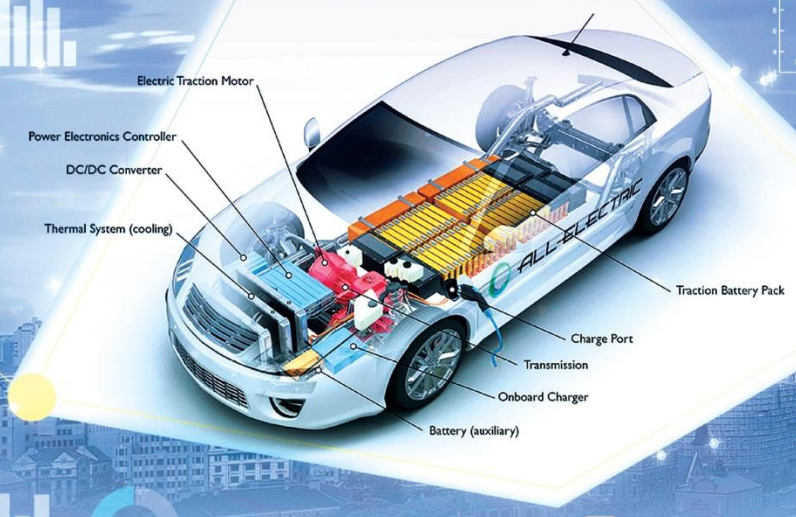
The Collaboration

2018. 10. 8

전기차 산업 대전망

전기차의 시대 E-driVe

Part I 전기차: 대형 OEM의 진출 본격화
Part II 배터리, 전기차 가격의 40%
Part III 소재, 배터리 가격의 46%
Part IV 종목별 투자의견



이베스트투자증권

이베스트투자증권 **어규진, 유지웅 주재호** 입니다.

자동차 산업에 있어서 가장 큰 변화의 시대가 도래 했습니다.
지난 100년간 내연기관은 주요 자동차산업의 동력원으로 위치해 왔었으나,
각국의 규제 강화, 4차산업혁명의 도래, 운송 혁명의 시작으로 이제는 변화가 올 수밖에 없는 시점입니다.
저희는 2019년이 이러한 대 변화의 시작이 될 것으로 예상하고 있고,
EV, 즉 순수전기차 시장이 중국, 미국, 유럽 등 주요 국가를 중심으로 개화할 것으로 확신하고 있습니다.

전방산업이 변화함에 따라 자동차 부품업체들 역시 기존 내연기관 체제에서 큰 변화를 겪게 됩니다.
전기모터, EPCU등부터 배터리, 열관리 시스템 등 모든 동력계열 부품의 큰 변화가 예상되고 있습니다.
따라서 이제는 대규모 turn-key 수주가 가능한 Tier-1 업체 중심으로 재편성 될 것으로 보입니다.

특히 리튬이온 배터리는 전기차 총 가격의 약 40%에 해당하는 가격을 차지하고 있어 향후 고성장이 예상되는 산업 입니다. 2022년 까지 순수 전기차판매가 880만대가 되기 위해서 EV용 배터리 생산량도 지금보다 2.9배 많은 380Gwh수준으로 증가해야 할 것으로 판단됩니다. 대부분의 빅5 업체들이 2022년까지 생산캐파를 현재보다 3~4배 이상 늘릴 계획이고, 중장기적인 외형 성장이 지속될 전망입니다.

배터리 소재업체들 역시 전방산업의 고성장 기조로 인해 타이트한 수급상황이 지속되고 있어 공격적인 설비증설을 진행중에 있습니다. 고성능 전기차를 위해서는 '고용량, 고밀도' 배터리가 필수인데 이로 인해 소재의 중요성과 기술개발을 통한 원가절감이 더욱 부가되는 시기가 되었습니다.

이미 코앞으로 다가온 전기차의 시대, 큰 변화의 시대에 잘 준비된 기업을 선택하는 것이 중요하다고 생각합니다.
저희는 **EV부품, 배터리관련 수혜주에 대한 매수** 시점이라고 판단합니다.
금번 자료가 투자 판단에 도움을 드릴 수 있었으면 합니다.
감사합니다.

반도체/디스플레이
Analyst **어규진**
02 3779 8425
kjsyndrome@ebestsec.co.kr

자동차/타이어
Analyst **유지웅**
02 3779 8886
jwyoo@ebestsec.co.kr

2차전지
Analyst **주재호**
02 3779 8768
jhjoo@ebestsec.co.kr

자료는 크게 **4 가지 Part** 로 구성했습니다.

[Part I. 전기차: 대형 OEM 의 진출 본격화]

2019 년부터 대형 OEM 들은 그동안 미뤄왔던 EV 시장 진출을 본격화할 것으로 예상됩니다.
중국시장을 중심으로 규제가 본격적으로 강화될 뿐만 아니라,
선점 업체들의 초기 대량양산 가능성이 높아지며 기존 대형 OEM 들에게
큰 위협요인으로 빠르게 다가오고 있기 때문입니다.
따라서 부품시장도 친환경차 부품의 대규모 Turn-key 수주가 가능한 업체들로 재구성 될 것입니다.

[Part II. 배터리, 전기차 가격의 40%]

2022 년 xEV 차량이 880 만대 판매되기 위해서는 전기차용 배터리 생산량이
지금보다 2.9 배 많은 380GWh 수준으로 증가해야 합니다.
이에 빅 5 배터리 제조사 업체들은 2022 년까지 배터리 생산 캐파를 3~4 배이상 증가시킬 계획이고
신규라인 증설을 위한 투자금은 100 조원을 돌파할 것으로 판단됩니다.
또한, 전기차 대중화를 위해서는 전기차 가격의 40%를 차지하는 배터리 가격의 하락이 불가피 한데
배터리 효율을 증가시킨 고밀도 제품 개발이나 원재료비 감소를 통해 수익성을 창출해야 할 것입니다.

[Part III. 소재, 배터리 가격의 46%]

배터리 소재산업은 전방산업의 고성장으로 각 업체별로 역대 최대 규모의 증설을
진행하고 있습니다. 소재업체들은 향후 몇 년간 타이트한 수급 상황이 지속될 가운데
고용량 고밀도 배터리 제작을 위해 기술개발을 통한 원가절감과 그리고 이를 통한
벨류체인을 확보하는 것이 배터리소재 업체 있어서 중요한 포인트가 될 것입니다.

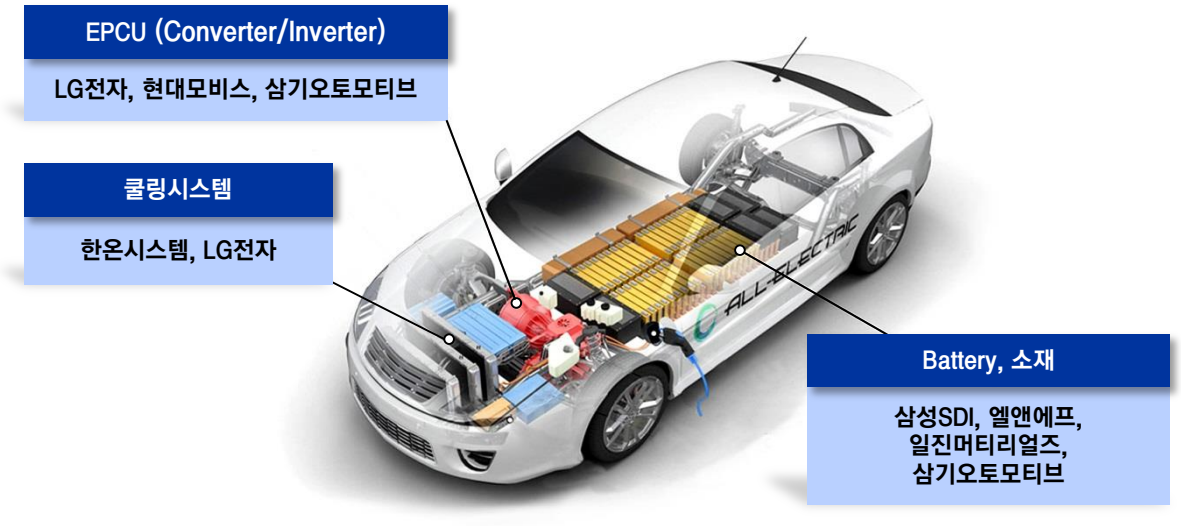
[Part IV. 종목별 투자의견]

전기차 산업과 관련된 최선호주로 **삼성 SDI 와 한온시스템**을,
관심주로 **LG 전자**와과 **일진머티리얼즈**을 제시합니다.
최선호주로 삼성 SDI 와 한온시스템을 추천 드리는 이유는 글로벌 OEM 향 EV 수주가
가장 빠르게 진행되는 동시에 단기 실적 모멘텀이 뚜렷할 것으로예상되기 때문입니다.

관심주 종목인 LG 전자는 EPCU 및 열관리 시스템 수주 모멘텀 그리고 일진머티리얼즈는
내년 초부터 2 차전지향 일렉포일 공장 신규증설로 인한 매출증대 모멘텀이 있습니다.

Key Charts

전기차의 핵심 부품과 본 리포트에서 소개된 핵심종목

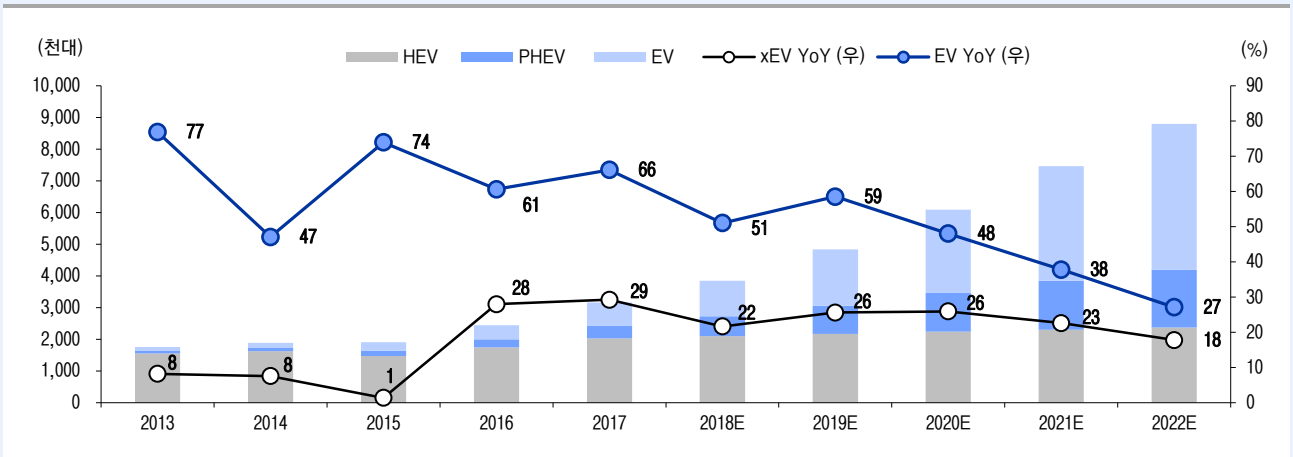


종목	투자 의견	목표주가 (원)	매출액 (십억원)	OP (십억원)	OPM (%)	순이익 (십억원)	P/E (X)	P/B (X)
삼성SDI	Buy	320,000	9,344	615	6.6	836	20.9	1.4
한온시스템	Buy	18,000	6,010	462	7.7	329	21.2	3.1
LG전자	Buy	95,000	61,533	3,130	5.1	4.7	7.6	0.8
일진머티리얼즈	Buy	71,000	504	60	11.9	49	48.9	4.4
현대모비스	Buy	280,000	35,364	2,123	6.0	2,269	9.0	0.6
엘앤에프	Buy	58,000	520	31	5.9	20	49.1	6.5
아모텍	Buy	38,000	278	22	8.0	19	13.5	1.2
삼기오토모티브	NR	NR	279	9.6	3.5	5.5	8.2	0.8

단위: 매출액과, 영업이익, 순이익은 2018년도 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Key Charts

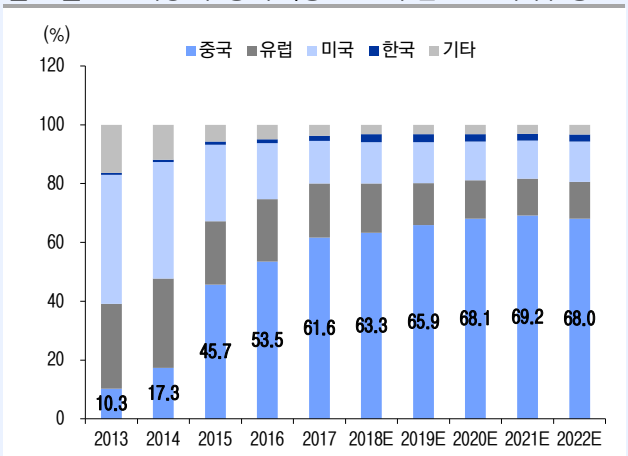
글로벌 친환경차 시장 추이 및 전망: 2022 년 EV 약 460 만대 시장 형성 예상



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

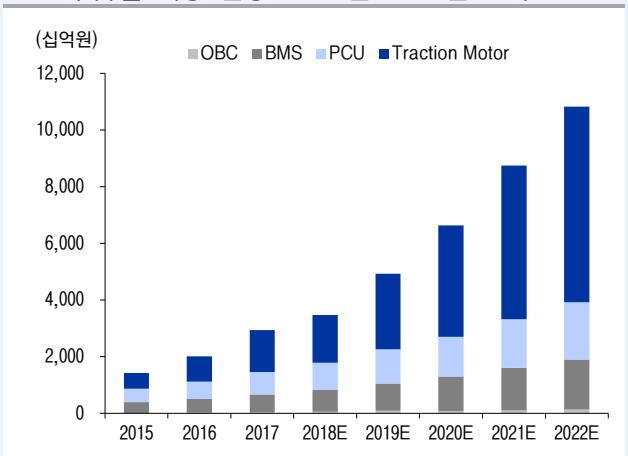
- **전세계 xEV 시장은 2022 년 약 880 만대 시장을 형성할 것으로 예상**
- **2020 년을 기점으로 순수 EV 시장은 나머지 xEV 시장을 초과, 2022 년 약 460 만대 시장 형성**

글로벌 EV 시장의 중국비중: 60%후반으로 수렴 중



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

xEV 부품별 시장 전망: 2022 년 10 조원 초과

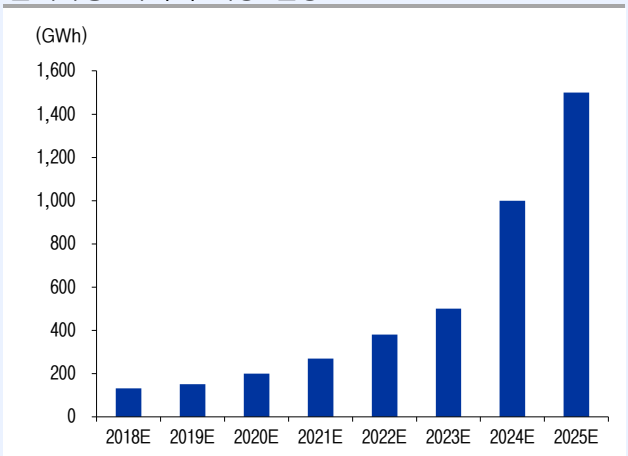


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- **전세계 EV 시장은 규제 강도가 가장 높은 중국 중심으로 재편성 중**
- **xEV 부품시장은 대규모 통합수주가 가능한 Tier-1 업체위주로 재편성 가능**

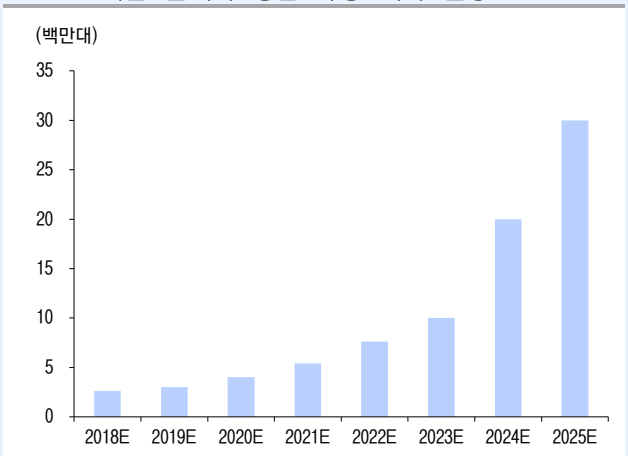
Key Charts

전기차용 베터리 시장 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

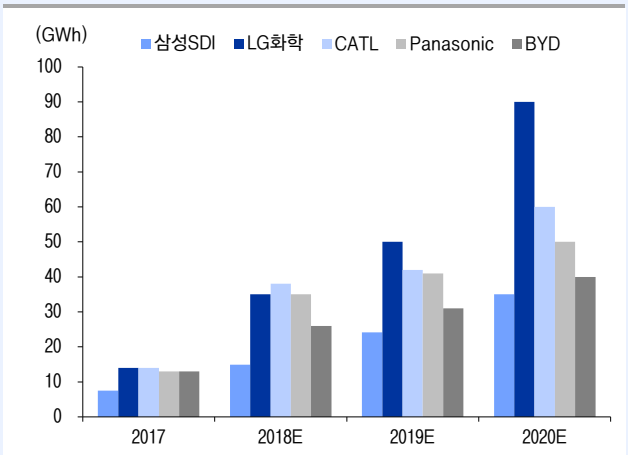
50kWh 기준 전기차 생산 가능 캐파 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

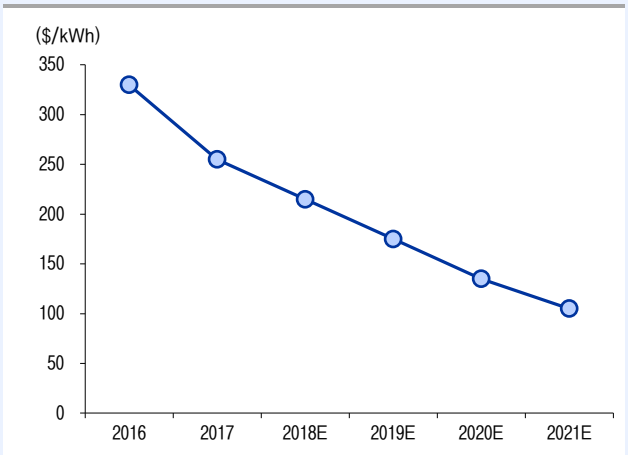
- **2022 년, xEV 차량이 880 만대 판매 가정 시 배터리 생산량 380GWh 수준(현재의 2.9 배) 필요**
- **380GWh 는 50kWh 용량의 전기차를 연간 760 만대 생산할 수 있는 규모에 불과**

업체별 전기차 베터리 캐파 전망



자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

전기차용 베터리 셀 당 가격 전망

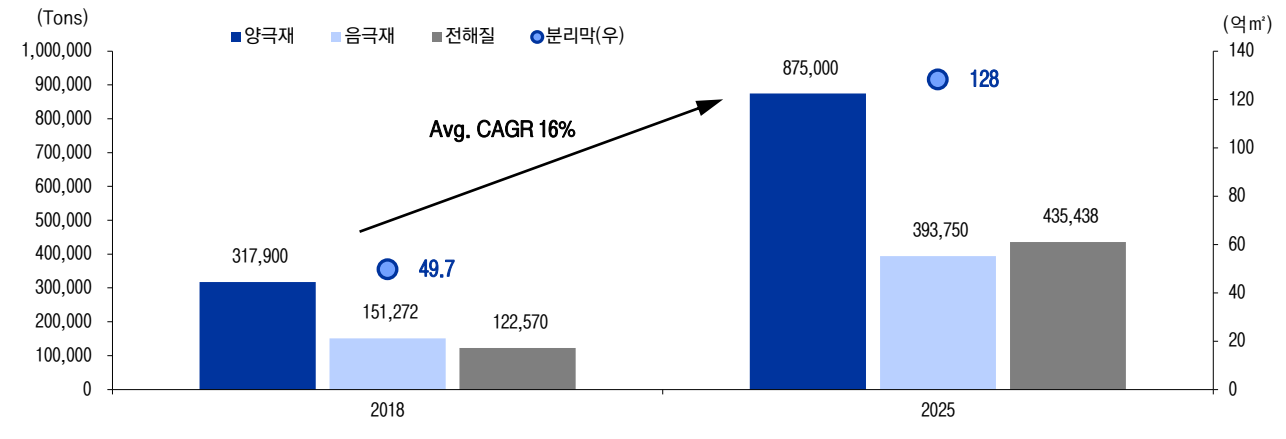


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- **배터리 빅 5 업체들은 2022 년까지 배터리 생산 캐파 현재보다 3~4 배 이상 증가 계획**
- **전기차 대중화 위해 배터리 셀 당 가격 215$(2018) -> 105$(2021) 하락 필요**

Key Charts

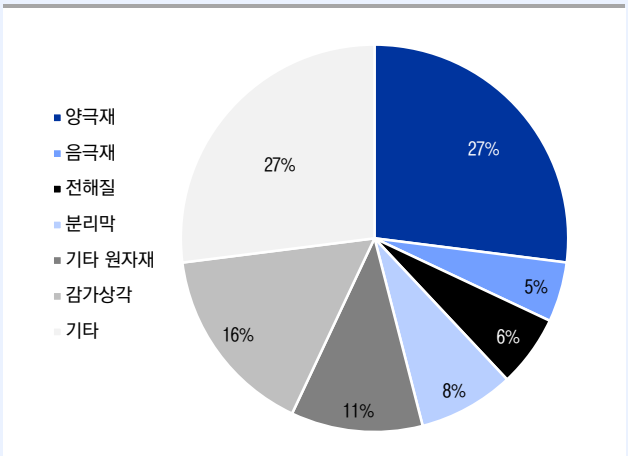
배터리 4 대 소재 시장 수요 추이 (2025 년까지 평균 CAGR 16% 성장 예상)



자료: avicenne, 이베스트투자증권 리서치센터

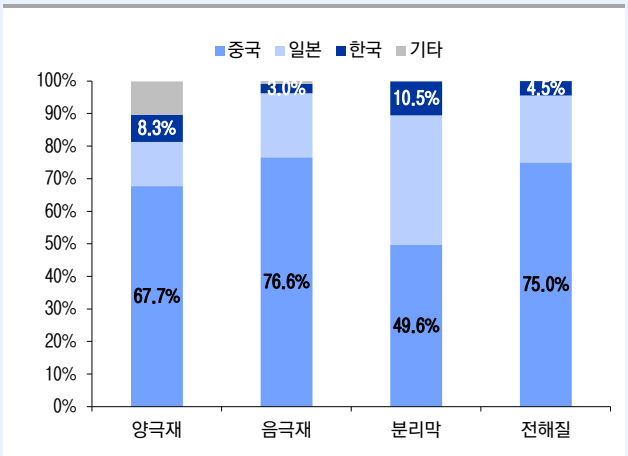
- **2025 년까지 양극재는 2.8 배, 음극재는 2.6 배, 분리막은 2.6 배, 전해질은 3.6 배 성장 예상**
- **소재 시장에서 절반 이상을 차지하는 양극재 시장은 60 억$로 가장 주목해야 할 시장이라 판단**

2017 년 기준 LIB Cell 제조원가 구성비



자료: avicenne, 이베스트투자증권 리서치센터

각 배터리 소재별 국가 비중



자료: 야노경제연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

- **주요 4 대소재 배터리 제조원가의 46%, 시장규모는 17 년 기준 120 억$로 배터리 시장의 43% 차지**
- **배터리 소재 시장에서 중국이 차지하는 비중은 평균 67%로 비중이 높음**

The Collaboration

자동차/전기전자
Overweight

전기차 산업 대전망

전기차의 시대: E-driVe

Contents

Part I	전기차: 대형 OEM 의 진출 본격화	09
Part II	배터리, 전기차 가격의 40%	27
Part III	소재, 배터리 가격의 46%	36
Part IV	종목별 투자의견	49

기업분석

현대모비스 (012330)	52
한온시스템 (018880)	57
삼기오토모티브 (123350)	62
삼성 SDI (006400)	66
LG 전자 (066570)	70
아모텍 (052710)	74
일진머티리얼즈 (020150)	78
엘앤에프 (066970)	87

Part I

전기차: 대형 OEM 의 진출 본격화

대형 OEM이 EV 시장에 본격 진출하는 2019년

2019 년이 시작되면서 그동안 전기차 시장 진출에 한박자 늦었던 것으로 평가받던 대형 OEM 들의 시장 진출이 본격화 될 것으로 예상됩니다. 그동안 버텨오던 친환경차 규제가 이제는 너무 강력해 져서 더 이상 기존 내연기관 차량으로는 버티기가 불가능해 졌기 때문입니다.

일례로 중국 같은 경우 2019년에는 10%의 NEV Credit 제도가 시작됩니다. 연산 100만대 메이커면 최소 3만대의 EV는 생산해야 하는 셈입니다. 중국, 미국, 유럽을 중심으로 주요 메이커들의 신형 EV계획이 속속들이 공개되고 있는 상황속에서, 친환경차 부품의 turn-key 수주가 가능한 Tier-1 부품업체들 위주로 관심을 가져볼 필요가 있습니다.

전기차 산업 전망

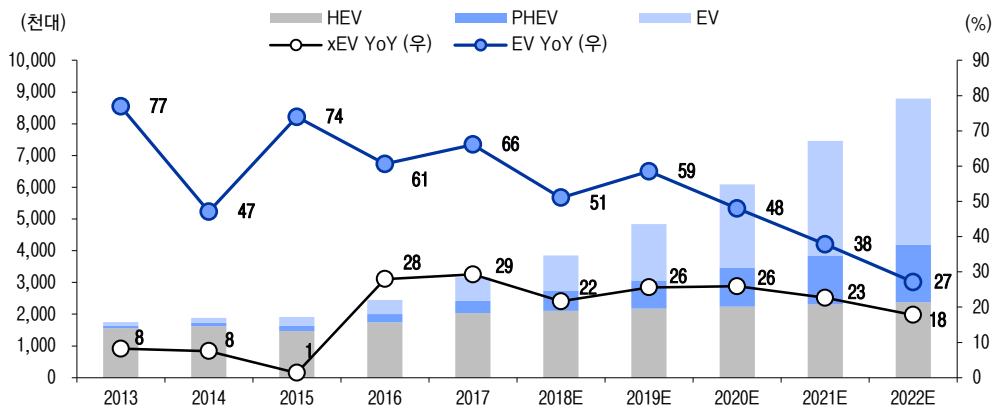
전기차 시장 전망: 2022년 약 460만대 시장 형성 전망

전세계 친환경차(xEV) 시장은 2017년 기준 전체 자동차 판매시장의 약 3.5%의 비중을 형성하고 있으며, 2020년 5.1%, 2022년에는 약 8.7%의 비중을 차지할 것으로 예상된다. 전세계 지역별로는 중국이 친환경차 판매비중 증가에 있어서 가장 큰 비중을 차지할 것으로 예상되는데, 중국의 2022년 기준 친환경차 판매비중은 약 14.6%에 달할 것으로 전망된다. 전세계 3대 자동차 판매시장인 미국과 유럽의 경우 같은 기간 친환경차 판매비중이 각각 6.7%, 10.8%를 기록할 것으로 예상된다.

친환경차 종류 별로는 순수 EV(Electric Vehicle)의 판매 증가가 크게 부각될 것으로 예상되는데, 이는 중국과 미국의 Credit 제도 도입에 따른 의무할당량이 증가하게 되기 때문이다. 두 지역 모두 정책이 도입되거나 본격화 되는 과정에서 2019년부터 EV 판매량이 크게 증가할 것으로 예상된다. 중국의 경우 EV 판매량 비중이 2018년에는 약 0.9%를 기록할 것으로 예상되지만, 2022년경에는 3.6% 수준까지 확대될 것으로 예상된다. 유럽의 경우 HEV/PHEV등 대체 친환경차의 비중이 확대되며 총 xEV 비중을 끌어 올릴 것으로 예상된다.

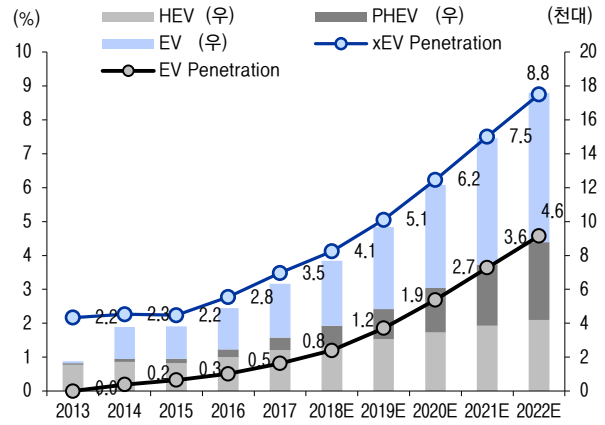
2017년 전세계 EV판매는 약 74.2만대를 기록했으며, 당사는 2022년경에는 약 460만대로 증가할 것으로 예상한다. 2017년까지 순수 EV시장은 Tesla(연간 10만대) 와 중국의 저가 로컬업체를 중심(46만대)가 시장의 대부분을 형성해 온 것으로 판단되며, 2019년부터는 그 동안 EV시장 진입에 소극적이었던 대형 OEM들의 EV기반 볼륨모델 출시가 본격화 된다. 대형 OEM들은 대부분 2016~2017년부터 EV전용 플랫폼 구축을 위한 투자가 진행되었으며, 2019년이 대량양산이 이뤄지는 첫 해가 될 것으로 예상된다. 다만 업체별로 판매 전략에 따라 초기 손익변동이 클 것으로 예상되며, 따라서 초기부터 대량판매가 가능한 중국 시장을 중점적으로 시장진출이 본격화 될 것이다.

