



V.

기업분석

1. 클래스시스 (214150)
2. 레이 (228670)
3. 제로투세븐 (159580)
4. 금강공업 (014280)
5. 엘이티 (297890)
6. 에코프로에이치엔 (383310)
7. 에이치피오 (357230)
8. 현대이지웰 (090850)
9. 도이치모터스 (067990)
10. 텔레칩스 (054450)
11. 아모그린텍 (125210)
12. 베스파 (299910)

클래시스 (214150)

Good Bye! 마스크



▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Buy (유지)

목표주가(유지): 21,000원

현재 주가(6/17)	18,500원
상승여력	▲13.5%
시가총액	11,973억원
발행주식수	64,717천주
52 주 최고가 / 최저가	18,500 / 11,950원
90 일 일평균 거래대금	68.96억원
외국인 지분율	7.6%

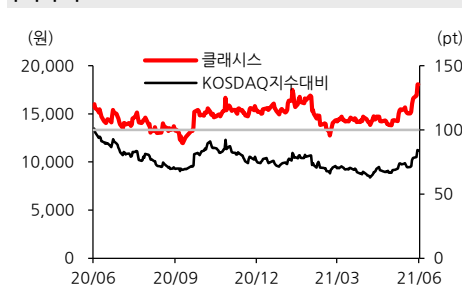
주주 구성	
정성재 (외 7 인)	74.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	34.1	30.3	20.5	17.1
상대수익률(KOSDAQ)	29.8	23.9	14.2	-19.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	81	76	96	124
영업이익	42	41	52	69
EBITDA	43	43	55	72
지배주주순이익	33	38	42	53
EPS	535	590	645	825
순차입금	-35	-67	-91	-138
PER	26.4	26.1	28.7	22.4
PBR	10.4	8.1	7.4	5.7
EV/EBITDA	20.3	21.8	20.2	14.6
배당수익률	0.3	0.4	0.4	0.4
ROE	48.1	36.1	29.2	28.7

주가 추이



2Q21 부터 이익 모멘텀 강화가 기대됩니다.

2Q21 실적 Preview

2Q21 연결 실적은 매출액 235억원(+61% 이하 yoy), 영업이익 127억원(+100%), 당기순이익 98억원(+108%)을 전망한다. ①코로나19 지속 여파(거리두기 연장, 병원 투자심리↓)에 따라 내수 회복이 여전히 더딘 모습이나, ②이연 수요 발생(경제활동 재개, 백신 접종)과 기저 효과에 따른 큰 폭 수출 증가, ③비용 정상화 등으로 전년 동기 대비 큰 폭의 이익 증가가 가능할 것이다.

2H21에도 이익 모멘텀 지속

2H21에도 이익 모멘텀 지속이 기대된다. 글로벌 코로나19 백신 접종이 확대되는 가운데 ①내수: 광고 효과, 하반기 슈링크 유니버스(슈링크 교체 수요 발생) 및 볼뉴머 출시, ②수출: 기저 효과, 브라질 수요 회복 가능성 등을 고려할 때 성장 지속이 예상되기 때문이다. 이에 따라 '21년 연결 실적은 매출액 960억원(+26%), 영업이익 518억원(+28%), 당기순이익 415억원(+9%)을 기록할 것으로 전망된다.

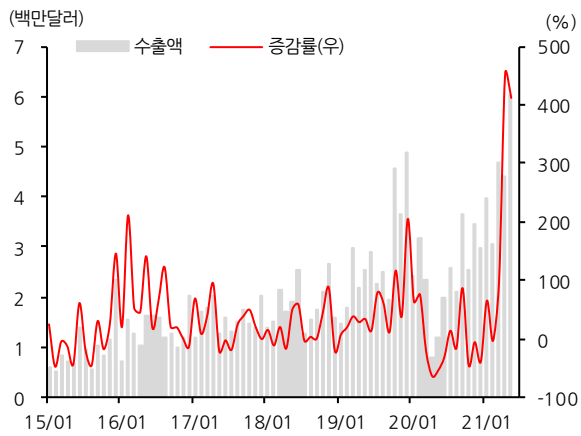
중장기 성장 포인트는 수출

중장기적으로 수출의 높은 성장성이 부각될 것이다. ①노령화, ②기술 발전, ③미용 의료에 대한 인지도 제고, ④비침습적 방식 선호 등을 통해 글로벌 미용 의료 시장이 '20~'25년 연평균 11% 성장(\$94억 > \$159억)할 것으로 전망되기 때문이다. 특히 동사가 강점을 지니고 있는 산후복의 성장 가속화(가처분 소득 증가, 미용에 대한 인식 제고)가 예상되는 점은 더욱 긍정적이다.

투자의견 'Buy', 목표주가 21,000원 유지

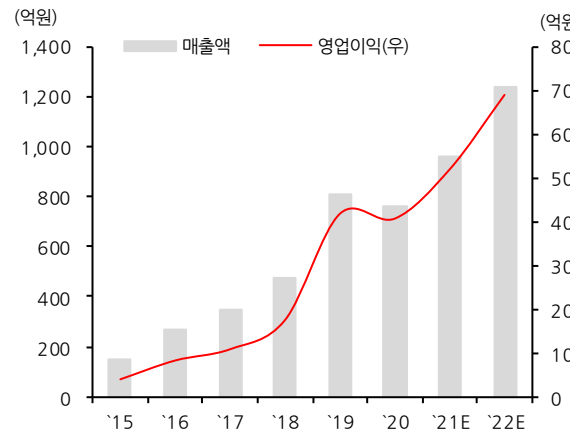
투자의견 'Buy', 목표주가 21,000원을 유지한다. 지난해 약조건에도 수익성 개선을 통해 이익 방어에 성공하며 견조한 이익 체력이 확인됐고, 올해 수출 성장과 신제품 출시에 따른 내수 회복 등으로 성장 재개가 예상되기 때문이다. 향후 브라질 向 수출 성장 재개 시 실적 개선에 주가 멀티플 상승(수출 모멘텀 강화에 따른 성장 신뢰도 제고)이 동반되며 강한 주가 반등이 기대된다.

[그림47] 서울 강남구 의료기기 월별 수출 추이



자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 연간 실적 추이와 전망



자료: 클래시스, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 클래시스 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(단위: 억 원)

	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	765	960	1,239	214	146	196	209	213	235	248	264
Classys	329	412	499	92	58	82	97	92	100	103	117
수출	206	280	373	56	26	55	68	63	70	69	79
내수	124	132	126	36	32	27	29	29	30	34	38
Cluderm	44	48	59	14	7	12	11	18	13	6	11
수출	36	39	48	13	4	9	10	16	10	4	9
내수	8	9	11	1	3	3	1	2	3	2	2
Cartridge	377	486	666	105	76	99	98	101	116	136	133
수출	170	242	351	55	22	45	48	56	60	69	56
내수	208	243	315	50	54	54	50	45	56	66	76
Cosmetic	14	14	15	3	5	3	3	2	5	4	3
수출	8	9	10	2	3	2	1	1	3	2	2
내수	6	5	5	1	2	2	1	1	2	2	1
수출합계	419	571	782	126	54	111	128	136	143	142	149
내수합계	346	389	457	88	92	84	81	77	91	101	120
영업이익	406	518	688	134	64	119	89	109	127	135	147
영업이익률	53%	54%	56%	63%	44%	61%	43%	51%	54%	54%	56%
순이익	382	415	530	114	47	88	132	96	98	106	115
순이익률	50%	43%	43%	53%	32%	45%	63%	45%	42%	43%	44%
yoy 증가율											
매출액	-6%	26%	29%	32%	-32%	-7%	-6%	-1%	61%	27%	26%
Classys	-10%	25%	21%	31%	-44%	-10%	-5%	0%	73%	26%	20%
Cluderm	-33%	9%	23%	-29%	-62%	4%	-31%	26%	81%	-49%	1%
Cartridge	8%	29%	37%	58%	-9%	-1%	-2%	-4%	53%	37%	36%
Cosmetic	-50%	1%	7%	-38%	-49%	-60%	-46%	-30%	0%	19%	16%
영업이익	-3%	28%	33%	80%	-33%	1%	-31%	-19%	100%	14%	65%
순이익	14%	9%	28%	92%	-38%	-7%	28%	-16%	108%	20%	-13%

자료: 클래시스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	47	81	76	96	124
매출총이익	35	64	61	75	98
영업이익	17	42	41	52	69
EBITDA	18	43	43	55	72
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	0	0	-1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	18	42	39	52	69
당기순이익	15	33	38	42	53
지배주주순이익	15	33	38	42	53
증가율(%)					
매출액	36.2	70.9	-5.8	25.6	29.1
영업이익	61.8	138.7	-2.6	28.1	33.5
EBITDA	65.4	136.4	-1.0	28.1	32.4
순이익	흑전	124.7	14.3	9.3	28.0
이익률(%)					
매출총이익률	73.2	78.8	79.7	78.2	78.9
영업이익률	36.8	51.4	53.1	54.2	56.0
EBITDA 이익률	38.4	53.1	55.8	57.0	58.4
세전이익률	37.5	51.4	51.4	54.3	56.0
순이익률	31.3	41.2	49.9	43.4	43.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	16	39	38	42	53
당기순이익	15	33	38	42	53
자산상각비	1	1	2	3	3
운전자본증감	-1	-2	-2	-2	-2
매출채권 감소(증가)	0	-1	-1	-1	-1
재고자산 감소(증가)	-1	-3	-2	-1	-1
매입채무 증가(감소)	0	0	0	0	0
투자현금흐름	-20	-13	7	-16	-5
유형자산처분(취득)	-15	-6	-1	-14	-1
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	-5	8	-2	-3
재무현금흐름	-4	-3	-12	-4	-5
차입금의 증가(감소)	-4	-6	-10	0	0
자본의 증가(감소)	0	-1	-3	-4	-5
배당금의 지급	0	-1	-3	-4	-5
총현금흐름	20	45	44	44	55
(-)운전자본증감(감소)	0	-4	5	2	2
(-)설비투자	15	6	1	14	1
(+)자산매각	0	-1	0	0	0
Free Cash Flow	5	42	38	28	52
(-)기타투자	7	7	-3	0	0
잉여현금	-2	35	41	28	52
NOPLAT	15	33	39	42	53
(+) Dep	1	1	2	3	3
(-)운전자본투자	0	-4	5	2	2
(-)Capex	15	6	1	14	1
OpFCF	1	33	36	29	53

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	27	58	83	109	158
현금성자산	16	45	68	92	139
매출채권	3	3	3	4	5
재고자산	6	9	10	11	12
비유동자산	49	56	55	67	66
투자자산	3	4	4	5	6
유형자산	46	51	50	61	60
무형자산	0	1	1	1	1
자산총계	76	114	138	176	225
유동부채	15	25	13	14	14
매입채무	1	1	1	1	1
유동성이자부채	6	10	0	0	0
비유동부채	10	0	0	0	0
비유동이자부채	10	0	0	0	0
부채총계	25	26	14	14	14
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	19	23	24	24	24
이익잉여금	25	58	93	131	180
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	51	88	124	162	210

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	243	535	590	645	825
BPS	824	1,366	1,913	2,498	3,253
DPS	14	46	60	70	80
CFPS	322	716	684	672	851
ROA(%)	21.4	35.3	30.4	26.6	26.7
ROE(%)	34.5	48.1	36.1	29.2	28.7
ROIC(%)	33.7	64.9	72.2	65.6	74.9
Multiples(x, %)					
PER	16.8	26.4	26.1	28.7	22.4
PBR	5.0	10.4	8.1	7.4	5.7
PSR	5.3	10.9	13.0	12.5	9.7
PCR	12.7	19.8	22.5	27.5	21.7
EV/EBITDA	13.8	20.3	21.8	20.2	14.6
배당수익률	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
안정성(%)					
부채비율	48.3	29.3	11.1	8.6	6.7
Net debt/Equity	-2.0	-40.0	-54.3	-56.4	-65.7
Net debt/EBITDA	-5.6	-81.5	-157.5	-166.7	-191.1
유동비율	179.4	226.2	617.2	800.5	1,141.5
이자보상배율(배)	40.0	152.1	240.4	216.6	289.1
자산구조(%)					
투하자본	72.1	51.7	44.2	42.3	33.3
현금+투자자산	27.9	48.3	55.8	57.7	66.7
자본구조(%)					
차입금	23.2	10.1	0.3	0.2	0.2
자기자본	76.8	89.9	99.7	99.8	99.8

레이 (228670)

리오프닝 수혜 기대



▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Not Rated

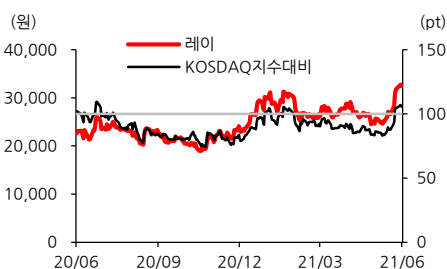
현재 주가(6/17)	34,450원
상승여력	-
시가총액	4,584억원
발행주식수	13,307천주
52 주 최고가 / 최저가	34,450 / 19,000원
90 일 일평균 거래대금	43.27억원
외국인 지분율	18.6%
주주 구성	
레이홀딩스 (외 5 인)	33.7%
레이우리사주 (외 1 인)	3.1%
황재승 (외 1 인)	0.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	39.8	31.5	46.8	52.4
상대수익률(KOSDAQ)	35.5	25.1	40.4	15.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019	2020
매출액	33	52	73	55
영업이익	2	6	13	5
EBITDA	3	7	15	9
지배주주순이익	1	5	12	8
EPS	-	-	868	594
순차입금	1	-9	-24	-17
PER	-	-	24.7	44.9
PBR	-	-	5.0	5.4
EV/EBITDA	0.3	-	16.9	37.7
배당수익률	-	-	-	-
ROE	8.2	25.6	27.6	12.9

주가 추이



올해 코로나19로 인한 해외 이연 수요 발생과 신규 사업 본격화에 따라 큰 폭 실적 턴어라운드 기대되는 치과용 의료기기 업체입니다.

수출을 주력으로 하는 디지털 텐티스트리 업체

레이는 치과용 디지털 영상 진단(X-ray, CBCT)·치료 솔루션(3D 스캔, CAD/CAM SW, 3D 프린팅을 패키지로 제공)·치료 시간 단축으로 치과 수익성 개선) 사업을 영위하는 디지털 텐티스트리 기업이다. 타사와 달리 디지털 치료 솔루션 관련 제품을 자체 개발해 내재화했다. '20년 기준 매출액 비중은 ①제품별: 치료 솔루션 64%, 진단 시스템 36%, ②지역별: 아시아 66%, 미국 20%, 유럽 9%, 내수 및 기타 5% 이다.

2분기부터 실적 개선 본격화

1Q21 실적은 매출액 149억원(+21% 이하 yoy), 영업이익 3억원(-48%), 순이익 -15억원(적전)을 기록했다. 매출액 증가에도 대손상각비와 켈마테라퓨틱스 관련 평가손실(금융비용) 등으로 이익단이 부진했다. 그러나 2Q21부터 실적 개선세가 확대될 전망이다. 해외 이연 수요 발생(경제활동 정상화, 백신보급 등)에 따른 큰 폭의 수출(중국·미국·일본 등지) 증가와 그로 인한 영업레버리지 효과가 기대되기 때문이다.

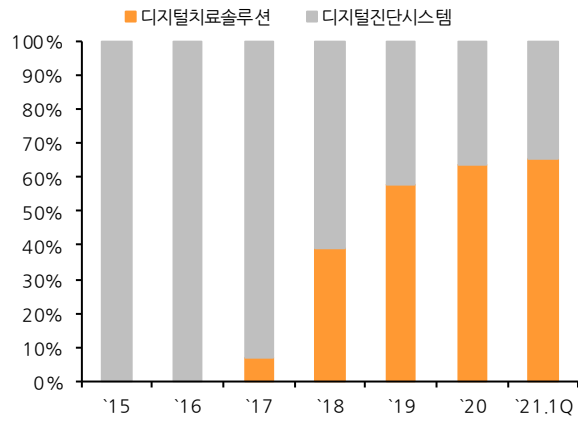
성장 모멘텀까지 더해지는 하반기

2H21 실적 개선에 성장 모멘텀까지 더해질 것으로 보인다. 3D 구강 스캐너 출시(디디에스 제품), 투명교정장치 사업 재개(코로나19로 불가했던 전산화·세미나 진행), 중국 JV 설립(3Q 파트너 선정 예상) 등 신규 사업이 본격화되기 때문이다. 특히 중국 JV 설립은 ①파트너사 네트워크 활용을 통한 중국 내 성장 가속화, ②JV 가치 부각(향후 IPO 기대) 등이 기대되는 만큼 Valuation 확장의 계기가 될 수 있다.

올해 큰 폭 실적 턴어라운드 전망

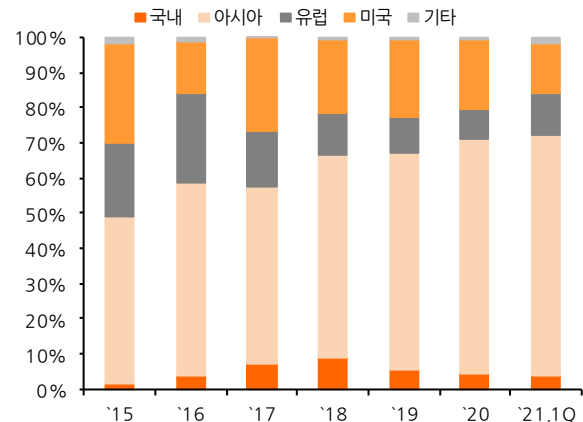
'21년 실적은 매출액 939억원(+70%), 영업이익 179억원(+291%), 순이익 139억원(+76%)으로 실적 턴어라운드 전망된다. 이는 ①중국, 미국 등 주요국 수출 증가, ②3D 구강 스캐너 등 신규 매출 발생, ③매출액 증가에 따른 영업레버리지 효과 발생 등에 기인한다. 디지털 텐티스트리 시장 성장, 생산능력 확충, 신규 사업 성장(중국 向 투명교정장치 등) 등을 고려 시 내년에도 성장세 지속이 가능할 것으로 판단된다.

