 적용되는 제품이었지만 전기차 모델에서의 하이니켈 배터리 발열 이슈 제어 차 제품 적용범위가 확대되는 추세이다. 현재 국내 및 해외고객사향 주요 프로젝트가 진행되고 있는바 2020년에는 신규 매출 발생이 가능할 전망이다. 아모그린텍의 ESS 제품은 중계기 장비에 필요한 비상전원장치로 국내 이동통신사와 논의 중이다.

2020년 매출액 1,394억원, 영업이익 142억원 전망

아모그린텍의 2020년 실적은 매출액 1,394억원(YoY, +44.8%), 영업이익 142억원(YoY, +343.8%)으로 전망하다. 스마트폰 부품 매출이 온전히 반영되며 방열소재와 나노 멤브레인 소재 부문의 매출이 전년 대비 각각 25.0%, 210.9% 성장한 242억원, 318억원이 예상된다. 2020년에는 모회사 아모텍의 안테나 부품 매출 성장에 힘입어 FPCB 매출도 442억원으로 확대될 전망이다.

Update

BUY

| TP(12M): 21,500원(상향) | CP(2월25일): 15,000원

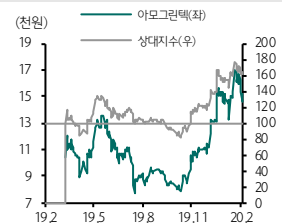
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	656.95
52주 최고/최저(원)	16,800/7,580
시가총액(십억원)	247.5
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	16,496.8
60일 평균 거래량(천주)	483.5
60일 평균 거래대금(십억원)	6.8
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	1.03
주요주주 지분율(%)	
김병규 외 3인	60.62
미래에셋자산운용 외 3인	7.20
주가상승률	1M 6M 12M
절대	2.0 75.0 0.0
상대	6.5 62.2 0.0

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	96.3	133.3
영업이익(십억원)	3.2	13.5
순이익(십억원)	2.1	13.1
EPS(원)	133	794
BPS(원)	224	1,018

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	111.3	85.0	96.3	139.4	175.2
영업이익	십억원	1.7	(3.1)	3.2	14.2	22.0
세전이익	십억원	(5.3)	(3.9)	2.1	13.1	19.8
순이익	십억원	(5.3)	(3.9)	2.1	13.1	17.2
EPS	원	(468)	(301)	134	795	1,041
증감률	%	적지	적지	흑전	493.3	30.9
PER	배	N/A	N/A	96.52	18.87	14.41
PBR	배	N/A	N/A	56.94	14.69	7.27
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	43.16	16.03	10.22
ROE	%	(61.20)	(106.25)	78.40	127.38	67.52
BPS	원	442	125	227	1,021	2,062
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

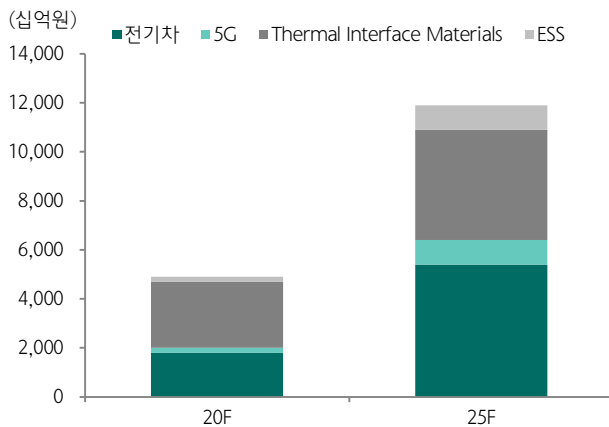
RA 김규상
02-3771-8197
qkim@hanafn.com

테슬라 향 매출성장 견조,
글로벌 완성차 및 부품업체 향
매출 추가 기대

고효율 자성소재: 테슬라 향 매출성장 견조, 글로벌 완성차 및 부품업체 향 매출 추가

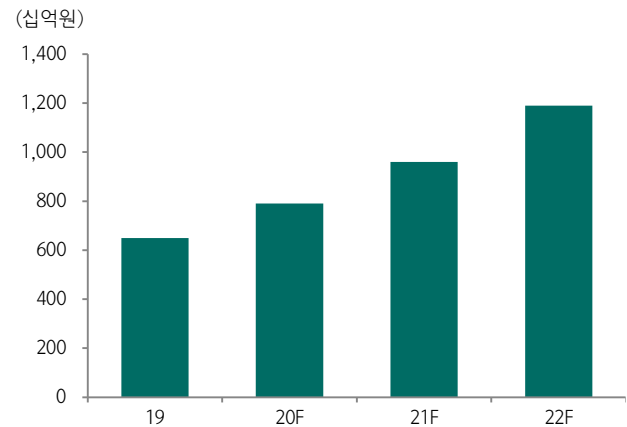
글로벌 연간 신차 판매량 중 전기차가 차지하는 비중은 2018년 2.03%에서 2025년 8%, 2030년 24%, 그리고 2040년에는 54%에 달할 것으로 전망된다. 아모그린텍은 국내 최초, 세계에서 3번째로 고효율 자성소재 자체 개발에 성공했다. 주요 제품인 Inductor Core, Common Mode Choke 등을 테슬라, BYD, LEAR 등에 납품하고 있으며, 꾸준히 전통적인 글로벌 완성차 업체와도 다수의 프로젝트를 진행해오고 있어 2020년에는 가시적인 성과를 보일 수 있을 것으로 판단된다. 주요 고객사 중 가장 큰 비중을 차지하는 테슬라의 상하이 공장 가동에 따른 매출 확대도 기대해 볼 수 있다.