그림1 전세계 친환경차 시장 추이 및 전망: 2022 년 순수 EV 약 460 만대 시장 형성 전망



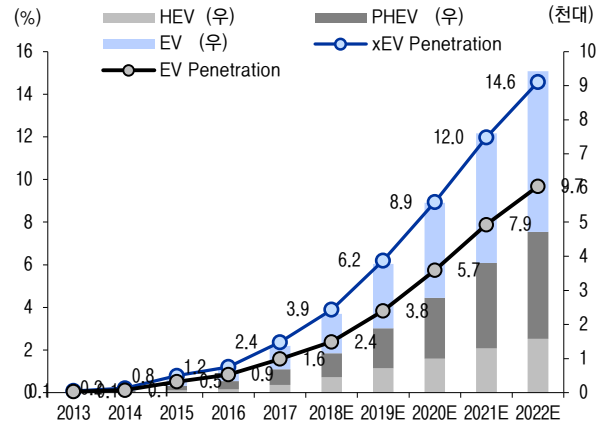
자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 글로벌 xEV 별 Penetration 추이



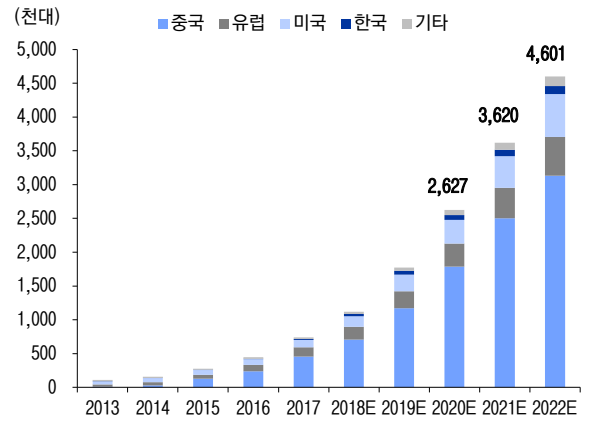
자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 중국 xEV 별 Penetration 추이



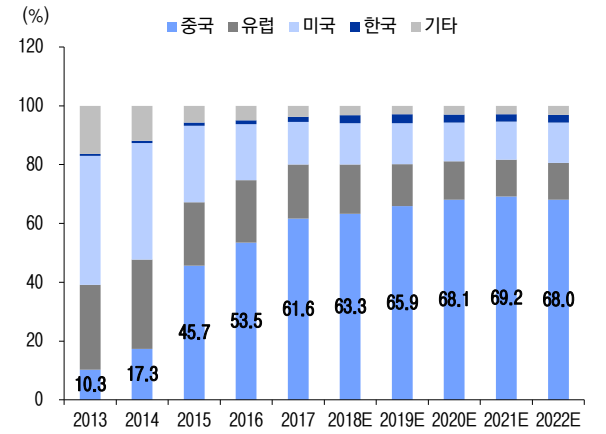
자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 지역별 EV 판매 추이



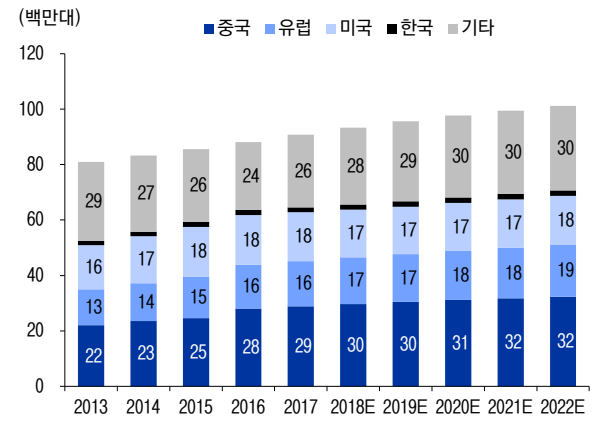
자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 지역별 EV 비중 예상치: 2022 년 중국 68% 예상



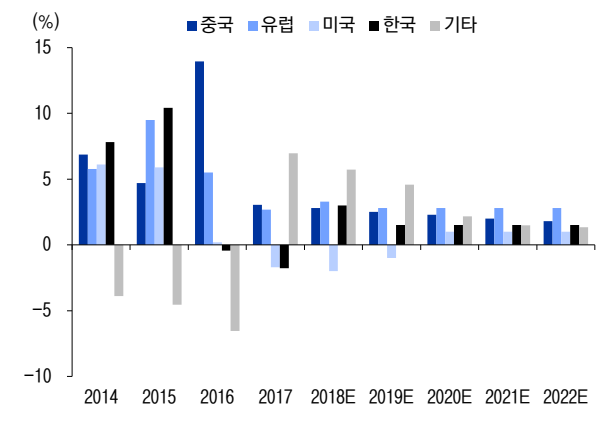
자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 전세계 자동차 시장 규모 및 성장 추이



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 시장별 자동차 수요 증가율



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 전세계 친환경차별 판매 추이 및 예상치

(단위: 천대)	세부 구분	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Global											
Total xEV	HEV	1,558	1,623	1,471	1,743	2,030	2,101	2,175	2,240	2,307	2,376
	PHEV	88	105	164	258	392	628	885	1,222	1,539	1,816
	BEV	109	160	278	446	742	1,120	1,775	2,627	3,620	4,601
	xEV Total	1,755	1,887	1,913	2,448	3,164	3,849	4,835	6,088	7,466	8,794
Auto Sales	Auto Total	81,010	83,253	85,584	88,152	90,796	93,338	95,672	97,681	99,439	101,130
	YoY		2.8	2.8	3.0	3.0	2.8	2.5	2.1	1.8	1.7
	xEV (%)	2.2	2.3	2.2	2.8	3.5	4.1	5.1	6.2	7.5	8.7
	EV (%)		0.2	0.3	0.5	0.8	1.2	1.9	2.7	3.6	4.5
China											
xEV	HEV	6.8	7.0	10.3	32.8	117.8	200	300	376	469	587
	PHEV	1.1	14.7	58.6	68.4	110.6	249	418	619	829	995
	EV	11.2	27.7	126.9	238.7	457.0	708	1,169	1,788	2,504	3,130
	xEV Total	19	49	196	340	686	1,158	1,888	2,783	3,803	4,712
Auto Sales	Auto Total	21,984	23,492	24,598	28,028	28,879	29,688	30,430	31,130	31,752	32,324
	YoY		6.9	4.7	13.9	3.0	2.8	2.5	2.3	2.0	1.8
Penetration	xEV (%)	0.1	0.2	0.8	1.2	2.4	3.9	6.2	8.9	12.0	14.6
	EV (%)	0.1	0.1	0.5	0.9	1.6	2.4	3.8	5.7	7.9	9.7
US											
xEV	HEV	496	452	384	347	364	335	325	335	345	355
	PHEV	49	55	43	73	90	113	133	150	168	187
	EV	48	63	72	85	107	158	248	347	469	633
	xEV Total	592	571	500	505	561	606	706	832	982	1,175
Auto Sales	Auto Total	15,953	16,928	17,924	17,960	17,655	17,302	17,129	17,300	17,473	17,648
	YoY		6.1	5.9	0.2	-1.7	-2.0	-1.0	1.0	1.0	1.0
Penetration	xEV (%)	3.7	3.4	2.8	2.8	3.2	3.5	4.1	4.8	5.6	6.7
	EV (%)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	0.9	1.4	2.0	2.7	3.6
서유럽											
xEV	HEV	73	85	83	211	308	385	482	602	752	941
	PHEV	23	17	47	108	168	220	282	352	426	507
	EV	31	49	60	95	137	187	253	341	451	577
	xEV Total	127	151	189	414	613	793	1,016	1,296	1,629	2,025
Auto Sales	Auto Total	12,970	13,718	15,020	15,846	16,271	16,808	17,278	17,762	18,259	18,771
	YoY		5.8	9.5	5.5	2.7	3.3	2.8	2.8	2.8	2.8
Penetration	xEV (%)	1.0	1.1	1.3	2.6	3.8	4.7	5.9	7.3	8.9	10.8
	EV (%)	0.2	0.4	0.4	0.6	0.8	1.1	1.5	1.9	2.5	3.1
Korea											
xEV	HEV	28	36	38	62	84	96	109	123	139	157
	PHEV	-	-	0	0	0	1	2	3	4	5
	EV	1	1	3	6	14	31	49	66	86	107
	xEV Total	29	37	42	69	98	128	159	192	229	270
Auto Sales	Auto Total	1,540	1,660	1,833	1,825	1,793	1,847	1,875	1,903	1,931	1,960
	YoY		7.8	10.4	-0.4	-1.8	3.0	1.5	1.5	1.5	1.5
Penetration	xEV (%)	1.87	2.2	2.3	3.8	5.4	6.9	8.5	10.1	11.8	13.7
	EV (%)	0.05	0.1	0.2	0.3	0.8	1.7	2.6	3.5	4.4	5.5
ROW											
xEV	HEV	955	1,043	955	1,090	1,156	1,085	959	805	602	337
	PHEV	15	18	15	8	23	45	50	97	111	121
	EV	18	19	16	22	27	35	52	77	103	144
	xEV Total	988	1,080	986	1,121	1,207	1,165	1,061	980	816	603
Auto Sales	Auto Total	28,563	27,455	26,209	24,493	26,198	27,694	28,960	29,586	30,023	29,731
	YoY		-3.9	-4.5	-6.5	7.0	5.7	4.6	2.2	1.5	-1.0
Penetration	xEV (%)	3.46	3.9	3.8	4.6	4.6	4.2	3.7	3.3	2.7	2.0
	EV (%)	0.06	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.5

자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

중국: 2019년부터 NEV Credit 10% 의무화로 대형 OEM의 EV양산 본격화

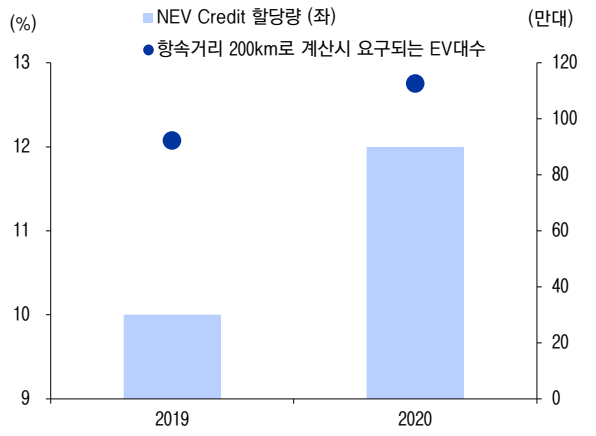
2019년부터 전세계 친환경차 시장에서 나타날 가장 큰 변화는 중국 정부에서 실시하는 NEV(New Energy Vehicle)에 대한 Credit 제도의 시작이다. 중국은 연간 2,900만대 이상 자동차 수요가 형성되어 있는 명실상부 세계 최대 규모의 자동차 시장으로써, 중국 정부의 스탠스는 대형 자동차 회사들에 있어 막강한 영향력을 갖는다. 동 제도는 2019년부터 중국에서 연간 3만대 이상 판매를 하는 OEM은 약 10%의 NEV Credit을, 2020년에는 약 12%의 Credit을 충족시킬 것을 요구하고 있다.

중국 정부는 NEV Credit 제도를 기존에 2018년 8%로 시작하는 방침을 갖고 있었으나, OEM들의 요청으로 2019년으로 연기 후 10%의 target으로 시작하기로 결정했다. 해당 연도에 필요한 Credit 충족이 불가할 경우 메이커는 해당 크레딧을 타 OEM으로부터 구입하거나, 또는 해당 크레딧 만큼의 내연기관 차량 생산이 제한되기 때문에 아주 강력한 조치가 될 것으로 여겨진다. 현재 중국 정부는 NEV Credit을 장기적으로 20%까지 상향할 계획인 것으로 알려졌다. 연간 100만대 판매량을 가진 업체 기준으로는 약 20만 크레딧, rough하게 최소 6.5만대 가량의 EV 판매를 요구하겠다는 셈이다.

이와 동시에 중국 정부는 NEV 차량에 대한 보조금을 지속적으로 감소시키고 있는데, 이는 단순한 감소보다도 고성능 long-range EV 위주로 재편성하겠다는 의지이다. 중국 정부는 이런 취지 하에 지난 2018년 7월 보조금을 차량의 주행거리 별로 재편성했는데, 항속거리가 150km, 150~250km에 속한 차량들은 기존대비 subsidies가 감소하는 한편 250km 이상의 차량에는 subsidies가 증가하는 것으로 재구성 되었다.

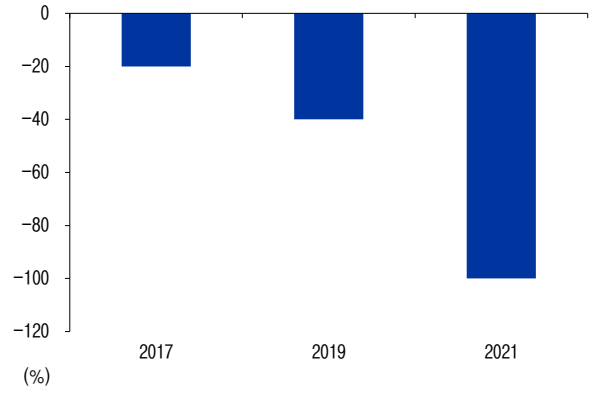
지난해 중국에서는 약 47만대 수준의 EV시장을 형성했음에도 글로벌 OEM들의 진출이 이뤄지지 않았는데, 이는 OEM들의 내연기관 위주 투자에 따른 신형 architecture 개발의 지연 외에도 리튬이온 전지업체에 따른 보조금 차등지급이 발생했기 때문이다. 중국 내 배터리 산업은 한편 현재 CATL을 위주로 재편성되었고, 같은 구간 NEV Credit 제도의 도입으로 EV차량의 강제투입이 요구되기 시작했기 때문에 종합적으로 2019년 부터는 EV시장이 빠르게 확장되는 모습이 나타날 것으로 기대한다.

그림8 중국 NEV Credit 도입: 2019 년 10%로 시작



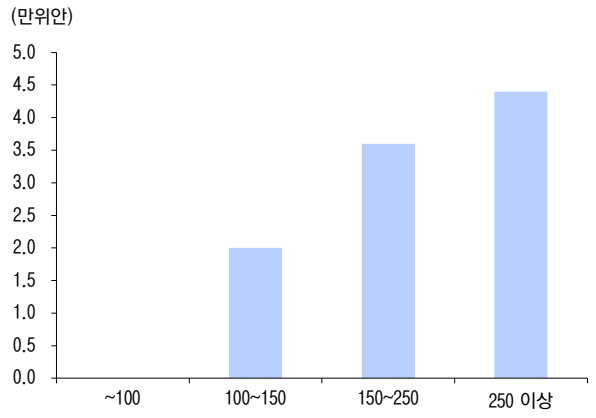
자료: 언론, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 중국 정부의 EV Subsidies Cut 스케줄



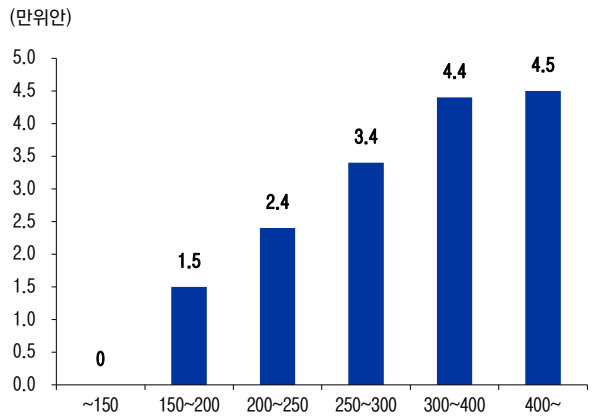
자료: 언론, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 2017 년까지의 항속거리별 보조금



자료: 언론, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 2018 년 7 월 이후 강화된 정부의 보조금 스탠스



자료: 언론, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 항속거리별 보조금 변동: 고성능 전기차에 대한 보조금 비중 확대

~2017년		2018.7 이후	
항속거리(km)	보조금(만 위안)	항속거리(km)	보조금(만 위안)
~100	0	~150	0
100~150	2	150~200	1.5
150~250	3.6	200~250	2.4
250~	4.4	250~300	3.4
		300~400	4.4
		400~	4.5

자료: 언론, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 배터리 밀도별 추가 subisidies 적용 비율

배터리 Density (Wh/kg)	추가 subsidies 적용비율
〉140	20%
120〉, 〉105	-40%
105〉	no subsidy

자료: 언론, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 NEV Credit 제도: 2019 년부터 NEV Credit 10% 로 규제 시작

구분	내용
도입시작 시점	2019년
대상 회사	연간 3만대 이상의 승용차를 생산 또는 수입하는 완성차 업체 (대당 3.5톤 이하 차종)
요구 제도	2019년: 생산 볼륨 중 10% NEV Credit 충족 2020년: 생산 볼륨 중 12% NEV Credit 충족

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 친환경 차종별 NEV Credit 점수 산정방식

	필수조건	NEV Credit Formula
EV	- 30분내에 100km 이상 주행 - 항속거리 100km 이상	0.012 x EV mode range(km) + 0.8
PHEV	- EV 모드 항속거리 ≥50km, 〈80km - EV 모드 항속거리 ≥80km	2 Credits
FCEV	- 항속거리 300km이상 - 연료전지 출력 ≥30%, ≥10KW	0.16 x 시스템 출력 (kW)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표6 NEV Credit 필요치 Simulation: 연간 90 만대 생산업체의 경우 2019 년에는 최소 EV 2 만대, PHEV 1 만대 가량 생산 필요

구분	값	비고
총 자동차 생산대수	900,000	보수적 관점에서 BHMC 2019 생산량
충족 요구 Credit (e)	90,000	총 자동차 생산대수 x 10%
EV 생산대수 (a)	20,000	
EV Credit (c)	64,000	(a) x 3.2 x 1.0 (Conditon 1 가정)
PHEV 생산대수 (b)	10,000	(b) x 2
PHEV Credit (d)	20,000	
총 NEV 생산	30,000	(a) + (b)
총 NEV Credit (f)	84,000	(c) + (d)
NEV Credit 부족분	6,000	(e) - (f)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표7 NEV Credit 산정시 추가 Multiplier 구분

	x 1.2 (Good)	x 1.0 (Standard)	x 0.5 (Poor)
EV	Condition 2 만족시	Condition 1 만족시	Condition 1 미달

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표8 NEV Credit 산정시 추가 Multiplier 구분: 전력 고효율 차량의 경우 소폭 가점 혜택

	Condition 1	Condition 2
m: 차량 무게	1,000kg≤m, Y≤0.014 x m + 0.5	1,000kg≤m, Y≤0.0098 x m + 0.35
Y: 전력소요, kWh/100km	1,000kg〈m≤1,600kg, Y≤0.012 x m + 2.5 1,600kg〈m, Y≤0.005 x m + 13.7	1,000kg〈m≤1,600kg, Y≤0.0084 x m + 1.75 1,600kg〈m, Y≤0.0035 x m + 9.59

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표9 중국내 메이커별 NEV 관련 계획 정리

그룹/메이커	내용
VW	Jianghuai Automobile과 JV 설립. 2018년부터 생산 계획 2020년까지 Audi, VW, Skoda 3개 브랜드를 통해 연간 40만대 판매 계획 MEB 플랫폼에 기반한 EV 출시 계획
Daimler	중국내 EQ 브랜드 기반 EV생산 계획. 배터리 공장 설립도 계획중
BMW	2025년까지 총 25개 모델 생산 계획 (EV 12모델, PHEV 13모델)
PSA	B/C 세그먼트 겨냥한 e-CMP modular 플랫폼과 C/D 세그먼트 겨냥한 EMP2 modular 플랫폼 출시 계획 2021년까지 4개 EV 모델 출시 계획. 2019~2021년 7개 PHEV 모델 출시 DS 브랜드로 2019년에 PHEV 출시 계획
Renault	2022년까지 SUV 중심으로 3개 EV모델 출시 계획 (둥펑-르노) Brillance-르노 JV를 통해 NEV commercia vehicle 생산 계획. 2020년부터 연간 15만대 규모로 판매 계획
Renault-Nissan	2017년 8월, 둥펑 자동차와의 JV인 eGT Bew Energy Automotive 설립. 2019년부터 연간 12만 규모로 소형 EV 생산 예정
Toyota	FAW, GAC등 JV들과 함께 EV 공급 계획중. Toyota EV 브랜드는 2020년 일본에서 개발된 모델로 공급 예정
Honda	2018년 광치 혼다와 둥펑 혼다가 공동개발한 EV모델 출시 예정 양사는 공동으로 배터리 컨트롤 개발 및 차량용 data management 기술도 개발 예정
Ford	Ford와 Lincoln 브랜드로 2025년까지 15개 EV 모델 출시 예정 2019년 Ford 브랜드의 글로벌 SUV EV 모델 출시 계획 2019년 9월, JV인 Zeyte Automobile과 공동으로 소형 EV 출시. 연간 10만대 생산 계획
GM	2020년까지 10개 NEV 출시 계획 2017년부터 배터리 양산공장 가동
현대	2020년까지 9개 NEV 출시 계획 2017년 8월 electra ev, 2018년 1월 hooki ev(기아) 출시. 2018년 소나타 PHEV 출시
BYD	2018년 EV 목표 20만대 계속해서 NEV 모델 출시 계획. 승용차 이외에도 버스, 상용차, 특수차량도 계획
BAIC	2020년까지 BJEV는 18개 모델 출시 계획. 연간 80만대 생산, 50만대 판매 계획 BAIC은 2020년까지 자체 브랜드로는 북경시내 내연기관 차량 판매 중단 결정, 2025년까지는 중국 전체에서 내연기관 차량 판매 중단 결정
GAC	2020년까지 자체 브랜드로 연간 20만대 판매 계획 2017년 GAC New Energy Automobile 설립. 2019년까지 매년 2개의 NEV 출시 예정
Changan	2020년까지 3개의 NEV 플랫폼 출시 예정 2025년까지 내연기관 차량 판매 중지, EV 21모델, PHEV 12모델 출시 예정
Geely	2020년까지 판매의 90%를 친환경차로 전환(HEV 포함)
Chery	2020년까지 5차종의 NEV, 연간 20만대 계획
SAIC	2020년까지 자체 브랜드로 연간 20만대 판매 계획
Dongfeng	2020년까지 6개 NEV 모델 출시 계획
FAW Car	2020년까지 홍치 브랜드 산하 EV, PHEV, HEV 라인업 구축

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

미국: ZEV 비중 확대 본격화. State별 보조금 확대 움직임 부각

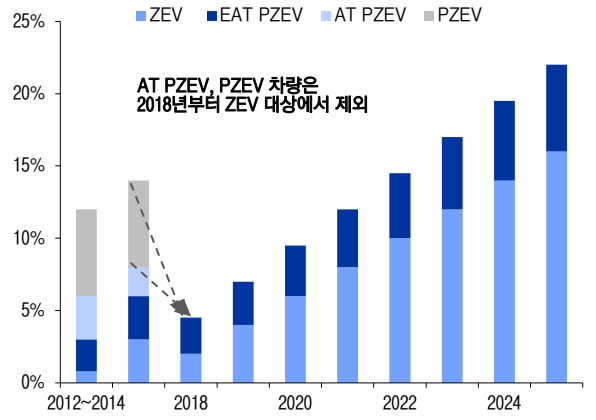
미국의 경우 절대적으로 중국에 비해 개별 차량의 완성도가 높은 한편, EV의 penetration이 상대적으로 낮다. 그러나 미국내 친환경차에 대한 인식이 가장 클 뿐만 아니라 가장 많이 판매되고 있는 캘리포니아 주에서는 ZEV(Zero Emission Vehicle)의 스케쥴이 2019년부터는 약 7%를 요구하고 있어 대형 OEM들의 선제적 대응이 예상된다.

또한 ZEV 크레딧 제도 스케쥴 에서는 2018년부터는 EAT PZEV, ZEV만을 크레딧을 인정하고, 나머지 AT PZEV나 PZEV, 즉 Full Hybrid 또는 Mild Hybrid 차량에 대해서는 크레딧 제도에서 제외시키는 것으로 나와있다. 즉 PHEV, EV, FCEV차량만으로 2025년에 약 20%의 판매량을 만족시키는 것을 요구하고 있다.

한편 캘리포니아 주에서는 최근 보조금 추가 작업에 들어간 것으로 보도되었는데, 대당 $2,000의 보조금을 추가 지급한다는 내용이다. 현재 미국에서는 중앙정부 보조금인 Federal subsidies가 대당 약 $7,500을 지급하고 있으며, 주별로는 약 $2,500을 지급하고 있어(캘리포니아 기준) 대당 약 $10,000의 보조금 확보가 가능하다. 그러나 정부 보조금은 메이커 별 누적 생산량이 20만대를 넘어선 이후부터는 감소하기 때문에 기존 scheme 대로라면 보조금은 감소하는 것으로 예상되어 왔다. 따라서, $4,500의 state 보조금이 통과하게 될 경우 demand에 대한 저항이 빠르게 완화될 것으로 기대된다.

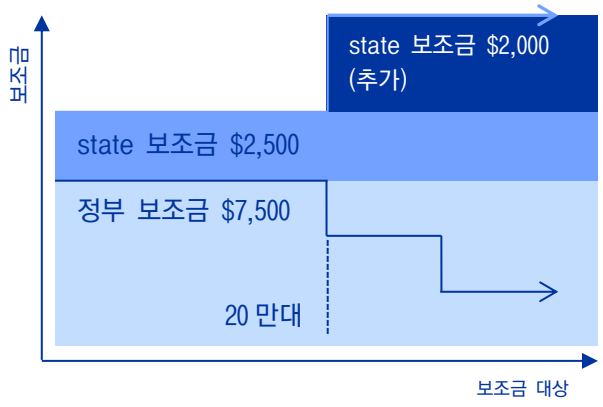
미국의 2017년 연간 순수 EV 판매량은 약 13.7만대 가량이며, 크게 Tesla, Nissan, GM 등 3개 OEM이 대부분의 M/S를 차지하고 있다. 이중 Tesla의 경우 누적 판매량이 20만대를 넘어서고 있어 사실상 2019년부터는 대부분 차량들이 부여받는 federal subsidies가 감소하게 된다. 또한 현재 시장의 컨센서스상 MSRP가 더욱 보편화된 닛산이나 GM의 경우에도 어쨌든 2019~2020년은 누적생산 20만대를 돌파할 것으로 보여지는 변곡점이다. 그러나 OEM들은 이 구간에서 autonomous, ride-hailing을 동반한 산업지형의 변화를 시도할 것으로 예상되는데, 대부분 electrified 된 파워트레인을 바탕으로 이뤄지는 점을 감안하면 EV에 대한 수요는 지속적으로 증가할 것으로 보인다.

그림12 美 캘리포니아 요구 ZEV 차량비중 예상 경로



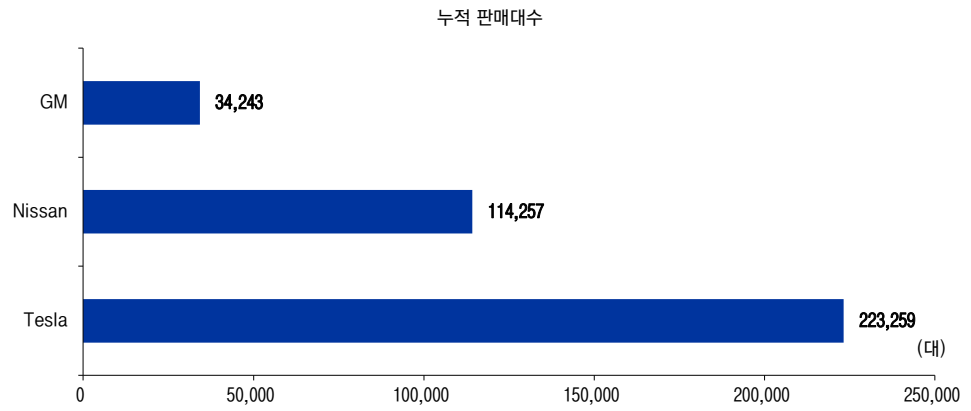
자료: CARB, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 대량생산 EV OEM 의 보조금 구조(캘리포니아 기준)



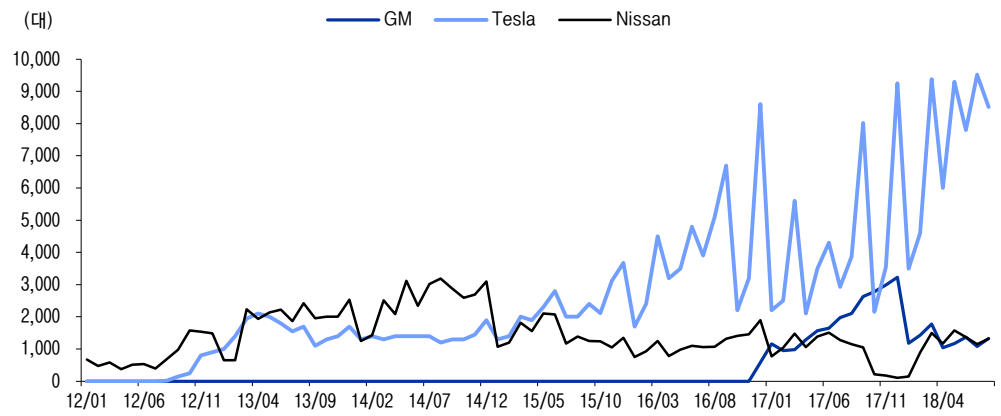
자료: CARB, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 Tesla, GM, Nissan 의 미국 내 누적 EV 판매대수 (~2018. 8)



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치본부

그림15 Tesla, GM, Nissan 의 미국 내 EV 판매흐름



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치본부

표10 미국내 2018~2020 주요 브랜드별 EV 출시 계획

국가	브랜드	모델명	출시년도	형태
미국	GM	Buick Velite 6 EV	2018	Compact Hatchback
	Ford	Focus Electric	2019	Compact Hatchback
	Tesla	Roadster	2020	Electric Sports Car
	Tesla	Semi	2020	Heavy-Duty truck
	Tesla	Model Y	2020	Compact SUV

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

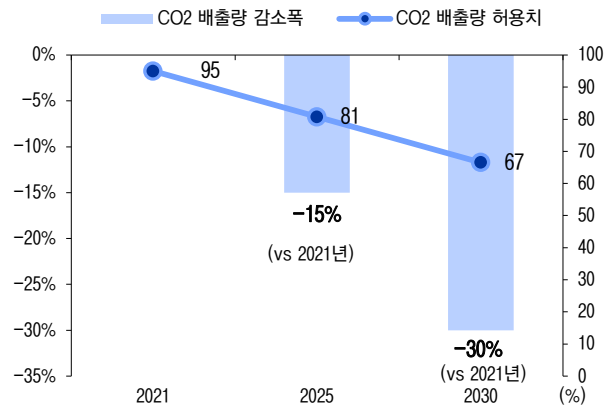
유럽 자동차 시장내 친환경차 시장 Trend

유럽 친환경차 시장은 중국, 미국에 비해 규제의 강도가 상대적으로 약하다. 따라서 자동차 회사들은 지속적으로 순수EV 보다는 HEV, PHEV에 대한 비중을 늘려나갈 것으로 예상된다. 유럽 시장의 총 xEV 비중은 현재 약 3.8% 수준이며, 2022년경에는 약 10% 수준으로 증가할 것으로 예상된다. 이중 BEV의 비중은 약 3.1% 수준으로, 나머지 7% 가량은 HEV, PHEV로 형성될 것으로 추정된다.