[그림49] 제품별 매출액 비중 추이



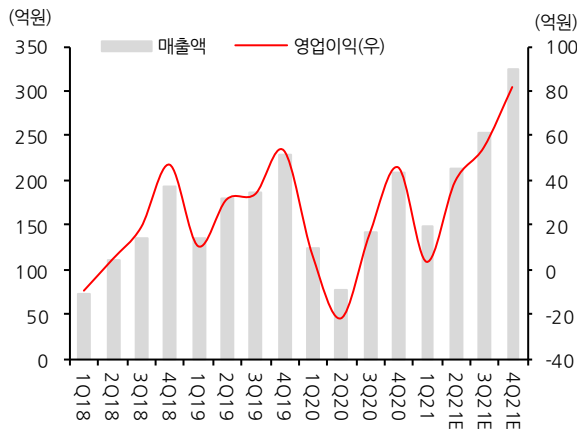
자료: 레이, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 지역별 매출액 비중 추이



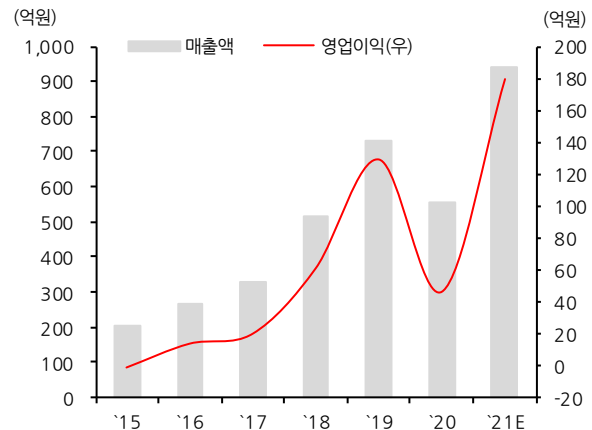
자료: 레이, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 분기 실적 추이와 전망



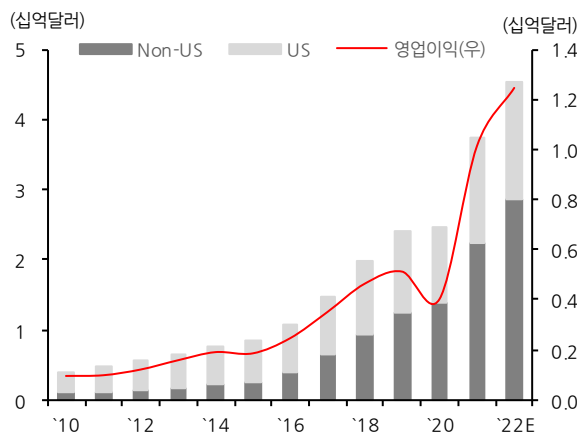
자료: 레이, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 연간 실적 추이와 전망



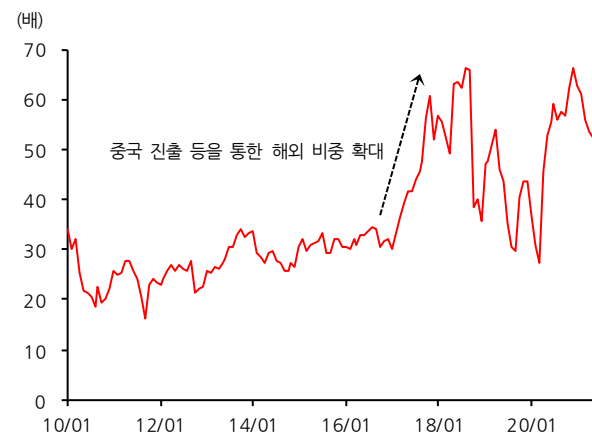
자료: 레이, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 얼라인 테크놀로지 실적 추이와 전망



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 얼라인 테크놀로지 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	26	33	52	73	55
매출총이익	11	15	22	35	27
영업이익	1	2	6	13	5
EBITDA	2	3	7	15	9
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	0	-1	0	0	-1
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	2	1	6	13	9
당기순이익	2	1	5	12	8
지배주주순이익	2	1	5	12	8
증가율(%)					
매출액	29.1	24.3	56.5	41.9	-24.5
영업이익	흑전	46.9	210.8	112.7	-64.4
EBITDA	514.9	41.4	163.5	114.5	-42.1
순이익	726.8	-32.6	355.0	120.0	-31.6
이익률(%)					
매출총이익률	41.0	45.4	43.6	47.3	48.2
영업이익률	5.0	5.9	11.7	17.6	8.3
EBITDA 이익률	7.3	8.3	14.0	21.2	16.2
세전이익률	6.0	3.0	12.1	18.2	16.1
순이익률	6.5	3.5	10.2	15.8	14.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
영업현금흐름	1	1	4	6	3
당기순이익	2	1	5	12	8
자산상각비	1	1	1	3	4
운전자본증감	-2	-1	-4	-11	-6
매출채권 감소(증가)	6	6	-6	-7	4
재고자산 감소(증가)	-2	0	-2	-1	-8
매입채무 증가(감소)	-6	-7	3	0	-1
투자현금흐름	-3	-3	-2	-23	-6
유형자산처분(취득)	-1	-1	0	-1	-5
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-17	6
재무현금흐름	6	1	6	17	6
차입금의 증가(감소)	-2	0	-2	-3	5
자본의 증가(감소)	8	0	7	20	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	2	3	9	18	11
(-)운전자본증감(감소)	2	1	4	8	6
(-)설비투자	1	1	0	1	5
(+)자산매각	-2	-2	-2	-2	-2
Free Cash Flow	-2	-1	3	6	-2
(-)기타투자	0	1	1	6	5
잉여현금	-2	-2	2	0	-7
NOPLAT	1	1	5	11	4
(+) Dep	1	1	1	3	4
(-)운전자본투자	2	1	4	8	6
(-)Capex	1	1	0	1	5
OpFCF	-2	0	2	5	-3

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	19	18	34	61	64
현금성자산	5	4	12	29	28
매출채권	7	7	13	20	15
재고자산	6	7	9	9	17
비유동자산	6	8	7	16	26
투자자산	2	3	2	5	12
유형자산	1	2	1	6	9
무형자산	2	3	4	4	5
자산총계	24	26	41	77	89
유동부채	9	8	11	13	18
매입채무	3	3	6	7	5
유동성이자부채	5	5	3	3	10
비유동부채	2	3	4	7	6
비유동이자부채	0	0	0	2	1
부채총계	11	11	15	19	24
자본금	3	3	3	3	3
자본잉여금	16	16	22	42	42
이익잉여금	-5	-4	1	12	20
자본조정	0	0	1	1	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	13	15	26	58	65

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
주당지표					
EPS	-	-	-	868	594
BPS	2,511	2,751	4,673	4,324	4,907
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-	-	-	1,316	830
ROA(%)	8.5	4.6	15.7	19.6	9.5
ROE(%)	20.0	8.2	25.6	27.6	12.9
ROIC(%)	8.4	9.9	30.9	44.2	10.7
Multiples(x, %)					
PER	-	-	-	24.7	44.9
PBR	-	-	-	5.0	5.4
PSR	-	-	-	3.9	6.4
PCR	-	-	-	16.3	32.1
EV/EBITDA	-	0.3	-	16.9	37.7
배당수익률	-	-	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	81.5	75.7	57.1	33.2	36.6
Net debt/Equity	-3.3	6.0	-33.3	-42.4	-25.6
Net debt/EBITDA	-22.9	32.0	-121.4	-157.8	-186.6
유동비율	214.9	214.8	308.5	483.7	356.6
이자보상배율(배)	7.4	14.5	45.6	68.7	19.9
자산구조(%)					
투하자본	63.7	69.5	54.9	49.0	52.0
현금+투자자산	36.3	30.5	45.1	51.0	48.0
자본구조(%)					
차입금	25.5	25.1	11.7	7.7	14.7
자기자본	74.5	74.9	88.3	92.3	85.3

제로투세븐 (159580)

내년부터 레벨업



▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Buy (유지)

목표주가(유지): 18,000원

현재 주가(6/17)	13,150원
상승여력	▲36.9%
시가총액	2,634억원
발행주식수	20,033천주
52 주 최고가 / 최저가	15,200 / 6,590원
90 일 일평균 거래대금	136.24억원
외국인 지분율	0.9%

주주 구성	
김정민 (외 7 인)	57.9%
대산-K&T 신기술투자조합 (외)	9.5%
자사주 (외 1 인)	1.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-9.6	23.5	44.5	68.6
상대수익률(KOSDAQ)	-13.9	17.1	38.2	32.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	214	141	129	173
영업이익	11	1	14	29
EBITDA	16	6	19	34
지배주주순이익	9	-1	12	23
EPS	466	-31	577	1,153
순차입금	10	-4	-12	-30
PER	22.4	-	22.8	11.4
PBR	2.9	2.4	3.1	2.5
EV/EBITDA	13.5	29.1	13.3	6.9
배당수익률	-	-	-	-
ROE	13.7	-0.8	14.8	24.1

주가 추이



펀더멘탈이 개선된 코스메틱, 구조적 변화가 진행 중인 패션 등 부문별 상황을 고려 시 내년부터는 이익 레벨업이 기대됩니다.

2Q21 실적 Preview

2Q21 실적은 매출액 327억원(-18% 이하 yoy), 영업이익 31억원(+30%), 당기순이익 28억원(+61%)을 전망한다. 부문별 실적은 1)패션▶매출액 82억원(-54%), 영업이익 -11억원(적지), 2)코스메틱▶매출액 175억원(+41%), 영업이익 37억원(+270%), 3)포장▶매출액 70억원(-26%), 영업이익 5억원(-77%)으로 추정했다. 1Q21과 유사하게 패션과 포장 부진 지속에도 코스메틱이 실적 개선을 견인할 것으로 보인다.

올해 매 분기 이익 개선 기대

올해 매 분기 이익 개선 흐름이 나타날 것으로 전망한다(영업이익▶2Q 31억원, 3Q 40억원, 4Q 53억원). 이는 부문별로 볼 때 1)패션▶①2Q21부터 재고 조정 물량 감소 가능성, ②2H21 온라인화 전환에 따른 고정비 감소, 2)코스메틱▶①중국 내 거래선 확대 온기 효과 및 인지도 제고, ②4Q21 면세점 매출 회복 기대, 3)포장▶Covid19 여파 완화에 따른 화복세(19년 수준 회복) 등이 기대되기 때문이다.

과거와 다른 이익 레벨이 예상되는 내년

이에 올해 실적은 매출액 1,282억원(-9%), 영업이익 137억원(+231%)을 기록하며 재차 턴어라운드할 것으로 전망된다. 그러나 올해보다 내년 실적에 더 주목할 필요가 있다. 1)온라인화 온기 효과에 따른 패션 적자 큰 폭 축소, 2)수출 성장세 지속(성장 중인 중국 유아동 화장품 시장 내 인지도 ↑), 3)Covid19 기저효과(면세점 및 포장 회복) 등으로 과거와 다른 이익 레벨이 예상되기 때문이다(22E 영업이익 286억원).

투자의견 'Buy', 목표주가 18,000원 유지

투자의견 'Buy', 목표주가 18,000원을 유지한다. ①코스메틱 수출 성장 본격화 및 면세점 회복에 따른 실적 개선세 지속(영업이익: '20 62억원, '21E 137억원, '22E 216억원), ②그 간 실적 하방 요인으로 작용했던 패션의 구조적 전환 등을 고려 시 실적 턴어라운드 확대가 기대되기 때문이다. 해당 목표주가는 12M.F.EPS에 Target PER 22x(화장품과 포장 업종 평균 PER을 이익 비율로 가중 평균)를 적용하여 산출했다.

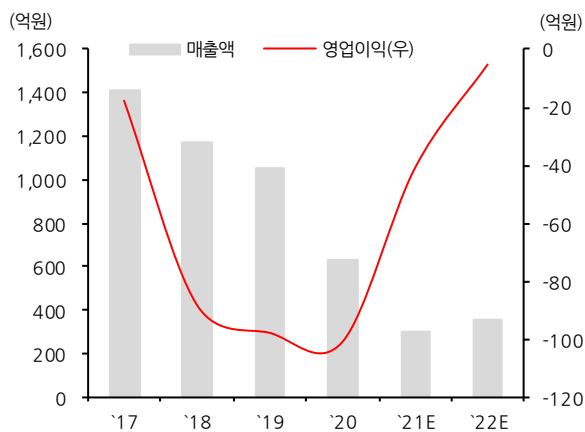
[표3] 제로투세븐의 연간 및 분기 실적 추이와 전망

(단위: 억원)

	2019	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	2,136	1,410	1,282	1,735	339	396	317	357	309	327	297	349
yoy	36.7%	-34.0%	-9.1%	35.4%	-24.9%	-32.4%	-37.7%	-39.3%	-8.9%	-17.5%	-6.5%	-2.2%
패션	1,053	626	302	352	158	177	135	156	93	82	67	59
코스메틱	696	483	667	1,020	96	124	104	159	155	175	137	200
포장	359	301	312	363	86	94	79	42	61	70	92	90
중국	28	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익	112	6	137	286	-6	24	2	-14	14	31	40	53
yoy	흑전	-94.9%	2310.8%	108.4%	적전	-57.0%	-92.1%	적전	흑전	28.6%	2206.7%	흑전
margin	5.3%	0.4%	10.7%	16.5%	-1.6%	6.0%	0.5%	-4.0%	4.4%	9.3%	13.7%	15.6%
패션	-98	-101	-43	-5	-29	-7	-18	-47	-22	-11	-7	-4
코스메틱	149	62	137	216	10	10	8	35	33	37	28	39
포장	79	45	44	74	14	21	12	-2	3	5	18	18
중국	-18	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
당기순이익	93	-6	114	232	0	18	-4	-20	14	28	30	42
yoy	흑전	적전	흑전	104.2%	-99.2%	-67.4%	적전	적전	흑전	59.9%	흑전	흑전

자료: 제로투세븐, 한화투자증권 리서치센터

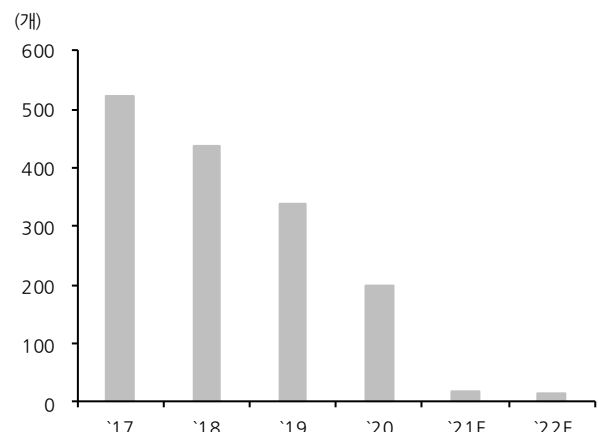
[그림55] 연간 패션 매출액과 영업이익 추이와 전망



주: 중국 제외

자료: 제로투세븐, 한화투자증권 리서치센터

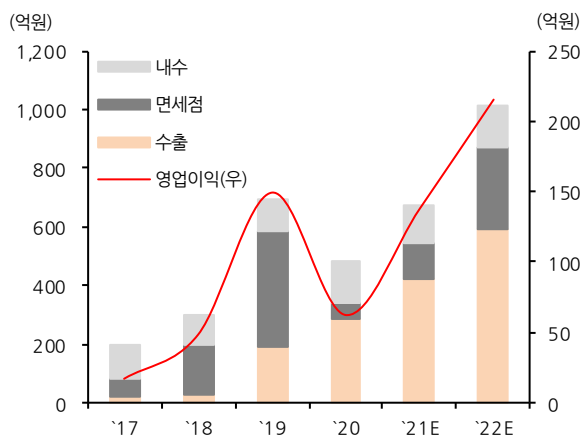
[그림56] 패션 오프라인 매장 추이와 전망



주: 중국 제외

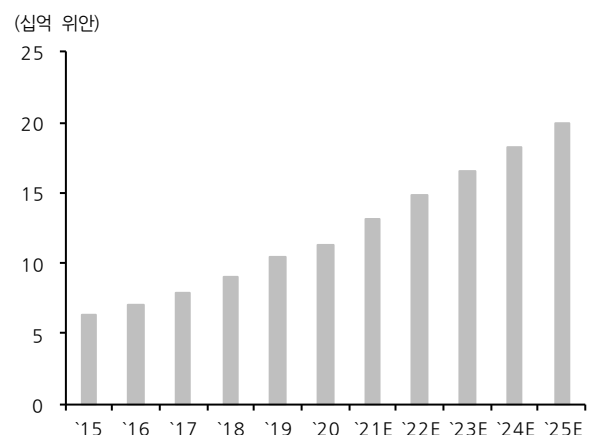
자료: 제로투세븐, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 연간 코스메틱 매출액과 영업이익 추이와 전망



자료: 제로투세븐, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 중국 유아동 화장품 시장 규모 추이와 전망



자료: 유로모니터, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	156	214	141	129	173
매출총이익	69	91	52	53	79
영업이익	-3	11	1	14	29
EBITDA	-1	16	6	19	34
순이자손익	-1	-1	0	0	0
외화관련손익	0	0	-1	0	0
지분법손익	0	0	-2	0	0
세전계속사업손익	-5	11	-1	14	29
당기순이익	-6	9	-1	11	23
지배주주순이익	-6	9	-1	11	23
증가율(%)					
매출액	-15.2	36.7	-34.0	-8.7	34.6
영업이익	적지	흑전	-94.9	2,361.4	103.6
EBITDA	적전	흑전	-65.0	232.8	76.9
순이익	적지	흑전	적전	흑전	100.0
이익률(%)					
매출총이익률	43.8	42.6	36.9	41.2	45.7
영업이익률	-2.2	5.3	0.4	10.9	16.5
EBITDA 이익률	-0.8	7.6	4.0	14.7	19.4
세전이익률	-2.9	5.4	-0.8	10.9	16.8
순이익률	-4.1	4.4	-0.4	9.0	13.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	4	13	20	9	22
당기순이익	-6	9	-1	12	23
자산상각비	2	5	5	5	5
운전자본증감	7	-3	15	-8	-5
매출채권 감소(증가)	3	0	11	-6	-3
재고자산 감소(증가)	4	3	11	4	-8
매입채무 증가(감소)	4	-3	0	-4	9
투자현금흐름	5	-5	-6	-2	-4
유형자산처분(취득)	-1	-5	-3	-1	-3
무형자산 감소(증가)	0	0	1	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	-3	-18	-9	0	-8
차입금의 증가(감소)	-1	-18	-9	0	-8
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	-2	18	7	18	27
(-)운전자본증감(감소)	0	-1	-17	9	5
(-)설비투자	1	7	3	1	3
(+)자산매각	0	1	1	0	0
Free Cash Flow	-3	13	22	8	19
(-)기타투자	-14	3	5	0	0
잉여현금	11	10	17	8	18
NOPLAT	-2	9	0	12	23
(+) Dep	2	5	5	5	5
(-)운전자본투자	0	-1	-17	9	5
(-)Capex	1	7	3	1	3
OpFCF	-1	7	19	7	20

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	89	70	53	63	85
현금성자산	20	10	15	23	33
매출채권	23	22	10	17	20
재고자산	46	38	27	23	31
비유동자산	46	57	58	54	54
투자자산	6	14	14	14	16
유형자산	19	25	26	23	22
무형자산	20	19	18	17	16
자산총계	135	128	111	117	139
유동부채	57	45	31	25	24
매입채무	23	19	16	12	21
유동성이자부채	20	16	8	8	0
비유동부채	14	10	8	8	8
비유동이자부채	10	4	3	3	3
부채총계	72	55	39	33	32
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	66	66	66	66	66
이익잉여금	-9	0	-1	11	34
자본조정	-4	-3	-3	-3	-3
자기주식	-3	-3	-3	-3	-3
자본총계	63	73	72	84	107

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	-483	466	-31	577	1,153
BPS	3,160	3,635	3,607	4,199	5,352
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-140	875	354	880	1,331
ROA(%)	-5.7	7.1	-0.5	10.1	18.0
ROE(%)	-14.1	13.7	-0.8	14.8	24.1
ROIC(%)	-4.3	11.4	0.6	18.7	34.3
Multiples(x, %)					
PER	-	22.4	-	22.8	11.4
PBR	2.2	2.9	2.4	3.1	2.5
PSR	0.6	1.0	1.2	2.0	1.5
PCR	-	11.9	24.0	14.9	9.9
EV/EBITDA	-	13.5	29.1	13.3	6.9
배당수익률	-	-	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	113.2	75.4	53.7	39.2	29.9
Net debt/Equity	15.7	13.5	-6.0	-14.1	-28.2
Net debt/EBITDA	-834.0	60.2	-75.5	-62.6	-90.0
유동비율	155.8	156.6	169.3	248.7	349.8
이자보상배율(배)	-	12.7	1.1	35.0	71.3
자산구조(%)					
투하자본	73.6	76.8	66.6	63.3	58.2
현금+투자자산	26.4	23.2	33.4	36.7	41.8
자본구조(%)					
차입금	32.2	21.0	13.3	11.6	2.7
자기자본	67.8	79.0	86.7	88.4	97.3

금강공업 (014280)

상반기보다 하반기, 올해보다 내년이 좋다



▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Not Rated

현재 주가(6/17)	8,130원
상승여력	-
시가총액	2,372억원
발행주식수	29,175천주
52 주 최고가 / 최저가	8,430 / 3,135원
90 일 일평균 거래대금	23.79억원
외국인 지분율	2.0%
주주 구성	
안영순 (외 7 인)	38.7%
자사주 (외 1 인)	8.6%
전장열 (외 1 인)	2.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	21.2	53.7	63.3	143.0
상대수익률(KOSPI)	17.0	46.6	45.4	90.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019	2020
매출액	613	568	550	502
영업이익	46	25	3	-1
EBITDA	120	86	69	57
지배주주순이익	24	14	-9	-2
EPS	983	595	-369	-60
순차입금	221	259	260	237
PER	5.8	6.9	-	-
PBR	0.5	0.4	0.4	0.5
EV/EBITDA	3.0	4.2	5.2	6.7
배당수익률	1.7	2.4	2.1	-
ROE	9.0	5.2	-3.2	-0.6

주가 추이



하반기부터 실적 턴어라운드 본격화될 것으로 기대되는 전자재 업체입니다.