그림 1. 글로벌 방열소재 부품 시장규모



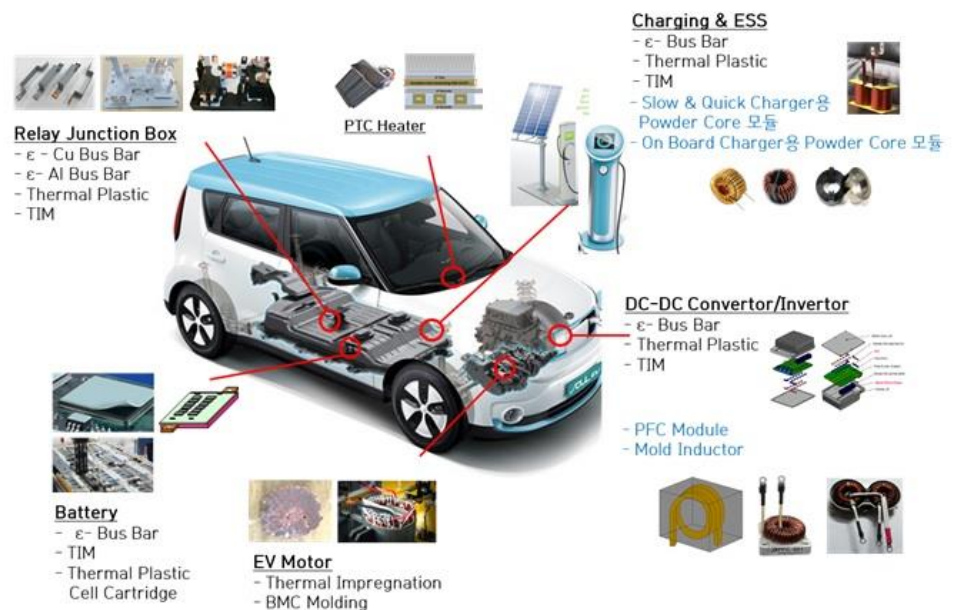
자료: Bloomberg New Energy Finance, 아모그린텍, 하나금융투자

그림 2. 글로벌 자성코어 부품 시장규모



자료: IMA, 아모그린텍, 하나금융투자

그림 3. 전기차 에너지 효율 및 열 관리 솔루션



자료: 아모그린텍, 하나금융투자

실적 추정 및 Valuation

2020년 매출액 1,394억원, 영업이익 142억원 전망

방열소재 242억원,
나노 멤브레인 318억원,
FPCB 442억원

아모그린텍의 2020년 실적은 매출액 1,394억원(YoY, +44.8%), 영업이익 142억원(YoY, +343.8%)으로 전망하다. 스마트폰 부품 매출이 온전히 반영되며 방열소재와 나노 멤브레인 소재 부문의 매출이 전년 대비 각각 25.0%, 210.9% 성장한 242억원, 318억원이 예상된다. 2020년에는 모회사 아모텍의 안테나 부품 매출 성장에 힘입어 FPCB 매출도 442억원으로 확대될 전망이다.

표 1. 아모그린텍 실적

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	27.3	17.0	29.5	22.4	40.3	25.1	42.3	31.7	111.3	85.0	96.3	139.4
YoY(%)					47.4	47.5	43.2	41.7	59.0	(23.6)	13.3	44.8
고효율 자성소재	6.5	7.7	7.6	7.9	7.4	8.6	8.8	9.2	36.9	33.0	29.7	34.0
방열소재	6.3	2.9	5.4	4.7	9.0	3.5	6.5	5.2	14.0	9.7	19.3	24.2
나노 멤브레인 소재	0.8	1.4	4.7	3.4	7.4	5.9	9.8	8.7	1.9	4.0	10.2	31.8
FPCB	13.3	4.8	11.6	6.1	16.0	5.7	15.1	7.4	54.5	36.3	35.7	44.2
Flexible Battery	0.2	0.0	0.2	0.1	0.2	1.0	1.8	1.0	0.1	0.5	0.5	4.1
ESS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	3.5	1.3	0.7	1.1
영업이익	1.0	(0.1)	1.4	0.9	3.6	2.1	5.7	2.8	1.7	(3.1)	3.2	14.2
OPM(%)	3.6	(0.4)	4.8	3.9	9.0	8.3	13.5	8.7	1.5	(3.6)	3.3	10.2
(지배주주)당기순이익	0.7	(0.4)	1.4	0.4	3.4	1.8	5.4	2.5	(5.3)	(3.9)	2.1	13.1
NPM(%)	2.6	(2.3)	4.6	1.9	8.3	7.3	12.7	7.8	(4.8)	(4.6)	2.2	9.4