EU Committee에서 제시하고 있는 로드맵에 따르면 2021년 CO_2 배출량 target인 95g/km을 시작으로, 2025년에는 81g/km, 2030년에는 67g/km을 제시하고 있다. 2021년의 95g/km 달성은 현재 대비 크게 challenging한 수치는 아닌 것으로 보이는데, 문제는 OEM들이 순수 EV에 대한 대응이 상대적으로 느리다는 점으로 판단된다. 이는 OEM들의 향후 친환경차 출시 계획에서도 나타나는데, 전세계 최대 생산업체 중 하나인 VW이 언급하고 있는 향후 EV라인업에는 세단 모델의 출시시점이 여전히 확정되지 않은 상태이다. 현재 언급된 라인업은 최근 출시된 Audi의 comapct SUV 1개 모델을 제외하고는 대부분 소비자의 저항이 적거나 utility 성격을 갖춘 bus 및 상용차에 국한되어 있는 것으로 알 수 있다.

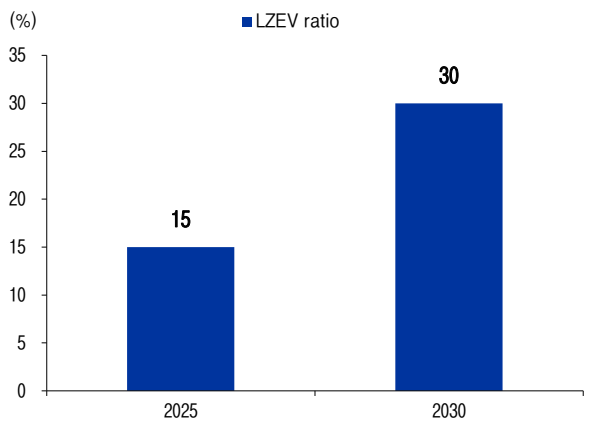
한편 유럽에서는 디젤게이트 이후 보다 현실적인 차량의 CO_2, NOx 오염물질 배출 제한을 위해 WLTP(Worldwide Harmonized Vehicle Test Procedure)를 도입하게 되는데, 2017년 9월부터는 기존의 NEDC Cycle과 공용으로 사용한 이후 2021년부터는 완전하게 WLTP로 교체한다는 계획이다. 이는 특히 NOx 물질 등 디젤엔진 파워트레인을 탑재한 차량을 위주로 불리하게 적용되기 때문에 디젤 파워트레인은 크게 감소세를 보일 것으로 예상된다.

그림16 유럽 CO2 배출량 허용치 및 요구 감소폭



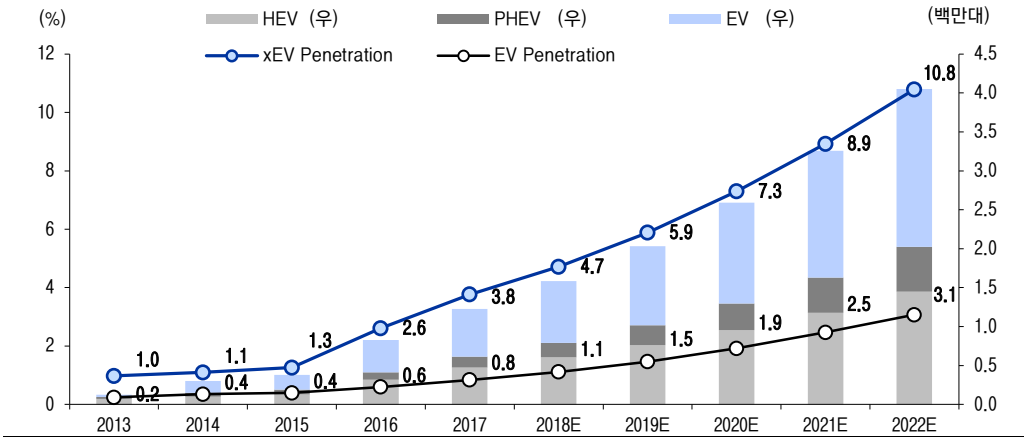
자료: EU, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 LZEV 비중 예상치



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 유럽 친환경차별 판매 추이 및 2022 년까지의 전망



자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

표11 유럽 주요 브랜드별 EV 출시 계획: 최대 자동차 생산업체인 VW 의 경우 전동화 출시 라인업 대부분이 버스 또는 상용차에 국한되어 있는 모습

국가	브랜드	모델명	출시년도	형태
독일	VW	ID BUZZ Concept	2022	Microbus
	VW	ID Crozz II	2020	Compact SUV
	VW	e-Delivery	2020	Medium-duty truck
	VW	BUDD-e		Electric Minivan
	VW	e-Crafter		Heavy-Duty Van
	VW	ID Vision Concept		Full-size sedan
	Audi	e-tron Sportback	2019	Full-size sedan
	Audi	e-tron	2018	Mid-size SUV
	Audi	Aicon		Mid-size sedan
	Daimler	Urban eTruck	2020	Heavy-Duty truck
	Daimler	EQA	2019	Compact Hatchback
	Daimler	EQC	2019	Compact SUV
	Daimler	eVito	2018	Mid-size Van
	BMW	iX3	2020	Compact SUV
	Porsche	Taycan	2019	Sports car
프랑스	PSA	Fractal		
		DS E-TENSE		
이탈리아		Clipper		
체코	SKODA	Vision E Concept	2020	Compact SUV

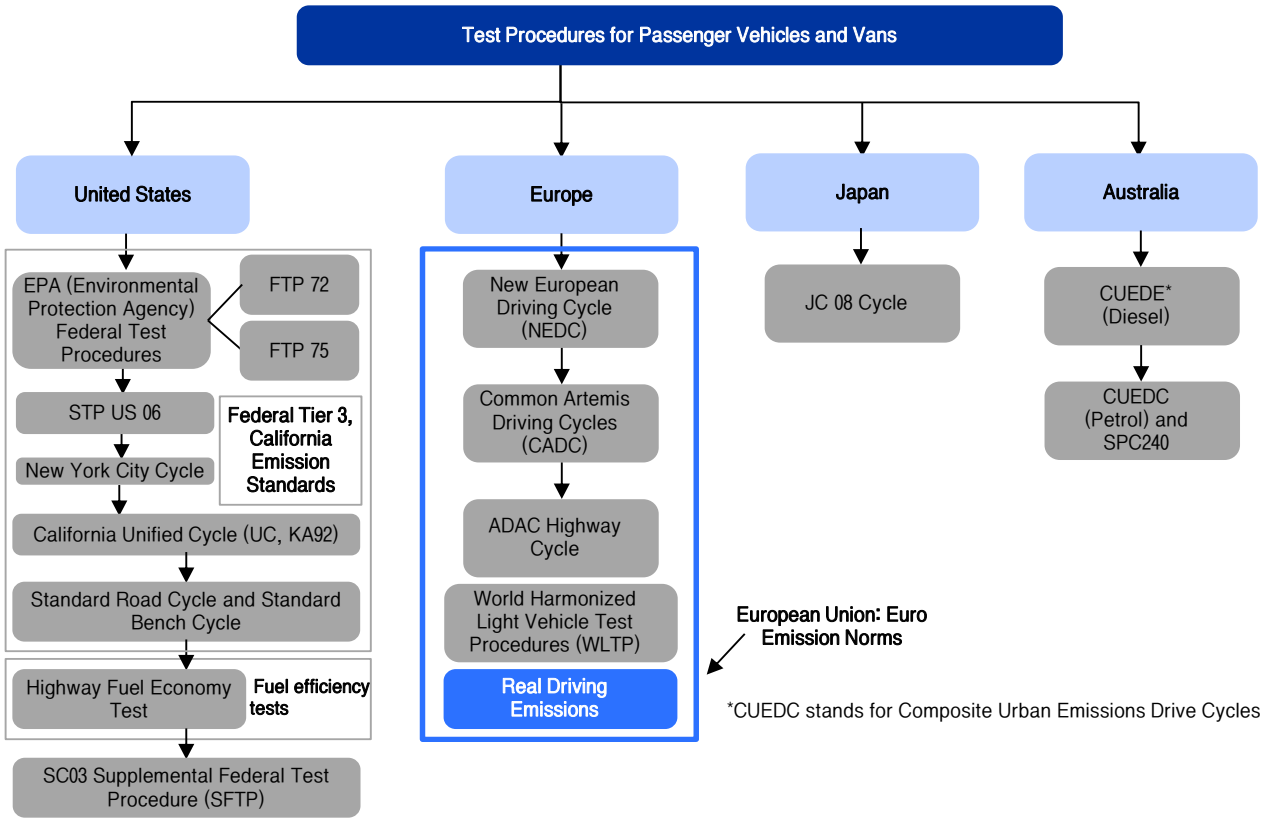
자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

한편 유럽에서 1970년대부터 사용되어 왔던 연비측정 스탠다드인 NEDC(New European Driving Cycle)는 2021년까지 WLTP와 당분간 공용으로 사용된다. 따라서 전세계 OEM들은 모두 현재 WLTP를 충족시키는 연비 형태를 갖추기 위해 파워트레인 개조에 들어간 상태인데, 흥미로운 점은 WLTP 하에서도 여전히 상당부분 실제 드라이빙 컨디션을 반영하지 못하고 있는 것으로 알려졌다.

따라서 EU 산하기관에서는 WLTP에 추가로 RDE(Real Driving Emission)에 준하는 standard를 추가하게 되는데, RDE에서는 차량이 주행 중 접하게 되는 모든 condition의 상황을 반영하게 된다. 즉, 고도, 온도, 단차, 속도 등이 여기에 포함되고 RDE에서 규정하고 있는 가장 높은 규제 단계인 Conformity factor 2는 약 2020년경부터 모든 차종에 적용될 예정이다.

이중 특히 파워트레인이 내연기관에서 순수 전동화(EV) 단계에 이르게 되면서 나타나는 현상 중 하나가 기존 부품들의 전동화(electrification)이다. 부품 전동화의 핵심은 리튬이온전지를 시작으로, 배터리 열관리 시스템과 heating 시스템이 주축을 이루고 있다. 특히 히팅 시스템은 배터리의 실제 사용용량과 직결되는 구조 이기 때문에 내연기관에서 대비 그 중요도가 크게 확대된 것으로 풀이된다.

그림19 국가별 자동차 연비 Test Procedures: 유럽의 경우 WLTP의 도입 이후에도 RDE 추가 도입으로 2020년부터는 연비 실측의 강도가 강화될 것



자료: EU, 이베스트투자증권 리서치센터

xEV 시장 성장에 따른 핵심 Trend 부품수요 증가

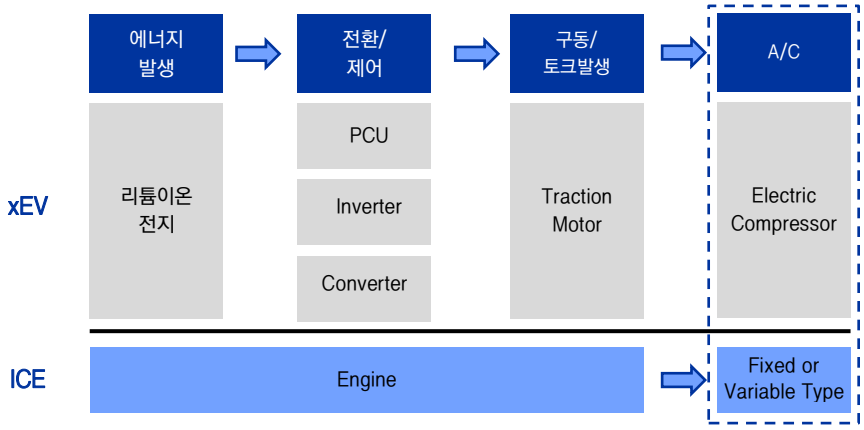
xEV 시장의 발달과 함께 전동화 계열 부품들은 구조적으로 수혜를 받을 것으로 예상된다. 엔진 등 내연기관 시스템을 직접적으로 대체하는 파워트레인 계열 부품뿐만 아니라, 기존의 Chassis 제품들 – 브레이크, 스티어링, 서스펜션 전반에 걸쳐 전동화가 이뤄지며 자동차 부품업체들의 value-add 현상이 가속화 될 것으로 예상된다.

먼저 가장 큰 양적 성장은 리튬이온 배터리에서 발생하게 된다. 배터리 업체에서 cell 제조과정을 거친 후 배터리 팩은 배터리 업체, 시스템 부품사(Tier-1), 또는 완성차가 자체적으로 제작하게 되는데, 이는 업체마다 다른 밸류체인을 가지고 있다. 다만, 배터리 팩 시장은 2017년 기준 약 15조원 수준에서 2022년에는 250조원을 상회할 것으로 보여지기 때문에, exposure가 조금이라도 존재하는 업체는 큰 수혜가 가능하다.

순수하게 EV차량의 출현과 함께 나타나는 파워트레인 계열의 부품들은 BMS, Inverter/Converter를 구성하는 power electronics, Traction Motor, OBC(On board Charger)등으로 이뤄져 있으며, 현재는 turn-key 수주를 하는 구도로 이뤄져 있다. 전세계 Tier-1 supplier들은 따라서 이와 관련된 제품들을 통합수주 하려는 전략적 스탠스를 갖추고 있으며, 일례로 글로벌 최상위 업체인 Magna International 의 경우 상기 electronics 라인업뿐만 아니라 gearbox까지 통합설계가 가능한 eDrive 솔루션을 제공하고 있다.

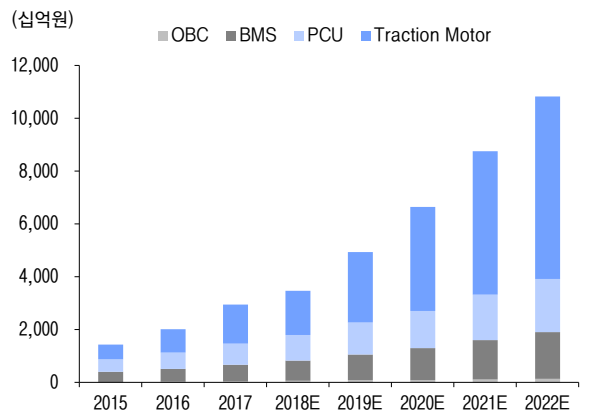
한편 기존 내연기관의 공조 시스템은 EV 차량에서의 역할이 더욱 중요하게 부각될 전망인데, 이는 공조시스템의 핵심 기능인 열관리 시스템이 중요해 지며 CPV(Contents Per Vehicle)이 대당 $1,500 이상으로 치솟게 될 예정이다.(vs ICE $500 내외) 브레이크 시스템의 경우 역시 re-generative braking system을 도입하게 되며 EV의 주행거리 확보에 도움을 주는 역할을 하게 되는데, 역시 기존 conventional 브레이크 시스템 대비 가격이 2배 이상 높아진 상태여서 우리나라의 경우 만도, 현대모비스 등 기존의 핵심 브레이크 시스템 생산업체의 구조적 수혜를 예상해 볼 수 있다.

그림20 xEV 와 ICE(내연기관) 파워트레인 전달 시스템 비교도



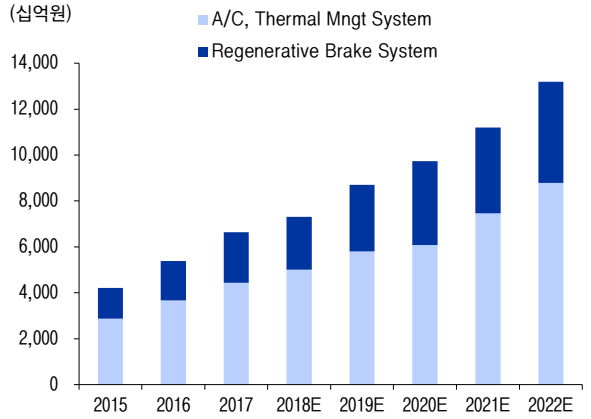
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 xEV 전용 핵심부품 시장 규모 및 전망: 배터리를 제외하고도 2022 년 12 조원의 거대시장 형성



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 기존 핵심부품의 Electrification 에 따른 시장 규모 상승: 열관리 및 제동시스템의 급격한 확산 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 전기차 전용 핵심부품: OBC, 모터, PCU, BMS

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 친환경차 전용 열관리 핵심부품: 전동식 컴프레서

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표12 전기차 부품별 국내외 주요 대형 공급업체

구분	OBC	인버터/컨버터	배터리	BMS	Traction Motor
국내	현대모비스 만도 대우부품	현대모비스 LG전자	LG화학 삼성 SDI	현대모비스 LG화학	현대모비스 LG전자 S&T모티브
해외	Toyota Industries(Prius) Panasonic (Leaf) Delphi (i8) Valeo (Volvo)	Toyota Industries(Prius) Hella (X5) Lear (Cadillac) Continental (Q5)	Panasonic CATL AESC GS Yuasa	A123 Blue Energy Toshiba BMW	ZF (BMW) Siemens(Volvo) Delphi (SGM) Aisin (Lexus)

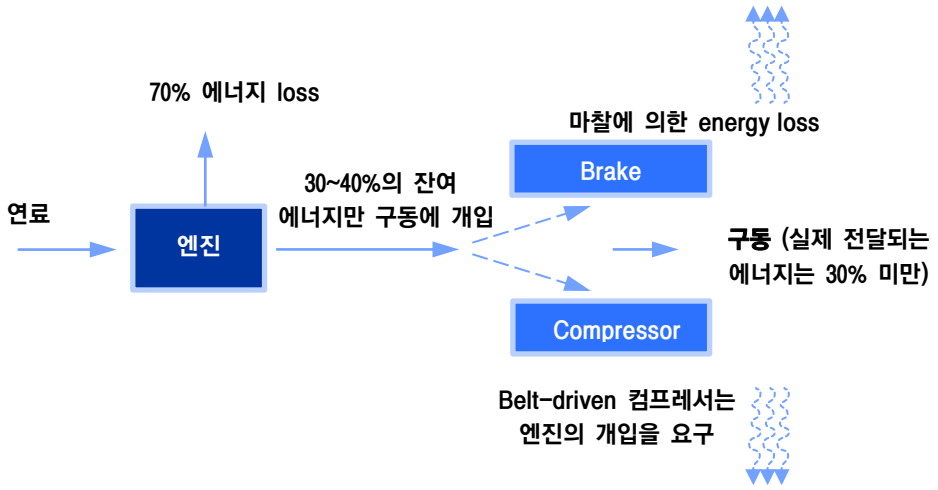
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표13 내연기관 기반 대표적 친환경부품의 주요 공급사

구분	EV용 A/C 시스템	Regerative 브레이크
국내	한온시스템	만도 현대모비스
해외	Denso Valeo	Continental Bosch

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 기존 내연기관에서의 에너지 Loss flow: 브레이크와 컴프레서를 통한 손실 커



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표14 전기차 핵심 부품별 시장 추이 및 전망

(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EV Driveline Parts								
Market Size								
OBC	14	22	37	56	89	79	109	138
BMS	383	490	633	770	967	1,218	1,493	1,759
PCU	478	612	791	962	1,209	1,400	1,717	2,023
Traction Motor	556	893	1,483	1,680	2,662	3,940	5,430	6,901
Battery Pack	4,587	6,077	15,602	52,042	77,733	101,427	163,060	263,174
Sub Total	6,018	8,094	18,546	55,510	82,659	108,064	171,809	273,995
ASPs (천원)								
OBC	50	50	50	50	50	30	30	30
BMS	200	200	200	200	200	200	200	200
PCU	250	250	250	250	250	230	230	230
Traction Motor	2,000	2,000	2,000	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
Battery Assumptions								
Battery Cell Market	3,058	4,052	10,401	34,695	59,794	78,021	125,431	202,442
Battery Cell Cost ($/kwh)	400	330	255	215	175	135	105	100
Battery Capacity(Gwh)	25	25	50	131	175	200	300	400
ICE – xEV Parts								
Market Size								
A/C, Thermal Mngt System	2,870	3,672	4,430	5,004	5,802	6,088	7,466	8,794
Regenerative Brake System	1,339	1,713	2,215	2,309	2,901	3,653	3,733	4,397
Sub Total	4,209	5,385	6,645	7,313	8,703	9,742	11,199	13,190
ASPs (원)								
A/C System	1,500	1,500	1,400	1,300	1,200	1,000	1,000	1,000
Regenerative Brake System	700	700	700	600	600	600	500	500
Auto Sales Forecast ('000)								
Global Total	85,584	88,152	90,796	93,520	96,326	99,215	101,696	104,238
xEV Total	1,913	2,448	3,164	3,849	4,835	6,088	7,466	8,794
HEV	1,471	1,743	2,030	2,101	2,175	2,240	2,307	2,376
BEV	278	446	742	1,120	1,775	2,627	3,620	4,601
PHEV	164	258	392	628	885	1,222	1,539	1,816
Penetration (%)								
xEV Total	2.2	2.8	3.5	4.1	5.0	6.1	7.3	8.4
BEV	0.3	0.5	0.8	1.2	1.8	2.6	3.6	4.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

공조시스템 시장을 좀더 전망해보면, e-compressor를 중심으로 player들의 재편이 이뤄질 것으로 예상되는 가운데, 친환경차 시장 성장과 비례하여 시장이 형성될 것으로 기대된다. 앞서 언급한 친환경차 시장 전망치를 토대로 보면, 2022년에는 공조시스템 핵심부품인 e-comporessor 에서만 약 전세계적으로 약 1.8조원이 넘는 시장이 형성될 것으로 전망된다.

xEV차량 중 특히 순수 EV차량의 경우 공조시스템의 열관리 능력이 더욱 강조될 전망인데, 이 과정에서 CPV(Contents per vehicle)이 크게 상승한다. 배터리 용량이 커지게 되면서 관계되는 EWP(전동식 워터펌프)등 냉각 계열 부품의 수가 크게 증가하고, 차량에 따라 heat-pump system이 필수로도 탑재되기 때문이다. 이 과정에서 열관리 시스템 시장은 연 평균 약 15% 성장이 지속될 것으로 예상되며, 현재 약 10조원 규모의 열관리 시스템 시장은 2022년경에는 약 18조원 규모로 성장할 것으로 예상된다.

표15 전동식 컴프레서 시장 추이 및 전망: 2022 년 단가 하락가정 불구 연간 20 조원 시장으로 확산

E- Compressor		2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
ASP (천원)		500	500	400	380	350	280	250	230	200	200
Mkt (십억원)	HEV	779	811	588	662	711	588	544	515	461	475
	BEV	54	80	111	170	260	314	444	604	724	920
	PHEV	44	53	66	98	137	176	221	281	308	363
한온시스템	생산(만대)				33	45	65	100	160	240	320
	매출(십억원)				125.4	157.5	182	250	368	480	640
	M/S(%)				13.5	14.2	16.9	20.7	26.3	32.1	36.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표16 일반 공조시장과 열관리 시장:

구분	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
일반 공조시장 계(조원)	39.7	41.2	42.8	44.4	46.1	47.8	49.7	51.5
YoY Growth(%)		3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
ASP/Component Total (천원)	463.9	467.5	471.1	475.7	481.7	489.7	499.4	509.7
HVAC, 컨덴서, 라디에이터, Fluid Transport, Compressor								
열관리 시스템 시장 계(조원)	6.5	7.5	8.7	10.1	11.8	13.5	15.4	17.7
YoY Growth(%)		16.0	16.0	16.0	16.0	15.0	14.0	14.5
ASP/Component Total (천원)	3,398	3,080	2,764	2,636	2,434	2,223	2,067	2,009
CAC, WCAC, EGR, Pumps, Valves, Fuel Cell Heater, Battery Thermal, Heat Pump System, Fuel Cell Heater, Supplemental Heat								
Total 공조시장								
일반 공조시장 계(조원)	46.2	48.7	51.5	54.5	57.9	61.4	65.1	69.2
YoY Growth(%)		5.5	5.7	5.9	6.1	6.1	6.0	6.3

자료: IHS,이베스트투자증권 리서치센터

Part II

배터리, 전기차 가격의 40%

배터리, 전기차 가격의 40%

2022 년 xEV 차량이 880 만대 판매되기 위해서는 전기차용 배터리 생산량도 지금보다 2.9 배 가량 많은 380GWh 수준으로 증가해야 한다. 이에 대부분의 빅 5 업체들은 2022 년까지 배터리 생산 캐파를 현재보다 3~4 배 이상 증가시킬 계획이고, 그 기간 동안 배터리 제조사들의 신규라인 증설을 위한 투자금은 100 조원을 돌파할 것으로 판단된다.

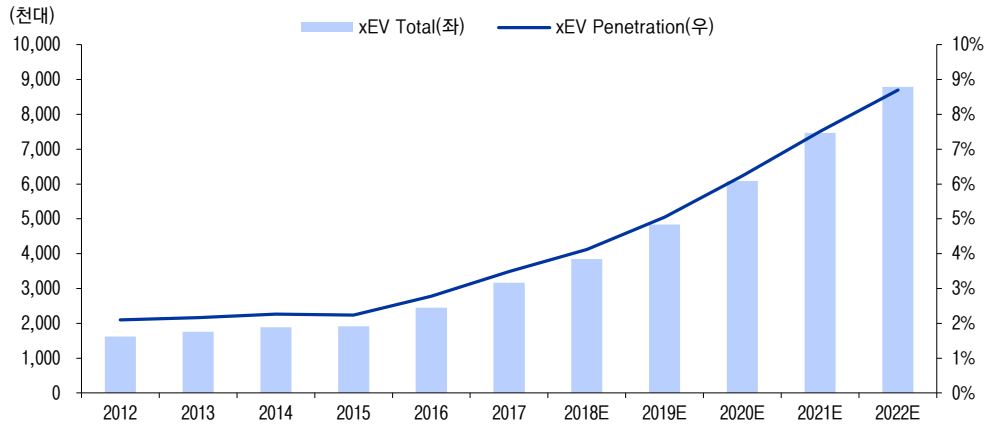
전기차의 대중화를 위해서는 주행거리나 충전 인프라 구축, 차량의 안정성, 디자인 등 많은 조건이 필요하지만 무엇보다도 수용할 수 있는 가격이 필수이다. 또한 이에는 전기차 가격의 40%를 차지하는 배터리 가격의 하락이 불가피하다. 이에 배터리 효율을 증가시킨 고밀도 제품 개발이나 차세대 배터리 개발 및 신소재 개발을 통한 배터리 효율 증가와 원재료비 감소의 활동이 필수이고, 그 과정에서 수익성을 창출해야 한다.

배터리

전기차, 이젠 자동차의 주력으로

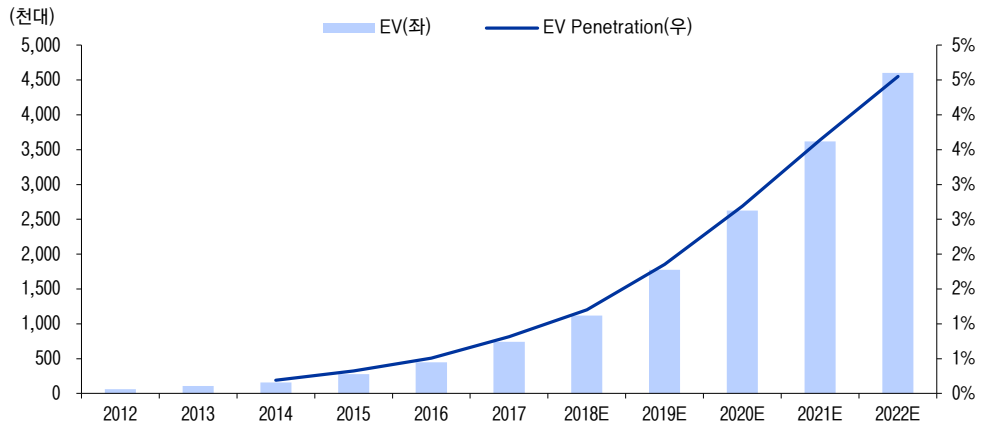
앞서 살펴본 데로 각국 정부의 환경 규제안 등의 영향으로 전기차 산업은 가파르게 성장할 것이다. xEV(HEV, PHEV, EV) 차량 판매는 2017년 320만대에서 2022년 880만대로 5년간 약 2.7배 수준 증가할 전망이고, EV 차량의 경우는 2017년 74만대에서 2022년 460만대로 5년간 약 6.2배 수준 증가하며 더 가파른 성장이 기대된다. 또한 2020년 이후 각국 규제안의 단계별 실행과 전기차의 평균 주행거리 증가 및 전기차 가격 하락이 본격화될 것이고, 2022년 이후에는 결국 전기차가 내연기관 자동차를 밀어내고 자동차 시장의 주력으로 자리매김할 전망이다. 결국 이런 전기차 판매의 가파른 증가는 배터리 수요 증가로 연결될 것이다.