국내 알루미늄 M/S 2위 업체

금강공업은 품목시스템에 강점을 지닌 강관 및 건설용 가설자재 업체이다. 주요 사업부문은 ①강관(흑관, 백관 등), ②판넬(알루미늄, 강판 등), ③가설재(조선통 발판, 클램프 등), ④사료(가축용 배합사료 등) 고려산업, ⑤선박엔진(선박용 엔진밸브 등) 케이에스피, ⑥기타(모듈러 건축 등)로 분류된다. 지난해 사업 부문별 매출액 비중은 강관 19%, 판넬 30%, 가설재 4%, 사료 36%, 선박엔진 7%, 기타 2%이다.

하반기부터 판넬 부문 실적 턴어라운드 본격화

2H21부터 Cash cow인 판넬 부문의 실적 턴어라운드 본격화가 전망된다. 이는 ①물량↑: 주거용 건축 착공면적 증가 지속(건축 수주, 분양 계획 고려)에 따른 알루미늄 수요 확대, ②단가↑: 업황 회복과 가격 경쟁 강도 완화(업체 구조조정), ③비용↓: 판넬 부문 감가상각비 감소 등 때문이다. 또한 판넬 수출도 주요 수출국(동남아, 인도 등)의 정부주도 경제활성화 정책(주택 공급)을 고려 시 점차 회복될 것으로 보인다.

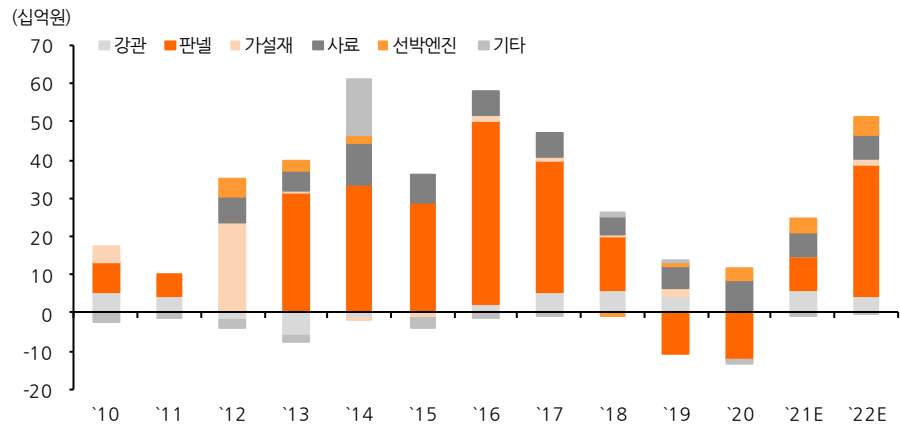
올해보다 내년이 더 좋다

올해 연결 실적은 매출액 5,801억원(+16% yoy), 영업이익 239억원(흑전)을 예상한다. ①주택 공급 증가>판넬 부문, ②전방산업 회복 및 판가 상승>강관 부문 등이 실적 턴어라운드의 주요 요인이다. 내년에도 ①21년 분양 물량 증가(알루미늄 Q, P 개선 지속), ②조선 업황 개선(가설재-선박엔진 실적 증가) 등으로 실적 개선세가 확대될 수 있어 과거 업황 호조 수준의 이익 레벨 회복이 기대된다.

주가 우상향 흐름 기대

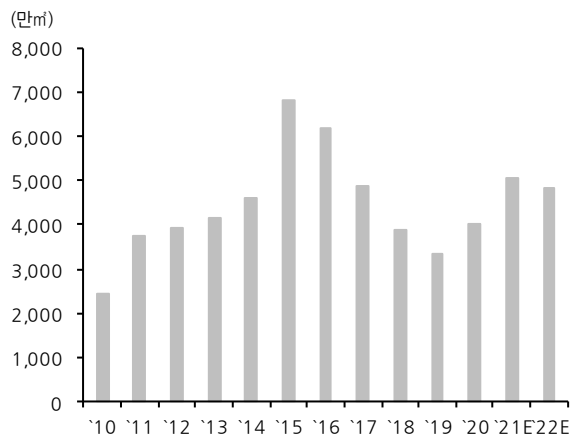
동사 주가의 우상향 흐름이 기대된다. ①전자재 업체들에 대한 시장 관심 제고 가능성(주요 건설지표 개선, 정부 주택 공급 확대 정책 등에 따른 전자재 업황 개선 가시성 증대), ②판넬 부문 실적 턴어라운드 본격화와 전방 업황 개선에 따른 타 부문 실적 정상화(올해 5년 만에 증익 전환 후 내년 과거 업황 호조 시기의 이익 레벨 회복 기대) 등을 고려 시 기업가치 재평가 여지가 있기 때문이다.

[그림59] 사업 부문별 영업이익 추이와 전망



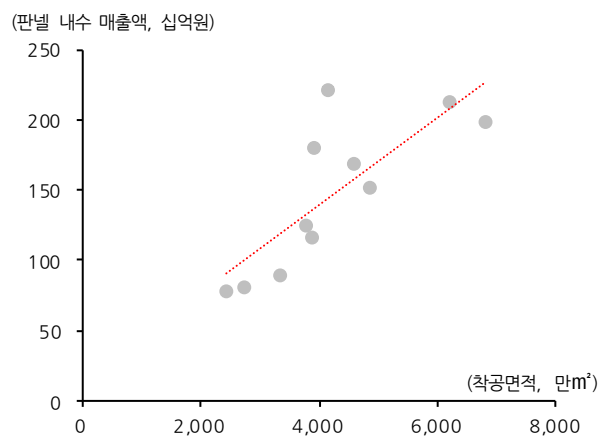
자료: 금강공업, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 주거용 건축 착공면적 추이와 전망



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

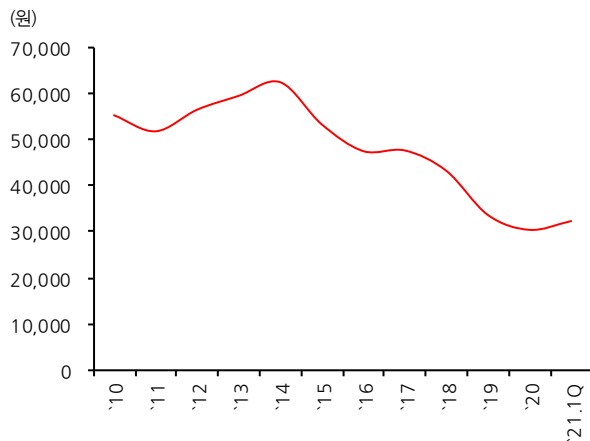
[그림61] 주거용 건축 착공면적과 판넬 내수 매출액 관계



주: 주거용 건축 착공면적은 1년 Lagging

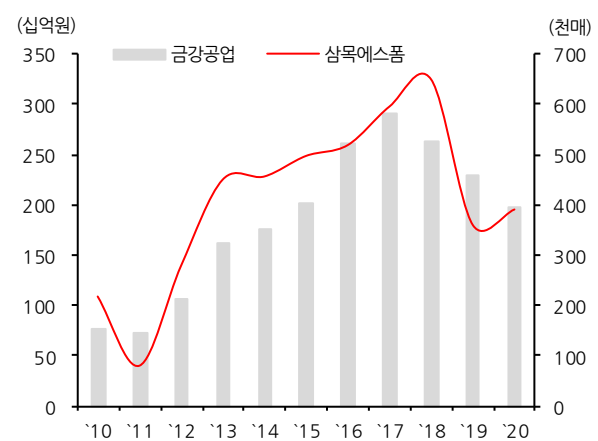
자료: 통계청, 금강공업, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 알루미늄품 임대단가 추이



자료: 금강공업, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 금강공업과 삼목에스폼 생산능력



주: 사업보고서 생산능력 기준, 금강공업 금액, 삼목에스폼 수량

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	603	613	568	550	502
매출총이익	134	126	102	86	69
영업이익	56	46	25	3	-1
EBITDA	119	120	86	69	57
순이자손익	-7	-7	-8	-11	-9
외화관련손익	-1	-1	1	2	-5
지분법손익	3	2	0	1	0
세전계속사업손익	50	40	23	-2	3
당기순이익	36	27	15	-5	2
지배주주순이익	31	24	14	-9	-2
증가율(%)					
매출액	6.6	1.7	-7.4	-3.2	-8.7
영업이익	74.7	-18.4	-44.9	-89.7	적전
EBITDA	33.4	0.7	-28.2	-19.8	-17.2
순이익	368.4	-25.5	-44.2	적전	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	22.2	20.5	18.0	15.6	13.8
영업이익률	9.3	7.5	4.5	0.5	-0.3
EBITDA 이익률	19.7	19.5	15.1	12.5	11.4
세전이익률	8.3	6.4	4.1	-0.4	0.6
순이익률	5.9	4.3	2.6	-0.9	0.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
영업현금흐름	47	10	22	28	14
당기순이익	36	27	15	-5	2
자산상각비	63	74	61	66	59
운전자본증감	-64	-95	-47	-38	-43
매출채권 감소(증가)	-15	-19	-38	-11	4
재고자산 감소(증가)	-60	-87	-37	-62	-19
매입채무 증가(감소)	16	12	32	32	-5
투자현금흐름	-26	-16	-39	0	38
유형자산처분(취득)	-16	-12	-37	-19	-36
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	1
투자자산 감소(증가)	-9	-3	-4	15	3
재무현금흐름	-17	19	32	-28	-45
차입금의 증가(감소)	-14	19	35	-25	-39
자본의 증가(감소)	-3	0	-3	-3	-2
배당금의 지급	3	3	3	3	2
총현금흐름	125	127	91	80	66
(-)운전자본증감(감소)	-34	17	27	39	-45
(-)설비투자	20	14	38	21	43
(+)자산매각	4	2	0	2	8
Free Cash Flow	143	98	26	21	76
(-)기타투자	98	78	18	-6	17
잉여현금	45	20	8	27	58
NOPLAT	40	31	16	2	-1
(+) Dep	63	74	61	66	59
(-)운전자본투자	-34	17	27	39	-45
(-)Capex	20	14	38	21	43
OpFCF	117	74	11	8	59

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	268	307	363	389	307
현금성자산	77	96	119	100	86
매출채권	120	121	137	116	103
재고자산	62	81	97	120	101
비유동자산	442	450	490	445	472
투자자산	78	78	91	61	80
유형자산	355	362	391	375	384
무형자산	9	9	9	9	8
자산총계	711	756	853	834	779
유동부채	338	390	422	444	352
매입채무	57	54	65	63	53
유동성이자부채	244	293	320	337	267
비유동부채	68	36	76	44	74
비유동이자부채	52	24	58	23	55
부채총계	406	425	499	488	426
자본금	25	25	25	25	27
자본잉여금	32	32	32	33	40
이익잉여금	207	228	240	228	228
자본조정	-7	-12	-12	-14	-20
자기주식	-4	-4	-4	-4	-8
자본총계	305	331	354	346	353

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
주당지표					
EPS	1,263	983	595	-369	-60
BPS	10,318	10,958	11,452	10,865	10,262
DPS	100	100	100	80	40
CFPS	5,041	5,105	3,643	3,194	2,556
ROA(%)	4.4	3.3	1.8	-1.1	-0.2
ROE(%)	12.7	9.0	5.2	-3.2	-0.6
ROIC(%)	8.1	6.1	2.9	0.3	-0.2
Multiples(x, %)					
PER	6.2	5.8	6.9	-	-
PBR	0.8	0.5	0.4	0.4	0.5
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
PCR	1.6	1.1	1.1	1.2	2.1
EV/EBITDA	3.5	3.0	4.2	5.2	6.7
배당수익률	1.3	1.7	2.4	2.1	0.7
안정성(%)					
부채비율	133.2	128.5	140.8	141.1	120.6
Net debt/Equity	71.8	66.7	73.0	75.1	67.0
Net debt/EBITDA	184.1	184.4	301.1	377.0	414.4
유동비율	79.3	78.7	85.9	87.5	87.1
이자보상배율(배)	6.3	4.9	2.3	0.2	-
자산구조(%)					
투하자본	76.2	75.0	73.5	78.2	77.3
현금+투자자산	23.8	25.0	26.5	21.8	22.7
자본구조(%)					
차입금	49.2	48.9	51.6	51.0	47.7
자기자본	50.8	51.1	48.4	49.0	52.3

엘이티 (297890)

종합 장비 업체로 변모 기대



▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Not Rated

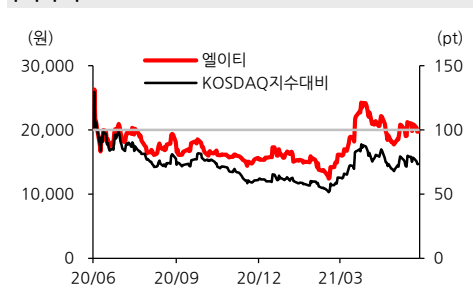
현재 주가(6/17)	19,100원
상승여력	-
시가총액	1,358억원
발행주식수	7,109천주
52 주 최고가 / 최저가	26,300 / 12,400원
90 일 일평균 거래대금	18.92억원
외국인 지분율	1.2%
주주 구성	
에이치비테크놀로지 (외 3 인)	65.6%
엘이티우리스주 (외 1 인)	8.9%
김근태 (외 1 인)	0.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.5	27.3	24.0	-
상대수익률(KOSDAQ)	1.2	21.0	17.7	-

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019	2020
매출액	28	50	47	21
영업이익	8	12	11	-2
EBITDA	8	12	11	-1
지배주주순이익	5	10	7	-2
EPS	-	-	-	-320
순차입금	-7	-2	-10	-29
PER	-	-	-	-
PBR	-	-	-	3.1
EV/EBITDA	-	-	-	-
배당수익률	-	-	-	-
ROE	47.7	61.9	30.3	-6.0

주가 추이



디스플레이 모듈 공정 장비 업체

엘이티는 디스플레이 모듈 공정 장비 업체이다. 주요 제품은 ①Mobile >FoD 라미(Flexible OLED 디스플레이에 지문센서 부착), UTG 라미 (다수의 초박막 유리를 적층·합착), BPL, CRD, Potting, ②TV>복합기, 배면 도포기, Side Sealing 도포기이다. 지난해 제품별 매출액 비중은 도포기 39%, 조립기 34%, 검사기 4%, UTG 라미 9%, 기타 14%이다.

코로나19 여파로 실적 부진 그러나 아직 성장성은 충분

지난해 실적이 부진했다. 코로나19 여파로 고객사 투자 규모가 감소했고, 폴더블 관련 설비인 UTG, BPL 등에 대한 투자도 연기됐기 때문이다. 그러나 ①엔드 유저의 폴더블폰 대중화 전략>UTG 라미 수요↑, ②글로벌 스마트폰 업체들의 FoD 적용 확대 흐름>FoD 라미 수요↑, ③내년 신공정 관련 투자 등 고려 시 아직 성장성은 충분해 보인다.

케이맥과 합병을 통해 종합 장비 업체로 변모 기대

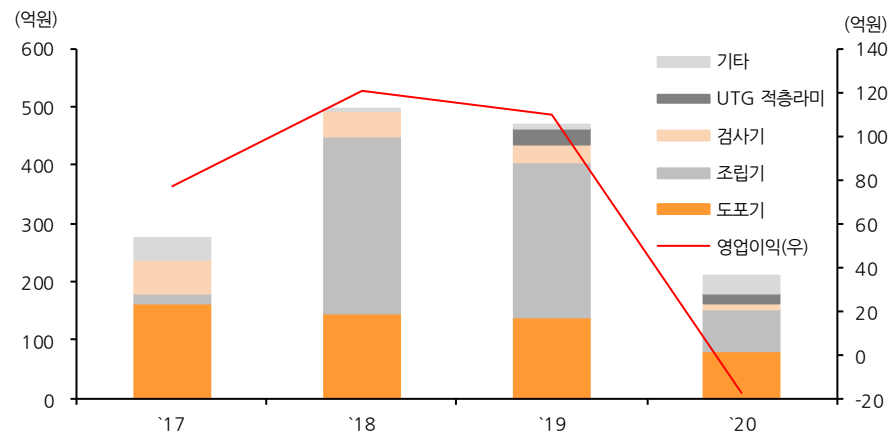
케이맥과 합병 후(에이치비솔루션) 기대되는 효과는 다음과 같다.

i. 기존(OLED): ①OLED 전·후공정 장비 납품 가능(케이맥→전공정, 엘이티→후공정), ②고객사 이원화 니즈에 따른 QD-OLED용 잉크젯 프린터 장비(美 카티바社와 협업) 시장 신규 진출(Q1 向 QD 서브픽셀용 장비 1대 초도 납품 기대) 등을 고려 시 전방산업 투자가 재개된다면 과거보다 수혜의 폭이 상당히 커질 것으로 예상된다.

ii. 신규(반도체): ①비파괴 방식 계측 장비 필요성 증대(웨이퍼 손실 ↓, 수율↑), ②경쟁사 대비 강점(분석 시간↓, 박막 두께 측정 및 물성 분석 모두 가능), ③고객사 국산화 니즈 등 고려 시 반도체 극초박막 분석 장비(Nano MEIS)의 성장이 기대된다. 현재 분석실용 장비로 상용 완료 후 반도체 제조사 向 In-line 타입 장비 개발을 진행 중이다.

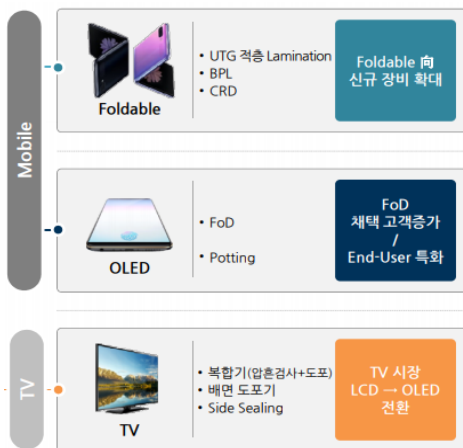
기업가치 재평가가 기대된다. ①종합 장비 업체(OLED 전·후공정 및 반도체 장비)로 변모, ②내년 전방산업 투자 재개로 인한 실적 개선 가능성 등 때문이다. 특히 산업 내 중요도 제고, 높은 기술적 난이도, 국산화 니즈 등으로 반도체 계측과 OLED 잉크젯 프린터 장비 관련 업체들이 높은 주가 멀티플을 부여 받고 있는 점에서 더욱 그렇다.