자료: 아모그린텍, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	111.3	85.0	96.3	139.4	175.2
매출원가	94.6	72.3	76.6	102.7	127.1
매출총이익	16.7	12.7	19.7	36.7	48.1
판매비	15.0	15.8	16.4	22.5	26.1
영업이익	1.7	(3.1)	3.2	14.2	22.0
금융손익	(1.1)	(1.1)	(1.2)	(1.1)	(1.1)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(6.0)	0.3	0.1	0.0	(1.2)
세전이익	(5.3)	(3.9)	2.1	13.1	19.8
법인세	(0.0)	0.0	0.0	0.0	2.6
계속사업이익	(5.3)	(3.9)	2.1	13.1	17.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(5.3)	(3.9)	2.1	13.1	17.2
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(5.3)	(3.9)	2.1	13.1	17.2
지배주주지분포괄이익	(5.2)	(4.2)	2.1	13.1	17.2
NOPAT	1.7	(3.1)	3.2	14.2	19.1
EBITDA	5.1	(0.5)	5.5	16.2	23.8
성장성(%)					
매출액증가율	59.0	(23.6)	13.3	44.8	25.7
NOPAT증가율	흑전	적전	흑전	343.8	34.5
EBITDA증가율	흑전	적전	흑전	194.5	46.9
영업이익증가율	흑전	적전	흑전	343.8	54.9
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	흑전	523.8	31.3
EPS증가율	적지	적지	흑전	493.3	30.9
수익성(%)					
매출총이익률	15.0	14.9	20.5	26.3	27.5
EBITDA이익률	4.6	(0.6)	5.7	11.6	13.6
영업이익률	1.5	(3.6)	3.3	10.2	12.6
계속사업이익률	(4.8)	(4.6)	2.2	9.4	9.8

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(468)	(301)	134	795	1,041
BPS	442	125	227	1,021	2,062
CFPS	624	171	355	981	1,368
EBITDAPS	448	(36)	349	981	1,440
SPS	9,769	6,492	6,112	8,449	10,621
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	N/A	N/A	96.5	18.9	14.4
PBR	N/A	N/A	56.9	14.7	7.3
PCFR	N/A	N/A	36.3	15.3	11.0
EV/EBITDA	N/A	N/A	43.2	16.0	10.2
PSR	N/A	N/A	2.1	1.8	1.4
재무비율(%)					
ROE	(61.2)	(106.2)	78.4	127.4	67.5
ROA	(8.3)	(6.5)	3.9	19.9	18.9
ROIC	4.9	(9.7)	9.5	40.5	50.3
부채비율	1,055.4	3,185.5	1,351.9	361.5	204.3
순부채비율	368.7	1,706.7	650.0	71.0	(13.3)
이자보상배율(배)	1.3	(2.5)	2.7	12.7	19.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	41.9	29.7	32.5	58.0	85.5
금융자산	7.9	3.7	3.1	15.4	31.9
현금성자산	7.9	2.5	1.8	13.5	29.5
매출채권 등	21.6	13.8	15.6	22.6	28.4
재고자산	9.1	9.6	10.8	15.7	19.7
기타유동자산	3.3	2.6	3.0	4.3	5.5
비유동자산	25.0	23.9	21.7	19.7	18.0
투자자산	1.2	0.1	0.1	0.2	0.2
금융자산	1.2	0.1	0.1	0.2	0.2
유형자산	20.7	20.9	19.2	17.7	16.3
무형자산	3.1	2.8	2.2	1.8	1.4
기타비유동자산	0.0	0.1	0.2	0.0	0.1
자산총계	66.9	53.6	54.2	77.8	103.5
유동부채	51.4	42.4	40.3	48.2	54.7
금융부채	24.1	26.8	22.6	22.6	22.6
매입채무 등	26.1	15.0	17.0	24.7	31.0
기타유동부채	1.2	0.6	0.7	0.9	1.1
비유동부채	9.7	9.6	10.3	12.7	14.8
금융부채	5.1	4.7	4.7	4.7	4.7
기타비유동부채	4.6	4.9	5.6	8.0	10.1
부채총계	61.1	52.0	50.5	60.9	69.5
지배주주지분	5.8	1.6	3.7	16.8	34.0
자본금	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	16.4	16.4	16.4	16.4	16.4
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
이익잉여금	(19.3)	(23.4)	(21.3)	(8.2)	9.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5.8	1.6	3.7	16.8	34.0
순금융부채	21.3	27.9	24.3	12.0	(4.5)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	9.6	(4.4)	3.7	12.3	16.5
당기순이익	(5.3)	(3.9)	2.1	13.1	17.2
조정	11.2	4.9	2.3	2.0	1.6
감가상각비	3.4	2.7	2.3	2.0	1.7
외환거래손익	(0.2)	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	7.9	2.1	0.0	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	3.7	(5.4)	(0.7)	(2.8)	(2.3)
투자활동 현금흐름	(2.6)	(3.1)	(0.2)	(0.6)	(0.5)
투자자산감소(증가)	(1.1)	1.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)
유형자산감소(증가)	(2.7)	(2.7)	0.0	0.0	0.0
기타	1.2	(1.5)	(0.2)	(0.6)	(0.5)
재무활동 현금흐름	(7.0)	2.1	(4.2)	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	(3.3)	2.3	(4.2)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(1.5)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.2)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(0.0)	(5.4)	(0.7)	11.6	16.0
Unlevered CFO	7.1	2.2	5.6	16.2	22.6
Free Cash Flow	6.9	(7.4)	3.7	12.3	16.5