그림26 글로벌 xEV 차량 판매 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 글로벌 EV 차량 판매 추이 및 전망

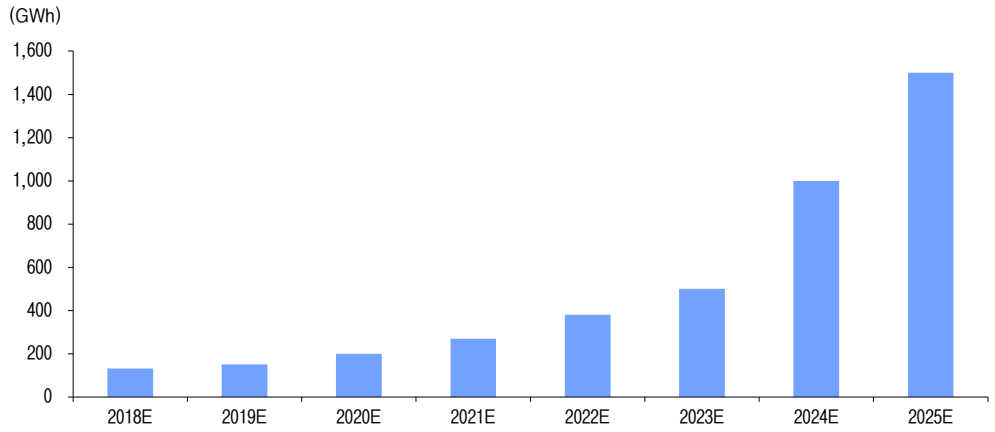


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

배터리, 수요가 폭증한다

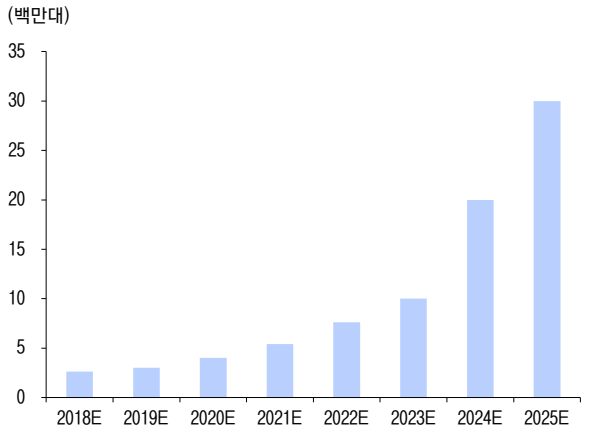
배터리는 현재 전기차 가격의 약 40% 수준을 차지할 정도로 가장 필수적인 부품이다. 즉, 전기차 산업의 성장을 위해서는 배터리의 성능과 가격적인 대응이 필수적이다. 고로 xEV 차량 판매가 2022년 880만대 판매되기 위해서 전기차용 배터리 생산량도 지금보다 2.9배 가량 많은 380GWh 수준으로 증가해야 한다. 380GWh의 배터리 생산량은 산술적으로 30kWh 용량의 전기차를 연간 1,270만대, 40kWh 용량의 전기차를 연간 950만대, 50kWh 용량의 전기차를 연간 760만대 생산할 수 있는 규모이다. 2021년 이후에는 50kWh 배터리 용량으로 500km 이상을 주행하는 전기차가 주력으로 자리매김할 것이다. 적어도 그 정도 스펙은 도달해야 전기차가 내연기관차 대비 경쟁우위를 차지할 수 있다고 판단된다. 결국 현재의 전기차용 배터리 시장 성장 전망치는 전기차 시장 성장에 비해 결코 과도한 수준이 아니라고 판단된다.

그림28 전기차용 베터리 시장 전망



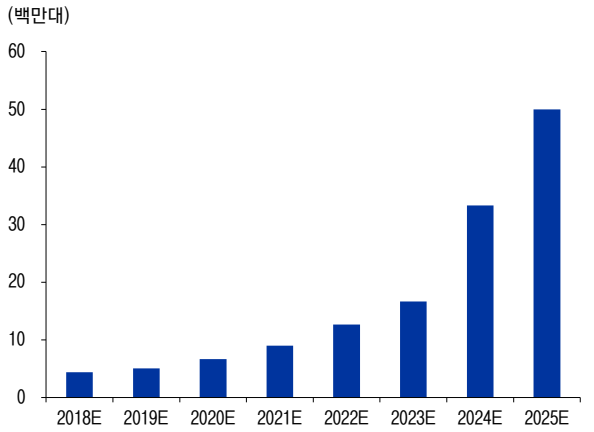
자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 50kWh 기준 전기차 생산 가능 캐파 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 30kWh 기준 전기차 생산 가능 캐파 전망

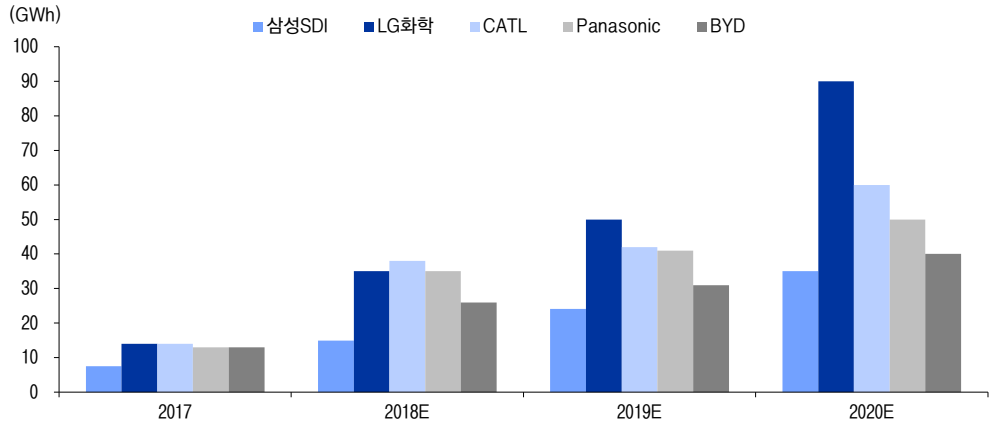


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

배터리 업체, 증설은 필수

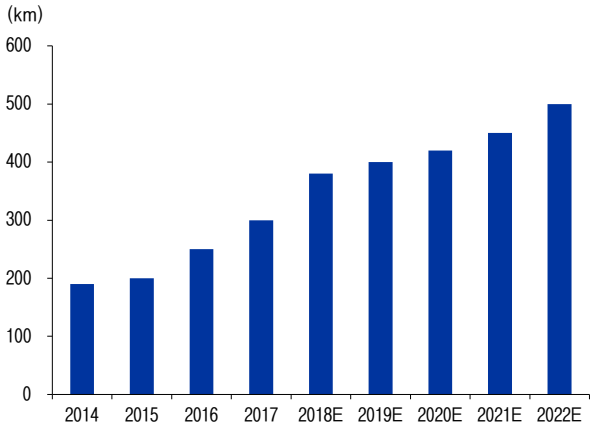
전기차용 배터리 생산량이 2022년까지 지금보다 2.9배 가량 많은 380GWh 수준이 필요하다면, 당연히 현재 배터리 생산량의 약 70%를 차지하는 배터리 빅5(LG화학, CATL, Panasonic, 삼성SDI, BYD) 업체들 중심으로 생산라인 확대가 집중될 것이다. 대부분의 빅5 업체들이 2022년까지 배터리 생산 캐파를 현재보다 3~4배 이상 증가시킬 계획이고, 그 기간 동안 배터리 제조사들의 신규라인 증설을 위한 투자금은 100조원을 돌파할 것으로 판단된다. 즉, 배터리 산업은 전기차 산업 성장과 함께 높은 투자금과 가파른 생산량 증가로 중장기적인 외형 성장이 지속될 전망이다.

그림31 업체별 전기차 베터리 캐파 전망



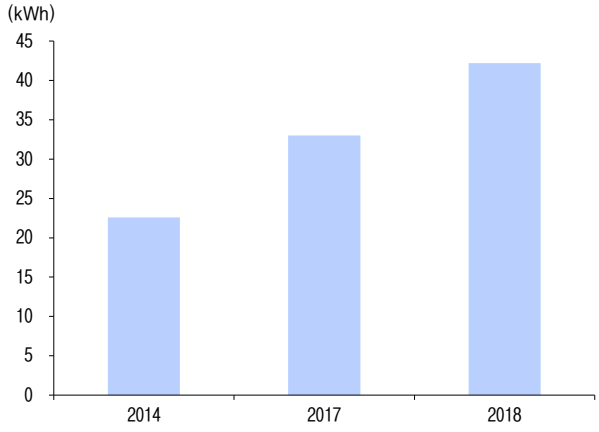
자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 전기차 평균 주행거리 변화



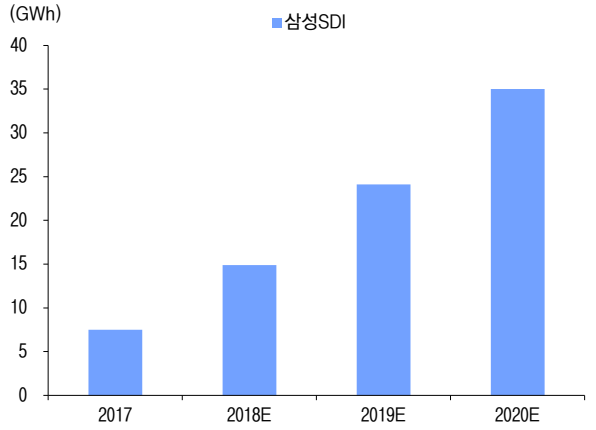
자료: 폭스바겐, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 BMW i3 배터리 에너지 용량 변화



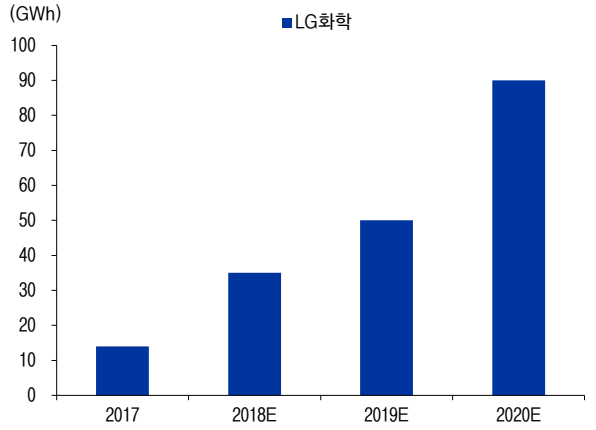
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 삼성 SDI 전기차 베터리 캐파 전망



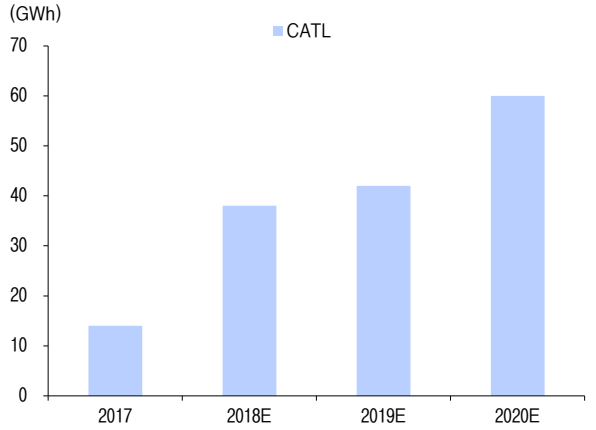
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 LG 화학 전기차 베터리 캐파 전망



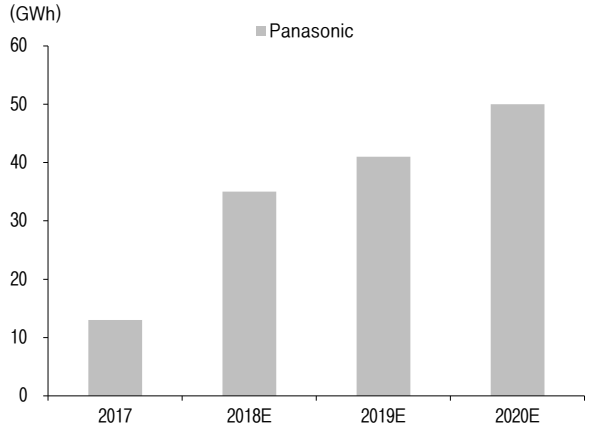
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 CATL 전기차 베터리 캐파 전망



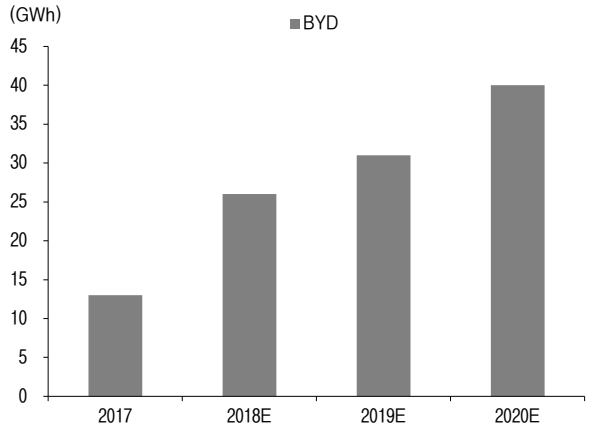
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 Panasonic 전기차 베터리 캐파 전망



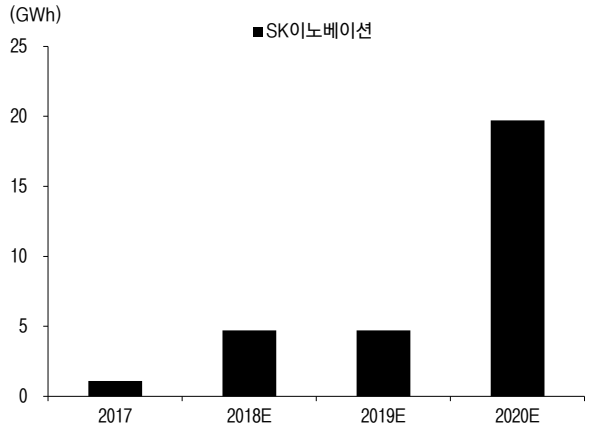
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 BYD 전기차 베터리 캐파 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 SK 이노베이션 전기차 베터리 캐파 전망

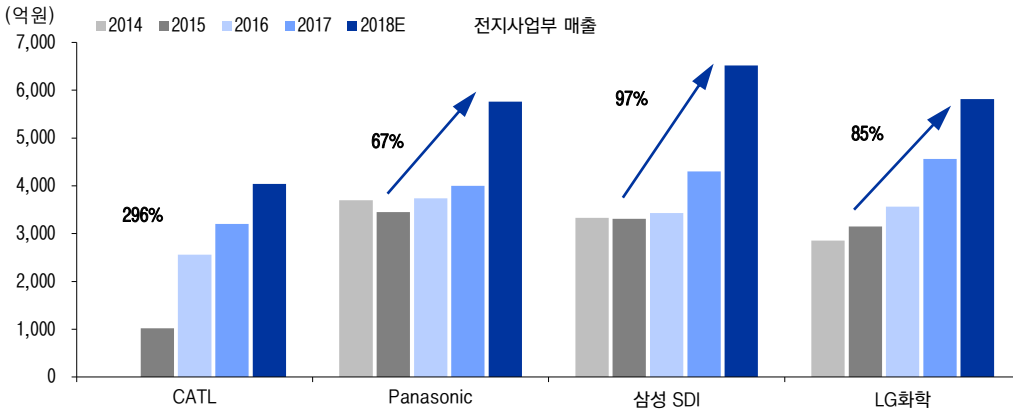


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

전기차용 배터리, 돈을 벌자

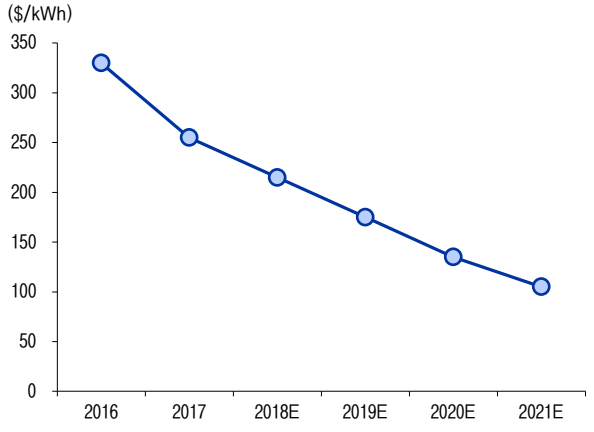
xEV 차량 판매가 2022년 880만대 되며 전체 자동차 시장의 8.7%의 점유율을 차지하기 위해서는 주행거리나 충전 인프라 구축, 차량의 안정성, 디자인 등 많은 조건이 필요하지만 대중화를 위해서는 무엇보다도 수용할 수 있는 가격이 필수이다. 2010년대 중반부터 전기차 시장 부흥을 위하여 보조금 지급이나 세제 혜택과 같은 정부 차원에서의 지원이 주도했다면, 2020년 이후에는 전기차 자체의 가격 경쟁력이 필요하다. 또한 이에는 전기차 가격의 40%를 차지하는 배터리 가격의 하락이 불가피하다. 이에 전기차용 배터리 셀 당 가격은 현재 215$ 수준에서 2021년 105$까지 절반 가까이 줄여야 할 것이다. 이에 배터리 효율을 증가시킨 고밀도 제품 개발이나 차세대 배터리 개발, 그리고 NCM811 같은 값비싼 코발트 비중을 낮춘 기존 소재의 진화나 NCA 및 실리콘 음극재와 같은 신소재 개발을 통한 효율 증가와 원재료비 감소의 활동이 필요하다.

그림40 업체별 전지사업부 매출 추이 및 전망



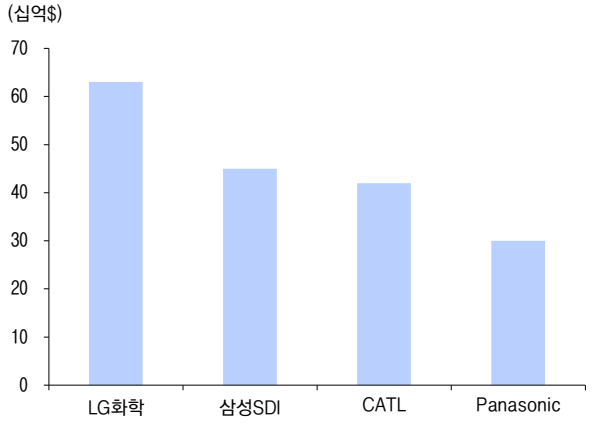
자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 전기차용 베터리 셀 당 가격 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

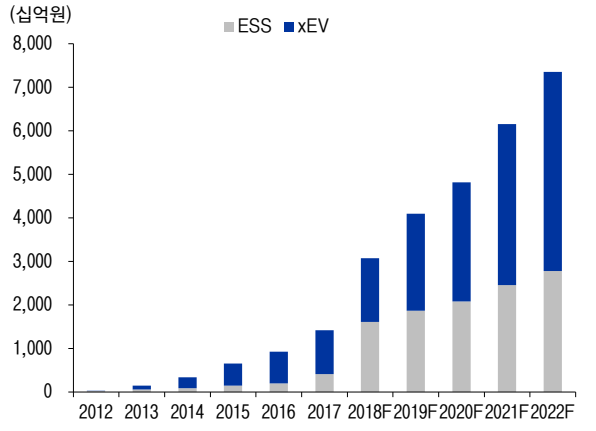
그림42 배터리 업체들 수주 잔고



자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

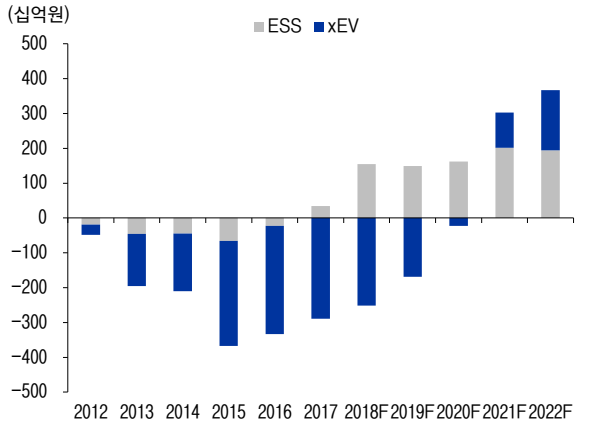
국내 중대형 배터리 제조 업체들은 중국 보조금 지급 제한이라는 열악한 환경 속에서도 최근 의미 있는 실적 반등이 진행되고 있다. LG화학은 가장 많은 수주 잔고 속에서 가장 빠른 흑자전환이 기대되고 있으며, 삼성SDI는 ESS시장의 전세계 점유율 1위 업체로 ESS 중심으로 중대형 전지 흑자전환에 성공했으며, 비교적 후발주자인 SK이노베이션은 최근 가장 높은 실적 성장세를 기록하고 있다. 특히, 삼성SDI는 아직까지는 상대적으로 보수적인 증설 계획을 유지하고 있으나, 소형전지 및 전자재료 등 다른 사업부의 안정적인 현금 창출 능력과 2018년 하반기부터 원재료비를 판가에 전가 시키는 3세대 배터리 셀 본격 판매에 따라 전기차용 배터리 부분에서도 점진적인 실적 개선세가 진행될 전망이다.

그림43 삼성 SDI 중대형전지 매출액 전망



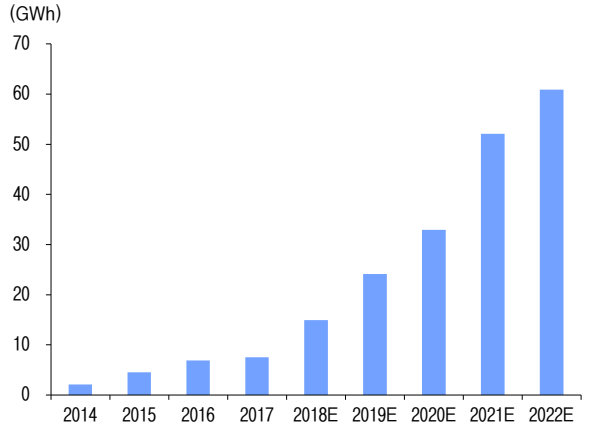
자료: 삼성SDI, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 삼성 SDI 중대형전지 영업이익 전망



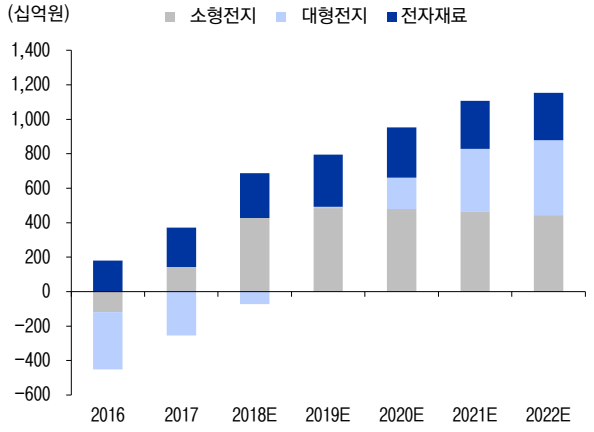
자료: 삼성SDI, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 삼성 SDI 중대형전지 캐파 전망



자료: 삼성SDI, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 삼성 SDI 영업이익 전망



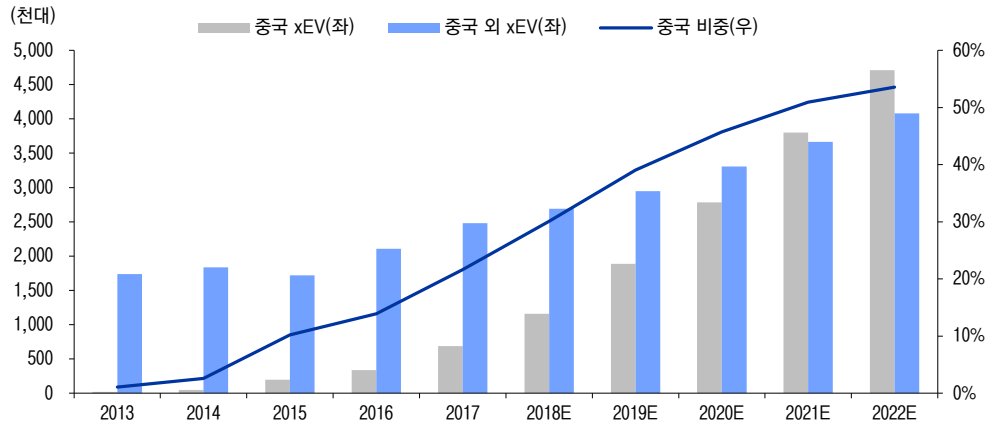
자료: 삼성SDI, 이베스트투자증권 리서치센터

중국, 이제는 기회가 열린다

2018년 중국은 전체 전기차 시장의 40%를 차지할 정도로 이미 전기차를 대표하는 시장이다. 이런 가장 큰 시장에서 중국은 자국 중심의 보조금 정책으로 그 동안 한국의 배터리 업체들은 한번도 중국 시장에서 혜택을 보지 못했다. 하지만 2018년을 기점으로 중국 정부는 주행거리가 긴 차종 중심의 보조금 정책을 펼치며 전반적인 보조금을 단계적으로 축소하고 2021년 이후 보조금 폐지를 계획하고 있다. 즉, 그 동안 보조금으로 인해 진입하기 힘들었던 중국 시장을 국내 배터리 업체들도 같은 조건으로 사업을 할 수 있게 되는 것이다.

그 동안의 자국 중심의 보조금 정책의 결과로 중국 배터리 시장은 2018년 상반기 기준 CATL(42.0%)과 BYD(21.6%)가 전체 시장의 63.6%를 차지하고 나머지 3위~7위 업체는 2.0~5.8% 점유율에 불과할 정도로 과점화 되어있다. 또한 2위업체 BYD의 경우 주행거리에 취약한 LFP 방식을 채택하고 있으며 거의 자사의 차량에만 배터리를 공급하고 있다. 즉, 중국 시장에서 주행거리에 장점이 있는 NCM 방식은 CATL만이 주도하고 있으며, 중국 전기차 시장의 성장에 대응하기 위해서는 보조금 축소 및 폐지로 인한 수혜는 곧 국내업체로 연결될 가능성이 높다.

그림47 중국 xEV 시장 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표17 중국 전기차 보조금 지급 기준 변화(위안)

주행거리(km)	2017	2018.1H	2018.2H
100~150	20,000	14,000	0
150~200	36,000	25,000	15,000
200~250	36,000	25,000	24,000
250~300	44,000	31,000	34,000
300~400	44,000	31,000	45,000
400 이상	44,000	31,000	50,000

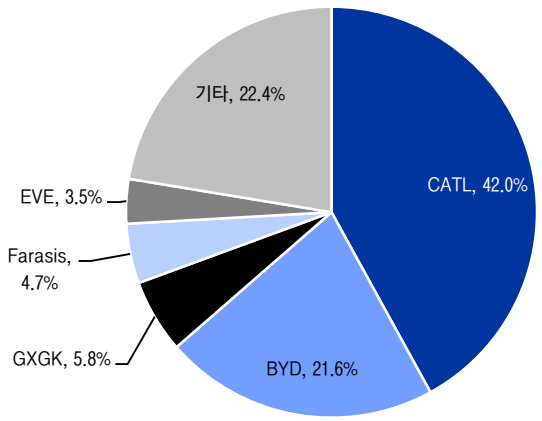
자료: 중국언론, 이베스트투자증권 리서치센터

표18 중국 전기차 보조금 감축 일정

기간	내용
~2017	승용 전기차 구매시 약 800~1천만원 보조금 지급
~2018	현 수준에서 보조금 20% 축소
~2020	보조금 40% 축소
2021~	보조금 완전 폐지

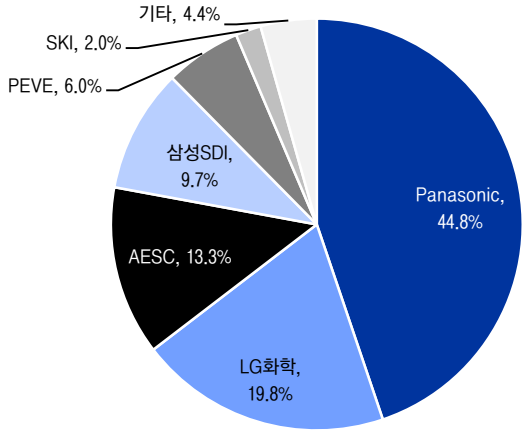
자료: 중국언론, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 중국 전기차용 베터리 점유율(2018.1H)



자료: SNE리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 중국제외 전기차용 베터리 점유율(2018.1~7 월)



자료: SNE리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

소재, 배터리 가격의 46%

전방산업의 고성장 그리고 기회

배터리 산업은 향후 40%대 고성장 기조가 유지될 것이다. 소재업체들은 향후 몇 년간 타이트한 수급 상황이 지속될 가운데 고용량 고밀도 배터리 제작을 위해 기술개발을 통한 원가절감과 그리고 이를 통한 벨류체인을 확보하는 것이 배터리소재 업체 있어서 중요한 포인트가 될 것이다.