[그림64] 제품별 매출액과 영업이익 추이



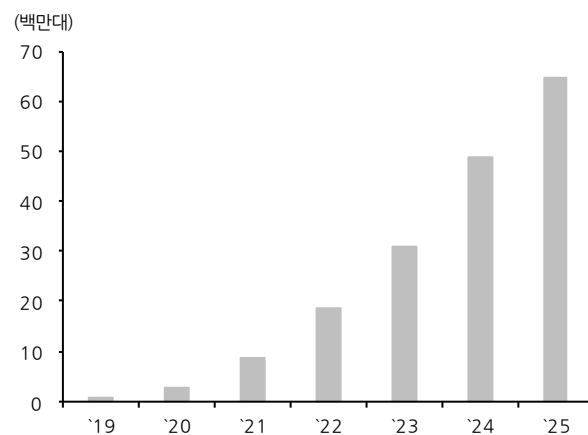
자료: 엘이티, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 제품별 성장 포인트



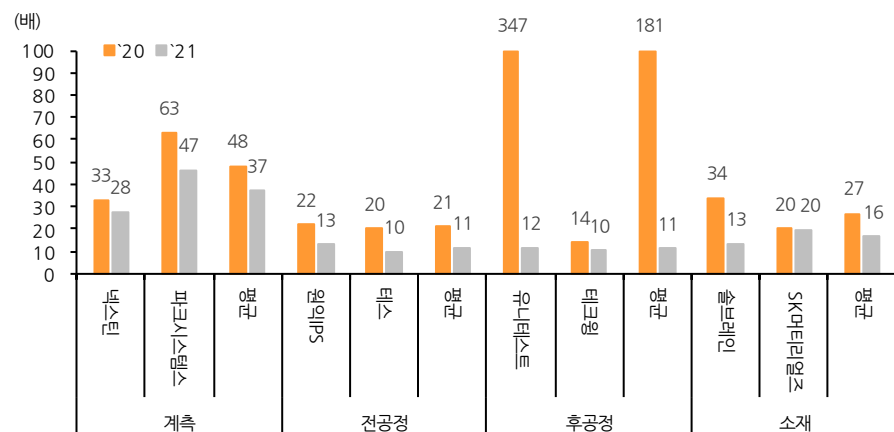
자료: 엘이티, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 글로벌 폴더블폰 판매 전망 ('20.10 추정 기준)



자료: SA, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] 반도체 관련 업체 지난해 및 올해 예상 PER



자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	30	28	50	47	21
매출총이익	6	11	16	17	3
영업이익	3	8	12	11	-2
EBITDA	3	8	12	11	-1
순이자손익	0	0	1	-1	-1
외화관련손익	1	-1	0	1	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	3	6	14	10	-3
당기순이익	2	5	10	7	-2
지배주주순이익	2	5	10	7	-2
증가율(%)					
매출액	81.2	-6.3	79.5	-5.6	-55.0
영업이익	75.5	208.1	55.4	-9.1	적전
EBITDA	69.6	197.9	54.5	-5.6	적전
순이익	91.9	108.6	103.5	-29.2	적전
이익률(%)					
매출총이익률	21.5	41.3	32.3	36.0	12.0
영업이익률	8.5	28.0	24.2	23.3	-8.4
EBITDA 이익률	8.9	28.4	24.4	24.4	-5.7
세전이익률	10.3	23.0	27.6	21.5	-11.9
순이익률	8.3	18.5	21.0	15.7	-10.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
영업현금흐름	0	12	12	10	3
당기순이익	2	5	14	7	-2
자산상각비	0	0	0	1	1
운전자본증감	0	6	0	-2	5
매출채권 감소(증가)	0	12	-2	0	6
재고자산 감소(증가)	0	-4	3	1	0
매입채무 증가(감소)	0	-2	0	1	-3
투자현금흐름	0	-1	-1	-2	-10
유형자산처분(취득)	0	0	-9	-2	0
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	-1	0	0	-10
재무현금흐름	0	-7	0	2	17
차입금의 증가(감소)	6	-7	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	2	17
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	3	7	13	15	0
(-)운전자본증가(감소)	8	-3	0	2	-3
(-)설비투자	0	0	9	2	0
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	-5	10	4	12	2
(-)기타투자	-8	-3	-8	1	-2
잉여현금	3	13	12	11	4
NOPLAT	2	6	9	8	-1
(+) Dep	0	0	0	1	1
(-)운전자본투자	8	-3	0	2	-3
(-)Capex	0	0	9	2	0
OpFCF	-6	9	1	5	2

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	21	18	27	39	52
현금성자산	1	7	16	26	45
매출채권	19	5	7	8	1
재고자산	1	5	2	1	1
비유동자산	4	4	13	15	14
투자자산	1	4	3	4	4
유형자산	4	0	9	11	10
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	25	22	40	54	66
유동부채	19	7	7	8	20
매입채무	11	4	4	5	2
유동성이자부채	7	0	0	0	17
비유동부채	0	0	14	16	0
비유동이자부채	0	0	14	16	0
부채총계	19	7	21	23	21
자본금	2	2	1	2	4
자본잉여금	2	2	5	9	25
이익잉여금	8	18	28	36	33
자본조정	-7	-7	-16	-16	-16
자기주식	-7	-7	0	0	0
자본총계	6	15	18	30	45

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
주당지표					
EPS	-	-	-	-	-320
BPS	15,266	27,700	57,298	4,594	5,127
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-	-	-	-	-22
ROA(%)	14.8	21.8	33.8	15.8	-3.8
ROE(%)	50.0	47.7	61.9	30.3	-6.0
ROIC(%)	27.2	62.7	74.1	44.1	-7.0
Multiples(x, %)					
PER	-	-	-	-	-
PBR	-	-	-	-	3.1
PSR	-	-	-	-	5.3
PCR	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	2.1	-	-	-	-
배당수익률	-	-	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	307.4	43.7	116.3	77.0	45.4
Net debt/Equity	92.2	-45.9	-10.7	-34.1	-62.9
Net debt/EBITDA	214.9	-89.9	-16.2	-90.2	2,362.6
유동비율	109.8	271.6	395.7	508.9	253.9
이자보상배율(배)	97.5	252.7	29.9	10.1	-
자산구조(%)					
투하자본	87.4	42.5	45.2	40.0	25.6
현금+투자자산	12.6	57.5	54.8	60.0	74.4
자본구조(%)					
차입금	51.9	0.0	44.0	34.3	27.0
자기자본	48.1	100.0	56.0	65.7	73.0



에코프로에이치엔 (383310)

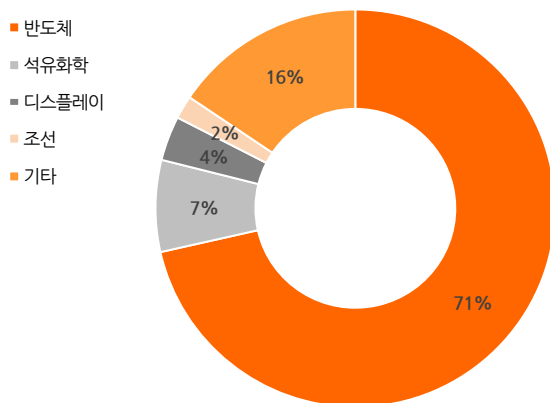
환경 사업에 대한 가치 재평가 기대

▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

에코프로 환경 사업이 분할되어 신설된 친환경 Total Solution 업체

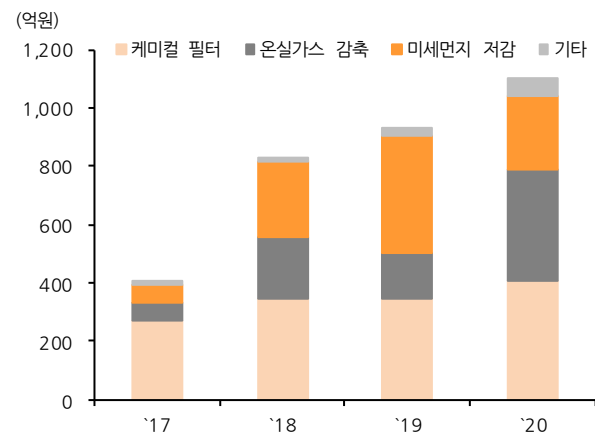
에코프로에이치엔은 친환경 Total Solution 전문 기업이다. 전방 산업은 반도체·디스플레이, 석유화학, 조선 등이다. 주요 사업 부문은 ①미세먼지 저감(각종 산업 현장에서 배출되는 VOCs 제거), ②온실가스 감축(반도체·디스플레이 산업에서 발생하는 온실가스 분해), ③케미컬 필터(반도체·디스플레이 공정의 클린룸 내부에서 발생하는 유해가스 제거) 등으로 구성된다. 지난해 기준 사업 부문별 매출액 비중은 미세먼지 저감 23%, 온실가스 감축 35%, 케미컬 필터 37%, 기타 5%이다.

[그림68] 전방 산업별 매출액 비중 (20년)



자료: 에코프로에이치엔, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 사업 부문별 매출액 추이



자료: 에코프로에이치엔, 한화투자증권 리서치센터

사업 부문별 성장 포인트

i. 미세먼지 저감: VOCs(휘발성 유기화합물) 저감 시스템의 대표 방식인 RTO(연소)와 최근 여러 공정에 적용 중인 VOCs 농축시스템의 주요 단점은 낮은 에너지 효율로 인한 높은 유지 비용이다. 반면 동사가 개발한 MW(microwave) 시스템은 기존 단점들을 보완한 차별화된 방식이다(기존 방식 대비 에너지 효율이 30% 향상). 최근 에너지 효율 정책 강화에 따라 유지 비용이 낮은 기술이 선호되며 많은 업체들이 관심을 보이고 있다. 현재 주요 고객사로 현대중공업 및 그 계열사들이 있다.

미세먼지 저감의 성장세 확대를 예상한다. 국내의 경우 ①정부 미세먼지 감축 목표(14년 대비 '22년 미세먼지 국내 배출량 32%↓), ②산업 부문 규제 강화 흐름(VOCs 발생 시설 관리 및 대기오염물질 배출 사업장 적용 강화 등)을 감안 시 화학, 자동차 산업 등에서 수요 증가가 기대된다. 수출도 증가할 전망이다. 해외 역시 대기 환경 규제, ESG 강화로 에너지 효율이 높은 동사의 MW 시스템에 대한 관심이 커 유럽(자동차), 일본(화학) 등지로 진출이 가시화되고 있기 때문이다.

ii. 온실가스 감축: 각 국의 온실가스 규제 강화로 반도체 디스플레이 업체들의 PFC(과불화탄소) 제거 설비 수요가 증가하고 있다. 특히 동사의 대용량 촉매식 PFCs 처리 설비(옥상까지 PFCs 끌어 올린 후 자체 개발한 촉매를 활용해 일괄 처리하는 방식)는 소용량 PFCs 처리 설비 대비 공간 활용도나 비용(Capex, 유지관리, 에너지 효율) 측면에서 유리해 내후년부터 고객사 확대가 예상된다. 향후 주요 고객사의 CVD 공정 내 온실가스(NF3) 제거 설비 사용 가능성은 추가 성장 동력이다.

iii. 케미컬 필터: 클린룸에 존재하는 각종 유해물질(VOCs, NH3, Acid 등)을 제거하는 필터로 수율 향상과 직원 건강 등을 위해 필수적인 제품이다. 소재 개발, 제작 조립, 설치까지 고객 맞춤형 Total Solution을 제공하고 있어(국내 유일) 시장 점유율 1위를 차지하고 있다. ①설치면적 2배 증가(공정 미세화 및 고도화), ②기존 필터(1~2년) 대비 교체 주기가 빠른 장비용 필터(6개월~1년) 매출 확대, ③고객사 Capa 확대 수혜, ④대만 등 중화권 진출 가능성 등 고려 시 성장세 지속이 예상된다.

iv. 신사업: 첫째, CDM 사업이다. ①온실가스 감축 기술(동사는 질산 생산 과정에서 배출되는 N2O 저감)을 개도국 기업에 투자, ②온실가스 저감 실적을 UNFCCC(유엔기후변화협약)로부터 인정, ③이를 한국 탄소 배출권 시장 판매하는 방식이다. 현재 양메이 그룹 등 중국 업체들과 협약을 통해 진행 중이다(22년부터 설비투자 후 24~25년부터 매출 발생). 둘째, MW 기술 활용이다. 에너지 저감에 강점이 있어 2차전지 건식공정 등 제습과 Air Dryer가 필요한 다양한 산업에 진출할 계획이다.

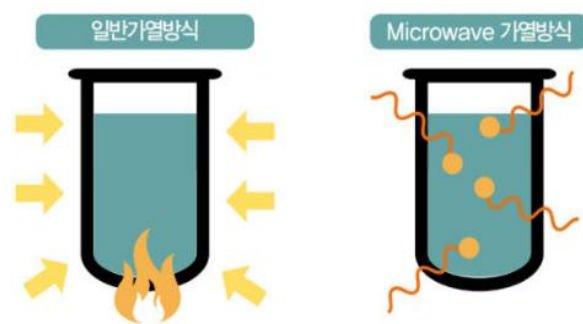
[그림70] 기존 RTO 설비 대비 MW 시스템 설비 비교

구분	단위	RTO(일반 기술)	MW시스템(동사)
처리용량	CNM	1,500	1,500
내부온도	℃	900	100~150
소비전력	KW	200	75

▷1,500CNM 장비 운영 시 일반 기술(RTO) 대비 소비전력 약 60% 절감 가능
→ ESG 지표 중 에너지 사용량 측면에 유리

자료: 에코프로에이치엔, 한화투자증권 리서치센터

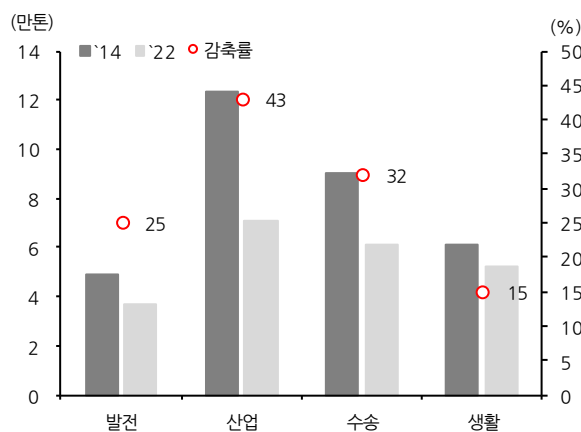
[그림71] 일반 가열 방식 대비 MW 시스템 가열 방식 비교



일반가열방식 vs Microwave 가열방식

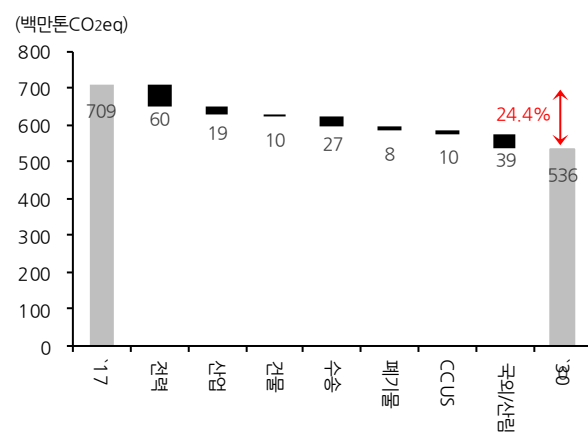
자료: 에코프로에이치엔, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] 부문별 미세먼지 배출량 감축 목표('14년 대비 '22년)



자료: 환경부, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] 정부의 온실가스 감축 목표

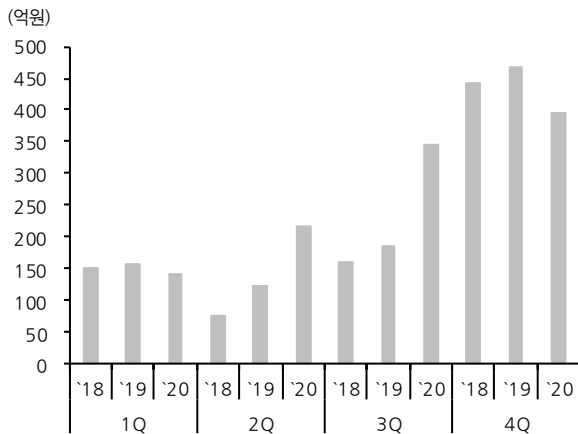


자료: 환경부, 한화투자증권 리서치센터

올해 큰 폭 실적 개선 예상

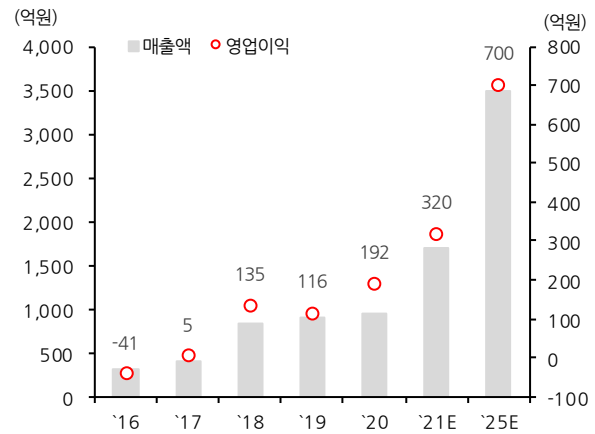
올해 실적은 매출액 1,712억원(+56% 이하 yoy), 영업이익 320억원(+67%)을 전망한다. 미세먼지 저감 부분의 큰 폭 실적 개선(현중 향 MW System 매출 증가), 케미컬 필터와 온실가스 감축 부분의 안정적 성장 지속 등 때문이다. 다만 실적의 상당 부분이 4Q에 집중될 것으로 보인다. 내년에도 케미컬 필터 성장 지속, 현대중공업 및 일본 업체 향 MW System 매출 발생, CVD 공정 내 온실가스(NF3) 제거 설비 납품 가능성 등을 고려 시 실적 개선 흐름이 이어질 것으로 기대된다.

[그림74] 분기 매출액 추이



자료: 에코프로에이치엔, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 연간 실적 추이와 전망



자료: 에코프로에이치엔, 한화투자증권 리서치센터

환경 사업에 대한 가치 재평가 기대(ESG 내 E-Scoring 개선을 위한 핵심기술 보유)

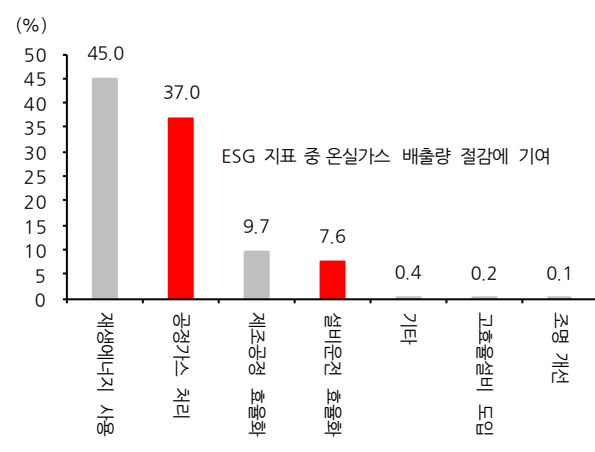
환경 사업에 대한 가치 재평가를 통해 주가 우상향 흐름이 나타날 것으로 기대한다. ESG의 중요성이 커지는 가운데 고객사의 성공적인 E-Scoring을 구축(온실가스 배출량↓, 에너지 사용량↓)할 수 있는 핵심기술을 보유한 만큼 향후 성장 여지가 커 국내 여타 그린 성장 관련 업체들과 같이 높은 주가 멀티플 부여가 가능하기 때문이다(해외 유사 환경 사업 업체들의 평균 21F P/E 25x).