2020년 2월 26일 | Equity Research

필옵틱스(161580)

2020년 2차전지 성장 본격화, 고객사의 핵심 업체로 우뚝서다

물적 분할을 통한 전문성 제고

1월 16일, 필옵틱스는 물적 분할 방식을 통해 피비엠(분할 신설회사)을 결정했다. 단순 물적 분할로 분할 이후 필옵틱스의 최대 주주 소유주식 및 지분을 변동은 없어 연결재무제표상 변동 역시 없다. 분할을 통해 2차전지 사업 전문성 제고와 사업 효율성은 더욱 극대화 되었다. 이미 주요 고객사에 노칭장비를 납품을 비롯하여 조립공정 신규 핵심장비 진출도 앞두고 있었던 터라 적절한 타이밍에 실시한 분할이라 판단한다. 필옵틱스는 주요 고객사의 핵심 장비 업체로 납품하는 제품 카테고리 역시 2020년부터 본격적으로 증가할 것으로 예상된다.

전방 고객사 해외법인 라인 투자 착수

필옵틱스의 주요 고객사는 늘어나는 배터리 수요를 대응하기 위해 유럽법인을 중심으로 공격적인 개파 증설 계획을 밝혔다. 2020년 1공장 라인 2개를 추가하고, 추가된 라인의 공정을 토대로 2공장 라인까지 확장 할 것으로 예상된다. 따라서 이번 1공장 추가 2개라인 조립공정 핵심설비를 신규 납품하는 필옵틱스는 앞으로 진행되는 투자에 지속 수혜를 받을 것으로 기대된다. 특히, 전방 고객사의 바뀐 공정의 핵심 업체라는 점에서 향후 2공장에도 지속 채택 될 가능성이 매우 높다. 2공장은 증설 계획을 토대로 역산해 볼 때 약 1.2조원 이상의 자금이 투자 될 것으로 전망된다. 2공장 가동 목표가 2021년 상반기인 만큼 필옵틱스의 2차전지 사업부는 예상보다 더욱 빠르게 성장할 수 있을 것이라 판단한다.

2020년 매출액 2,612억원, 영업이익 212억원 전망

필옵틱스의 2020년 실적은 매출액 2,616억원(+86.4%, YoY)과 영업이익 212억원(흑자전환)으로 추정한다. 특히, 2020년은 실적 반등과 함께 다양한 모멘텀이 무르익는 기간이다. 2020년 고성장이 예상되는 폴더블 OLED 커팅, UTG, HIAA 장비와 2차전지의 가파른 성장으로 외형성장은 물론 대규모 흑자 전환에 성공 할 것으로 예상된다.

Update

Not Rated

| CP(2월25일): 12,450원

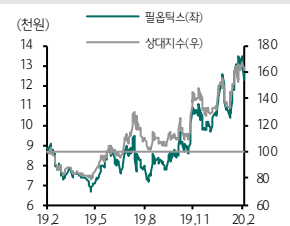
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	656.95
52주 최고/최저(원)	13,400/6,560
시가총액(십억원)	233.4
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	18,747.1
60일 평균 거래량(천주)	514.0
60일 평균 거래대금(십억원)	6.0
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	0.36
주요주주 지분율(%)	
한기수 외 15 인	37.09
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	14.7 60.4 41.2
상대	19.7 48.7 61.2

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	151.0	259.3
영업이익(십억원)	(11.5)	21.1
순이익(십억원)	(12.9)	18.2
EPS(원)	(777)	930
BPS(원)	2,912	3,747