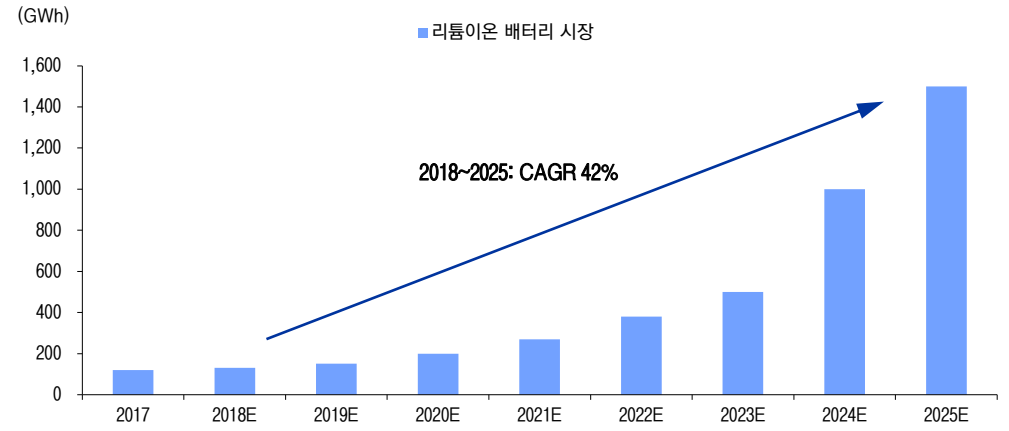
배터리 소재시장은 2025 년까지 연평균 16%의 성장을 예상한다. 국내 소재업체들도 2020 년 까지 성장하는 전방산업과 고객사의 수요에 선제적으로 대응하기 위해 공격적인 증설을 진행중이다. 안정적인 고객사 확보 여부와 증설을 통한 매출확대 기회, 그리고 마진율 확보 역시 소재 업체 있어 핵심이 될 것이라 판단된다.

1. 배터리 소재의 성장

형님들 따라 막내도 성장

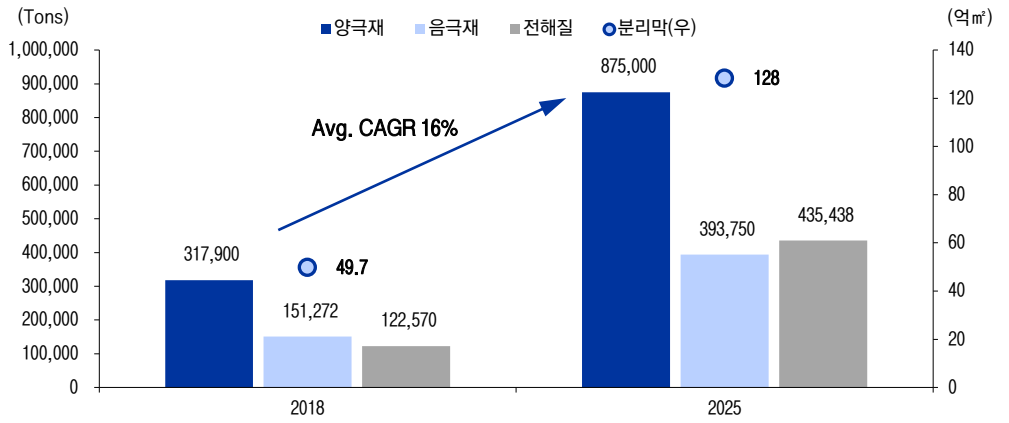
2017년 기준 리튬이온 배터리의 글로벌 수요는 120GWh, 시장규모로는 280억$이며, 배터리 Cell 규모로는 73억Cell이 판매되었다. 올해 기준 배터리 생산량은 131GWh에서 2025년 1,500GWh 생산을 예상한다. 리튬이온 배터리의 4대 소재라 불리는 양극재, 음극재, 분리막, 전해질 소재 시장은 전방 산업의 수요에 맞춰 2025년까지 전체 연평균 16%의 성장을 예상한다. 17년 시장 규모는 120억$로 LIB시장의 약 43%로 추정되며 이는 배터리 제조원가에서 소재가 차지하는 비중과 비슷한 수준이다.

그림50 배터리 시장 수요 추이 (2025 년까지 연평균 42% 성장 예상)



자료:산업자료, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 배터리 4 대 소재 시장 수요 추이 (2025 년까지 연평균 16% 성장 예상)



자료: avicenne, 이베스트투자증권 리서치센터

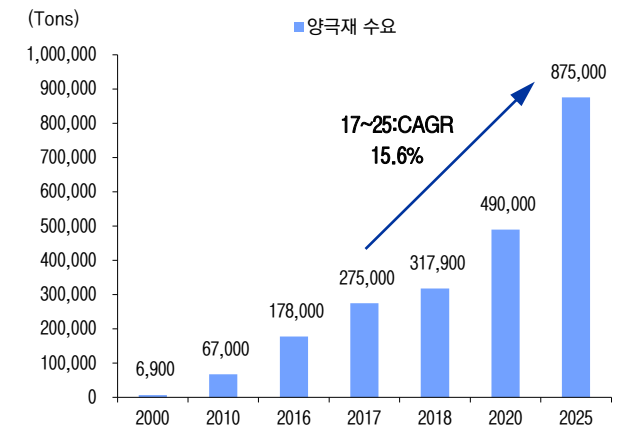
LIB 소재시장 수요

산업의 패러다임을 바꾸고 있는 2차전지의 개발로 인해 소재 시장은 지속 가능한 구조의 성장 기회를 가질 것으로 보인다. 산업전망에 따르면, 양극재는 작년 한 해 총 275,000톤규모의 수요와 60억$의 시장규모를 형성했다. 올해 역시 글로벌 수요는 15.6% 성장한 318,000톤이 예상되며 2025년 까지 그 성장세가 지속되어 2025에는 875,000톤까지 시장은 성장 할 것으로 전망된다.

음극재 시장은 2017년 132,000톤의 수량과 14억$의 규모를 형성했을 것이라 추정한다. 2025년까지 14.7% 성장규모를 유지할 것으로 전망하며 올해는 15만톤 규모의 시장을 형성할 것으로 전망된다.

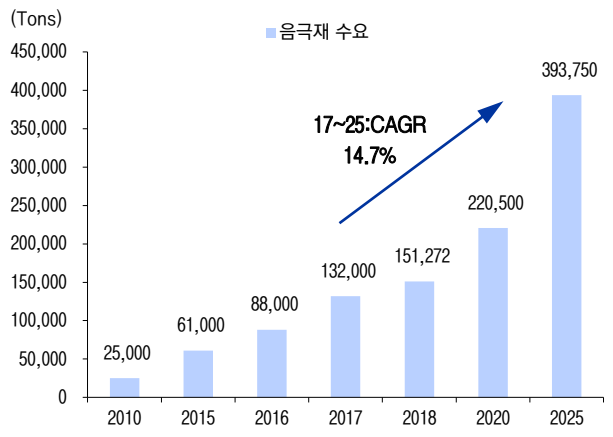
공급이 수요를 따라가지 못하는 현시점에서 국내 2차전지 소재 기업들도 공격적인 생산설비 증설을 차례대로 발표하고 있다. 양극재 기업의 대표주자인 엘앤에프와 에코프로는 각각 2020년까지 1.8배, 2.3배로 음극재 기업인 포스코켐텍과 대주전자재료는 각 2.7배, 7배로 생산설비를 늘려 성장하는 전방산업과 고객사 수요에 선제적으로 대응해 시장점유율을 늘리겠다는 계획이다. 지금은 무리한 수준의 설비 증설이 아닐까라는 우려도 있지만, 2020년 이후에는 현재와 비슷한 수준의 CAPA 증설을 하더라도 소재 시장 수요 성장율과 CAPA 증설율이 비슷한 수준을 보이기 때문에 충분히 고객사 수요에 맞추어 증설을 검토 할 수 있을 것이라 판단된다.

그림52 양극재 수요



자료: avicenne, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 음극재 수요



자료: avicenne, 이베스트투자증권 리서치센터

표19 2 차전지 소재기업 생산 가능 CAPA 증설 계획

구분	기업명	2018년	2020년E	비고
양극재	엘앤에프	15,000톤	27,000톤	CAGR 34%
	에코프로	24,000톤	55.200톤	CAGR 51%
	코스모신소재	11,000톤	16,000톤	CAGR 21%
음극재	포스코켐텍	24,000톤	64,000톤	CAGR 63%
	대주전자재료	300톤	2,100톤	CAGR 165%
일렉포일	일진머티리얼즈	15,200톤	35,200톤	CAGR 52%

자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

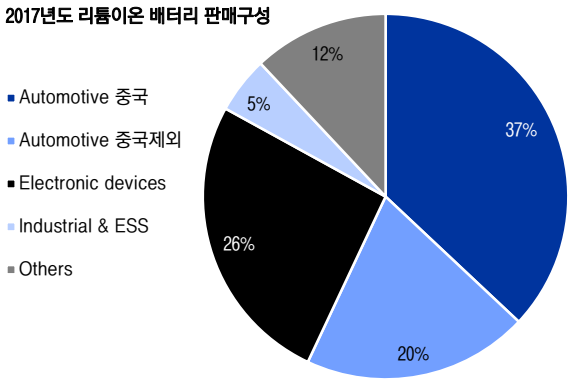
키워드는 양극재 & 중국

LIB에서 양극재는 배터리의 용량과 전압을 결정하는 역할뿐 아니라 가격적인 측면을 고려했을 때에도 가장 중요하다고 볼 수 있다. LIB 제조원가 구성비의 경우 작년 원자재 가격 상승 이유로 양극재 원가 비중이 16년 22%에서 17년 27%까지 상승하였다. 양극활 물질에 따라 코발트 함량 비중이 다르기는 하지만 대략 배터리 제조원가의 6~10%를 차지하는 코발트 가격은 작년 한 해 2.2배 상승하였기 때문이다.

한편, 전기차 시장에서 중국이 차지하는 비중은 무섭게 성장하고 있는데 올해 60%까지 시장 점유율을 늘려갔다. 소재시장 역시 그 수준을 무시할 수 없다. 대표적으로 양극재 시장에서 중국은 14년부터(53% → 61% → 68%)까지 매년 점유율을 높여왔다.

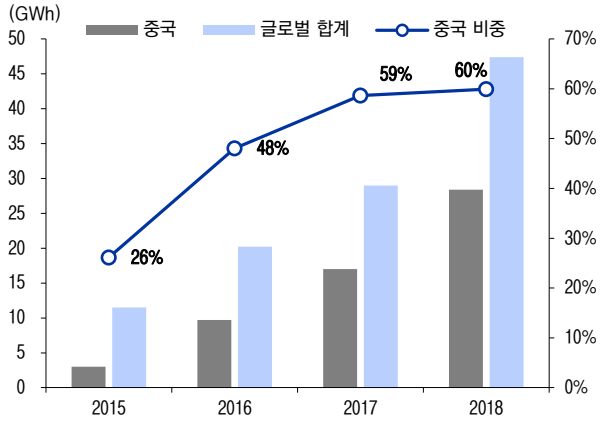
따라서 우리가 소재 시장에서 주목해야 할 기업은 먼저, 가장 큰 시장인 양극재 시장에서 글로벌 경쟁력을 갖춘 엘앤에프와 IT기기부터 전기차까지 모든 제품에 사용되는 범용제품인 일렉포일 기업으로서 안정적으로 중국 고객사를 둔 일진머티리얼즈라고 판단된다.

그림54 2017 년 기준 리튬이온 배터리 판매 구성



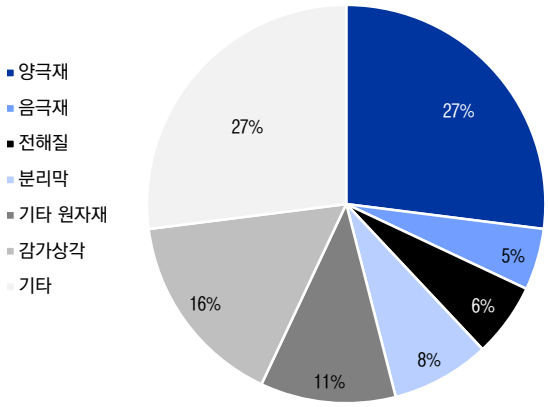
자료: avicenne, 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 글로벌 EV 배터리시장 수요 및 중국 비중



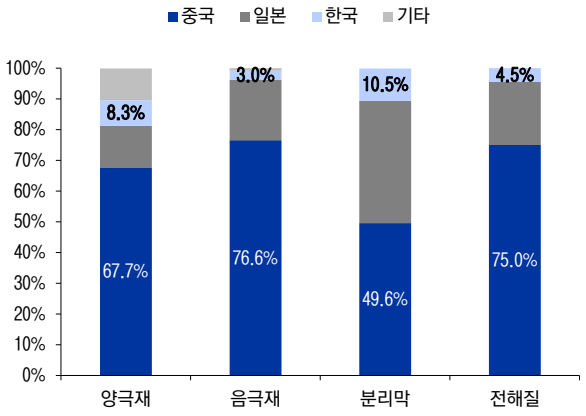
자료: BNEF, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 2017 년 기준 LIB Cell 제조원가 구성비



자료: avicenne, 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 각 소재별 국가 비중



자료: 야노경제연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

2. 리튬이온2차전지 개념

Li-Ion Battery

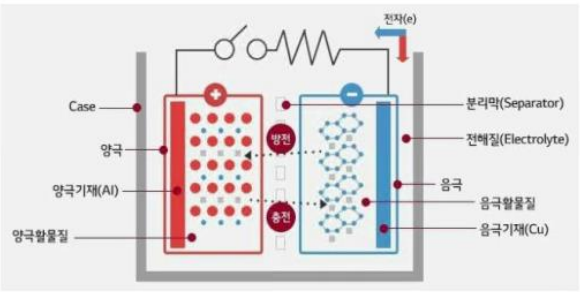
역사적으로 소형 2차전지로는 납(Lead-acid)축전지, 니카드(Ni-Cd)전지, 니켈수소(Ni-MH)전지가 많이 사용되어 왔다. 하지만 높은 에너지 밀도(높은 전압과 에너지 용량)와 소형화의 필요성을 충족시키기 위해 가장 가벼운 금속원소인 리튬을 사용한 2차전지의 필요성이 대두되어 리튬이온2차지전지(LIB)가 개발되었다.

과거 최초의 리튬2차전지는 1885년경 Akira Yosino에 의해 발명, 1991년 SONY사에 의해 상용 개발된 LCO 배터리이다. 그러나, LCO 배터리는 높은 코발트 가격과 낮은 전지용량의 문제점이 있어 중대형 2차전지로는 부적합해, 그 대안으로, 2010년 전후로 LMO, NCA, NCM, LFP 배터리도 개발되어 현재까지 대표적인 LIB로 사용중이다. 삼원계 배터리라 불리는 LCO, NCA, NCM은 리튬과 코발트를 합성하여 만드는 LCO에 추가적으로 다른 원소(알류미늄, 망간)를 합성하여 만든 배터리라 할 수 있다.

리튬이온배터리의 원리는 전자가(e-) 도선을 따라 양극과 음극 사이를 왕복이동하며 전기를 발생시킨다. 방전상태의 LIB에서 전자는 양극(+)에 머무르는데 외부의 힘(전압)을 받아 음극(-)으로 이동하며 충전상태에 이르게 된다.

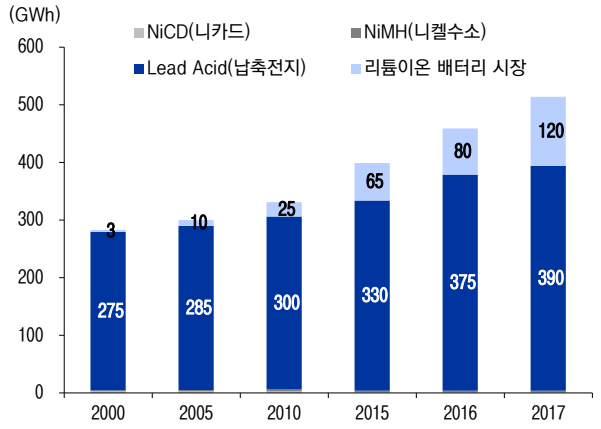
LIB는 리튬의 화학적 반응으로 전기를 생산하고, 충전식으로 사용되는 특징을 지니며, 리튬이 많이 포함될수록 전지용량이 커지고, 음극과 양극의 전위차가 크면 전압이 커진다.

그림58 리튬이온 2 차전지 작용원리



자료: 구글, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 2017 년 기준 전지 판매 구성



자료: avicenne, 이베스트투자증권 리서치센터

3. 리튬이온2차전지 4대요소: 양극재(Cathode)

전지의 핵심! 양극재

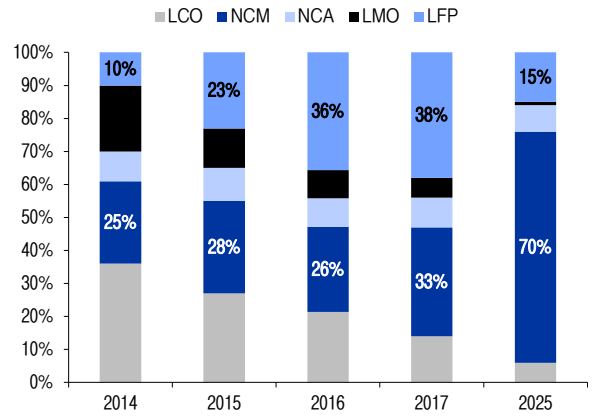
양극재는 배터리 제조원가의 27%를 차지하는 핵심 재료이자 리튬의 공급원으로서, 어떤 양극활물질을 사용했느냐에 따라 배터리의 용량과 전압을 결정한다. 양극활 물질 종류로는 LCO, NCM, NCA, LFP 등이 있다.

고용량 고밀도의 배터리개발을 위해서는 양극재 내 니켈의 함량을 높여야 하는데, 그러기위해서는 3가지 조건이 필요하다. 우선, 전기적인 반응이 우수하면서도 내열성 및, 외부적인 충격을 견디는 내구성이 뛰어나야 한다.

2017년 기준 양극재의 전체 수요는 275,000톤, 시장규모로는 60억달러로 추정된다. 양극재 시장은 수요량 기준 10~17년까지 CAGR 22% 성장 했으며, 2025년까지 연평균 15.6%성장할 전망이다.

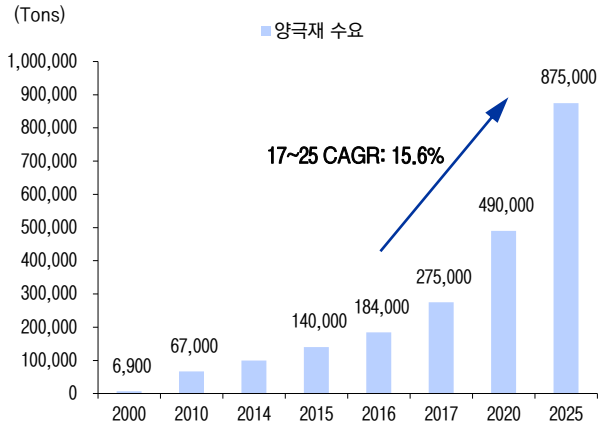
양극재 시장에서 두드러지는 특징은 NCM 배터리 비중의 확대와 중국의 시장 점유율 성장으로 요약된다. 그 이유는, NCM 배터리 비중이 14년 25%에서 17년 33%까지 성장 후 25년 25년 70%까지 비중이 늘어나고 있기 때문이다. 이는 대부분의 일본과 유럽, 국내 전기차 메이커들이 NCM 배터리를 주로 채택하고 있고 중국자동차 메이커들 역시 LFP배터리에서 NCM배터리로 변화를 주고 있기 때문이다. 중국의 양극재 시장 점유율은 16년 기준 68%로 매년 성장했으며, 이는 안정적인 원자재 공급부터 전방산업까지 튼튼한 밸류체인을 확보하고 있기 때문이라 판단된다.

그림60 연도별 양극재 수요 비중 추이



자료: avicenne, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 양극재 시장 수요 추이



자료: avicenne, 이베스트투자증권 리서치센터

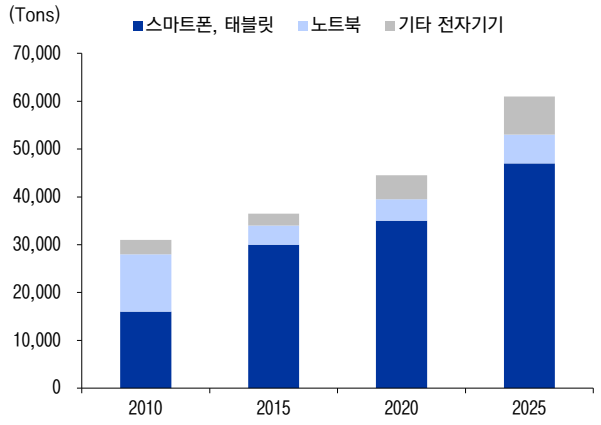
① LCO ($LiCoO_2$)

LCO배터리 리튬 코발트의 비중이 1:1 비율로 결합되어 있어 코발트 비중이 다른 배터리 보다 높아 에너지 밀도가 높다. 따라서 에너지 밀도에 민감한 소형 IT기기(스마트폰, 태블릿 PC 등)와 E-Bike등에 많이 사용되며, 수명 및 안정성이 우수한 배터리이다.

코발트 비율이 높다보니 가격 변동성이 높은점이 단점으로 꼽히는데, 지속적으로 상승했던 코발트 가격과 리튬가격은 올 하반기 안정세를 찾았다. 전기차 시장과 리튬 시장의 각 40%를 차지하는 중국 시장에서의 수요 감소(배터리 기업 보조금 지급 감소 및 신용대출 감소)와 상반기 배터리 제조업체들의 수요 급증에 따른 기저효과가 그 원인이라 판단된다.

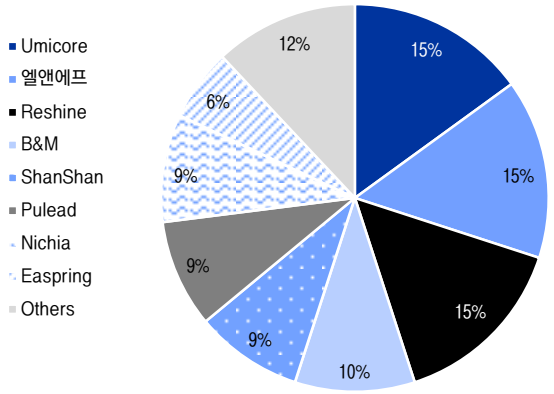
이러나 저러나, 리튬과 코발트 가격이 안정세를 찾았으나, 재고가 소진되고 2020년 전기차 수요가 늘어나면서 원자재 가격이 오르게 되면 기존의 LCO 수요도 점차 NCM으로 대체될 것으로 예상된다.

그림62 어플리케이션별 LCO 수요 추이



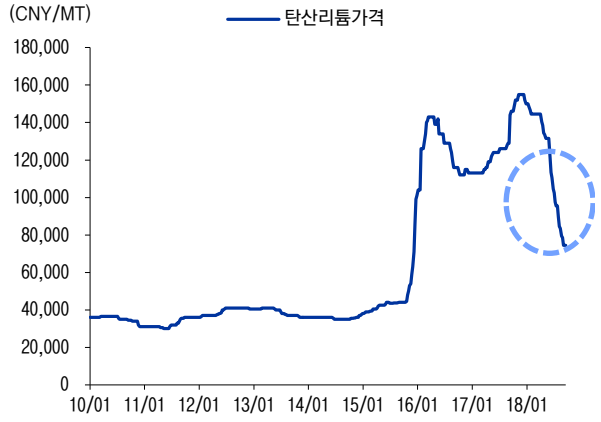
자료: avicenne, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 LCO 공급자별 M/S



자료: avicenne, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 탄산리튬 가격 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 코발트 가격추이

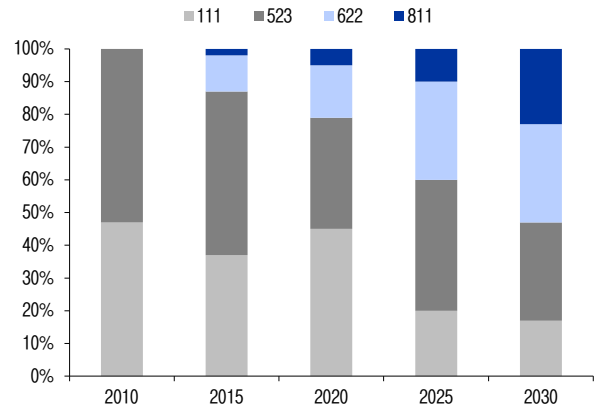
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

② NCM(LiNiCoMnO2)

기존의 리튬이온 배터리에서 양극재에 사용되는 코발트 함량은 줄이면서도 에너지 밀도는 유지하기 위해 개발된 배터리가 NCM배터리이다. 주로 전기차에 탑재되며 토요타, 미쯔비시, 혼다 닛산등 일본 전기차 메이커와 현대차와 유럽 전기차 메이커들이 NCM 배터리를 채택을 했다. 타 중국 배터리 업체와 달리 CATL이 세계 최대 배터리 제조 업체가 될 수 있던 배경도 바로 NCM 배터리 생산을 집중적으로 했기 때문이다. 세계 최대 전기차 업체이자 중국 2위 배터리 제조사인 BYD 역시 최근 30기가와트 추가 생산라인 증설을 발표하면서 내년부터 NCM 811 배터리 생산 계획을 밝힌 바 있다. 중국 배터리 업체보다 기술력이 앞선 국내 업체들은 2020년을 목표로 NCM811 배터리 양산을 준비하고 있다.

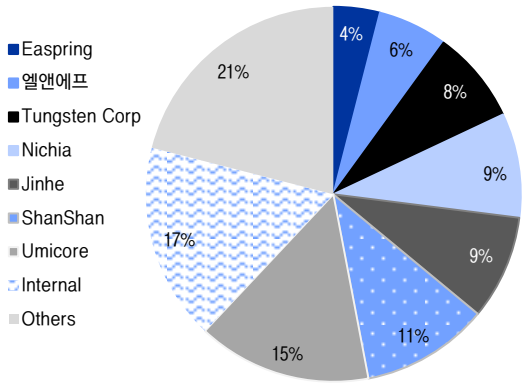
2025년 NCM배터리 비중이 전체 배터리 수요의 70%를 차지한다고 가정했을 때 NCM수요는 연평균 27%씩 성장할 것으로 추정된다. 타이트한 수급 상황이 지속될 가운데 기술개발을 통한 원가절감과 고객사 확보 그리고 이를 통한 물량증가가 양극재 및 배터리소재 업체의 과제가 될 것으로 판단된다.

그림66 NCM 양극활소재 비중별 예상 추이



자료: avicenne, 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 NCM 공급자별 M/S

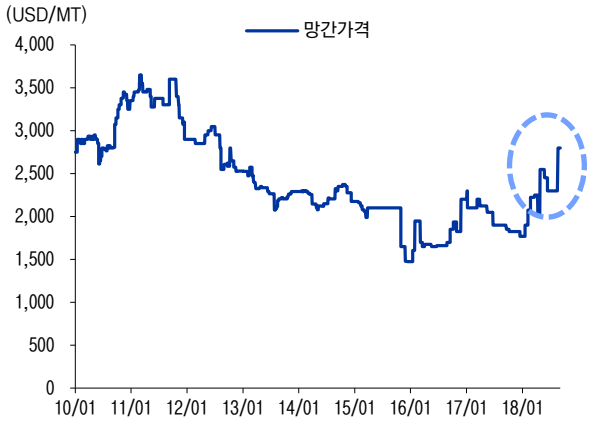


자료: avicenne, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 니켈가격 추이

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 망간가격 추이



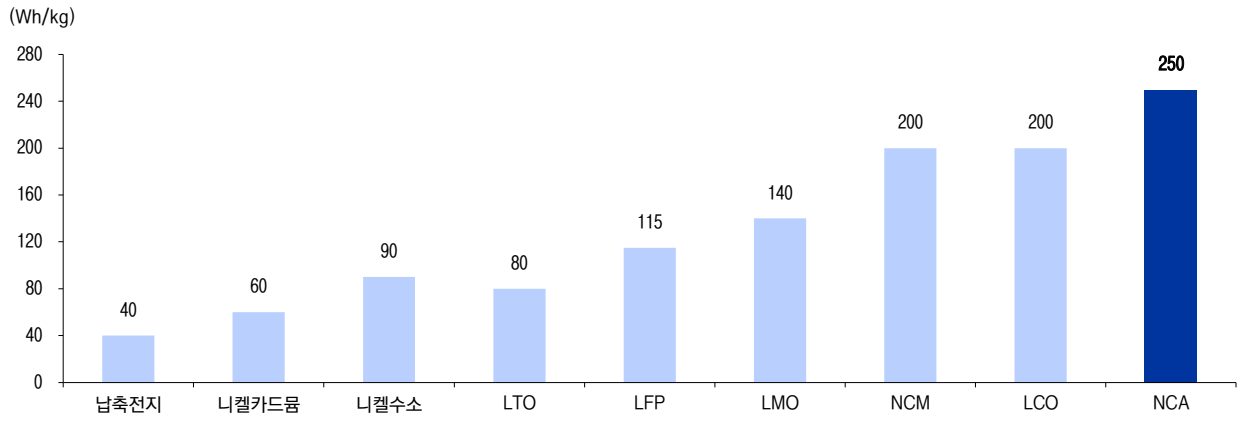
자료: Thomson Reuters, 이베스트투자증권 리서치센터

③ NCA(LiNiCoAlO2)

NCA는 NCM과 비슷한 성능이지만 고출력과 긴 수명을 위해 1999년 개발되었다. 다만, 비싼 가격과 폭발위험성이 있다는 점은 이 배터리의 단점으로 꼽힌다. 리튬이온2차전지 가운데 NCA는 출력이 가장 높고 에너지 밀도도 현재기준 가장 높은 배터리이지만 개선 여지는 많이 남아있지 않다고 판단된다.