[그림76] ESG의 Environment 핵심지표



자료: 한국기업지배구조원, 한화투자증권 리서치센터

[그림77] 고객사 온실가스 감축 결과



자료: 에코프로에이치엔, 한화투자증권 리서치센터



에이치피오 (357230)

다양한 성장 모멘텀(해외, OEM, 펫 푸드) 보유

▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Not Rated

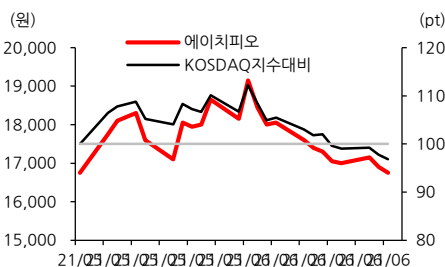
현재 주가(6/17)	17,850원
상승여력	-
시가총액	3,559억원
발행주식수	19,938천주
52 주 최고가 / 최저가	19,150 / 16,750원
90 일 일평균 거래대금	151.23억원
외국인 지분율	0.1%
주주 구성	
이현용 (외 1 인)	70.1%
에이치피오우리스사주 (외 1 인)	0.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.6	-	-	-
상대수익률(KOSDAQ)	-3.7	-	-	-

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019	2020
매출액	28	38	52	143
영업이익	5	7	10	26
EBITDA	5	7	10	27
지배주주순이익	3	6	7	17
EPS	212	371	484	1,028
순차입금	-5	-9	-10	-23
PER	-	-	-	-
PBR	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-
배당수익률	-	-	-	-
ROE	19.4	23.9	24.7	35.6

주가 추이



안정적 성장 기조, 타 브랜드 업체 대비 높은 해외 매출 비중, 신사업(OEM과 펫푸드) 성장성을 고려 시 향후 기업가치 제고가 기대됩니다.

프리미엄 브랜드 Denps를 보유한 건강기능식품 업체

에이치피오는 건강기능식품 개발·제조, 브랜드 마케팅 사업을 영위하는 업체이다. 유럽 현지 생산체계와 브랜드 정체성(Made in Denmark) 지닌 프리미엄 브랜드 Denps를 기반으로 하여 ‘덴마크 유산균 이야기(프로바이오틱스)’와 ‘트루바이타민(비타민)’ 등 다양한 제품 포트폴리오를 보유하고 있다. 제품별 매출액 비중은 프로바이오틱스 49%, 비타민 21%, 오메가락티움 등 신규 제품 23%, 기타 7%이다(1Q21 별도).

2Q21에도 양호한 실적 예상

비타민 및 신규 제품 판매 호조로 1Q21 연결 실적은 매출액 412억원(+27% 이하 yoy), 영업이익 75억원(+17%), 지배지분 순이익 56억원(+42%)의 양호한 결과를 시현했다. 다만 수익성은 면역 증강 제품(베타글루칸) 초기 출시 비용 등으로 소폭 하락했다. 2Q에도 면역 증강 제품 매출 증가에 따른 방송 효율성 개선, 비오팜 2공장 가동 효과(3Q부터 본격화) 등이 더해지며 YoY 실적 개선세 지속이 예상된다.

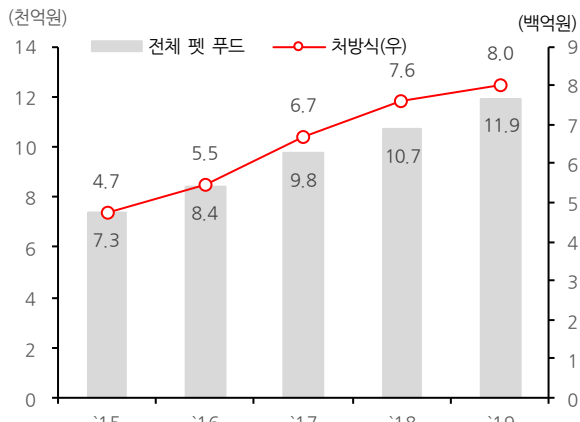
상장 첫 해인 올해에도 성장세 지속

상장 첫 해인 올해에도 성장세 지속이 가능해 보인다. ①주력 제품(프로바이오틱스, 비타민) M/S 상승, ②신규 제품(콜라겐, 오메가3, 락티움 등) 매출액 증가, ③2공장 가동에 따른 종속기업 비오팜(건기식 ODM/OEM 업체)의 실적 개선세 확대 등 때문이다. 이에 따라 '21년 연결 실적은 매출액 2,015억원(+41%), 영업이익 372억원(+45%), 지배지분 순이익 273억원(+61%)을 기록할 것으로 전망한다.

해외 매출 증가와 펫 푸드 연착륙 확인 시 Valuation 확장 기대

①프리미엄 브랜드 구축을 통한 하이엔드 제품 포트폴리오 확장 가능성(외형 성장과 안정적 수익성), ②해외 發 성장성 확대(해외 매출: '20년 100억원→'21년E 180억원), ③펫 푸드 시장 진출 및 종속기업 비오팜 성장 본격화 등 기존 브랜드 건기식 업체와 차별화된 성장 요인을 보유하고 있다고 판단된다. 향후 해외 매출 증가 및 펫 푸드 사업 연착륙 확인 시 Valuation 확장이 가능할 것으로 기대한다.

[그림78] 국내 펫 푸드 및 처방 사료 시장 규모



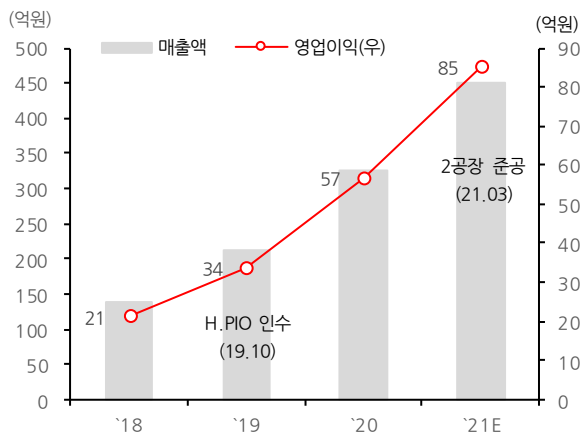
자료: 유로모니터, 한화투자증권 리서치센터

[그림79] 펫 푸드 사업 관련 스케줄



자료: 에이치피오, 한화투자증권 리서치센터

[그림80] 비오팜 매출액과 영업이익 추이 및 전망



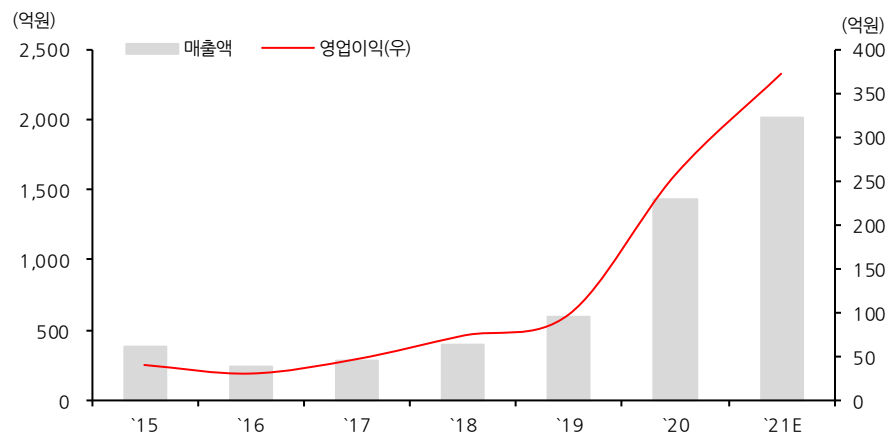
자료: 에이치피오, 한화투자증권 리서치센터

[그림81] 비오팜 고객사 현황



자료: 비오팜, 한화투자증권 리서치센터

[그림82] 연결 실적 추이 및 전망



자료: 에이치피오, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	24	28	38	52	143
매출총이익	17	21	27	35	86
영업이익	3	5	7	10	26
EBITDA	3	5	7	10	27
순이자손익	0	0	0	0	-1
외화관련손익	0	-1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	3	4	7	10	22
당기순이익	2	3	6	8	17
지배주주순이익	2	3	6	7	17
증가율(%)					
매출액	-37.6	19.9	35.2	35.0	176.9
영업이익	-24.4	54.3	54.5	39.7	154.3
EBITDA	-22.6	52.6	52.6	40.3	159.7
순이익	-23.8	41.1	75.2	41.2	117.8
이익률(%)					
매출총이익률	71.7	72.8	69.9	68.7	60.2
영업이익률	12.9	16.6	18.9	19.6	18.0
EBITDA 이익률	13.4	17.1	19.3	20.1	18.8
세전이익률	12.2	14.3	18.6	19.2	15.5
순이익률	9.5	11.2	14.5	15.2	12.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
영업현금흐름	1	4	7	4	22
당기순이익	2	3	6	8	17
자산상각비	0	0	0	0	1
운전자본증감	-2	1	1	-4	-5
매출채권 감소(증가)	-1	0	-1	-2	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	-2	-3
매입채무 증가(감소)	0	0	0	1	3
투자현금흐름	-3	-5	-2	-8	-5
유형자산처분(취득)	-4	-5	0	0	-4
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	1	0	0	-1	1
재무현금흐름	0	7	-1	0	-7
차입금의 증가(감소)	2	2	-1	0	0
자본의 증가(감소)	-2	4	0	0	-1
배당금의 지급	-2	0	0	0	-1
총현금흐름	2	3	6	9	27
(-)운전자본증가(감소)	2	0	-1	4	-1
(-)설비투자	4	5	0	0	4
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	-3	-1	7	4	23
(-)기타투자	0	0	2	7	7
잉여현금	-3	-2	5	-3	16
NOPLAT	2	4	6	8	20
(+) Dep	0	0	0	0	1
(-)운전자본투자	2	0	-1	4	-1
(-)Capex	4	5	0	0	4
OpFCF	-3	-1	7	4	17

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	6	11	16	25	41
현금성자산	3	8	13	13	23
매출채권	2	1	2	8	8
재고자산	1	1	1	4	8
비유동자산	10	15	17	29	49
투자자산	2	2	4	9	12
유형자산	8	13	13	17	26
무형자산	0	0	0	3	10
자산총계	16	26	33	54	90
유동부채	4	2	7	12	16
매입채무	1	1	1	6	10
유동성이자부채	3	1	3	3	0
비유동부채	0	3	0	0	3
비유동이자부채	0	3	0	0	0
부채총계	4	6	7	12	19
자본금	0	0	0	0	8
자본잉여금	0	5	5	5	3
이익잉여금	12	15	21	28	49
자본조정	0	0	0	0	1
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	12	21	26	42	71

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
주당지표					
EPS	150	212	371	484	1,028
BPS	805	1,382	1,721	2,196	3,626
DPS	-	-	-	-	-
CFPS	-	-	-	-	-
ROA(%)	14.7	14.9	18.8	16.7	23.2
ROE(%)	19.2	19.4	23.9	24.7	35.6
ROIC(%)	32.6	30.5	39.4	40.4	56.3
Multiples(x, %)					
PER	-	-	-	-	-
PBR	-	-	-	-	-
PSR	-	-	-	-	-
PCR	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
배당수익률	-	-	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	35.3	27.4	26.6	29.4	26.7
Net debt/Equity	-5.6	-23.3	-36.3	-23.8	-31.8
Net debt/EBITDA	-21.1	-99.7	-126.8	-96.4	-84.2
유동비율	148.8	471.5	237.5	213.1	262.3
이자보상배율(배)	160.7	19.3	25.6	32.9	17.4
자산구조(%)					
투하자본	65.6	57.7	47.5	53.2	56.3
현금+투자자산	34.4	42.3	52.5	46.8	43.7
자본구조(%)					
차입금	17.2	14.1	11.0	7.7	0.4
자기자본	82.8	85.9	89.0	92.3	99.6

현대이지웰 (090850)

Valuation 재평가 기대



▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Not Rated

현재 주가(6/17)	11,600원
상승여력	-
시가총액	2,755억원
발행주식수	23,746천주
52 주 최고가 / 최저가	13,500 / 5,900원
90 일 일평균 거래대금	28.71억원
외국인 지분율	27.4%
주주 구성	
현대그린푸드 (외 1 인)	28.3%
ScionAssetManagement,LLC	6.4%
이지웰페어우리사주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.2	19.3	4.5	94.1
상대수익률(KOSDAQ)	-2.1	13.0	-1.8	57.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019	2020
매출액	58	73	76	87
영업이익	4	7	10	13
EBITDA	6	9	12	16
지배주주순이익	2	2	5	9
EPS	112	99	230	412
순차입금	-15	0	-10	-49
PER	24.0	38.9	23.9	26.3
PBR	2.1	2.8	3.3	4.2
EV/EBITDA	6.4	8.9	9.2	13.4
배당수익률	2.2	1.6	1.6	1.0
ROE	9.3	7.4	15.5	19.4

주가 추이



안정적 성장과 수익성 개선 지속을 통해 기업가치 제고가 기대됩니다.

국내 1위의 복지플랫폼 전문 기업

동사는 선택적 복지, 복지 패키지, 공공복지 서비스 등 기업·사회 복지 서비스 사업을 영위하는 국내 1위의 복지플랫폼 전문 기업이다. '20년 3월에 현대백화점 그룹 계열사로 편입되며 이지웰에서 현대이지웰로 사명을 변경했다. 주요 경쟁사로는 SK엠엔서비스, e-제너두 등이 있다. '20년 기준 유형별 매출액 비중은 수수료 49%, 상품·기타 51% 이다.

주요 성장 포인트

i. 복지포인트 수주 규모 지속 증가: '20년 복지포인트 수주 규모는 1조원이다(업계 1위). 매년 천억원 내외로 증가하고 있다. 향후에도 이런 흐름은 지속될 것으로 전망한다. ①기업 경영에서 직원 복지 중요도 제고(직원 수 200명 이상 기업 내 복지포인트 도입률 25%로 확대 여지 大), ②통상임금 이슈(복지포인트 통상임금 미포함) 등 때문이다.

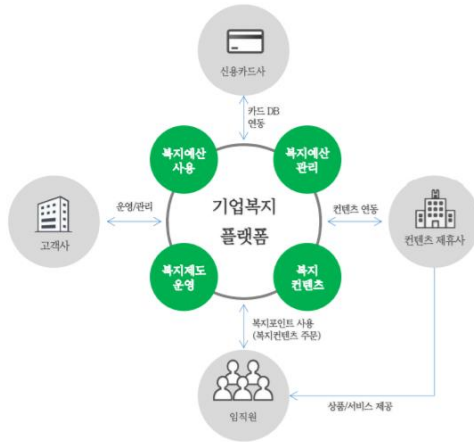
ii. 온라인 사용률 상승과 개인 결제액 증가: 복지포인트 증액 효과 이상의 성장이 가능하다. 이는 다양한 상품 보유(약 120만가지), 최저가 정책과 무료 반품 등 동사 복지몰의 차별화된 경쟁력을 고려 시 ①온라인(복지몰) 사용률 상승(1Q21 33%, +2%p yoy), ②개인 결제액(자비 사용) 증가(1Q21 288억원, +35% yoy) 지속이 예상되기 때문이다.

iii. 현대백화점 그룹 편입 시너지 효과: ①복지몰 상품 경쟁력 강화(현대백화점, 한섬, 리바트 등 그룹 계열사 상품 판매), ②현대백화점 그룹 계열사 복지포인트 도입(올해 추석을 기점으로 점진적 도입 예상), ③중장기적으로 현대자동차 그룹 등 범현대가 수주 가능성 등 현대백화점 그룹 편입에 따른 시너지 효과가 점차 커질 것으로 기대된다.

본업 집중 효과로 Valuation 재평가 기대

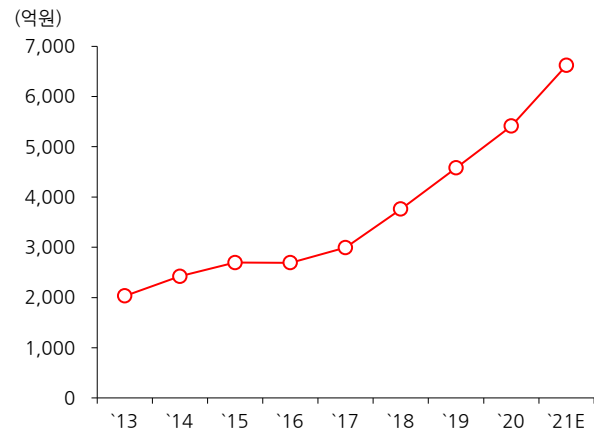
올해 실적은 매출액 1,003억원(+15% 이하 yoy), 영업이익 169억원(+29%)으로 성장세 지속이 전망된다. 이는 종속기업 매각(수익성 ↑)과 상기 성장 포인트에 기인한다. 올해부터 재차 본업에 집중하며 안정적 성장과 지속적 수익성 개선(영업레버리지 효과)이 예상된다는 점에서 해외 유사기업(베네프트윈)처럼 Valuation 재평가 흐름이 기대된다.