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	285.4	55.5	140.4	261.6	324.5
영업이익	십억원	22.9	(27.8)	(14.5)	21.2	27.6
세전이익	십억원	19.8	(27.8)	(15.6)	19.8	26.2
순이익	십억원	17.1	(27.5)	(15.7)	17.6	22.8
EPS	원	1,088	(1,594)	(905)	940	1,215
증감률	%	(2.7)	적전	적지	흑전	29.3
PER	배	10.98	N/A	N/A	13.25	10.24
PBR	배	1.99	1.76	3.40	3.15	2.41
EV/EBITDA	배	7.37	N/A	N/A	11.17	8.90
ROE	%	26.63	(33.60)	(26.94)	29.71	28.67
BPS	원	6,009	4,175	3,073	3,948	5,163
DPS	원	102	0	0	0	0



Analyst 이정기

02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

Analyst 김두현

02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

RA 황성환

02-3771-3445
hsh0415@hanafn.com

RA 최수지

02-3771-3124
suuji@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	285.4	55.5	140.4	261.6	324.5
매출원가	244.3	59.3	133.8	223.4	275.8
매출총이익	41.1	(3.8)	6.6	38.2	48.7
판매비	18.1	24.1	21.1	17.0	21.1
영업이익	22.9	(27.8)	(14.5)	21.2	27.6
금융손익	(4.1)	(0.4)	(1.1)	(1.4)	(1.4)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.0	0.3	0.0	0.0	0.0
세전이익	19.8	(27.8)	(15.6)	19.8	26.2
법인세	2.4	(0.4)	0.2	2.2	3.4
계속사업이익	17.5	(27.5)	(15.7)	17.6	22.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	17.5	(27.5)	(15.7)	17.6	22.8
비지배주주지분 손익	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	17.1	(27.5)	(15.7)	17.6	22.8
지배주주지분포괄이익	17.1	(27.5)	(15.7)	17.6	22.8
NOPAT	20.2	(27.4)	(14.6)	18.9	24.0
EBITDA	27.0	(22.5)	(9.8)	25.3	31.2
성장성(%)					
매출액증가율	56.1	(80.6)	153.0	86.3	24.0
NOPAT증가율	30.3	적전	적지	흑전	27.0
EBITDA증가율	47.5	적전	적지	흑전	23.3
영업이익증가율	46.8	적전	적지	흑전	30.2
(지배주주)순이익증가율	13.2	적전	적지	흑전	29.5
EPS증가율	(2.7)	적전	적지	흑전	29.3
수익성(%)					
매출총이익률	14.4	(6.8)	4.7	14.6	15.0
EBITDA이익률	9.5	(40.5)	(7.0)	9.7	9.6
영업이익률	8.0	(50.1)	(10.3)	8.1	8.5
계속사업이익률	6.1	(49.5)	(11.2)	6.7	7.0

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,088	(1,594)	(905)	940	1,215
BPS	6,009	4,175	3,073	3,948	5,163
CFPS	2,325	(786)	(554)	1,354	1,667
EBITDAPS	1,718	(1,307)	(564)	1,351	1,667
SPS	18,160	3,222	8,084	13,961	17,309
DPS	102	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	11.0	N/A	N/A	13.2	10.2
PBR	2.0	1.8	3.4	3.2	2.4
PCFR	5.1	N/A	N/A	9.2	7.5
EV/EBITDA	7.4	N/A	N/A	11.2	8.9
PSR	0.7	2.3	1.3	0.9	0.7
재무비율(%)					
ROE	26.6	(33.6)	(26.9)	29.7	28.7
ROA	12.6	(15.9)	(8.5)	9.2	11.0
ROIC	32.1	(30.0)	(17.0)	24.0	24.8
부채비율	61.2	186.4	261.5	197.0	135.8
순부채비율	(5.1)	88.0	99.2	73.0	49.4
이자보상배율(배)	23.2	(20.5)	(10.3)	13.2	17.5

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	68.5	91.0	67.1	83.5	96.2
금융자산	44.9	15.5	17.4	18.1	19.9
현금성자산	42.8	15.5	17.4	18.1	19.9
매출채권 등	10.7	4.9	11.3	14.3	15.7
재고자산	6.0	68.7	36.6	49.2	58.6
기타유동자산	6.9	1.9	1.8	1.9	2.0
비유동자산	88.0	98.1	114.7	118.2	117.7
투자자산	9.5	12.5	23.8	23.9	25.0
금융자산	9.5	7.4	18.7	18.8	19.9
유형자산	64.4	66.0	72.1	76.2	75.2
무형자산	4.3	8.9	8.1	7.4	6.8
기타비유동자산	9.8	10.7	10.7	10.7	10.7
자산총계	156.6	189.0	181.8	201.7	213.9
유동부채	44.8	90.7	97.8	99.7	89.0
금융부채	27.6	42.2	35.9	36.3	33.3
매입채무 등	9.1	11.7	22.5	25.4	23.5
기타유동부채	8.1	36.8	39.4	38.0	32.2
비유동부채	14.6	32.3	33.8	34.1	34.2
금융부채	12.3	31.4	31.4	31.4	31.4
기타비유동부채	2.3	0.9	2.4	2.7	2.8
부채총계	59.4	123.0	131.5	133.8	123.2
지배주주지분	97.3	66.2	50.5	68.1	90.9
자본금	2.9	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	56.0	51.2	51.2	51.2	51.2
자본조정	(4.3)	(4.9)	(4.9)	(4.9)	(4.9)
기타포괄이익누계액	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	42.8	11.3	(4.4)	13.2	35.9
비지배주주지분	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
자본총계	97.1	66.0	50.3	67.9	90.7
순금융부채	(5.0)	58.1	49.9	49.6	44.8