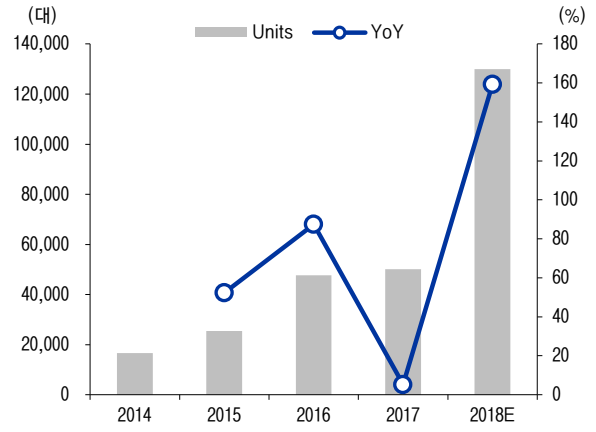
NCA배터리 공급의 70%를 담당하는 스미토모 화학(SMM)은 전량 테슬라 전기차향으로 납품되며 테슬라가 NCA배터리를 당분간 바꾸지 않을 것으로 전망되기 때문에 NCA배터리의 중요도는 앞으로도 유효할 것이다. 테슬라 전기차 이외에 NCA는 주로 짧은 순간 고출력을 요하는 전동공구 및 E-bike에서 많이 사용되는데 전동공구 분야 시장점유율 50%이상을 가져가는 삼성SDI에 납품을 하는 에코프로가 SMM사에 이어 NCA시장 점유율 2위를 가져가고 있다.

그림70 2 차전지별 에너지 출력 비교



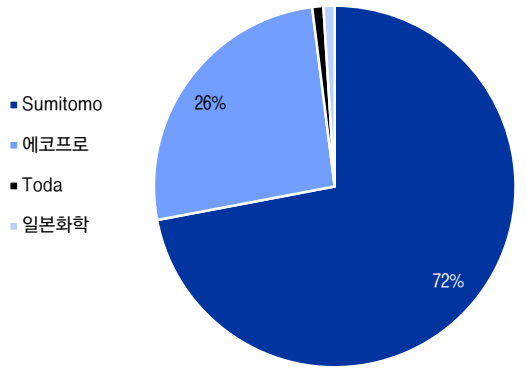
자료: Battery university, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 Tesla 판매량 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 NCA 공급자별 M/S



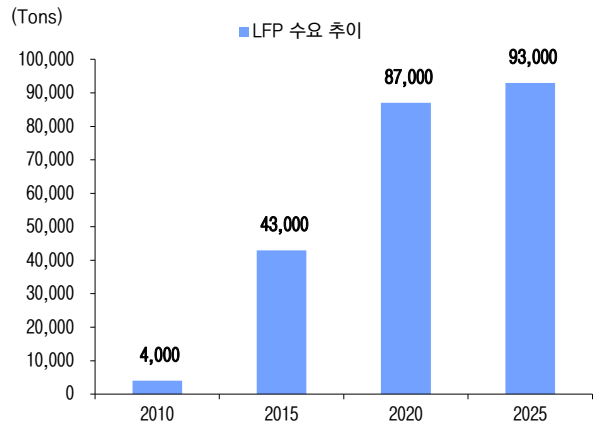
자료: 에코프로, 이베스트투자증권 리서치센터

④ LFP(LiFePO4)

리튬인산철 배터리는 기존의 삼원계 배터리가 가지고 있는 두가지 단점인 가격과 발화 및 폭발의 위험의 문제를 해결하기 위해 채택된 리튬이온2차전지이다. 코발트는 희소금속으로 가격이 비싸 동일한 수준의 전기전도 금속재료인 철을 사용해 원가가 저렴하다. 또한 Li-Co, Li-Mn계 배터리와는 다르게 올리빈 구조를 갖추고 있어 리튬이 빠져나가도 결정구조가 열화 현상이 적어 수명이 길고 폭발의 위험성이 적어 안정성이 높다. 그래서 소형가전부터 E-Bus, ESS, 태양광, 풍력 발전 등 다양한 분야에 채택되어 사용되고 앞으로 이러한 분야에서 주로 사용 될 것으로 예상된다.

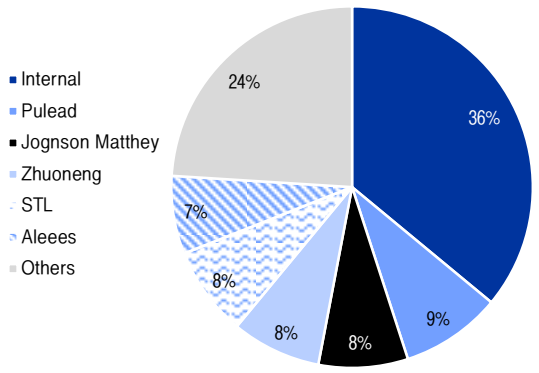
하지만, 에너지 밀도가 낮고, 철이 섞여 배터리 무게가 무거워져 전기차에는 부적합하다. 높은 무게로 인해 주행거리가 짧아지는 등 효율성이 떨어지기 때문이다. LFP배터리를 주로 사용하는 중국자동차 업체 입장에서도 주행거리와 보조금이 끊기는 2020년을 기점으로 순수 전기차에 LFP배터리를 지속적으로 고수하기는 어려울 것으로 판단된다.

그림73 LFP 수요 추이



자료: avicenne, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 LFP 공급자별 M/S

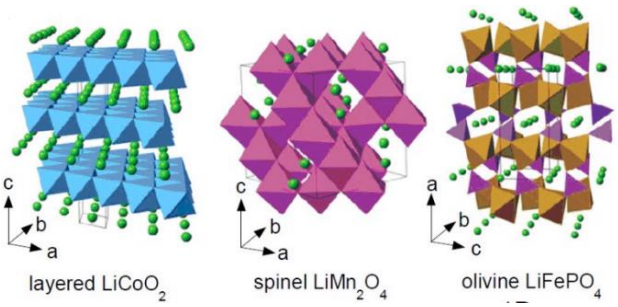


자료: avicenne, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 철 가격 추이

자료: avicenne, 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 층상구조와 올리빈구조



자료: 구글, 이베스트투자증권 리서치센터

4. 음극재(Anode)

더 이상은 소외받지 않는 음극재

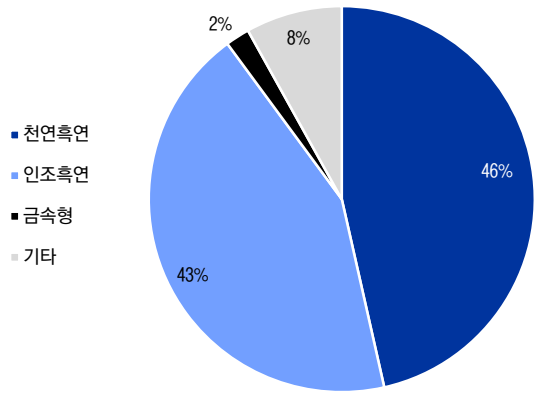
음극재는 양극에서 나온 리튬이온을 저장했다가 방전시 이온과 전자를 방출하면서 외부 회로를 통해 전류를 흐르게 하는 역할을 한다. 음극 활물질로는 안정성과 낮은 전자 화학 반응성, 리튬 이온을 많이 저장할 수 있는 조건과 가격 등을 이유로 주로 흑연을 사용하며 LIB 제조원가의 5%를 차지한다.

음극재 시장은, 2014년 미쯔비시, 니폰카본 등 일본기업이 주도했으나 최근 천연흑연 기준 BTR에너지, 인조흑연 기준 닝보샨샨이 시장점유율 40%가 넘는 등 중국기업이 주도하는 추세이다. 2016년 기준 중국이 이 시장의 77%를 차지하는 등 압도적인 M/S를 유지하고 있다. 시장규모는 2017년 132,000톤 → 2025년 393,750톤으로 성장할 것으로 전망된다.

천연흑연보다 출력과 수명이 우수해 전기차용으로 강점이 있는 인조흑연계 음극재는 2025년까지 연평균 23%, 천연흑연계 음극재는 7%의 성장이 예상된다.

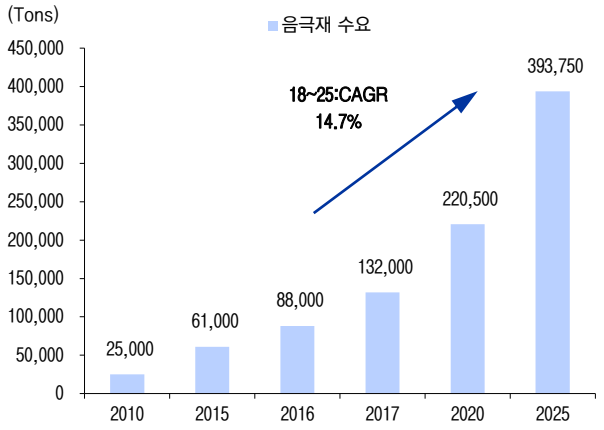
기존의 음극재 시장은 양극재보다 덜 중요한 시장으로 분류되었었다. 시장이 작을뿐더러, 기술력이 많이 요구되지 않았기 때문이다. 하지만, 최근 음극재 시장 역시 기술력을 통해 고밀도, 고용량 배터리 생산에 일조하기 시작하면서 흑연을 대체하는 소재로 실리콘에 주목하고 있다. 실리콘은 이론상 흑연에 10배 이상의 에너지 밀도를 가지고 있지만 부반응(부피팽창, 열화현상)이 있어 현재는 실리콘을 음극재 소재로 5%내외만 첨가하고 있다. 이러한 부반응을 해결하기 위해 그래핀을 사용해 전기 화학적으로 부반응을 안정화 시키는 기술을 개발 중인데 만약 실리콘-그래핀 복합 음극재 기술을 전기차에 활용한다면 배터리 성능을 높여 주행거리를 20%가량 높일 수 있다는 전망이다.

그림77 2016 년 음극재 구성 비중



자료: avicenne, 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 음극재 시장 수요 추이



자료: avicenne, 이베스트투자증권 리서치센터

5. 분리막(Separator)

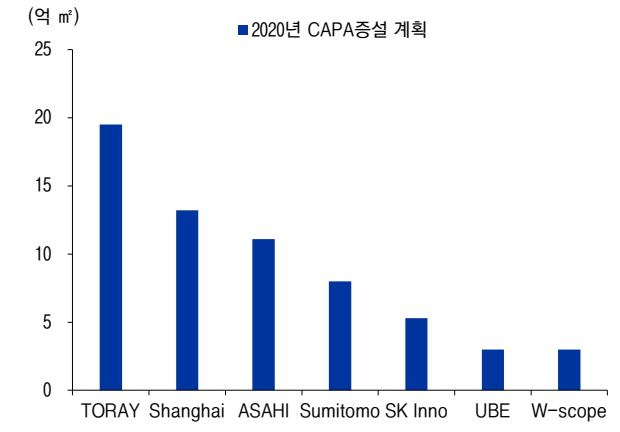
배터리 안전성을 위한 기준

분리막은 양극과 음극의 직접적인 접촉은 차단하면서 0.01~1㎛의 미세한 구멍으로 리튬이온만 통과시키며 전류를 발생시키는 역할을 한다. 동시에 배터리의 안정성을 좌우하는 소재이기도 한데, 양극과 음극 사이에 리튬이온이 이동하며 운동에너지로 인해 쉽게 열이 날 수 있기 때문이다. 주로 폴리에틸렌(PE)과 폴리프로필렌(PP)으로 만들어지며 LIB 제조원가의 8%를 차지한다.

분리막의 핵심 기술은 내열성과 내구성으로 코팅기술을 얼마나 정교하게 개발해 더 얇고 더 안전하게 발화와 폭발현상과 같은 이상현상을 방지하는 것이라 할 수 있다. 상용화된 분리막으로는 건식막, 습식막, 강화막이 있으며 습식 분리막의 경우 건식에 비해 제조 비용은 높지만 품질과 강도가 우수해 주로 스마트폰이나 노트북등 소형 IT기기에 사용된다.

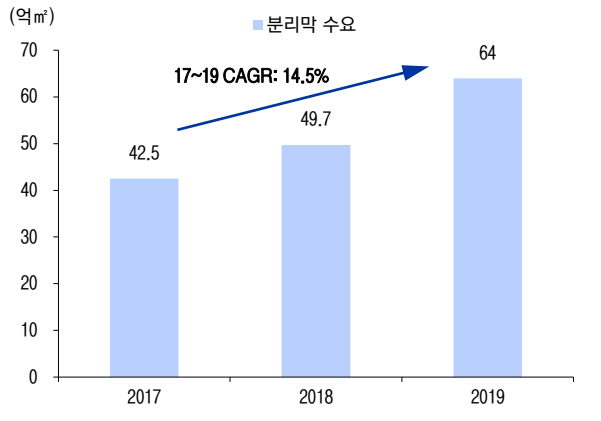
분리막 시장에서의 중국 시장 점유율은 50%로 일본이 40% 우리나라가 10%로 리튬이온2차전지 4대요소 중에서는 낮은 편으로 안정성에 크게 관여하는 소재인 만큼 기술력이 뒷받침 되는 일본과 우리나라 업체를 상대적으로 많이 선정한다고 판단된다. 시장규모는 2017년 42.5억㎡ → 2019년 64 억㎡으로 성장할 것으로 전망된다.

그림79 2020 년 각사별 capa 증설 계획



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 분리막 시장 수요 추이



자료: Aisa Chem, 이베스트투자증권 리서치센터

6. 전해질(Electrolyte)

차세대 배터리를 위해 변신 중

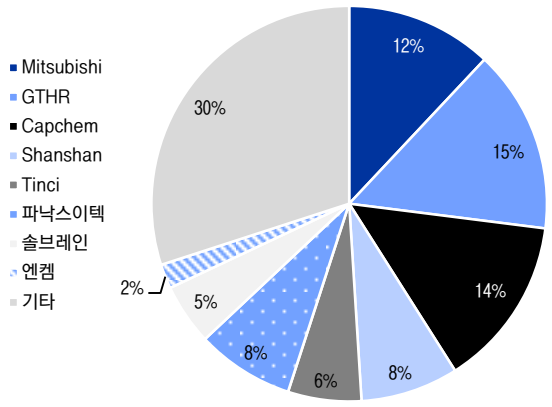
전해질은 리튬이온을 원할하게 이동하도록 돕는 매개체로 염, 용매, 첨가제로 구성된다. 염은 이온이 지나갈 수 있는 이동통로이고, 용매는 염을 용해시키기 위해 사용되는 유기 액체이며, 첨가제는 특정 목적을 위해 소량 첨가되는 물질이다. 이때 전자는 도선을 통해 이동된다. 전해질의 조성, 온도, pH, 불순물의 제거 정도 등에 의해 전해 효율(리튬이온의 움직임 속도)에 영향을 준다. 전해질은 LIB 제조원가의 6%를 차지한다.

시장은 중국이 75%, 일본이 20% 나머지 한국기업이 점유하고 있으며 시장규모는 2016년 86,000톤에서 2020년 258,000톤으로 성장할 것으로 전망된다.

갤럭시 노트7, 아이폰4S 폭발 사고에서 보았듯 리튬이온 배터리는 수용성 전해액 대신 휘발성이 있는 유기성 전해액이 사용되어 만약, 누액 및 분리막이 찢어지는 등 배터리에 문제가 생겨 급격한 전류가 흐르게 되면 휘발유 보다 더 잘 타는 유기성 전해액을 통해 발화가 일어나게 된다.

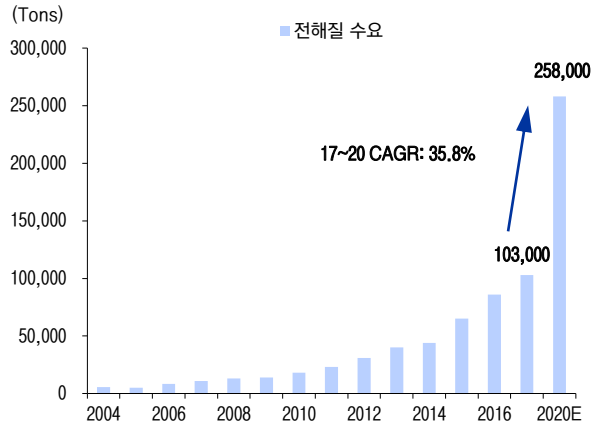
이에 따라, 자동차 업체들과 배터리 업체들은 전고체 배터리(겔타입 전해질)에 대한 관심과 투자가 이루어지고 있으며 2025년 전후로 양산을 목표로 투자를 하고 있으며 2030년에는 상용화가 이루어 질 것으로 예상된다. 현재까지는 전해액 보다는 겔타입 전해질이 이온의 이동성이 활발하지 않아 경제성이 떨어지지만 궁극적으로 고용량, 고밀도를 이루어 낼 수 있는 차세대 전지는 NCM811 전고체전지 타입이 예상된다.

그림81 전해질 공급업체별 M/S



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 전해질 시장 수요 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part IV

종목별 투자의견

Top picks

전기차 산업의 **Top Picks**로 **삼성SDI**와 **한온시스템**을 추천합니다. 글로벌 OEM으로부터 EV용 수주가 가장 빠르게 진행되고 있는 동시에 단기 실적모멘텀도 가장 뚜렷할 것으로 보이기 때문입니다.

관심주로는 전기차용 EPCU(인버터, 컨버터, 모터)및 열관리시스템 수주가 이뤄지고 있는 **LG전자**와 일렉포일 신규증설 모멘텀이 기대되는 **일진머티리얼즈**를 추천드립니다.

중장기적으로는 2019년부터 자동차 전장/모터향 MLCC 신규진입이 예상되는 **아모텍**과 LG전자/화학향 알루미늄 다이캐스팅 제품공급이 역시 2019년부터 이뤄지는 **삼기오토모티브**를 추천드립니다.

종목별 투자의견

전기차와 배터리

전기차 시장은 앞서 언급한 대로 2019년부터 본격적으로 증가한다. 따라서 완성차 업체들의 EV시장 진출 러시가 이미 시작된 상황인데, 현시점에서의 전기차 시장을 중심으로 한 투자매력은 완성차 대비 친환경차 부품의 대규모 수주가 가능한 Tier-1 부품 업체가 우위에 있다고 보인다. 현재 Tier-1 시장은 전기차 파워트레인 및 열관리 시스템 업체 위주로 재편성 되고 있는 상황이다.

중대형 배터리의 경우 향후 3~4년간 전기차 시장의 개화와 함께 산업의 성장은 의심의 여지가 없다. 다만 셀 당 가격 하락을 동반한 산업의 성장 속에서 각 업체들이 수익성을 내는지 여부가 중요할 것이다. 이에 NCM811, NCA, 실리콘 음극재 등 배터리 제조 비용을 낮추고, 배터리 효율을 높여 전기차 주행거리를 늘리려는 기술적인 시도가 지속될 것이다. 이런 과정 속에서 중대형 배터리 산업의 경우 이제 본격적인 성장 궤도에 진입한 만큼 향후 시장 성장에 따른 투자 매력도가 높다고 판단된다.

Top picks

삼성 SDI, 한온시스템

전기차 Top-pick으로 삼성SDI와 한온시스템을 추천한다. 삼성SDI는 기존 사업부의 안정적인 실적 성장세가 유지되는 가운데 ESS를 중심으로 중대형 전지에서도 흑자를 기록하기 시작했다. 이에 전기차용 전지 부분에서도 본격적인 실적 개선세 진입에 따른 전사 실적 호조세가 지속될 전망이다. 한온시스템은 VW등 타OEM향 매출이 2Q18부터 본격적으로 발생하기 시작했으며, 최근 마그나 FP&C사업 인수로 전기차 핵심 열관리시스템 라인업을 완성해 지속적으로 밸류에이션 re-rating을 기대한다.

관심주 : LG 전자, 일진머티리얼즈

전기차용 EPCU(인버터, 컨버터, 모터)및 열관리시스템 수주가 이뤄지고 있는 LG전자와 내년도부터 본격적인 2차전지용 일렉포일 신규증설을 통해 매출성장이 기대되는 일진머티리얼즈를 관심주로 추천한다. 일진머티리얼즈는 삼성SDI, BYD, LG화학 등 글로벌 Top 배터리 고객사를 바탕으로 일렉포일 시장 글로벌 선두업체의 지위를 놓치지 않고 있고있다. 고밀도 배터리 제작을 위한 범용제품인 Elecfoil 수요가 IT제품과 EV시장에서 꾸준할 것으로 기대돼 투자 매력도가 높다고 판단된다.

기업분석

현대모비스 (012330)	52
한온시스템 (018880)	57
삼기오토모티브 (123350)	62
삼성 SDI (006400)	66
LG 전자 (066570)	70
아모텍 (052710)	74
일진머티리얼즈 (020150)	78
엘앤에프 (066970)	87

Universe

종목명	투자판단	목표주가
현대모비스	Buy (유지)	280,000 원(유지)
한온시스템	Buy (유지)	18,000 원(상향)
삼성 SDI	Buy (유지)	320,000 원(유지)
LG 전자	Buy (유지)	95,000 원(유지)
아모텍	Buy (신규)	38,000 원(신규)
일진머티리얼즈	Buy (신규)	71,000 원(신규)
엘앤에프	Buy (신규)	58,000 원(신규)
삼기오토모티브	Not Rated	NR

현대모비스 (012330)

2018. 10. 08 | 자동차/타이어

Analyst 유지웅
02. 3779-8886
jwyoo@ebestsec.co.kr

전동화부문 매출액 상승 추이에 주목하라

Buy (maintain)

목표주가 280,000 원
현재주가 208,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	O	

전동화부문 매출액 급상승 시작: 2019년 매출액 2조원 달성 가능

동사의 전동화 사업부문 매출액은 2018년 약 1.5조원을 기록 후, 2019년에는 2조원 규모로 급상승할 것으로 예상된다. 동사는 올해부터 친환경차 사업부문에 대한 역량을 크게 강화시키고 있는데, 인적자원 및 설비투자 모두에 있어 집중도가 사내 여러 사업부 중 상대적으로 크게 집중되고 있기 때문이다. 현재는 급성장하는 구간으로, 손익 분기점 이하에서 사업이 이뤄지고 있으나 2020년부터는 외형성장 안정화가 이뤄지며 BEP구간에 도달할 것으로 예상된다.

그룹사 친환경차 전략의 중심에 서다

현대차그룹의 친환경차 전략이 주요 OEM 중 선도적인 역할을 하고 있는데, 이를 기반으로 그룹사내 역량이 동사로 집중되는 점은 장기적으로 동사의 전동화사업부의 경쟁력 강화의 기반이 될 것으로 예상한다. 동사는 전략적으로 충주공장에서 배터리 팩 – BMS – EPCU에 이르는 방대한 xEV 파워트레인 시스템 생산이 이뤄지고 있으며, 최근 코나 EV, 니로 EV 등 그룹사내 전기차 생산에 따라 매출액이 크게 증가하는 구조를 갖추고 있기 때문이다.

주목할부분: 친환경차 부품 Industry 리더, 타OE 시스템 수주 가능성

한편 동사는 그룹사 물량을 바탕으로 친환경차 시스템에 있어서 규모의 경제 달성이 경쟁 Tier-1업체들에 비해 먼저 이뤄질 것으로 예상된다. 2019년부터는 특히 중국내 NEV Credit 제도가 본격화 되기 때문에 동사의 타OEM향 시스템수주를 기대해 볼 수 있고, 이는 현재 부진한 중국내 매출액을 상쇄시킬 것으로 예상한다.

투자의견 Buy, 목표주가 280,000원 유지

동사의 기존 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가 280,000원을 유지한다. 목표주가는 2018년 EPS 23,314원에 Target P/E 10배 수준을 부여한 수준이다. 최근 주가는 완성차의 부진한 중국 판매실적 영향으로 인해 약세를 보였으나, 3Q18실적발표 이후 불확실성 제거되며 주가반등이 이뤄질 것으로 예상된다.

Stock Data

KOSPI (10/05)		2,267.52 pt
시가총액		202,962 억원
발행주식수		97,344 천주
52 주 최고가/최저가		273,500 / 198,500 원
90 일 일평균거래대금		358.37 억원
외국인 지분율		48.6%
배당수익률(18.12E)		1.7%
BPS(18.12E)		325,681 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-6.9%
	6 개월	-13.6%
	12 개월	-7.8%
주주구성	기아자동차(주)외 3 인	30.2%
	국민연금공단	9.0%
	현대모비스 자사주	2.7%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	38,262	2,905	4,111	3,047	31,207	-0.6	3,551	8.5	5.9	0.9	11.2
2017	35,145	2,025	2,734	1,558	16,109	-48.4	2,735	16.3	7.1	0.9	5.4
2018E	35,364	2,123	3,025	2,269	23,314	44.7	2,811	8.9	4.8	0.6	7.4
2019E	37,041	2,298	3,327	2,518	25,869	11.0	2,974	8.1	4.7	0.6	7.7
2020E	38,356	2,405	3,563	2,661	27,341	5.7	3,089	7.6	4.5	0.6	7.6

자료: 현대모비스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표20 현대모비스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	**9,268**	**8,282**	**8,773**	**8,822**	**35,145**	**8,194**	**8,884**	**9,023**	**9,263**	**35,364**	**37,041**
모듈	7,512	6,657	6,984	7,108	28,261	6,450	7,201	7,225	7,456	28,332	29,799
전동화	212	301	322	339	1,173	304	362	381	421	1,468	2,046
부품제조	1,717	1,594	1,682	1,702	6,695	1,535	1,795	1,741	1,800	6,871	7,073
단순조립	5,583	4,762	4,980	5,068	20,392	4,612	5,044	5,103	5,235	19,994	20,680
A/S부품	1,756	1,625	1,789	1,714	6,884	1,744	1,683	1,798	1,806	7,031	7,242
판관비	601	597	660	583	2,440	609	619	693	630	2,550	2,814
영업이익	**669**	**492**	**544**	**332.7**	**2,038**	**450**	**531**	**557**	**586**	**2,123**	**2,298**
모듈	251	84	93	-119	308	27	116	114	134	391	502
A/S부품	418	409	451	452	1,730	423	416	442	452	1,732	1,796
영업이익률	7.2	5.9	6.2	3.8	5.8	5.5	6.0	6.2	6.3	6.0	6.2
모듈	3.3	1.3	1.3	-1.7	1.1	0.4	1.6	1.6	1.8	1.4	1.7
A/S부품	23.8	25.1	25.2	26.4	25.1	24.2	24.7	24.6	25.0	24.6	24.8
영업외손익	295	197	194	24	709	165	206	244	287	901	1,029
금융손익	21	-8	22	16	50	16	7	51	54	127	186
기타손익	10	9	2	-47	-26	5	10	5	30	51	29
지분법 이익	264	196	170	55	685	144	189	188	202	723	814
지배주주순익	**761**	**481**	**482**	**-156**	**1,568**	**467**	**553**	**598**	**652**	**2,269**	**2,518**
YoY(%)											
매출액	-0.8	-16.0	-0.1	-14.3	-8.1	-11.6	7.3	2.9	5.0	0.6	4.7
모듈	-2.2	-18.9	-2.1	-16.9	-10.5	-14.1	8.2	3.5	4.9	0.3	5.2
A/S부품	5.6	-1.3	10.1	-1.3	3.2	-0.7	3.6	0.5	5.4	2.1	3.0
영업이익	-6.9	-37.2	-24.6	-51.1	-29.8	-32.7	7.9	2.2	76.1	4.2	8.2
모듈	-27.6	-80.5	-73.0	-143.0	-78.0	-89.1	37.8	22.5	-212.4	27.0	28.4
A/S부품	12.2	14.9	19.9	12.5	14.9	1.0	1.7	-2.0	-0.1	0.1	3.7
지배주주순익	-4.0	-43.1	-31.6	-122.5	-48.4	-38.7	14.9	24.1	-516.6	44.7	11.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표21 실적추정 전후 비교

(십억원, 원)	New		Old		차이	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	35,364	37,041	35,364	36,741	0.0	0.8
영업이익	2,123	2,298	2,123	2,273	0.0	1.1
영업이익률(%)	6.0	6.2	5.9	5.9		
순이익 (지배)	2,269	2,518	2,286	2,483	-0.7	1.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표22 3Q18 실적 컨센서스 비교

(십억원)	3Q18	3Q17	YoY(%)	2Q18	QoQ	컨센서스	Diff(%)
매출액	9,023	8,773	3	8,884	2	8,887	1.5
영업이익	557	544	2	531	5	560	-0.7
영업이익률(%)	6.2	6.2		6.0		6.3	
순이익(지배)	598	482	24	553	8	582.9	2.6

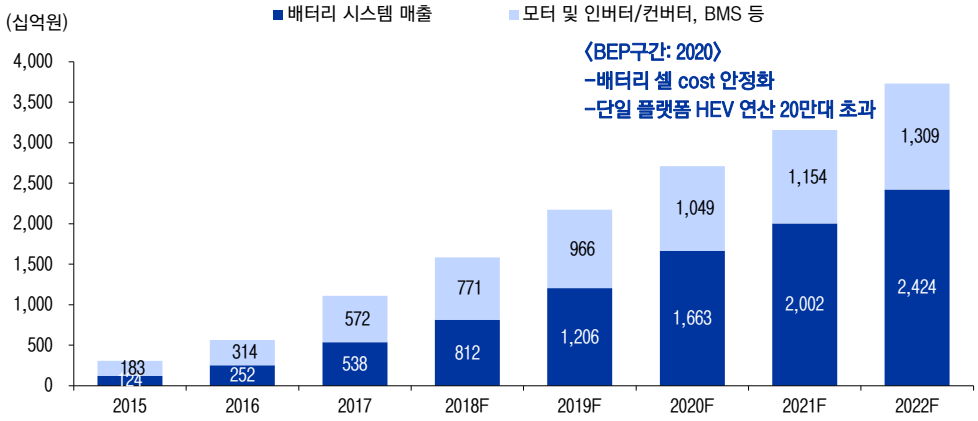
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표23 현대모비스 전동화 사업부문 매출 추이 및 전망치 추정