[그림83] 현대이지웰 사업 구조



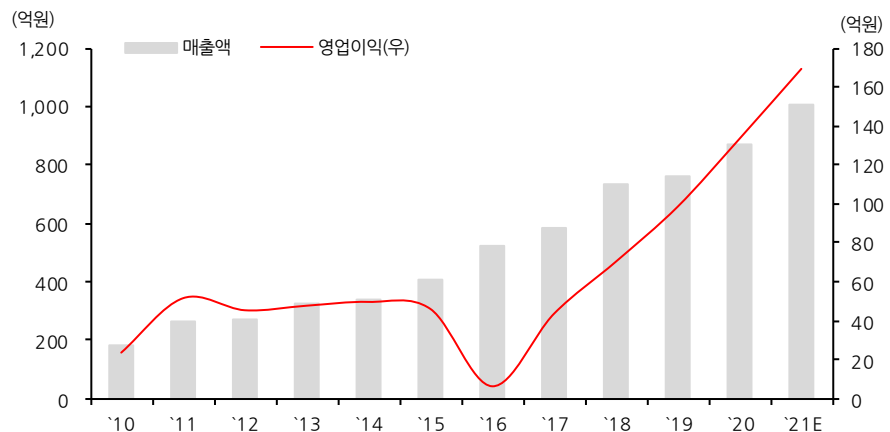
자료: 현대이지웰, 한화투자증권 리서치센터

[그림84] 복지플랫폼 거래액 추이와 전망



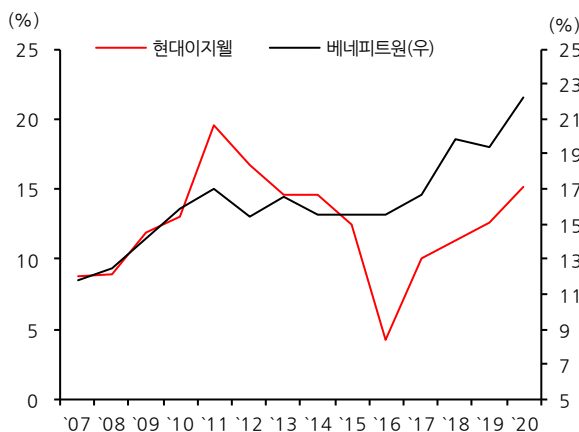
자료: 현대이지웰, 한화투자증권 리서치센터

[그림85] 연간 매출액 및 영업이익 추이와 전망



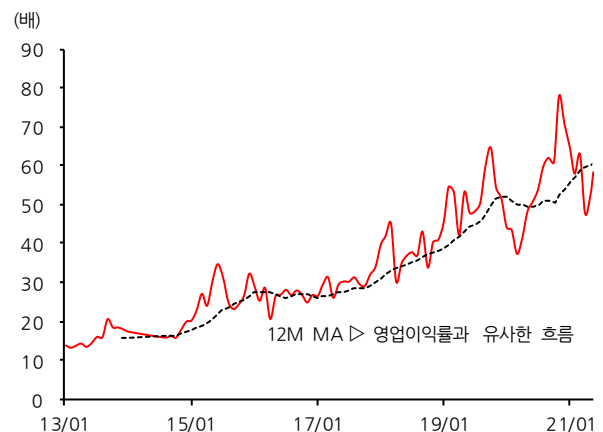
자료: 현대이지웰, 한화투자증권 리서치센터

[그림86] 현대이지웰(개별)과 베네피트원 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림87] 베네피트원 예상 PER 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서					
(단위: 십억 원)					
12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	52	58	73	76	87
매출총이익	27	29	35	38	43
영업이익	1	4	7	10	13
EBITDA	2	6	9	12	16
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	0	3	2	7	13
당기순이익	0	2	2	5	8
지배주주순이익	0	2	2	5	9
증가율(%)					
매출액	27.8	11.6	25.2	4.5	14.2
영업이익	-86.8	616.9	61.7	40.3	35.5
EBITDA	-62.8	176.8	44.9	39.5	28.6
순이익	적전	흑전	-24.1	177.9	67.4
이익률(%)					
매출총이익률	50.7	50.2	48.6	49.7	49.9
영업이익률	1.2	7.4	9.6	12.9	15.3
EBITDA 이익률	4.1	10.2	11.8	15.8	17.8
세전이익률	-0.3	5.6	3.3	9.3	14.5
순이익률	-0.6	3.8	2.3	6.1	9.0

현금흐름표					
(단위: 십억 원)					
12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
영업현금흐름	3	5	2	9	27
당기순이익	0	3	2	7	10
자산상각비	2	2	2	2	2
운전자본증감	0	-2	-6	-3	15
매출채권 감소(증가)	-2	-1	1	-1	0
재고자산 감소(증가)	-2	-3	4	-2	1
매입채무 증가(감소)	0	0	0	0	0
투자현금흐름	-7	-9	-5	-1	-37
유형자산처분(취득)	0	-1	-14	-1	-18
무형자산 감소(증가)	-1	2	-1	-1	0
투자자산 감소(증가)	0	-10	10	1	-18
재무현금흐름	-2	10	0	-1	23
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	24
자본의 증가(감소)	-1	0	-1	-1	-1
배당금의 지급	-1	0	-1	-1	-1
총현금흐름	4	7	10	13	15
(-)운전자본증가(감소)	-1	0	5	0	-1
(-)설비투자	1	1	14	1	19
(+)자산매각	-1	3	-1	-1	0
Free Cash Flow	4	8	-10	11	-3
(-)기타투자	7	2	2	3	-14
잉여현금	-4	6	-11	8	11
NOPLAT	0	3	5	7	11
(+) Dep	2	2	2	2	2
(-)운전자본투자	-1	0	5	0	-1
(-)Capex	1	1	14	1	19
OpFCF	3	3	-12	8	-5

주: IFRS 연결 기준

재무상태표					
(단위: 십억 원)					
12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	33	58	47	55	116
현금성자산	10	26	14	20	49
매출채권	18	24	29	31	28
재고자산	3	6	2	3	1
비유동자산	25	22	36	35	20
투자자산	8	8	9	7	6
유형자산	5	11	24	24	11
무형자산	12	4	4	4	3
자산총계	59	80	83	90	136
유동부채	35	43	53	52	74
매입채무	23	26	21	19	30
유동성이자부채	0	0	14	10	0
비유동부채	0	12	1	2	0
비유동이자부채	0	11	0	0	0
부채총계	36	55	55	54	75
자본금	5	5	5	5	12
자본잉여금	8	8	10	16	20
이익잉여금	16	18	20	24	32
자본조정	-6	-6	-7	-9	-2
자기주식	-6	-6	-6	-6	0
자본총계	23	25	28	36	62

주요지표					
(단위: 원, 배)					
12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
주당지표					
EPS	-17	112	99	230	412
BPS	1,156	1,262	1,375	1,650	2,599
DPS	40	60	60	90	110
CFPS	185	352	487	621	656
ROA(%)	-0.6	3.2	2.4	5.8	8.4
ROE(%)	-1.4	9.3	7.4	15.5	19.4
ROIC(%)	5.5	53.5	36.5	31.1	62.5
Multiples(x, %)					
PER	-	24.0	38.9	23.9	26.3
PBR	3.0	2.1	2.8	3.3	4.2
PSR	1.3	0.9	1.0	1.6	2.9
PCR	18.8	7.7	7.9	8.9	16.5
EV/EBITDA	27.5	6.4	8.9	9.2	13.4
배당수익률	1.1	2.2	1.6	1.6	1.0
안정성(%)					
부채비율	155.9	221.4	194.5	148.0	120.9
Net debt/Equity	-42.7	-61.8	0.2	-27.4	-79.1
Net debt/EBITDA	-452.3	-258.4	0.8	-82.5	-314.3
유동비율	94.4	134.3	87.6	106.9	155.9
이자보상배율(배)	112.3	15.3	11.0	25.0	38.1
자산구조(%)					
투하자본	28.5	10.3	50.1	46.9	15.0
현금+투자자산	71.5	89.7	49.9	53.1	85.0
자본구조(%)					
차입금	0.0	30.5	33.2	22.0	0.7
자기자본	100.0	69.5	66.8	78.0	99.3



도이치모터스 (067990)

신차, 중고차 다 잘 팔린다

▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Buy (유지)

목표주가(유지): 13,000원

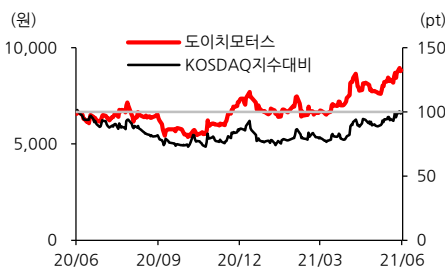
현재 주가(6/17)	8,900원
상승여력	▲46.1%
시가총액	2,637억원
발행주식수	29,624천주
52 주 최고가 / 최저가	8,940 / 5,362원
90 일 일평균 거래대금	84.07억원
외국인 지분율	4.7%
주주 구성	
권오수 (외 3 인)	32.0%
자사주 (외 1 인)	3.7%
자사주 (외 1 인)	2.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	14.8	32.0	22.3	35.7
상대수익률(KOSDAQ)	10.6	25.7	16.0	-0.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,209	1,451	1,737	1,960
영업이익	83	45	50	62
EBITDA	103	75	82	92
지배주주순이익	56	15	27	42
EPS	2,006	510	899	1,272
순차입금	224	458	370	333
PER	3.8	14.5	9.9	7.0
PBR	0.9	0.8	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.3	9.0	7.7	6.5
배당수익률	-	-	2.8	3.4
ROE	26.2	5.5	9.9	13.9

주가 추이



확연한 이익 체력 제고 부각 가능성, 멀티 브랜드 딜러 및 도이치오토월드 확대 전략 가시화 등을 통해 Valuation 재평가가 기대됩니다.

2Q21 안정적 실적 추세 지속

2Q21 실적은 매출액 4,299억원(+23% 이하 yoy), 영업이익 111억원 (-45%)이 전망된다. ①BMW/포르쉐 판매 호조, ②도이치파이낸셜 실적 개선 지속(중고차 할부금융 성장), ③도이치오토월드 임대 수익 발생 등 때문이다. 2H20 분양 수익 마무리 고려 시 3Q21부터 YoY 이익 개선이 기대된다. '21년 실적은 매출액 1.74조원(+20%), 영업이익 483억원(+8%), 지배지분 순이익 266억원(+83%)을 전망한다.

도이치오토월드 단지 내 중고차 판매 호조

도이치오토월드 단지의 중고차 판매가 호조를 보이고 있다. 현재 월 평균 판매량은 10,000대로 ①단지 내 중고차 전시 대수(약 10,000대) 대비 100%, ②단지 내 보유 대수(약 15,000대) 대비 67%라는 높은 회전율을 기록하고 있다. 수원시 전체 중고차 판매 대수(약 21,000대)의 48% 수준이다. 지역 내 랜드마크로 자리잡으며 연착륙할 것으로 보여 도이치오토월드 發 시너지 효과가 점차 커질 것으로 기대된다.

주가 반등 추세 이어질 듯

주가의 반등 추세가 이어질 가능성이 커 보인다. 이는 ①주식 시장 실적 장세 진입 시 확연한 이익 체력 제고 부각 가능성(경상적 영업이익: '17년 117억원, '18년 246억원, '19년 311억원, '20년 368억원, '21년E 483억원), ②멀티 브랜드 딜러 및 도이치오토월드 확대 전략 가시화 기대, ③도이치오토월드 시너지 효과를 통한 고 부가가치 사업(중고차 할부금융, 온라인 플랫폼, 부품 판매 및 정비) 성장성 등 때문이다.

투자의견 'Buy', 목표주가 13,000원 유지

투자의견 'Buy', 목표주가 13,000원을 유지한다(Implied P/E: 21F 15x, 22F 10.0x). ①도이치오토월드(오프라인 플랫폼)와의 시너지 효과를 통한 고 부가가치 사업 성장과 멀티 브랜드 딜러 전략 강화를 통한 경상적 이익 증가, ②도이치오토월드 확대 계획(중고차 단지 네트워크 구축), ③지속적인 주주 친화 정책 기대 등을 고려 시 향후 Valuation 재평가 여지가 충분하다고 판단된다.

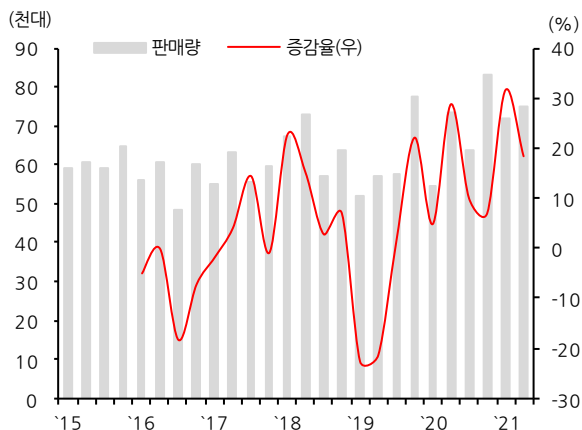
[표4] 도이치모터스 연간 및 분기별 실적 추이와 전망

(단위: 십억 원)

	2019	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	1,209	1,451	1,737	1,960	339	349	374	389	440	430	441	425
yoy	14.2%	20.1%	19.7%	12.8%	26.4%	24.8%	15.8%	15.1%	29.9%	23.1%	17.8%	9.4%
도이치모터스	897	1,164	1,392	1,553	233	282	326	324	344	348	358	342
도이치파이낸셜	12	18	28	40	3	4	5	5	6	6	7	8
도이치오토월드	238	66	25	25	67	-6	2	3	7	6	6	6
도이치아우토	59	182	272	297	30	63	36	52	79	65	64	64
기타/연결조정	2	21	21	45	6	6	5	4	4	6	5	6
영업이익	83	45	50	62	14	20	9	2	11	11	12	14
yoy	63.8%	-45.9%	11.0%	24.8%	-40.9%	-12.8%	-63.1%	-84.3%	-21.5%	-45.4%	39.4%	622.5%
영업이익률	6.9%	3.1%	2.9%	3.2%	4.1%	5.8%	2.3%	0.5%	2.4%	2.8%	3.2%	3.1%
도이치모터스	29	26	25	32	5	6	10	4	5	6	7	6
도이치파이낸셜	3	5	8	11	1	1	2	1	1	2	2	2
도이치오토월드	52	8	7	8	7	9	-3	-5	2	1	1	3
도이치아우토	0	8	14	13	2	4	0	2	4	3	3	3
기타/연결조정	-1	-2	-4	-2	-1	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1
당기순이익	56	15	27	42	9	0	4	2	6	6	5	9
yoy	62.4%	-73.1%	76.8%	55.5%	-42.4%	적자전환	-75.8%	-69.9%	-27.4%	흑자전환	43.2%	297.1%
순이익률	4.7%	1.0%	1.5%	2.1%	2.8%	-0.1%	1.0%	0.6%	1.5%	1.4%	1.2%	2.1%

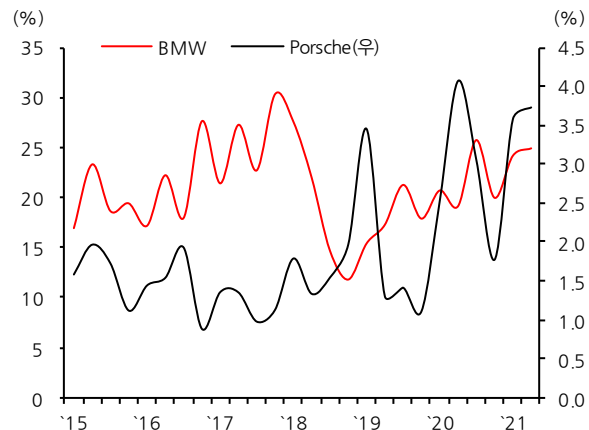
자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

[그림88] 수입차 판매량과 증가율 추이



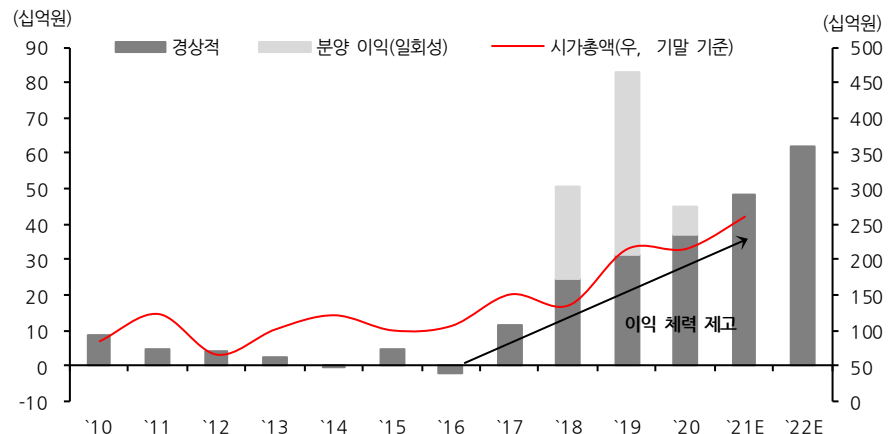
자료: KAIDA, 한화투자증권 리서치센터

[그림89] 수입차 시장 내 BMW와 포르쉐 점유율 추이



자료: KAIDA, 한화투자증권 리서치센터

[그림90] 이익 체력 제고 지속



자료: 도이치모터스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,058	1,209	1,451	1,737	1,960
매출총이익	113	158	149	168	187
영업이익	51	83	45	50	62
EBITDA	58	103	75	82	92
순이자손익	-8	-10	-17	-16	-12
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	44	74	18	35	52
당기순이익	35	56	15	27	42
지배주주순이익	34	56	15	27	42
증가율(%)					
매출액	11.4	14.2	20.1	19.7	12.8
영업이익	332.1	63.8	-45.9	7.7	23.2
EBITDA	220.9	77.9	-27.3	9.3	11.8
순이익	715.2	62.4	-73.1	79.3	45.9
이익률(%)					
매출총이익률	10.7	13.1	10.3	9.7	9.5
영업이익률	4.8	6.9	3.1	2.8	3.0
EBITDA 이익률	5.5	8.5	5.2	4.7	4.7
세전이익률	4.2	6.1	1.3	2.0	2.6
순이익률	3.3	4.7	1.0	1.6	2.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	144	35	15	111	59
당기순이익	35	56	15	27	40
자산상각비	7	20	30	34	32
운전자본증감	85	-52	-19	1	-4
매출채권 감소(증가)	-4	-119	121	-6	-3
재고자산 감소(증가)	103	59	-44	-3	-6
매입채무 증가(감소)	19	-1	-33	7	4
투자현금흐름	-75	-89	-90	-32	-27
유형자산처분(취득)	-71	-79	-28	-16	-15
무형자산 감소(증가)	0	-2	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	10	5	-20	-16	-12
재무현금흐름	-52	71	58	-57	-17
차입금의 증가(감소)	-59	78	50	-50	-10
자본의 증가(감소)	0	11	14	-7	-7
배당금의 지급	0	0	0	-7	-7
총현금흐름	63	105	63	110	63
(-)운전자본증감(감소)	12	23	-56	-1	4
(-)설비투자	72	80	31	16	15
(+)자산매각	1	-1	2	0	0
Free Cash Flow	-20	1	90	95	44
(-)기타투자	-83	43	116	0	0
잉여현금	63	-41	-26	95	44
NOPLAT	40	63	37	37	46
(+) Dep	7	20	30	34	32
(-)운전자본투자	12	23	-56	-1	4
(-)Capex	72	80	31	16	15
OpFCF	-36	-19	92	56	59

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	340	428	357	404	440
현금성자산	158	177	223	261	288
매출채권	58	183	61	67	70
재고자산	107	51	66	69	75
비유동자산	256	377	700	586	576
투자자산	31	64	306	209	216
유형자산	228	302	384	366	350
무형자산	9	11	11	11	10
자산총계	596	804	1,057	990	1,016
유동부채	228	429	480	541	577
매입채무	47	62	22	29	32
유동성이자부채	152	308	421	471	501
비유동부채	167	113	277	177	137
비유동이자부채	143	93	260	160	120
부채총계	395	542	757	717	713
자본금	13	14	15	15	15
자본잉여금	50	51	55	55	55
이익잉여금	74	161	184	203	233
자본조정	42	23	31	-16	-16
자기주식	-5	0	-6	-6	-6
자본총계	201	262	300	272	303

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	1,255	2,006	510	899	1,272
BPS	6,715	8,689	9,583	8,653	9,675
DPS	0	0	0	250	300
CFPS	2,340	3,771	2,207	3,711	2,124
ROA(%)	5.8	8.0	1.6	2.6	3.8
ROE(%)	20.6	26.2	5.5	9.9	13.9
ROIC(%)	11.3	15.3	6.0	5.3	7.2
Multiples(x, %)					
PER	4.0	3.8	14.5	9.9	7.0
PBR	0.8	0.9	0.8	1.0	0.9
PSR	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1
PCR	2.2	2.0	3.4	2.4	4.2
EV/EBITDA	4.7	4.3	9.0	7.7	6.5
배당수익률	-	-	-	2.8	3.4
안정성(%)					
부채비율	196.5	206.9	252.3	263.3	235.7
Net debt/Equity	68.2	85.5	152.5	135.7	110.0
Net debt/EBITDA	236.1	216.8	609.0	450.3	362.8
유동비율	149.3	99.7	74.3	74.7	76.3
이자보상배율(배)	5.9	7.8	2.3	2.4	3.7
자산구조(%)					
투하자본	64.2	66.8	58.9	57.7	55.8
현금+투자자산	35.8	33.2	41.1	42.3	44.2
자본구조(%)					
차입금	59.5	60.5	69.4	69.8	67.2
자기자본	40.5	39.5	30.6	30.2	32.8

텔레칩스 (054450)

시류(時流)에 부합



▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Not Rated

현재 주가(6/17)	19,200원
상승여력	-
시가총액	2,593억원
발행주식수	13,506천주
52 주 최고가 / 최저가	21,300 / 7,090원
90 일 일평균 거래대금	188.29억원
외국인 지분율	0.0%
주주 구성	
이장규 (외 3 인)	22.9%
자사주 (외 1 인)	6.6%
자사주신탁 (외 1 인)	0.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.9	9.1	53.6	144.6
상대수익률(KOSDAQ)	3.6	2.7	47.3	108.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019	2020
매출액	123	126	132	101
영업이익	6	8	8	-8
EBITDA	17	16	17	0
지배주주순이익	2	9	8	-9
EPS	114	683	616	-697
순차입금	-34	-36	-41	-13
PER	81.0	12.6	17.1	-
PBR	1.5	1.2	1.4	1.9
EV/EBITDA	5.2	5.0	6.0	362.7
배당수익률	1.1	1.4	1.1	-
ROE	1.9	10.3	8.3	-9.6

주가 추이



자동차 전장화, 차량용 반도체 국산화 노력 등으로 향후 성장이 기대되는 업체입니다.