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	19.2	(48.3)	29.5	7.9	7.9
당기순이익	17.5	(27.5)	(15.7)	17.6	22.8
조정	15.6	12.2	4.6	4.2	3.6
감가상각비	4.0	5.3	4.7	4.1	3.6
외환거래손익	2.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	9.6	6.9	(0.1)	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	(13.9)	(33.0)	40.6	(13.9)	(18.5)
투자활동 현금흐름	(50.3)	(10.4)	(21.3)	(7.6)	(3.1)
투자자산감소(증가)	(4.2)	(3.0)	(11.3)	(0.1)	(1.1)
유형자산감소(증가)	(45.1)	(4.1)	(10.0)	(7.5)	(2.0)
기타	(1.0)	(3.3)	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	57.2	31.4	(6.3)	0.4	(3.0)
금융부채증가(감소)	3.8	33.7	(6.3)	0.4	(3.0)
자본증가(감소)	55.0	0.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.6)	(1.5)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	(1.7)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	24.1	(27.2)	1.9	0.6	1.8
Unlevered CFO	36.5	(13.5)	(9.6)	25.4	31.2
Free Cash Flow	(26.0)	(52.5)	19.5	0.4	5.9

2020년 2월 26일 | Equity Research

천보(278280)

하이니켈이 필요하다면 천보는 무조건 좋습니다

투자 의견 BUY, 목표주가 108,000원 제시

천보에 대해 투자 의견 'BUY', 목표주가 108,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2020년 예상 EPS 3,384원에 2차전지 소재 업종 2020F 평균 PER 32배를 적용해 산출했다. 향후 고성장하는 2차전지향 전해질 매출이 전사 실적을 이끌 것으로 전망하며 양극재 업체들 대비 높은 수익성(양극재 업체 고성장시기 2016 ~ 2018년 평균 8%대 영업이익률 시현, 2019년F 영업이익률: 천보 18.8%)과 공격적인 증설 스케줄을 감안 시 현 주가수준은 적극적 매수 구간으로 판단한다.

2차전지향 전해질 사용 빈도는 빠른 속도로 확대될 전망

천보의 2차전지향 매출 비중은 꾸준히 상승 중이다. 2019년 기준 40%대로 전년대비 8%p증가할 것으로 예상된다. 이는 전기차 시장에서 하이니켈 사용도가 증가함에 따라 발생하는 배터리 발화 및 수명 이슈 등을 해결할 수 있는 대안으로 전해질의 사용범위가 확대되고 있기 때문이다. 천보의 증설 계획은 과거 양극재 업체들의 증설 속도와 비교 시 차이가 없다. 2018년 450톤 → 2019년 1,300톤 → 2020년F 1900톤(+ 600톤 증가). 범용제품 외에 LIFSI 및 LIDFOP 전해질은 경쟁사가 일본 및 중국회사 한곳 만이 생산하고 있어 증설 라인의 가동률 상승은 빠르게 나타날 전망이다.

2020년 기준 PER 23배, 상승여력 충분

천보의 2020년 실적은 매출액 1,785억원(YoY, +29.8%), 영업이익 393억원(YoY, +51.7%)을 전망한다. 전사 실적 성장은 올해도 2차전지향 전해질이 이끌 전망이다. 2차전지 전해질 부문 매출액은 2019년 하반기 증설 라인 가동(LIFSI 2020년 3월 추가 25톤/월 → 총 50톤/월, LIPD2F2 8월 추가 20톤/월 → 총 32톤/월) 및 고객사 수주 증가로 호실적이 예상된다.

Initiate

BUY(신규)

| TP(12M): 108,000원 | CP(2월25일): 74,000원

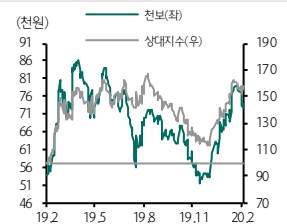
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	656.95
52주 최고/최저(원)	86,300/51,600
시가총액(십억원)	740.0
시가총액비중(%)	0.31
발행주식수(천주)	10,000.0
60일 평균 거래량(천주)	113.7
60일 평균 거래대금(십억원)	7.7
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	4.49
주요주주 지분율(%)	59.44
이상을 외 23 인	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	3.6 5.7 31.0
상대	8.2 (2.0) 49.6