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
현대기아 HEV 판매(대)	61	109	203	270	320	331	352	384
대당 Cell Cost (천원)	924	405	373	324	360	340	425	425
현대기아 PHEV 판매(대)	1	3	18	29	44	54	65	81
대당 Cell Cost (천원)	5,265	2,250	2,254	1,960	1,800	1,700	1,700	1,700
현대기아 EV 판매(대)	11	12	28	36	56	75	89	109
대당 Cell Cost (천원)	0	7,500	6,900	10,000	9,900	11,050	11,050	11,050
배터리업체로부터 매입원가 계	63	141	309	504	749	1,033	1,244	1,505
HEV	56	44	76	87	115	113	150	163
PHEV	7	7	40	57	79	92	111	138
EV	0	90	193	360	554	829	983	1,204
에이치엘 그린파워 매출	**107**	**219**	**441**	**625**	**973**	**1,343**	**1,617**	**1,957**
현대모비스의 매출	**124**	**252**	**538**	**713**	**1,119**	**1,544**	**1,859**	**2,250**
kwh당 가격(천원)	585	250	230	200	180	170	170	170
HEV 배터리 용량 (kwh)	1.6	1.6	1.6	1.6	2.0	2.0	2.5	2.5
PHEV 배터리 용량(kwh)	9	9	9.8	9.8	10	10	10	10
평균 EV 배터리 용량(kwh)		30	30	50	55	65	65	65
개별 단가(천원)								
모터	2,000	2,000	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800
BMS 및 기타	250	250	250	250	250	230	230	230
DC/DC 컨버터	100	100	100	100	100	100	100	100
DC/AC 인버터	150	150	150	150	150	150	150	150
HPCU/EPCU	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
계	2,500	2,500	2,300	2,300	2,300	2,280	2,280	2,280
기타부품 매출	183	314	572	771	966	1,049	1,154	1,309
매출액 합계								
배터리 시스템 매출	124	252	538	713	1,119	1,544	1,859	2,250
모터 및 인버터/컨버터	183	314	572	771	966	1,049	1,154	1,309
현대모비스 친환경차 부품매출 계	**306**	**566**	**1,110**	**1,483**	**2,085**	**2,593**	**3,013**	**3,559**

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 현대모비스 친환경차부문 매출액 추이 및 전망: 2020 년경 BEP 구간 진입 예상



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표24 현대기아차 그룹의 친환경차 판매 추이 및 2022 년까지의 예상 경로

(단위: 천대)	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
HEV 판매	61	109	203	270	320	331	352	384
내수	30	45	60	102	150	160	170	185
수출	31	64	143	168	170	171	182	199
PHEV	1	3	18	29	44	54	65	81
내수		-	-	4	6	8	10	14
수출		3	18	25	38	46	55	67
EV	11	14	28	36	56	75	89	109
내수		4	10	16	25	36	42	49
수출(+해외생산)		9	18	20	31	39	47	60
HEV+PHEV+EV 계	73	126	249	335	420	460	506	574

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현대모비스 (012330)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	18,263	18,218	19,196	18,963	19,779
현금 및 현금성자산	2,049	2,408	3,118	2,288	2,463
매출채권 및 기타채권	7,224	6,151	6,294	6,447	6,684
재고자산	2,830	2,690	2,538	2,686	2,785
기타유동자산	6,160	6,969	7,247	7,541	7,847
비유동자산	23,448	23,515	25,363	28,741	30,755
관계기업투자등	13,735	13,997	15,549	18,180	18,918
유형자산	8,516	8,206	8,376	8,593	8,740
무형자산	961	957	921	896	872
자산총계	**41,712**	**41,737**	**44,560**	**47,703**	**50,534**
유동부채	8,833	7,893	8,560	9,369	9,469
매입채무 및 기타재무	6,027	4,907	5,075	5,910	6,015
단기금융부채	1,644	1,746	2,167	2,137	2,125
기타유동부채	1,162	1,240	1,318	1,323	1,328
비유동부채	4,320	4,485	4,223	4,379	4,790
장기금융부채	1,676	1,328	1,018	1,044	1,319
기타비유동부채	2,645	3,157	3,205	3,335	3,470
부채총계	**13,154**	**12,378**	**12,782**	**13,749**	**14,259**
지배주주지분	28,495	29,295	31,704	33,882	36,203
자본금	491	491	491	491	491
자본잉여금	1,405	1,407	1,397	1,397	1,397
이익잉여금	27,521	28,780	30,765	32,942	35,263
비지배주주지분(연결)	63	64	73	73	73
자본총계	**28,558**	**29,359**	**31,777**	**33,955**	**36,275**

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**38,262**	**35,145**	**35,364**	**37,041**	**38,356**
매출원가	32,966	30,679	30,690	31,929	32,787
매출총이익	**5,296**	**4,465**	**4,673**	**5,112**	**5,569**
판매비 및 관리비	2,391	2,440	2,550	2,814	3,164
영업이익	**2,905**	**2,025**	**2,123**	**2,298**	**2,405**
(EBITDA)	3,551	2,735	2,811	2,974	3,089
금융손익	129	50	127	186	201
이자비용	42	50	63	67	70
관계기업등 투자손익	1,090	685	723	814	919
기타영업외손익	-13	-26	51	29	38
세전계속사업이익	**4,111**	**2,734**	**3,025**	**3,327**	**3,563**
계속사업법인세비용	1,064	1,177	756	809	901
계속사업이익	3,047	1,558	2,269	2,518	2,661
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**3,047**	**1,558**	**2,269**	**2,518**	**2,661**
지배주주	3,038	1,568	2,269	2,518	2,661
총포괄이익	**3,181**	**1,557**	**2,244**	**2,518**	**2,661**
매출총이익률 (%)	13.8	12.7	13.2	13.8	14.5
영업이익률 (%)	7.6	5.8	6.0	6.2	6.3
EBITDA 마진률 (%)	9.3	7.8	7.9	8.0	8.1
당기순이익률 (%)	8.0	4.4	6.4	6.8	6.9
ROA (%)	7.6	3.8	5.3	5.5	5.4
ROE (%)	11.2	5.4	7.4	7.7	7.6
ROIC (%)	22.0	11.9	17.0	18.4	17.7

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**2,854**	**2,477**	**3,180**	**3,033**	**2,323**
당기순이익(손실)	3,047	1,558	2,269	2,518	2,661
비현금수익비용가감	895	1,398	358	-9	-100
유형자산감가상각비	577	637	617	609	619
무형자산상각비	69	73	71	66	64
기타현금수익비용	-1,086	689	-330	-684	-783
영업활동 자산부채변동	-457	65	554	524	-239
매출채권 감소(증가)	-894	823	52	-154	-237
재고자산 감소(증가)	-214	38	174	-149	-99
매입채무 증가(감소)	852	-749	295	834	105
기타자산, 부채변동	-202	-48	32	-8	-9
투자활동 현금	**-2,961**	**-1,593**	**-2,160**	**-3,519**	**-2,071**
유형자산처분(취득)	-1,281	-661	-755	-826	-767
무형자산 감소(증가)	-32	-45	-34	-41	-41
투자자산 감소(증가)	-1,628	-834	-1,208	-2,097	-111
기타투자활동	-19	-54	-163	-555	-1,152
재무활동 현금	**-336**	**-396**	**-310**	**-344**	**-77**
차입금의 증가(감소)	-5	-79	42	-4	264
자본의 증가(감소)	-332	-332	-351	-341	-341
배당금의 지급	332	332	341	341	341
기타재무활동	0	16	0	0	0
현금의 증가	**-449**	**359**	**710**	**-830**	**175**
기초현금	2,498	2,049	2,408	3,118	2,288
기말현금	2,049	2,408	3,118	2,288	2,463

주: K-IFRS 연결 기준 자료: 현대모비스, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	8.5	16.3	8.9	8.1	7.6
P/B	0.9	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.9	7.1	4.8	4.7	4.5
P/CF	6.5	8.7	7.7	8.1	7.9
배당수익률 (%)	1.3	1.3	1.7	1.7	1.7
성장성 (%)					
매출액	6.2	-8.1	0.6	4.7	3.5
영업이익	-1.0	-30.3	4.9	8.2	4.6
세전이익	-2.4	-33.5	10.6	10.0	7.1
당기순이익	0.2	-48.9	45.6	11.0	5.7
EPS	-0.6	-48.4	44.7	11.0	5.7
안정성(%)					
부채비율	46.1	42.2	40.2	40.5	39.3
유동비율	206.8	230.8	224.3	202.4	208.9
순차입금/자기자본 (x)	-16.3	-20.6	-21.5	-18.5	-17.9
영업이익/금융비용 (x)	69.5	40.4	33.7	34.3	34.6
총차입금 (십억원)	3,320	3,074	3,184	3,181	3,445
순차입금 (십억원)	-4,657	-6,061	-6,844	-6,298	-6,501
주당지표 (원)					
EPS	31,207	16,109	23,314	25,869	27,341
BPS	292,708	300,935	325,681	348,049	371,889
CFPS	40,496	30,368	26,980	25,777	26,316
DPS	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500

한온시스템 (018880)

2018. 10. 08 | 자동차/타이어

Analyst 유지웅
02. 3779-8425
jwyoo@ebestsec.co.kr

끊임없는 외형확대, Multiple 우상향 지속

Buy (maintain)

목표주가 18,000 원
현재주가 12,800 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

마그나 FP&C 사업부 인수로 외형확대 지속

동사는 최근 확정한 Magna International의 FP&C(유압제어) 사업부 인수를 통해 외형확대가 본격화 될 것으로 예상된다. 연결실적 편입 시점은 2019년 1분기 말 경으로 예상되며, 편입시 현재 51%에 달하고 있는 HMG향 비중은 약 43% 수준으로 하락할 것으로 추정된다. FP&C 사업부에는 친환경차 에서 중요도가 높아지는 열관리 시스템에 필요한 cooling 기능의 부품들이 대거 포함되어 있으며, 특히 차량용 냉각기능이 수냉식으로 전환되는 과정에서 동사의 전동식 냉각펌프 부품은 한온시스템의 시스템 완성도가 높아지고 매출 증가의 핵심부품으로 작용할 전망이다.

타 OEM 매출액 강화로 단기 실적도 강세 보일 것

한편 동사는 지난 2Q18부터 VW 및 FCA향 매출이 급등세를 보이는 것으로 나타났는데, 3Q18에도 이러한 현상이 이어질 것으로 예상된다. 뿐만 아니라 동사 매출비중 4위 업체인 미국의 EV업체 역시 3Q18에 사상최대 생산실적(8.3만대)를 기록하는 등 동사의 기존매출은 크게 강화되고, xEV 비중 역시 8%를 의미있게 상회할 것으로 예상된다. 3Q18 영업이익은 1,151억원(YoY +14.3%)를 기록하며 타 부품업체 대비 크게 이익이 두드러질 것으로 예상된다.

RDE(Real Driving Emission) 도입으로 규제속 최대 수혜

한편 유럽에서는 WLTP의 부족분을 채우기 위해 RDE, 즉 보다 강도높은 실연비 테스츠를 2017년부터 도입, 2021년부터는 industry standard로 자리잡을 예정이다. 이 과정에서 유럽에서는 열관리 시스템이 peer대비 압도적으로 높은 M/S를 갖고 있는 한온시스템의 구조적 수혜를 기대해 볼 수 있는데, 최근 VW향 매출액 증가 및 신규수주 가속화가 이러한 관점에서 해석될 수 있다.

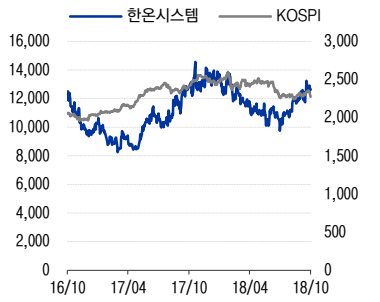
투자의견 BUY유지, 목표주가 18,000원으로 상향조정

동사에 대해 기존 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가는 기존 15,000원에서 18,000원으로 상향조정 한다. 목표주가 산정은 2019년 EPS 755원에 Target P/E 24배를 적용했으며, 빠른 외형성장 속도와 강력한 주주환원정책을 반영해 동사의 지난 3년간 평균 P/E인 20배를 20% 할증하여 적용했다.

Stock Data

KOSPI (10/05)		2,267.52 pt
시가총액		68,326 억원
발행주식수		533,800 천주
52 주 최고가 / 최저가		14,550 / 9,760 원
90 일 일평균거래대금		112.41 억원
외국인 지분율		19.2%
배당수익률(18.12E)		2.6%
BPS(18.12E)		4,128 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	4.3%
	6 개월	17.3%
	12 개월	6.9%
주주구성	한앤코오토홀딩스유한회	70.0%
	국민연금공단	5.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	5,704	423	416	304	547	26.7	609	18.8	9.4	3.0	16.4
2017	5,586	468	422	298	541	-1.2	670	25.7	11.3	3.7	15.2
2018E	6,010	462	451	329	596	10.3	704	21.5	10.2	3.1	15.2
2019E	7,407	597	570	414	755	26.6	919	17.0	8.5	2.8	17.4
2020E	8,132	705	702	509	925	22.5	1,061	13.8	7.2	2.5	19.0

자료: 한온시스템, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표25 한온시스템 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	**1,449**	**1,373**	**1,338**	**1,426**	**5,586**	**1,387**	**1,518**	**1,448**	**1,656**	**6,010**	**7,407**
아시아	1,013	958	972	979	3,922	917	1,048	1,046	1,160	4,291	4,664
미주	279	288	263	252	1,081	264	277	284	273	1,097	1,274
유럽	671	629	616	689	2,605	716	756	684	727	2,883	3,561
연결조정	513	502	514	495	2,023	510	563	565	505	2,142	2,047
매출원가	1,210	1,157	1,122	1,151	4,640	1,176	1,297	1,210	1,366	5,049	6,219
매출원가율(%)	83.5	84.2	83.9	80.7	83.1	84.8	85.4	83.6	82.5	84.0	84
판관비	112	114	116	136	478	116	120	123	139	498	590
판관비율(%)	7.7	8.3	8.7	9.5	8.6	8.4	7.9	8.5	8.4	8.3	8.0
영업이익	**127**	**102.7**	**100.7**	**138.0**	**469**	**95.2**	**100.8**	**115.1**	**151.1**	**462**	**597**
영업이익률(%)	8.8	7.5	7.5	9.7	8.4	6.9	6.6	7.9	9.1	7.7	8.1
EBITDA	176	152	152	190	790	152	156	180	217	818	964
기타손익	-23.9	-4.3	0.5	-19.3	-47.1	-5.2	-3.4	-1.2	-1.2	-11	-27
세전이익	103.2	98.4	101.2	118.7	421.5	90.1	97.4	113.9	149.9	451	570
Tax Rate(%)	27%	30%	25%	35%	29%	27%	25%	28%	28%	27%	28%
당기순이익	74.2	69.3	76.2	78.7	298.4	65.6	72.8	82.5	107.9	329	411
지배순이익	71	67	73	77	288.6	63	70	80	105	318	400
지배순이익률(%)	4.9	4.9	5.5	5.4	5.2	4.6	4.6	5.5	6.3	5.3	5.4
EPS(원)	134	126	137	144	541	119	132	150	196	596	750
YoY(%)											
매출액	1.5	-7.8	4.2	-5.1	-2.1	-4.3	10.6	8.3	16.1	7.6	23.2
영업이익	21.3	8.1	-6.0	19.0	10.8	-25.1	-1.9	14.3	9.5	-1.4	29.2
지배순이익	4.2	11.8	6.3	-18.9	-1.2	-11.3	4.7	9.3	36.4	10.3	25.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표26 한온시스템 3Q18 시장 컨센서스 비교

(십억원)	3Q18	3Q17	YoY(%)	2Q18	QoQ	컨센서스	Diff(%)
매출액	1,448	1,373	5.5	1,387	4	1,453	-0.3
영업이익	115.1	103	12.1	95	21	116	-1.0
영업이익률(%)	7.9	7.5		6.9		8.0	
순이익(지배)	80.1	67.2	19.2	63.3	26	80.2	-0.2

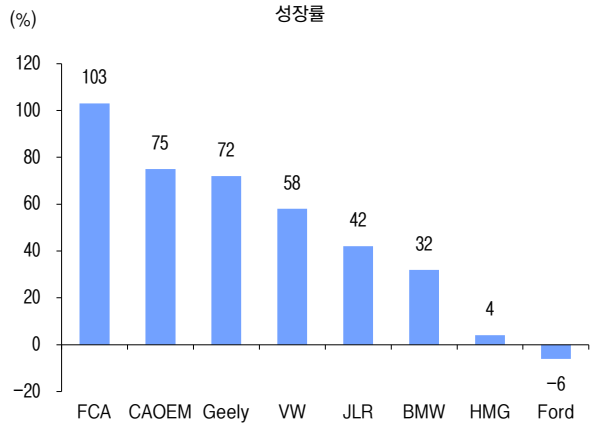
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표27 실적 추정치 변경 전후 비교

(십억원, 원)	New		Old		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	6,010	7,407	5,964	6,523	0.8	13.5
영업이익	462	597	462	531	0.0	12.4
영업이익률(%)	7.7	8.1	7.7	8.1		
(지배)순이익	318	400	316	364	0.8	10.0

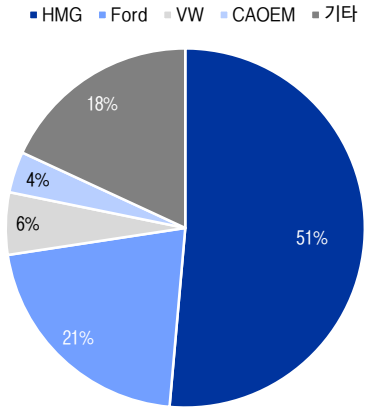
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림84 2Q18 고객사향 Volume 증가분(%)



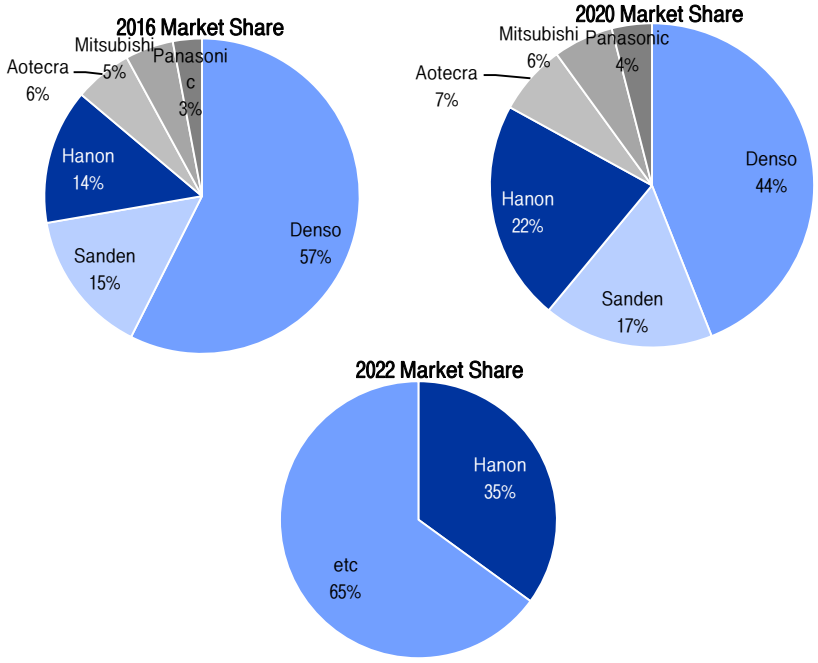
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림85 2Q18 고객사별 매출액 비중



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 전세계 E-Compressor 시장의 M/S 변동



자료: 한온시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

표28 전동식 컴프레서 시장 추이 및 전망: 2022년 단가 하락가정 불구 연간 20조원 시장으로 확산

E- Compressor		2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
ASP (천원)		500	500	400	380	350	280	250	230	200	200
Mkt (십억원)	HEV	779	811	588	662	711	588	544	515	461	475
	BEV	54	80	111	170	260	314	444	604	724	920
	PHEV	44	53	66	98	137	176	221	281	308	363
한온시스템	생산(만대)				33	45	65	100	160	240	320
	매출(십억원)				125.4	157.5	182	250	368	480	640
	M/S(%)				13.5	14.2	16.9	20.7	26.3	32.1	36.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표29 일반 공조시장과 열관리 시장:

구분	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
일반 공조시장 계(조원)	39.7	41.2	42.8	44.4	46.1	47.8	49.7	51.5
YoY Growth(%)		3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
ASP/Component Total (천원)	463.9	467.5	471.1	475.7	481.7	489.7	499.4	509.7
HVAC, 컨덴서, 라디에이터, Fluid Transport, Compressor								
열관리 시스템 시장 계(조원)	6.5	7.5	8.7	10.1	11.8	13.5	15.4	17.7
YoY Growth(%)		16.0	16.0	16.0	16.0	15.0	14.0	14.5
ASP/Component Total (천원)	3,398	3,080	2,764	2,636	2,434	2,223	2,067	2,009
CAC, WCAC, EGR, Pumps, Valves, Fuel Cell Heater, Battery Thermal, Heat Pump System, Fuel Cell Heater, Supplemental Heat								
Total 공조시장								
일반 공조시장 계(조원)	46.2	48.7	51.5	54.5	57.9	61.4	65.1	69.2
YoY Growth(%)		5.5	5.7	5.9	6.1	6.1	6.0	6.3

자료: IHS,이베스트투자증권 리서치센터

한온시스템 (018880)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,151	2,241	2,504	2,837	2,736
현금 및 현금성자산	425	567	563	511	255
매출채권 및 기타채권	964	936	1,163	1,442	1,544
재고자산	430	469	474	568	608
기타유동자산	332	269	304	316	329
비유동자산	1,709	1,878	2,226	2,712	2,782
관계기업투자등	95	97	99	103	107
유형자산	1,178	1,262	1,557	2,045	2,116
무형자산	350	438	496	488	480
자산총계	**3,860**	**4,120**	**4,729**	**5,549**	**5,518**
유동부채	1,463	1,299	1,674	2,115	2,040
매입채무 및 기타재무	865	907	1,122	1,092	1,170
단기금융부채	317	138	374	838	678
기타유동부채	281	255	178	185	193
비유동부채	511	789	772	913	646
장기금융부채	360	622	592	726	453
기타비유동부채	152	166	180	187	194
부채총계	**1,975**	**2,088**	**2,446**	**3,028**	**2,686**
지배주주지분	1,828	1,979	2,203	2,441	2,752
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	-23	-22	-21	-21	-21
이익잉여금	1,937	2,074	2,311	2,548	2,859
비지배주주지분(연결)	57	53	80	80	80
자본총계	**1,885**	**2,031**	**2,283**	**2,521**	**2,832**

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**5,704**	**5,586**	**6,010**	**7,407**	**8,132**
매출원가	4,805	4,639	5,049	6,219	6,785
매출총이익	**899**	**946**	**961**	**1,187**	**1,347**
판매비 및 관리비	476	478	499	590	642
영업이익	**423**	**468**	**462**	**597**	**705**
(EBITDA)	609	670	704	919	1,061
금융손익	-18	-38	-3	-30	-9
이자비용	21	20	23	38	31
관계기업등 투자손익	9	9	8	11	14
기타영업외손익	3	-18	-15	-8	-8
세전계속사업이익	**416**	**422**	**451**	**570**	**702**
계속사업법인세비용	112	123	122	157	193
계속사업이익	304	298	329	414	509
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**304**	**298**	**329**	**414**	**509**
지배주주	292	289	318	403	494
총포괄이익	**280**	**298**	**329**	**414**	**509**
매출총이익률 (%)	15.8	16.9	16.0	16.0	16.6
영업이익률 (%)	7.4	8.4	7.7	8.1	8.7
EBITDA 마진률 (%)	10.7	12.0	11.7	12.4	13.0
당기순이익률 (%)	5.3	5.3	5.5	5.6	6.3
ROA (%)	8.0	7.2	7.2	7.8	8.9
ROE (%)	16.4	15.2	15.2	17.4	19.0
ROIC (%)	16.8	16.2	14.6	14.5	14.7

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**389**	**567**	**578**	**325**	**789**
당기순이익(손실)	304	298	329	414	509
비현금수익비용가감	403	416	177	317	349
유형자산감가상각비	176	181	217	302	336
무형자산상각비	10	21	25	20	20
기타현금수익비용	-16	214	-64	-4	-7
영업활동 자산부채변동	-205	-31	72	-406	-68
매출채권 감소(증가)	59	-24	-159	-279	-102
재고자산 감소(증가)	-69	-56	-4	-94	-40
매입채무 증가(감소)	-5	77	122	-30	77
기타자산, 부채변동	-189	-28	114	-3	-3
투자활동 현금	**-452**	**-347**	**-450**	**-799**	**-413**
유형자산처분(취득)	-231	-293	-379	-789	-407
무형자산 감소(증가)	-85	-105	-76	-12	-12
투자자산 감소(증가)	-10	4	-4	5	8
기타투자활동	-126	47	9	-3	-3
재무활동 현금	**48**	**-56**	**-132**	**422**	**-631**
차입금의 증가(감소)	248	115	30	598	-434
자본의 증가(감소)	-203	-171	-162	-176	-198
배당금의 지급	203	171	163	176	198
기타재무활동	4	0	0	0	0
현금의 증가	**-22**	**142**	**-4**	**-53**	**-256**
기초현금	447	425	567	563	511
기말현금	425	567	563	511	255

주: K-IFRS 연결 기준 자료: 한온시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	18.8	25.7	21.5	17.0	13.8
P/B	3.0	3.7	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	9.4	11.3	10.2	8.5	7.2
P/CF	7.8	10.4	13.5	9.3	8.0
배당수익률 (%)	2.2	2.2	2.6	2.9	3.3
성장성 (%)					
매출액	2.6	-2.1	7.6	23.2	9.8
영업이익	17.5	10.9	-1.3	29.2	18.1
세전이익	20.2	1.4	7.0	26.4	23.1
당기순이익	24.8	-1.8	10.2	25.7	23.1
EPS	26.7	-1.2	10.3	26.6	22.5
안정성(%)					
부채비율	104.8	102.8	107.1	120.1	94.8
유동비율	147.0	172.5	149.6	134.1	134.1
순차입금/자기자본	12.3	6.5	15.6	39.9	29.1
영업이익/금융비용	20.3	23.7	20.4	15.9	22.6
총차입금 (십억원)	677	760	966	1,564	1,130
순차입금 (십억원)	231	132	356	1,005	824
주당지표 (원)					
EPS	547	541	596	755	925
BPS	3,424	3,707	4,128	4,572	5,156
CFPS	1,324	1,338	948	1,369	1,606
DPS	225	305	330	370	420

삼기오토모티브 (122350)

2018. 10. 08 | 자동차/타이어

Analyst 유지웅
02. 3779-8886
jwyoo@ebestsec.co.kr

LG그룹향 전기차 매출액 발생하는 2019년을 보자

LG그룹향 매출액 발생으로 2019년부터 외형성장 모멘텀 시작

동사는 밸브바디 및 변속기 계열 하우징을 공급하는 알루미늄 다이캐스팅 업체로, 자동차 산업의 친환경차 위주 재편이 진행됨에 따라 사용도가 높아지는 알루미늄 기반의 수혜가 예상된다. 동사는 지난해 LG그룹으로부터 전기차 부품 및 배터리 관련 대규모 수주했다. LG전자 향으로는 traction motor, heater module, OBC 모듈 등 파워트레인 계열 핵심부품 하우징 공급이 이뤄질 예정이고, LG화학 으로는 리튬이온전지 모듈에 쓰이는 end plate 등을 공급할 예정이다. LG그룹사향 매출액은 2019년 매출발생을 시작으로 2021년경에는 연간 600~700억원에 달할 것으로 예상되어 동사의 강한 성장동력으로 자리잡을 예정이다.

현대차그룹향 비중의 감소로 수요처 다변화 본격화

한편 동사의 현재 매출구성은 LG계열사를 제외하고도 VW향 매출이 빠르게 증가하며 HMG향 비중이 현저하게 감소하고 있는 것으로 나타난다. 2015년부터 공급이 시작된 동사의 VW향 매출액은 2016년 약 4%의 매출액 비중을 기록한 이후 올해 상반기에는 무려 19% 수준으로 증가했다. 여기에 셩루이 및 중국 파워텍을 통한 타 로컬업체향 등을 감안하면 HMG 비중은 2018년부터 본격적인 감소세에 접어든 것으로 판단된다.

단기실적은 4Q18부터 개선세 나타날 것

분기실적 기준으로 3Q18부터 VW매출액은 최소 150억원 규모로 증가하게 되며 동사의 매출구성은 상당히 견고해 질 것으로 예상된다. 다만 3Q18은 9월의 영업일수 감소 등 기존 물량에 대한 감소요인이 존재해 실질적인 모멘텀은 4Q18부터 발생할 것으로 기대된다. LG그룹향 물량은 2Q19 ~ 3Q19부터 본격화 될 것으로 추정된다.