차량용 반도체를 설계하는 팹리스 업체

텔레칩스는 차량용 반도체를 설계하는 팹리스(Fabless) 업체이다. 자동차 AVN(Audio/Video/Navigation), 디지털 클러스터 등에 들어가는 AP(Application Processor)를 주력 제품으로 하고 있다. 최대 고객사는 '15년 하반기부터 AVN용 AP를 공급하기 시작한 현대기아차이다. 지난해 기준 제품별 매출액 비중은 디지털미디어 프로세서 89%, Mobile TV 수신칩 2%, 상품 및 용역 등 기타 9% 이다.

적용 범위 확대에 따라 주력 제품인 AP 성장세 지속 예상

AP의 성장세 지속이 예상된다. ①인포테인먼트 발전에 따른 적용 범위 확대(디지털 클러스터, HUD, SVM 등), ②자동차 디지털 전환 가속화에 따른 해당 제품들의 수요 증가 전망 등 때문이다. 동사의 경우 2H19 이후 디지털 클러스터(장안기차 공급, 적용 모델 ↑)와 HUD(현대차 공급, GV80부터 제네시스 라인업 적용)용 AP를 공급하기 시작했고, 추후 Cockpit에도 적용이 기대되고 있다.

중장기 성장 모멘텀도 보유

중장기 성장 모멘텀으로는 ①MCU(Micro Controller Unit) ▷ 최근 독자 개발한 32nm급 자동차용 MCU를 삼성전자의 파운드리를 통해 시범 생산(공정적 요인: 자동차 전장화 추세와 차량용 반도체 국산화 노력), ②MPU(Micro Processor Unit) ▷ 과기정통부 과제 수행을 통해 개발 중으로 2H22 출시 기대(공정적 요인: 내년부터 Lv3 자율주행 대증화 초입예상) 등이 있다.

하반기부터 실적 턴어라운드 예상

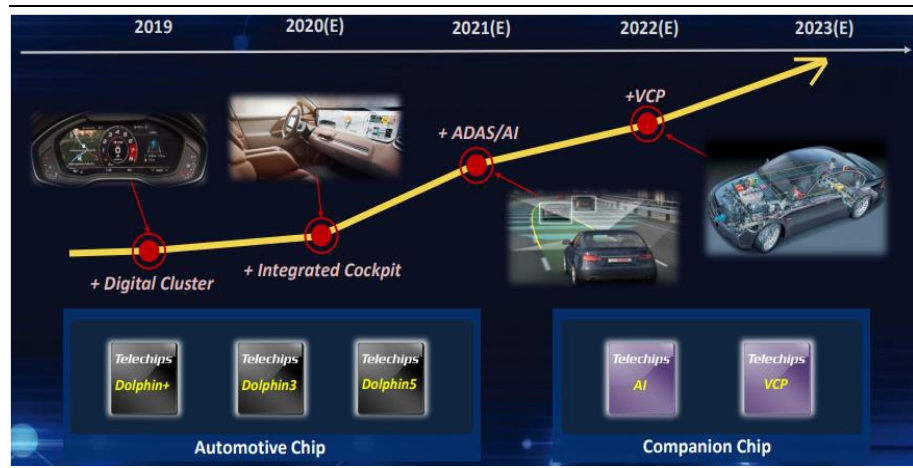
'21년 실적은 매출액 1,253억원(+24% 이하 yoy), 영업이익 42억원(흑전)이 예상된다. 하반기부터 고객사 생산량 증가(해외 수요 ↑, 차량용 반도체 부족 이슈 완화)에 따라 실적 턴어라운드가 나타날 것으로 보인다. 고객사 생산 증가 지속에 따른 사상 최대 실적 경신 기대, MCU 성장 모멘텀 등을 고려 시 내년에는 실적 개선에 주가 멀티플 상승이 동반되는 구간에 진입할 가능성이 있다.

[그림91] 텔레칩스 고객사 현황



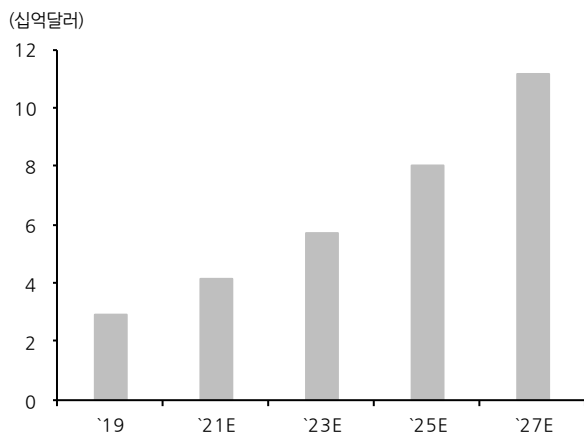
자료: 텔레칩스, 한화투자증권 리서치센터

[그림92] 적용 시장 확대



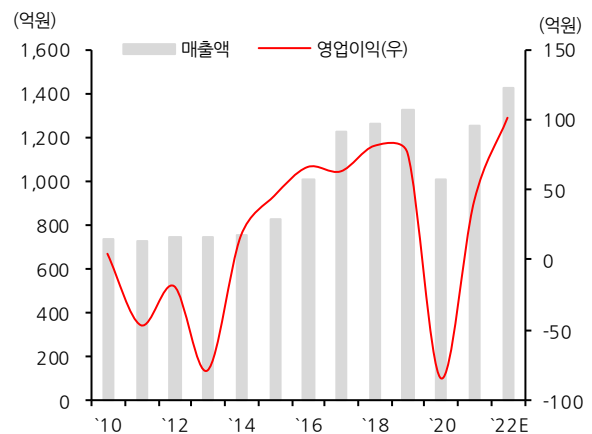
자료: 텔레칩스, 한화투자증권 리서치센터

[그림93] 디지털 클러스터 시장 규모 추이와 전망



자료: 텔레칩스, 한화투자증권 리서치센터

[그림94] 텔레칩스 실적 추이와 전망



자료: 텔레칩스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	101	123	126	132	101
매출총이익	43	40	50	59	35
영업이익	7	6	8	8	-8
EBITDA	12	17	16	17	0
순이자손익	1	1	1	1	0
외화관련손익	0	-1	0	0	0
지분법손익	1	-1	1	2	0
세전계속사업손익	9	0	6	7	-8
당기순이익	11	2	9	8	-9
지배주주순이익	11	2	9	8	-9
증가율(%)					
매출액	23.0	21.5	2.8	4.8	-23.8
영업이익	45.3	-4.6	28.7	-6.2	적전
EBITDA	46.5	47.6	-7.9	6.2	-97.3
순이익	420.7	-85.3	498.1	-9.8	적전
이익률(%)					
매출총이익률	42.6	32.2	39.9	44.5	34.4
영업이익률	6.6	5.2	6.5	5.8	-8.4
EBITDA 이익률	11.6	14.1	12.6	12.8	0.4
세전이익률	8.9	0.0	4.9	5.5	-8.1
순이익률	10.4	1.3	7.3	6.3	-9.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
영업현금흐름	13	12	19	25	-15
당기순이익	11	2	9	8	-9
자산상각비	5	11	8	9	9
운전자본증감	-2	-8	0	5	-15
매출채권 감소(증가)	-3	-4	2	-1	1
재고자산 감소(증가)	-1	-9	2	2	1
매입채무 증가(감소)	3	3	-1	0	-3
투자현금흐름	-13	-6	-24	-28	-24
유형자산처분(취득)	-1	-1	-15	-2	-6
무형자산 감소(증가)	-12	-10	-10	-17	-9
투자자산 감소(증가)	1	5	2	-9	-8
재무현금흐름	0	0	8	-1	34
차입금의 증가(감소)	0	0	0	-1	30
자본의 증가(감소)	-1	-1	7	-1	-1
배당금의 지급	-1	-1	-1	-1	-2
총현금흐름	14	20	19	20	0
(-)운전자본증감(감소)	0	6	-3	-6	12
(-)설비투자	1	1	15	2	6
(+)자산매각	-12	-10	-10	-17	-9
Free Cash Flow	2	2	-4	7	-27
(-)기타투자	2	1	3	1	4
잉여현금	0	1	-7	6	-30
NOPLAT	5	5	6	6	-6
(+) Dep	5	11	8	9	9
(-)운전자본투자	0	6	-3	-6	12
(-)Capex	1	1	15	2	6
OpFCF	9	9	1	19	-15

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	61	76	74	80	86
현금성자산	33	34	36	42	46
매출채권	11	15	13	15	13
재고자산	16	25	23	21	20
비유동자산	53	48	64	75	80
투자자산	29	30	35	35	34
유형자산	4	4	19	21	25
무형자산	20	14	13	19	21
자산총계	114	123	138	156	166
유동부채	17	24	23	30	31
매입채무	15	20	20	26	16
유동성이자부채	0	0	0	1	11
비유동부채	16	17	18	22	43
비유동이자부채	0	0	0	1	22
부채총계	34	41	41	53	74
자본금	5	5	7	7	7
자본잉여금	15	15	17	17	18
이익잉여금	71	72	79	85	74
자본조정	-10	-10	-6	-6	-6
자기주식	-10	-10	-6	-6	-6
자본총계	80	82	97	103	92

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
주당지표					
EPS	780	114	683	616	-697
BPS	5,967	6,076	7,182	7,624	6,845
DPS	130	100	120	120	0
CFPS	1,069	1,449	1,377	1,492	15
ROA(%)	9.8	1.3	7.1	5.7	-5.9
ROE(%)	13.9	1.9	10.3	8.3	-9.6
ROIC(%)	17.3	13.5	13.8	11.3	-10.9
Multiples(x, %)					
PER	10.9	81.0	12.6	17.1	-
PBR	1.4	1.5	1.2	1.4	1.9
PSR	1.1	1.0	0.9	1.1	1.7
PCR	8.0	6.4	6.2	7.1	896.5
EV/EBITDA	7.0	5.2	5.0	6.0	362.7
배당수익률	1.5	1.1	1.4	1.1	-
안정성(%)					
부채비율	41.8	50.3	42.2	51.2	79.6
Net debt/Equity	-40.7	-41.8	-37.1	-39.4	-14.2
Net debt/EBITDA	-279.5	-198.1	-226.3	-240.1	-2,921.3
유동비율	350.0	314.0	318.4	264.5	276.9
이자보상배율(배)	-	-	-	203.0	-
자산구조(%)					
투하자본	34.2	36.0	41.2	38.2	44.9
현금+투자자산	65.8	64.0	58.8	61.8	55.1
자본구조(%)					
차입금	0.0	0.0	0.0	1.6	26.0
자기자본	100.0	100.0	100.0	98.4	74.0

아모그린텍 (125210)

해외 發 ESS 성장 기대



▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Not Rated

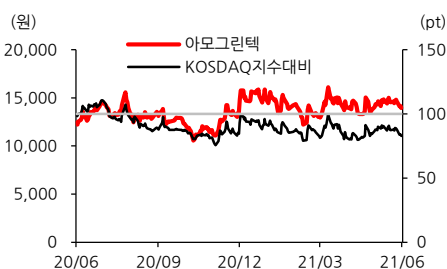
현재 주가(6/17)	13,900원
상승여력	-
시가총액	2,293억원
발행주식수	16,497천주
52 주 최고가 / 최저가	16,100 / 10,550원
90 일 일평균 거래대금	29.21억원
외국인 지분율	0.5%
주주 구성	
김병규 (외 12 인)	60.8%
미래에셋자산운용 (외 4 인)	10.4%
국민연금공단 (외 1 인)	5.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.1	7.3	-6.1	12.1
상대수익률(KOSDAQ)	-5.4	1.0	-12.4	-24.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019	2020
매출액	111	85	93	112
영업이익	2	-3	3	2
EBITDA	5	0	6	6
지배주주순이익	-5	-4	2	1
EPS	-	-	104	66
순차입금	21	29	11	14
PER	-	-	123.9	236.1
PBR	-	-	5.6	6.5
EV/EBITDA	-	-	38.1	44.2
배당수익률	-	-	0.0	0.0
ROE	-	-105.8	8.6	2.8

주가 추이



하반기 ESS 성장을 통한 실적 턴어라운드 시작될 가능성이 있습니다.

아모텍 계열의 IT·전기차·에너지 관련 신소재 응용부품 업체

아모그린텍은 IT·전기차·에너지 관련 신소재 응용부품 업체이다. 주요 사업 부문은 ①첨단 소재(고효율 자성, 방열, 나노 멤브레인), ②기능성 소재부품(박막필름, FPCB, Flexible Battery), ③환경 에너지(ESS, Metallic Converter)이다. 지난해 기준 제품별 매출액 비중은 고효율 자성 23%, 방열 17%, 나노 멤브레인 16%, FPCB 34%, ESS 10%이다.

주력 제품별 성장 포인트

i. ESS: 중국에서 LFP 셀을 외주 생산한 후 자체 공장에서 패키징하고 있다(LFP 레시피 및 BMS 기술 보유). 올해부터 큰 폭 성장이 기대된다(20년 111억원→'21년E 500억원). ①글로벌 풍력 터빈 전기제어 시스템 업체 向 매출 증가, ②일본 주요 통신사(비상 전력 시스템)와 전기기관차 向 신규 매출 발생(21년E 300억원) 등 때문이다.

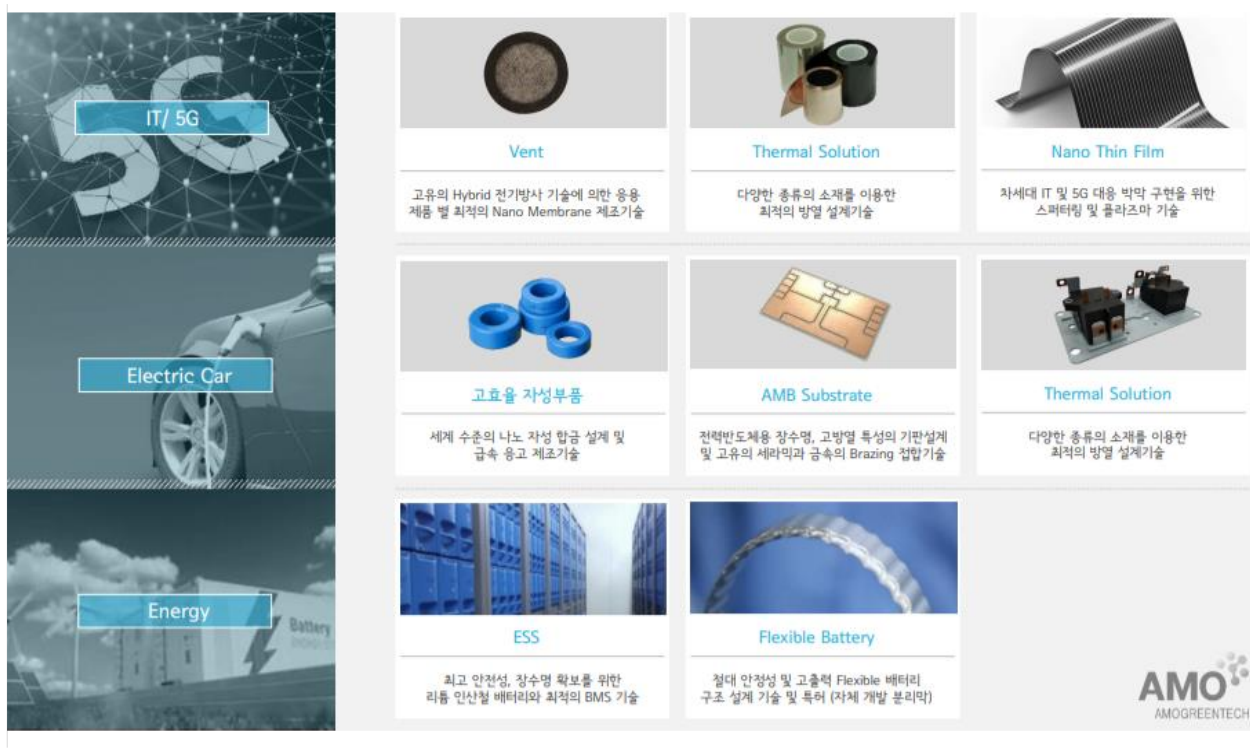
ii. 고효율 자성: 전력변환 장치에서 에너지 변환 효율을 높이는 부품이다. 주요 매출처는 스마트 그리드·신재생 에너지 업체와 테슬라이다. 비중은 각각 절반 수준이다. 단가 압박 여지가 일부 있지만 전기차 판매 호조, 전기차 충전기 향 매출 증가, 고객사 확대 등을 고려 시 성장세가 지속될 것으로 예상된다(20년 252억원→'21년E 350억원).

iii. 나노 멤브레인(Vent): 스마트폰 스피커 등에 방수와 통음·통기 용도로 사용된다. '19년 국내 최대 스마트폰 업체에 듀얼벤더로 선정되며 성장이 본격화됐다. ①글로벌 스마트폰 업체 납품 가능성, ②웨어러블 수요 증가(Vent 사용량↑), ③국내 고객사 국산화 니즈, ④자동차용 등으로 향후 성장세 확대가 전망된다(20년 181억원→'21년E 200억원).