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	137.7	189.8
영업이익(십억원)	27.1	39.3
순이익(십억원)	22.7	33.0
EPS(원)	2,296	3,302
BPS(원)	15,641	18,833

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	87.5	120.1	137.5	178.5	232.4
영업이익	십억원	18.0	27.0	25.9	39.3	55.3
세전이익	십억원	16.7	26.7	25.5	39.1	55.3
순이익	십억원	14.8	22.6	22.0	33.8	47.4
EPS	원	1,853	2,829	2,233	3,384	4,743
증감률	%	16.7	52.7	(21.1)	51.5	40.2
PER	배	N/A	N/A	27.59	21.86	15.60
PBR	배	N/A	N/A	4.75	4.53	3.51
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	17.88	15.11	10.76
ROE	%	21.35	24.53	18.52	23.10	25.35
BPS	원	9,619	13,450	12,956	16,341	21,084
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

RA 김규상
02-3771-8197
qkim@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	87.5	120.1	137.5	178.5	232.4
매출원가	67.4	90.9	108.9	134.7	170.1
매출총이익	20.1	29.2	28.6	43.8	62.3
판매비	2.0	2.1	2.8	4.5	7.0
영업이익	18.0	27.0	25.9	39.3	55.3
금융손익	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.2)	(0.1)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.7)	0.2	0.0	0.0	0.0
세전이익	16.7	26.7	25.5	39.1	55.3
법인세	1.9	4.1	3.5	5.2	7.8
계속사업이익	14.8	22.6	22.0	33.8	47.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	14.8	22.6	22.0	33.8	47.4
비지배주주지분 손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	14.8	22.6	22.0	33.8	47.4
지배주주지분포괄이익	15.0	23.2	22.0	33.8	47.4
NOPAT	16.0	22.9	22.3	34.1	47.5
EBITDA	24.6	35.1	32.8	45.4	60.6
성장성(%)					
매출액증가율	21.5	37.3	14.5	29.8	30.2
NOPAT증가율	26.0	43.1	(2.6)	52.9	39.3
EBITDA증가율	24.2	42.7	(6.6)	38.4	33.5
영업이익증가율	20.8	50.0	(4.1)	51.7	40.7
(지배주주)순이익증가율	17.5	52.7	(2.7)	53.6	40.2
EPS증가율	16.7	52.7	(21.1)	51.5	40.2
수익성(%)					
매출총이익률	23.0	24.3	20.8	24.5	26.8
EBITDA이익률	28.1	29.2	23.9	25.4	26.1
영업이익률	20.6	22.5	18.8	22.0	23.8
계속사업이익률	16.9	18.8	16.0	18.9	20.4

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,853	2,829	2,233	3,384	4,743
BPS	9,619	13,450	12,956	16,341	21,084
CFPS	3,159	4,542	3,338	4,541	6,061
EBITDAPS	3,079	4,385	3,338	4,541	6,061
SPS	10,936	15,011	13,980	17,850	23,240
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	27.6	21.9	15.6
PBR	N/A	N/A	4.8	4.5	3.5
PCFR	N/A	N/A	18.5	16.3	12.2
EV/EBITDA	N/A	N/A	17.9	15.1	10.8
PSR	N/A	N/A	4.4	4.1	3.2
재무비율(%)					
ROE	21.3	24.5	18.5	23.1	25.3
ROA	16.1	19.1	15.0	19.1	21.4
ROIC	19.6	23.5	21.3	31.2	39.4
부채비율	32.2	25.2	22.1	19.8	17.6
순부채비율	14.6	(5.6)	(22.2)	(33.1)	(41.6)
이자보상배율(배)	27.4	45.4	44.3	67.4	94.8

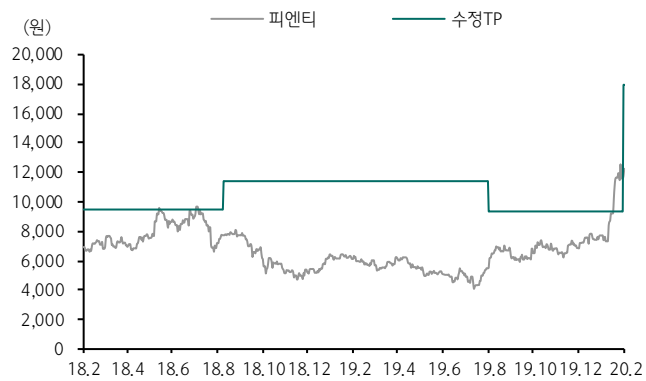
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	42.0	71.9	102.3	145.6	202.8
금융자산	2.5	19.2	42.0	67.3	100.8
현금성자산	1.4	8.2	29.4	50.9	79.5
매출채권 등	16.6	23.7	27.1	35.2	45.8
재고자산	19.6	26.1	29.9	38.8	50.6
기타유동자산	3.3	2.9	3.3	4.3	5.6
비유동자산	59.7	62.8	55.9	50.1	45.1
투자자산	1.1	0.7	0.8	1.0	1.3
금융자산	1.1	0.7	0.8	1.0	1.3
유형자산	57.0	60.3	53.4	47.3	42.1
무형자산	0.7	1.2	1.1	1.1	1.1
기타비유동자산	0.9	0.6	0.6	0.7	0.6
자산총계	101.7	134.7	158.3	195.7	247.9
유동부채	23.2	25.8	27.1	30.3	34.4
금융부채	13.7	13.2	13.2	13.2	13.2
매입채무 등	6.3	8.0	9.2	11.9	15.5
기타유동부채	3.2	4.6	4.7	5.2	5.7
비유동부채	1.6	1.4	1.6	2.0	2.7
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	1.6	1.4	1.6	2.0	2.7
부채총계	24.8	27.1	28.7	32.3	37.1
지배주주지분	77.0	107.6	129.6	163.4	210.8
자본금	1.1	4.0	4.0	4.0	4.0
자본잉여금	4.2	8.8	8.8	8.8	8.8
자본조정	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	71.6	94.8	116.8	150.6	198.0
비지배주주지분	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	77.0	107.6	129.6	163.4	210.8
순금융부채	11.2	(6.0)	(28.8)	(54.1)	(87.6)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	14.3	22.2	23.4	26.1	34.4
당기순이익	14.8	22.6	22.0	33.8	47.4
조정	8.3	12.0	7.5	6.7	5.9
감가상각비	6.6	8.0	7.0	6.1	5.3
외환거래손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.6	4.0	0.5	0.6	0.6
영업활동 자산부채 변동	(8.8)	(12.4)	(6.1)	(14.4)	(18.9)
투자활동 현금흐름	(13.9)	(22.1)	(1.7)	(4.0)	(5.2)
투자자산감소(증가)	(0.1)	0.4	(0.1)	(0.2)	(0.3)
유형자산감소(증가)	(14.3)	(12.2)	0.0	0.0	0.0
기타	0.5	(10.3)	(1.6)	(3.8)	(4.9)
재무활동 현금흐름	(1.1)	6.7	(0.6)	(0.6)	(0.6)
금융부채증가(감소)	(0.5)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	7.5	(0.0)	0.0	0.0
기타재무활동	(0.6)	(0.3)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(0.6)	6.8	21.2	21.6	28.6
Unlevered CFO	25.3	36.3	32.8	45.4	60.6
Free Cash Flow	0.0	9.8	23.4	26.1	34.4

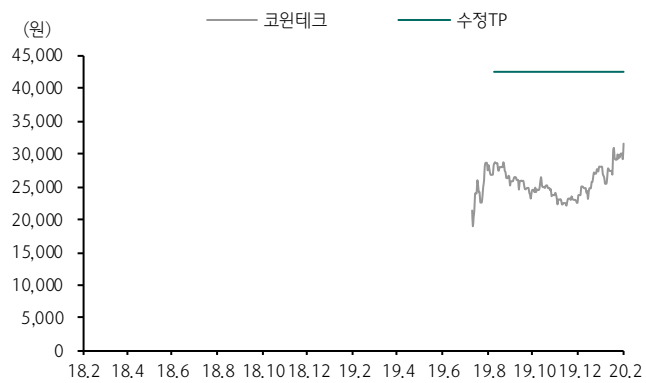
투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

피엔티



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.25	BUY	18,000	-22.72%	32.98%
19.8.27	BUY	9,400	-49.94%	-29.65%
18.9.3	BUY	11,457	-18.74%	1.06%
18.1.22	BUY	9,530		

코원테크



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.9.4	BUY	42,465		-
19.8.25				

피앤이솔루션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저

아모그린텍



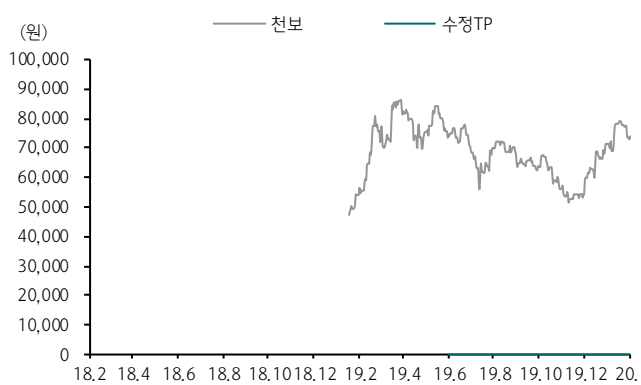
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.26	BUY	21,500		
20.1.29	BUY	18,500	-16.90%	-9.19%
20.1.28				-

필옵틱스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.1.16				
18.9.5				

천보



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.6.27				-
19.6.17				-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.5%	10.5%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 2월 25일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기/김두현/안주원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 2월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기/김두현/안주원)는 2020년 2월 26일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.