하반기 실적 개선 본격화 시 성장성 재고되며 재평가 기대

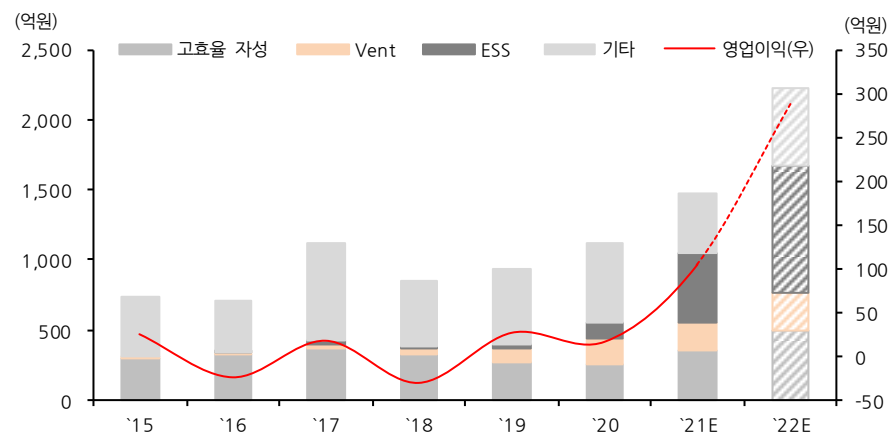
올해 실적은 매출액 1,470억원(+32% 이하 yoy), 영업이익 104억원(+561%)으로 큰 폭 개선이 예상된다. 이는 방열 및 FPCB 모바일 향 부품 부진에도 하반기 ESS 해외 매출 증가 본격화와 그에 따른 영업 레버리지 효과 때문이다. 내년에도 ESS를 중심으로 고효율 자성, Vent 등 주력 제품군 성장이 지속되며 실적 턴어라운드 확대가 기대된다.

[그림95] 아모그린텍 사업 영역



자료: 아모그린텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림96] 제품별 연간 매출액 및 영업이익 추이와 전망



자료: 아모그린텍, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	70	111	85	93	112
매출총이익	11	17	13	20	20
영업이익	-2	2	-3	3	2
EBITDA	1	5	0	6	6
순이자손익	-2	-1	-1	-1	-1
외화관련손익	0	0	0	-1	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-5	-5	-4	2	0
당기순이익	-5	-5	-4	2	1
지배주주순이익	-5	-5	-4	2	1
증가율(%)					
매출액	-4.3	59.0	-23.6	9.9	19.7
영업이익	적전	흑전	적전	흑전	-39.5
EBITDA	-83.4	338.7	적전	흑전	5.0
순이익	적전	적지	적지	흑전	-36.3
이익률(%)					
매출총이익률	15.6	15.0	14.9	21.1	17.6
영업이익률	-3.5	1.5	-3.7	2.8	1.4
EBITDA 이익률	1.7	4.6	-0.6	6.3	5.5
세전이익률	-6.6	-4.7	-4.6	1.8	0.0
순이익률	-7.8	-4.7	-4.6	1.8	1.0

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
영업현금흐름	0	8	-5	-5	6
당기순이익	-5	-5	-4	2	1
자산상각비	4	3	3	3	5
운전자본증감	-2	3	-6	-11	-7
매출채권 감소(증가)	-2	-8	7	-3	-7
재고자산 감소(증가)	0	0	-1	-7	1
매입채무 증가(감소)	1	12	-11	1	5
투자현금흐름	0	-2	-3	-22	-4
유형자산처분(취득)	0	-3	-3	-9	-3
무형자산 감소(증가)	0	0	0	-3	-3
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-10	2
재무현금흐름	2	-6	2	29	10
차입금의 증가(감소)	4	-6	2	-4	10
자본의 증가(감소)	0	0	0	33	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	3	7	2	8	8
(-)운전자본증가(감소)	-1	-5	5	4	3
(-)설비투자	2	3	3	9	3
(+)자산매각	2	0	0	-3	-3
Free Cash Flow	3	10	-6	-7	-1
(-)기타투자	2	3	1	8	-1
잉여현금	1	7	-7	-15	0
NOPLAT	-2	1	-2	2	1
(+) Dep	4	3	3	3	5
(-)운전자본투자	-1	-5	5	4	3
(-)Capex	2	3	3	9	3
OpFCF	0	7	-7	-7	0

주: IFRS 별도 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	34	42	30	50	64
현금성자산	8	8	3	15	25
매출채권	15	22	14	17	24
재고자산	10	9	10	16	15
비유동자산	32	25	24	39	42
투자자산	1	1	0	4	3
유형자산	20	21	21	31	32
무형자산	10	3	3	5	7
자산총계	66	67	54	89	106
유동부채	47	51	42	37	48
매입채무	13	25	14	17	20
유동성이자부채	34	24	27	19	27
비유동부채	25	10	10	13	18
비유동이자부채	20	5	5	7	12
부채총계	72	61	52	51	66
자본금	5	7	7	8	8
자본잉여금	1	16	16	48	48
이익잉여금	-14	-19	-23	-22	-21
자본조정	2	2	2	4	4
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	-6	6	2	38	39

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
주당지표					
EPS	-	-	-	104	66
BPS	-	-	-	2,317	2,392
DPS	-	-	-	0	0
CFPS	-	-	-	473	486
ROA(%)	-8.4	-7.9	-6.5	2.4	1.1
ROE(%)	-	-	-105.8	8.6	2.8
ROIC(%)	-4.5	3.7	-7.9	4.8	2.3
Multiples(x, %)					
PER	-	-	-	123.9	236.1
PBR	-	-	-	5.6	6.5
PSR	-	-	-	2.3	2.3
PCR	-	-	-	27.3	32.2
EV/EBITDA	-	-	-	38.1	44.2
배당수익률	-	-	-	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	-	1,049.9	3,185.5	132.3	167.8
Net debt/Equity	-756.2	366.4	1,776.3	27.8	36.3
Net debt/EBITDA	3,923.2	418.3	-6,155.8	181.1	232.4
유동비율	71.4	81.5	70.1	132.7	132.6
이자보상배율(배)	-	1.3	-	2.4	1.6
자산구조(%)					
투하자본	80.9	74.9	91.7	71.5	65.4
현금+투자자산	19.1	25.1	8.3	28.5	34.6
자본구조(%)					
차입금	112.7	83.4	95.1	40.5	49.7
자기자본	-12.7	16.6	4.9	59.5	50.3

베스파 (299910)

목전에 둔 첫 신작 사이클



▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Not Rated

현재 주가(6/17)	26,750원
상승여력	-
시가총액	2,179억원
발행주식수	8,147천주
52 주 최고가 / 최저가	33,000 / 8,690원
90 일 일평균 거래대금	9.76억원
외국인 지분율	0.6%
주주 구성	
김진수 (외 6 인)	41.0%
솔본인베스트먼트 (외 1 인)	13.3%
에스엘인베스트먼트 (외 2 인)	10.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.1	44.2	86.4	133.6
상대수익률(KOSDAQ)	0.8	37.9	80.1	97.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019	2020
매출액	31	124	101	68
영업이익	7	28	-9	-34
EBITDA	7	28	-7	-30
지배주주순이익	6	-106	-8	-46
EPS	-	-13,331	-981	-5,728
순차입금	2	-88	-41	-16
PER	-	-	-	-
PBR	-	2.0	1.3	3.4
EV/EBITDA	0.3	3.3	-	-
배당수익률	-	-	-	-
ROE	-	-232.2	-9.0	-79.1

주가 추이



신작 스케줄을 고려 시 하반기부터 실적이 개선될 가능성이 있습니다.

1Q21 실적 부진 지속

1Q21에도 매출액 138억원(-16% yoy), 영업적자 109억원(적지 yoy)을 기록하며 실적 부진 흐름이 이어졌다. ①킹스레이드 노후화에 따른 매출액 감소, ②고정비 부담 가중(신작 개발로 인한 인건비↑) 등 때문이다. 그러나 2H21부터 본격적으로 신작 사이클에 진입하며 원 게임 리스크 해소와 실적 턴어라운드의 토대가 마련될 것으로 예상된다.

3Q21부터 상장 이후 첫 신작 사이클 진입

신작은 ①8월말 Defence RPG Time Defenders(7월 사전 예약, 일본 출시 후 연말부터 서비스 지역 확대), ②10월말 킹스레이드 시즌2(리마스터), ③4Q21 북미·유럽 타겟의 Turnbased RPG Project CA(소프트 런칭 후 1Q22 본격화), ④1Q22 인디게임 블리트, ⑤1H22 일본 인기 IP를 활용한 RPG Project OP 등이 순차적으로 출시될 예정이다.

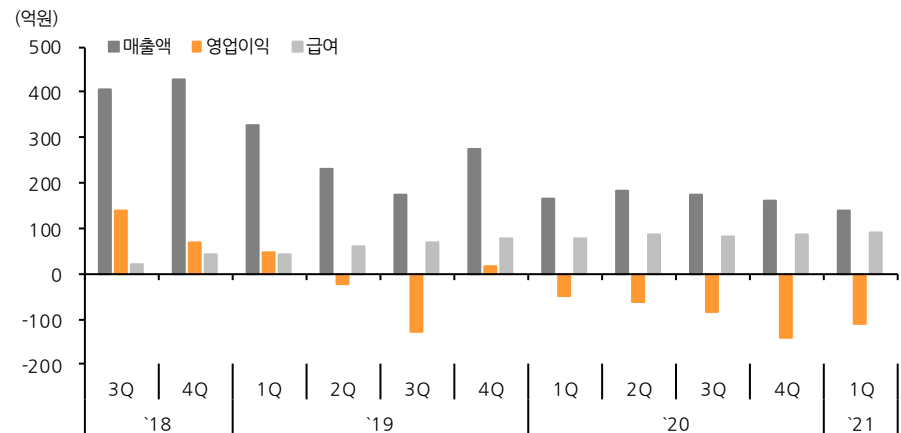
연간 기준으로 신작별 매출액은 ①Time Defenders>1,000억원(유사 장르인 명일방주의 지난해 일본 매출액 고려), ②킹스레이드 시즌2>1,200억원(신규·복귀 유저 증가에 따라 과거 수준 매출액 회복 가정), ③Project CA>500억원, ④Project OP>700억원(일본 내 동급 인기 IP를 활용한 게임 매출액 고려) 등이 기대된다.

4Q21 실적 턴어라운드 후 내년 큰 폭 이익 개선 가능성 有

올해까지 영업적자가 예상된다. 3Q 영업적자 폭 축소(8월말 Time Defenders 출시) 후 4Q부터 실적 턴어라운드(Time Defenders 온분기 반영, 킹스레이드2 출시로 100억원대 영업이익 기대)가 예상되기 때문이다. 그러나 신작 매출이 모두 반영되는 내년에는 큰 폭의 이익 개선(영업레버지 효과 大)이 나타날 가능성이 있다.

동사 주가는 올해 상장 이후 첫 신작 사이클에 대한 기대로 반등한 후 성장주 약세, 상승 피로감 등으로 조정 흐름을 보이고 있다. 그러나 신작이 기대 수준의 흥행 시 상승 여력이 커 여전히 관심이 유효하다고 판단된다. 기대작인 Time Defenders의 일본 내 사전 예약(7월) 흥행 시 주가 상승의 Trigger로 작용할 것으로 보인다.

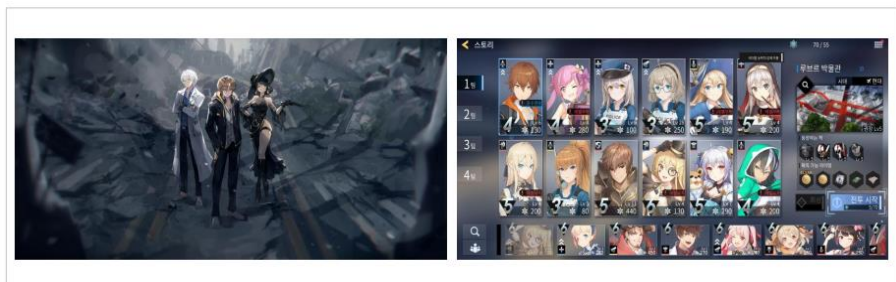
[그림97] 분기별 실적과 급여(고정비) 추이



자료: 베스파, 한화투자증권 리서치센터

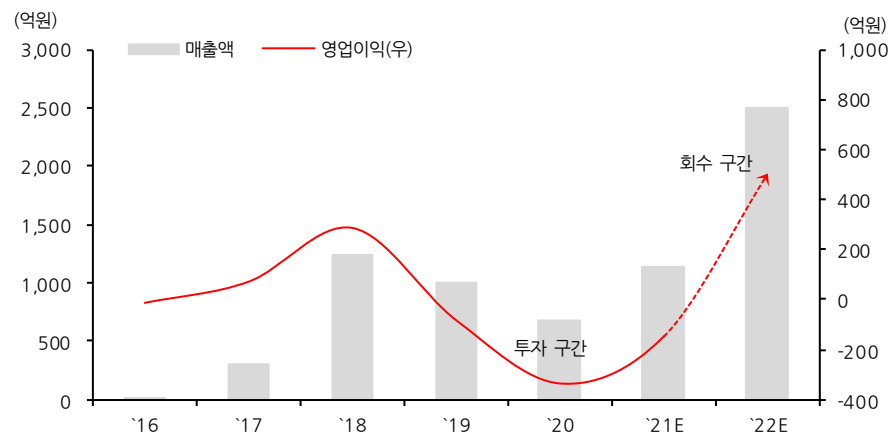
[그림98] 기대작 Time Defenders, 7 월 사전 예약 시작

- **Next generation of defense RPG** : 역대 최고 퀄리티의 Defense RPG
- **Attractive graphics** : 애니메이션 스타일의 3D 캐릭터
- **Strong immersion** : 풍부한 콘텐츠 + 다양한 전략 + 매력적인 스토리



자료: 베스파, 한화투자증권 리서치센터

[그림99] 올해 하반기부터 투자 회수 기간 진입 예상



자료: 베스파, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	0	31	124	101	68
매출총이익	0	31	124	101	68
영업이익	-2	7	28	-9	-34
EBITDA	-2	7	28	-7	-30
순이자손익	0	0	0	1	1
외화관련손익	0	0	0	0	-1
지분법손익	0	0	0	-1	0
세전계속사업손익	-4	6	-106	-9	-40
당기순이익	-4	6	-106	-8	-46
지배주주순이익	-4	6	-106	-8	-46
증가율(%)					
매출액	n/a	30,514.5	300.1	-19.2	-32.1
영업이익	n/a	흑전	317.4	적전	적지
EBITDA	n/a	흑전	315.7	적전	적지
순이익	n/a	흑전	적전	적지	적지
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	-1,665.6	21.7	22.7	-8.7	-49.7
EBITDA 이익률	-1,636.0	22.0	22.8	-6.6	-43.3
세전이익률	-3,990.1	17.9	-84.9	-8.7	-59.1
순이익률	-3,512.5	18.4	-85.5	-8.1	-68.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
영업현금흐름	-1	7	29	-12	-16
당기순이익	-4	6	-106	-8	-46
자산상각비	0	0	0	2	4
운전자본증감	0	-1	1	-6	9
매출채권 감소(증가)	0	-4	-8	5	1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	0	0	0
투자현금흐름	-1	-4	-2	-58	23
유형자산처분(취득)	0	0	-1	-3	-1
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	-2
투자자산 감소(증가)	0	-2	0	-39	23
재무현금흐름	2	0	56	-1	-4
차입금의 증가(감소)	2	0	0	-1	1
자본의 증가(감소)	0	0	56	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	-2	7	30	-4	-26
(-)운전자본증가(감소)	0	0	-2	6	-9
(-)설비투자	0	0	1	3	1
(+)자산매각	0	0	0	0	-2
Free Cash Flow	-1	6	30	-13	-20
(-)기타투자	0	2	1	16	-3
잉여현금	-2	4	29	-29	-17
NOPLAT	-1	5	20	-6	-25
(+) Dep	0	0	0	2	4
(-)운전자본투자	0	0	-2	6	-9
(-)Capex	0	0	1	3	1
OpFCF	-1	4	21	-13	-12

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	1	9	104	61	35
현금성자산	1	5	88	45	22
매출채권	0	4	12	7	4
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1	4	8	45	27
투자자산	1	3	6	30	21
유형자산	0	0	2	7	5
무형자산	0	0	0	7	2
자산총계	2	12	112	106	62
유동부채	4	9	18	14	22
매입채무	0	1	1	3	4
유동성이자부채	4	5	0	2	5
비유동부채	2	2	4	7	7
비유동이자부채	2	2	0	1	1
부채총계	7	11	21	22	29
자본금	0	0	4	4	4
자본잉여금	0	0	193	77	57
이익잉여금	-5	1	-107	1	-25
자본조정	0	0	1	1	-4
자기주식	0	0	0	0	-5
자본총계	-5	1	91	84	33

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
주당지표					
EPS	-	-	-13,331	-981	-5,728
BPS	-68,493	16,561	11,347	10,465	4,051
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-	-	3,783	-486	-3,265
ROA(%)	-	79.1	-171.1	-7.2	-54.8
ROE(%)	-	-	-232.2	-9.0	-79.1
ROIC(%)	-	459.9	924.7	-27.3	-82.7
Multiples(x, %)					
PER	-	-	-	-	-
PBR	-	-	2.0	1.3	3.4
PSR	-	-	1.5	1.1	1.6
PCR	-	-	6.0	-	-
EV/EBITDA	-	0.3	3.3	-	-
배당수익률	-	-	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	-	1,033.9	23.7	25.8	89.2
Net debt/Equity	-115.0	209.9	-96.7	-48.8	-50.2
Net debt/EBITDA	-312.6	33.6	-308.3	622.8	55.8
유동비율	23.9	94.4	580.7	427.7	159.3
이자보상배율(배)	-	20.9	164.3	-	-
자산구조(%)					
투자자본	26.7	15.2	3.1	36.6	27.5
현금+투자자산	73.3	84.8	96.9	63.4	72.5
자본구조(%)					
차입금	376.4	86.6	0.0	3.8	14.2
자기자본	-276.4	13.4	100.0	96.2	85.8

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 6월 17일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김동하)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[클래식스 주가와 목표주가 추이]



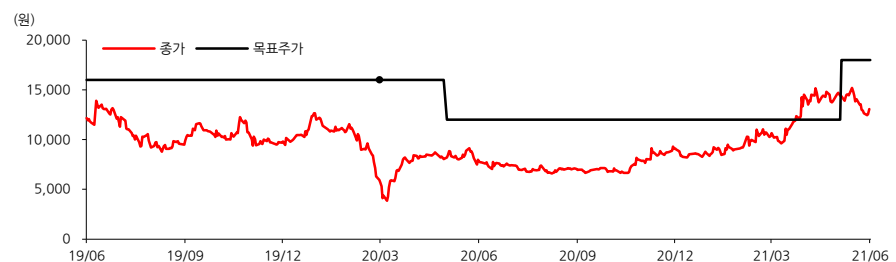
[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.08.14	2019.09.02	2020.01.29	2020.02.06	2020.04.22	2020.05.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	20,000	20,000	20,000	20,000	18,000	21,000
일 시	2020.08.03	2020.08.14	2020.11.16	2021.02.02	2021.04.30	2021.05.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	21,000	21,000	21,000	21,000	21,000	21,000
일 시	2021.06.17					
투자의견	Buy					
목표가격	21,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.08.14	Buy	20,000	-35.33	-11.75
2020.04.22	Buy	18,000	-30.06	-10.56
2020.05.21	Buy	21,000		

[제로투세븐 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.06.26	2019.07.25	2019.08.16	2019.09.02	2019.12.19	2020.01.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000
일 시	2020.05.18	2020.09.18	2021.01.27	2021.05.21	2021.06.17	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	12,000	12,000	12,000	18,000	18,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.05.18	Buy	12,000	-26.66	26.25
2021.05.21	Buy	18,000		

[도이치모터스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.09.02	2020.01.21	2020.01.29	2020.04.28	2020.07.28	2020.10.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	14,000	14,000	14,000	10,000	10,000	10,000
일 시	2020.12.18	2021.02.26	2021.04.28	2021.06.17		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	10,000	10,000	13,000	13,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.04.28	Buy	9,821	-32.88	-12.03
2021.04.28	Buy	13,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%