단순 섹터 센티멘트 저하에 따른 밸류에이션 저평가 구간으로 진입

동사 주가는 외형성장 모멘텀에도 불구하고 기존 변속기 및 엔진 하우징 사업에서의 물량감소 등으로 지속적으로 하강압박을 받아와 현재 P/B 0.8배의 한계 밸류에이션에 도달한 상태다. 반면 3Q18 실적을 저점으로 실적 정상화와 LG그룹향 모멘텀이 기대되고 있어 저가 매수 전략이 유효할 것으로 판단된다.

NR

목표주가	NR
현재주가	2,910 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSDAQ (10/05)		773.7 pt
시가총액		897 억원
발행주식수		30,827 천주
52 주 최고가 / 최저가		3,800 / 2,910 원
90 일 일평균거래대금		2.07 억원
외국인 지분율		3.3%
배당수익률(18.12E)		5.2%
BPS(18.12E)		4,936 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	1.5%
	6 개월	1.1%
	12 개월	-13.8%
주주구성	김치환외 4 인	38.8%
	이동원	1.4%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2013	204	17	14	13	389	-19	35	9.2	5.8	1.5	17.2
2014	244	20	16	14	462	19	40	8.8	6.3	1.4	17.4
2015	276	24	22	16	522	13	47	5.6	5.1	0.9	16.8
2016	314	28	25	19	607	16	55	4.8	4.4	0.8	17.1
2017	342	32	29	21	694	14	61	4.2	4.1	0.7	17.1

자료: 삼기오토모티브, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표30 삼기오토모티브 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액 계	**187**	**204**	**244**	**276**	**304**	**293**	**279**	**307**	**341**
HMG 및 기타						260	221	215	216
VW						33	55	67	81
LG							3	25	44
매출원가	158	176	208	231	259	252	244	270	299
매출원가율(%)	84	86	85	84	85	86	88	88	88
판관비	12	11.7	16.5	27.5	24.1	24.5	26.0	28.5	31.2
판관비율(%)	6.2	5.7	6.8	10.0	7.9	8.4	9.3	9.3	9.2
영업이익	**18**	**17.0**	**19.6**	**23.7**	**21.4**	**13.3**	**9.6**	**13.6**	**15.8**
영업이익률(%)	10	8.3	8.0	8.6	7.0	4.5	3.5	4.4	4.6
당기순이익	10.8	11.9	14.2	16.1	12.5	10.9	5.5	8.4	10.1

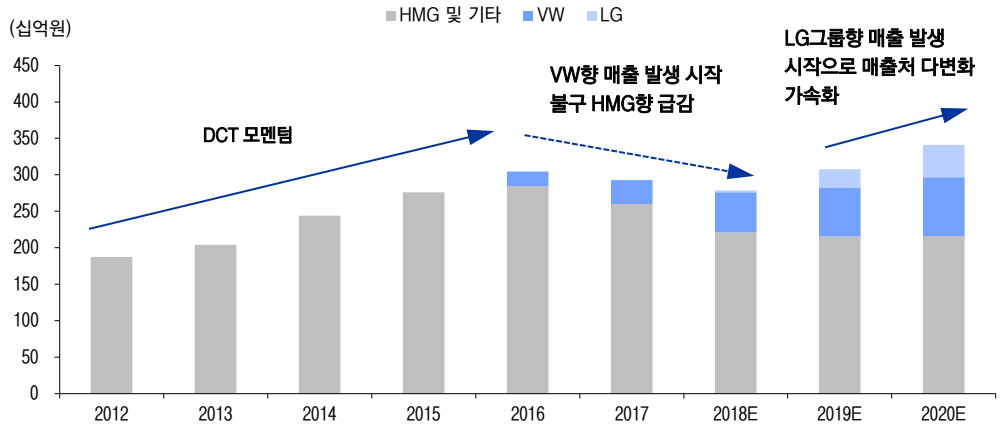
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표31 삼기오토모티브 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
매출액 계	**82**	**74**	**69**	**67**	**64**	**72**	**69**	**74**
HMG 및 기타	76	67	60	56	52	59	53	57
VW	6	7	9	11	12	13	15	16
LG					0.5	0.5	0.7	1.0
매출원가	69	64	60	59	56	64	60	64
매출원가율(%)	84.4	85.7	86.9	87.6	87.6	87.9	88.3	86.9
판관비	6.8	6.2	6.4	8.1	6.9	5.3	5.7	6.8
판관비율(%)	8.3	8.4	9.3	12.0	10.8	7.3	8.3	9.2
영업이익	**6.0**	**4.4**	**2.6**	**0.2**	**1.0**	**3.5**	**2.3**	**2.9**
영업이익률(%)	7.3	6.0	3.8	0.4	1.5	4.8	3.4	3.9
당기순이익	4.0	3.9	4.4	-1.4	1.5	1.7	0.8	1.5

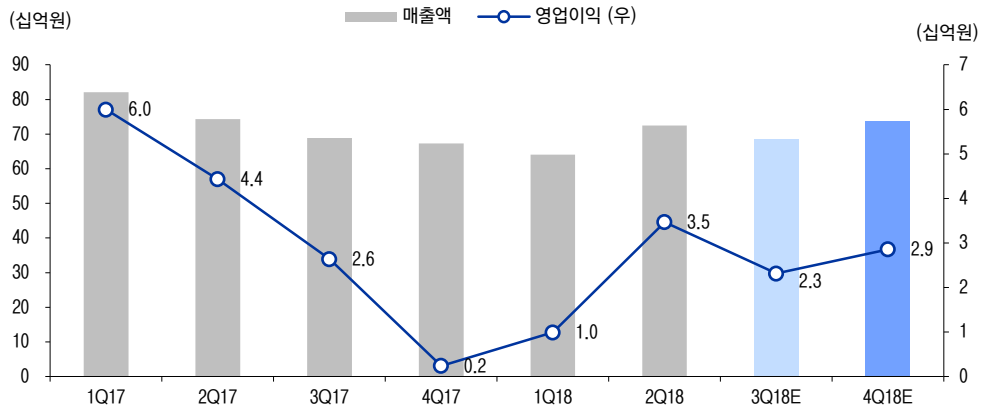
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림87 수요처별 삼기오토모티브 매출액 추이 및 전망



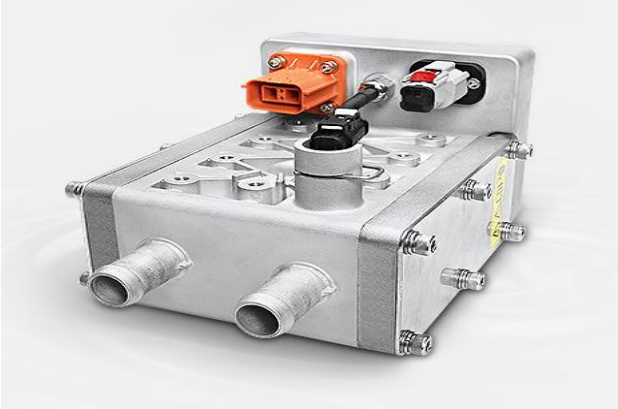
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림88 삼기오토모티브 분기실적 추이 및 전망



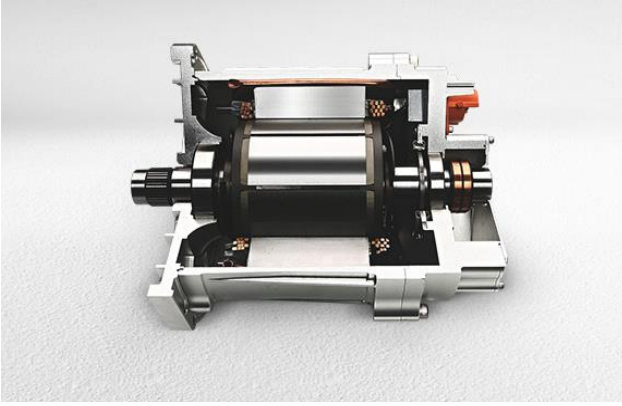
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림89 LG 향 전기차 부품: PTC Heater 하우징



자료: LG전자, 이베스트투자증권 리서치센터

그림90 LG 향 전기차 부품: Traction Motor Housing

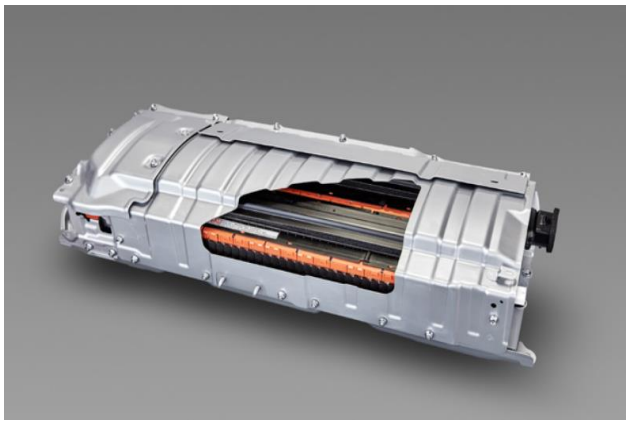


자료: LG전자, 이베스트투자증권 리서치센터

그림91 LG 향 전기차 부품: On Board Charger

자료: LG전자, 이베스트투자증권 리서치센터

그림92 LG 향 전기차 부품: 배터리용 End Plate



자료: 언론, 이베스트투자증권 리서치센터

삼기오토모티브 (122350)

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	47	57	62	72	78
현금 및 현금성자산	0	6	1	15	16
매출채권 및 기타채권	27	27	39	35	38
재고자산	15	17	18	17	19
기타유동자산	4	6	4	5	5
비유동자산	159	190	223	247	266
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	156	187	217	236	252
무형자산	1	1	5	9	13
자산총계	**206**	**247**	**286**	**319**	**344**
유동부채	91	102	96	102	103
매입채무 및 기타재무	27	18	25	26	28
단기금융부채	61	80	66	71	69
기타유동부채	4	4	5	5	6
비유동부채	38	57	87	100	107
장기금융부채	36	52	85	98	105
기타비유동부채	2	5	2	2	2
부채총계	**129**	**159**	**183**	**203**	**210**
지배주주지분	75	89	103	116	134
자본금	2	3	3	3	3
자본잉여금	45	43	43	43	43
이익잉여금	34	46	60	73	91
비지배주주지분(연결)	2	0	0	0	0
자본총계	**77**	**89**	**103**	**116**	**134**

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	**204**	**244**	**276**	**314**	**342**
매출원가	176	208	231	262	284
매출총이익	**29**	**36**	**45**	**52**	**58**
판매비 및 관리비	12	16	21	24	26
영업이익	**17**	**20**	**24**	**28**	**32**
(EBITDA)	35	40	47	55	61
금융손익	-3	-4	-5	-4	-4
이자비용	3	4	4	4	4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	1	3	1	1
세전계속사업이익	**14**	**16**	**22**	**25**	**29**
계속사업법인세비용	2	2	6	7	8
계속사업이익	13	14	16	19	21
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**13**	**14**	**16**	**19**	**21**
지배주주	12	14	16	19	21
총포괄이익	**13**	**14**	**16**	**19**	**21**
매출총이익률 (%)	14.0	14.8	16.3	16.4	16.9
영업이익률 (%)	8.3	8.0	8.6	8.9	9.4
EBITDA 마진률 (%)	17.4	16.2	16.9	17.5	17.9
당기순이익률 (%)	6.2	5.8	5.8	6.0	6.3
ROA (%)	6.4	6.3	6.0	6.2	6.5
ROE (%)	17.2	17.4	16.8	17.1	17.1
ROIC (%)	9.5	8.8	7.5	7.9	8.4

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름	**22**	**32**	**30**	**51**	**48**
당기순이익(손실)	13	14	16	19	21
비현금수익비용가감	25	28	37	27	29
유형자산감가상각비	18	20	23	27	29
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	0	1	0	0
영업활동 자산부채변동	-11	-4	-14	5	-2
매출채권 감소(증가)	-9	-1	-12	4	-3
재고자산 감소(증가)	-4	-2	-1	1	-2
매입채무 증가(감소)	4	-6	5	0	2
기타자산, 부채변동	-2	5	-6	0	0
투자활동 현금	**-40**	**-60**	**-51**	**-51**	**-48**
유형자산처분(취득)	-42	-50	-44	-47	-44
무형자산 감소(증가)	0	0	-2	-4	-4
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타투자활동	2	-10	-5	0	0
재무활동 현금	**19**	**34**	**15**	**14**	**1**
차입금의 증가(감소)	18	35	17	19	4
자본의 증가(감소)	-1	-1	-2	-5	-4
배당금의 지급	1	1	2	5	4
기타재무활동	1	0	0	0	0
현금의 증가	**0**	**6**	**-6**	**15**	**0**
기초현금	0	0	6	1	15
기말현금	0	6	1	15	16

주: K-IFRS 연결 기준 자료: 삼기오토모티브, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2013	2014	2015	2016	2017
투자지표 (x)					
P/E	9.2	8.8	5.6	4.8	4.2
P/B	1.5	1.4	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.8	6.3	5.1	4.4	4.1
P/CF	2.9	3.0	1.7	2.0	1.8
배당수익률 (%)	2.0	1.7	3.1	3.4	4.1
성장성 (%)					
매출액	8.9	19.5	13.2	13.7	8.8
영업이익	-5.9	15.5	20.8	17.8	14.8
세전이익	4.3	14.7	32.8	16.2	14.3
당기순이익	16.1	13.0	13.1	16.2	14.3
EPS	-19.1	19.0	13.0	16.2	14.3
안정성(%)					
부채비율	168.9	179.0	178.1	174.6	156.8
유동비율	51.0	55.6	64.7	70.5	75.7
순차입금/자기자본	125.3	141.4	145.7	132.8	118.2
영업이익/금융비용	5.0	5.2	6.3	7.4	8.1
총차입금 (십억원)	96	132	150	170	174
순차입금 (십억원)	96	125	150	154	158
주당지표 (원)					
EPS	389	462	522	607	694
BPS	2,438	2,873	3,332	3,768	4,342
CFPS	1,239	1,372	1,707	1,490	1,637
DPS	70	70	90	100	120

삼성SDI (006400)

2018. 10. 08 반도체/디스플레이

대형전지라네

Analyst 어규진
02. 3779-8425
kjsyndrome@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 320,000 원
현재주가 237,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

3분기 역대 최대 분기 실적 전망

삼성SDI의 3분기 실적은 매출액 2.54조원(+48.9%, YoY), 영업이익 2,033억원(+33.0%, QoQ / +238%, YoY / OPM +8.0%)으로 시장기대치를 충족하는 호실적을 기록할 전망이다. 갤럭시노트9 출시에 따른 동사의 고부가가치 소형전지인 폴리머 전지 출하량이 크게 증가하는 가운데 원통형 전지 판매 호조도 지속되며 3분기 소형전지 영업이익이 전분기비 39.9% 증가한 1,302억원을 기록할 전망이다. 또한 중화향 편광필름 판매 호조로 전자소재 사업부의 수익성도 추가 개선될 전망이다.

연간 역대 최대 실적 전망

삼성SDI의 2018년 실적은 매출액 9.3조원(+47.8%), 영업이익 6,145억원(+426%/ OPM +6.6%)으로 역대 최대 실적을 달성할 전망이다. 반도체 소재를 중심으로 한 전자재료 부분의 고 수익성이 지속되는 가운데 원형과 폴리머 중심의 소형전지의 수익성 호조와 ESS 및 전기차용 베터리 판매의 동반 상승이 기대되기 때문이다. 상반기 부진한 삼성디스플레이 실적도 하반기 신규 아이폰 정상 출시에 따른 영업이익 개선 영향으로 순이익도 전년비 추가적으로 개선될 전망이다.

배터리 성장이야 당연한 사실

동사는 전기차 시장 성장에 대비하여 현재 15GWh 수준의 중대형전지 캐파를 2020년까지 35~40GWh 수준까지 확대할 계획이다. 물론 이를 위해 연간 2조원 수준의 투자금(차입금 약 4천억원)이 발생하고 그에 따른 감가상각비 증가는 불가피 하다. 하지만 이런 상황 속에서도 대형 전지 매출액은 매년 30% 안팎의 성장이 지속되며 수익성 개선세가 전기차용 전지에서도 가시화 될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 320,000원 유지

동사는 전자재료의 고 수익성이 유지되는 가운데, 원통형 및 폴리머 중심의 소형전지 수익성 개선과 ESS 중심의 중대형 전지 판매 증가에 따른 적자폭이 축소되며 본업에서 의미 있는 성과가 나타나고 있다. 삼성디스플레이의 부진도 상반기를 바닥으로 빠르게 개선될 것으로 판단된다. 이에 동사에 대해 매수 추천한다.

Stock Data

KOSPI (10/05)		2,267.52 pt
시가총액		162,972 억원
발행주식수		68,765 천주
52 주 최고가 / 최저가		261,000 / 170,000
90 일 일평균거래대금		799.23 억원
외국인 지분율		38.9%
배당수익률(18.12E)		0.4%
BPS(18.12E)		172,415 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-1.2%
	6 개월	31.1%
	12 개월	24.7%
주주구성	삼성전자(주)외 6 인	20.7%
	국민연금공단	12.2%
	삼성 SDI 자사주	4.8%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	5,201	-926	-821	211	3,191	307.5	-471	34.2	-14.1	0.7	2.0
2017	6,322	117	824	643	9,533	198.8	577	21.5	25.2	1.3	6.0
2018E	9,344	615	1,070	836	11,649	22.2	1,198	20.3	14.4	1.4	6.9
2019E	11,355	795	1,302	1,016	14,748	26.6	1,578	16.1	11.5	1.3	8.1
2020E	12,901	953	1,475	1,151	16,709	13.3	1,880	14.2	9.9	1.2	8.4

자료: 삼성SDI, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

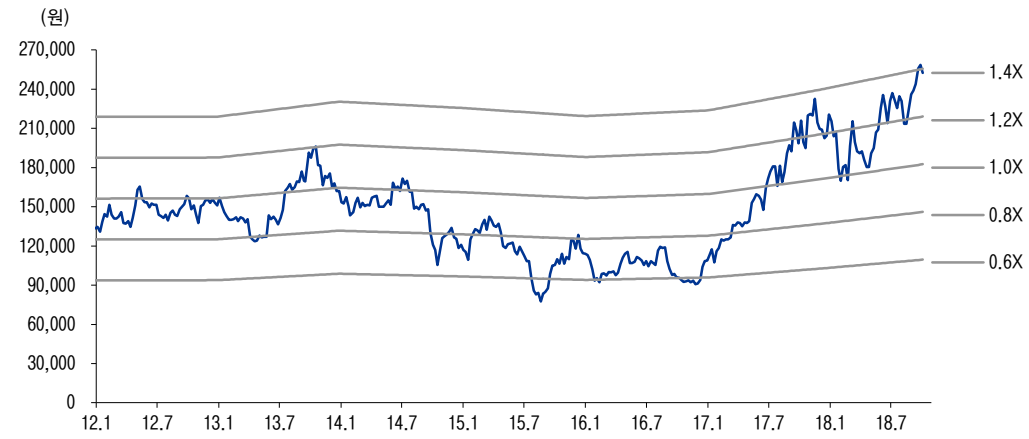
실적 추이 및 전망

표32 삼성 SDI 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	**6,317.5**	**9,343.7**	**11,355.4**	**1,908.9**	**2,248.0**	**2,543.7**	**2,643.1**	**2,514.8**	**2,836.4**	**2,979.6**	**3,024.6**
(QoQ, YoY)	21.5%	47.9%	21.5%	3.0%	17.8%	13.2%	3.9%	-4.9%	12.8%	5.0%	1.5%
에너지솔루션	4,299.3	7,242.1	9,074.8	1,419.0	1,727.3	1,993.7	2,102.1	2,000.0	2,279.7	2,373.0	2,422.1
소형전지	2,877.4	4,130.6	4,780.8	901.4	939.7	1,162.2	1,127.2	1,105.8	1,190.7	1,257.6	1,226.7
대형전지	1,421.9	3,111.5	4,294.0	517.6	787.6	831.5	974.9	894.2	1,089.0	1,115.4	1,195.4
전자재료	2,018.2	2,099.7	2,280.6	489.9	518.8	550.0	541.1	514.7	556.8	606.6	602.5
매출원가	5,152	7,298	8,827	1,532.6	1,763.8	1,958.6	2,043.1	1,986.7	2,184.1	2,279.4	2,377.3
매출원가율	81.6%	78.1%	77.7%	80.3%	78.5%	77.0%	77.3%	79.0%	77.0%	76.5%	78.6%
매출총이익	1,165	2,045	2,528	376.2	484.2	585.0	600.0	528.1	652.4	700.2	647.3
판관비	1,052	1,431	1,733	304	331	382	414	364	463	467	439
영업이익	**116.9**	**614.5**	**795.2**	**72.0**	**152.8**	**203.3**	**186.5**	**164.1**	**189.0**	**233.7**	**208.4**
(QoQ, YoY)	-112.6%	425.7%	29.4%	-39.3%	112.3%	33.0%	-8.3%	-12.0%	15.2%	23.6%	-10.8%
(OPM)	1.9%	6.6%	7.0%	3.8%	6.8%	8.0%	7.1%	6.5%	6.7%	7.8%	6.9%
에너지솔루션	-112.2	355.2	492.8	24.4	93.4	123.1	114.3	99.4	112.7	150.4	130.3
소형전지	142.3	427.2	484.6	90.1	93.0	130.2	113.8	110.6	117.9	138.3	117.8
대형전지	-254.5	-72.0	8.3	-65.8	0.4	-7.0	0.5	-11.2	-5.2	12.1	12.5
전자재료	229.1	259.3	302.4	47.6	59.4	80.2	72.1	64.7	76.3	83.3	78.1
당기순이익	657	803	1,016	125.3	106.7	270.3	300.5	218.6	220.7	273.2	303.4
순이익률	10.4%	8.6%	8.9%	6.6%	4.7%	10.6%	11.4%	8.7%	7.8%	9.2%	10.0%
EPS(원)	9,533	11,649	14,748								
PER	21.4	20.3	16.1								
BPS(원)	159,945	172,415	185,848								
PBR	1.3	1.4	1.3								

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림93 삼성 SDI PBR 밴드 챠트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표33 컨센서스 괴리

(십억원)	3Q18E			4Q18E			2018E			2019E		
	컨센서스	이베스트	차이	컨센서스	이베스트	차이	컨센서스	이베스트	차이	컨센서스	이베스트	차이
매출액	2,558.9	2,543.7	-0.6%	2,618.5	2,643.1	0.9%	9,334.2	9,343.7	0.1%	11,047.0	11,355.4	2.8%
영업이익	209.1	203.3	-2.8%	204.9	186.5	-9.0%	638.9	614.5	-3.8%	889.7	795.2	-10.6%
순이익	221.4	270.3	22.1%	299.9	300.5	0.2%	816.7	802.7	-1.7%	1,128.8	1,015.9	-10.0%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표34 목표주가 산출

항목	산출내역	비고
BPS(원)	172,415	2018년 기준
적용 PBR(배)	1.0	최근 9년 평균 PBR
프리미엄(%)	80%	
적정가치	316,462	
목표주가	320,000	
현주가	237,000	10월 5일 종가 기준
상승여력(%)	35.0%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

삼성SDI (006400)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,958	3,605	4,562	4,576	4,508
현금 및 현금성자산	1,012	1,209	1,296	1,057	796
매출채권 및 기타채권	912	1,048	1,499	1,544	1,547
재고자산	729	967	1,314	1,504	1,675
기타유동자산	1,306	381	453	471	490
비유동자산	10,942	12,146	13,329	15,075	16,430
관계기업투자등	6,773	7,645	7,258	7,553	7,860
유형자산	2,504	2,930	4,403	5,898	6,981
무형자산	942	897	847	770	701
자산총계	**14,900**	**15,751**	**17,891**	**19,651**	**20,938**
유동부채	2,213	2,670	3,388	3,955	3,963
매입채무 및 기타재무	1,198	939	1,449	1,493	1,496
단기금융부채	384	1,191	1,346	1,846	1,826
기타유동부채	631	541	592	616	641
비유동부채	1,723	1,629	2,133	2,380	2,579
장기금융부채	586	366	831	1,031	1,181
기타비유동부채	1,138	1,264	1,302	1,349	1,398
부채총계	**3,936**	**4,299**	**5,520**	**6,335**	**6,541**
지배주주지분	10,722	11,257	12,135	13,080	14,161
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,031	5,043	5,040	5,040	5,040
이익잉여금	4,995	5,601	6,737	7,682	8,762
비지배주주지분(연결)	242	195	236	236	236
자본총계	**10,964**	**11,452**	**12,371**	**13,316**	**14,396**

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**5,201**	**6,322**	**9,344**	**11,355**	**12,901**
매출원가	4,450	5,152	7,298	8,827	10,217
매출총이익	**751**	**1,169**	**2,045**	**2,528**	**2,684**
판매비 및 관리비	1,677	1,052	1,431	1,733	1,731
영업이익	**-926**	**117**	**615**	**795**	**953**
(EBITDA)	-471	577	1,198	1,578	1,880
금융손익	-14	18	-8	-28	-32
이자비용	35	23	43	64	70
관계기업등 투자손익	379	691	414	539	558
기타영업외손익	-260	-2	50	-4	-4
세전계속사업이익	**-821**	**824**	**1,070**	**1,302**	**1,475**
계속사업법인세비용	58	181	235	287	325
계속사업이익	-879	643	836	1,016	1,151
중단사업이익	1,090	0	0	0	0
당기순이익	**211**	**643**	**836**	**1,016**	**1,151**
지배주주	219	657	803	1,016	1,151
총포괄이익	**20**	**775**	**460**	**1,016**	**1,151**
매출총이익률 (%)	14.4	18.5	21.9	22.3	20.8
영업이익률 (%)	-17.8	1.8	6.6	7.0	7.4
EBITDA 마진률 (%)	-9.1	9.1	12.8	13.9	14.6
당기순이익률 (%)	4.1	10.2	8.9	8.9	8.9
ROA (%)	1.4	4.3	4.8	5.4	5.7
ROE (%)	2.0	6.0	6.9	8.1	8.4
ROIC (%)	-16.6	2.5	9.6	9.3	9.2

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**-1,310**	**-250**	**1,387**	**1,125**	**1,407**
당기순이익(손실)	211	643	836	1,016	1,151
비현금수익비용가감	150	29	274	291	417
유형자산감가상각비	360	369	495	700	852
무형자산상각비	95	91	89	82	75
기타현금수익비용	-706	-431	-309	-492	-509
영업활동 자산부채변동	-1,413	-841	277	-182	-161
매출채권 감소(증가)	-44	-303	-474	-45	-3
재고자산 감소(증가)	-178	-116	-199	-190	-170
매입채무 증가(감소)	-94	177	203	43	3
기타자산, 부채변동	-1,097	-599	748	9	10
투자활동 현금	**1,854**	**89**	**-1,871**	**-1,994**	**-1,728**
유형자산처분(취득)	-753	-957	-1,968	-2,195	-1,935
무형자산 감소(증가)	-9	15	-5	-5	-5
투자자산 감소(증가)	0	0	248	240	248
기타투자활동	2,616	1,031	-146	-33	-35
재무활동 현금	**-819**	**353**	**572**	**630**	**60**
차입금의 증가(감소)	-541	514	645	700	130
자본의 증가(감소)	-73	-69	-74	-70	-70
배당금의 지급	73	70	70	70	70
기타재무활동	-205	-91	0	0	0
현금의 증가	**-276**	**197**	**87**	**-239**	**-261**
기초현금	1,288	1,012	1,209	1,296	1,057
기말현금	1,012	1,209	1,296	1,057	796

주: K-IFRS 연결 기준 자료: 삼성SDI, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	34.2	21.5	20.3	16.1	14.2
P/B	0.7	1.3	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	-14.1	25.2	14.4	11.5	9.9
P/CF	21.2	21.4	15.0	12.8	10.6
배당수익률 (%)	0.9	0.5	0.4	0.4	0.4
성장성 (%)					
매출액	5.0	21.5	47.8	21.5	13.6
영업이익	적지	흑전	425.7	29.4	19.8
세전이익	적지	흑전	29.9	21.7	13.3
당기순이익	721.9	204.7	29.9	21.6	13.3
EPS	307.5	198.8	22.2	26.6	13.3
안정성(%)					
부채비율	35.9	37.5	44.6	47.6	45.4
유동비율	178.9	135.0	134.7	115.7	113.8
순차입금/자기자본	-8.4	2.6	6.4	12.9	14.7
영업이익/금융비용	-26.4	5.1	14.2	12.5	13.7
총차입금 (십억원)	970	1,556	2,177	2,877	3,007
순차입금 (십억원)	-919	294	788	1,723	2,110
주당지표 (원)					
EPS	3,191	9,533	11,649	14,748	16,709
BPS	152,341	159,945	172,415	185,848	201,196
CFPS	5,131	9,544	15,764	18,569	22,279
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000

LG전자 (066570)

2018. 10. 08 반도체/디스플레이

Analyst 어규진
02. 3779-8425
kjsyndrome@ebestsec.co.kr

겨울전자! 연말전자!

3분기도 연간으로 성장한다

LG전자의 2018년 3분기 잠정실적은 매출액 15.4조원(+1.3%, YoY), 영업이익 7,455억원(+44.4%, YoY/ -3.3%, QoQ)으로 시장기대치(7,637억원)에 대체로 부합하며 연간 성장세가 지속되었다. 3분기 가전과 TV부분의 고수익성 구조는 유지되겠지만, 터키와 같은 일부 국가의 환율 급 변동에 따른 영향으로 이들의 연간 영업이익 성장세는 제한적인 가운데 중저가 스마트폰의 판매 확대와 마케팅 비용 감소로 MC부분의 적자폭 축소된 것으로 판단된다. 또한 3분기 성수기 진입에 따른 연결 자회사 LG이노텍의 수익성 개선도 동사의 이익에 기여할 전망이다.

연간 실적 성장세 유효

LG전자의 2018년 연간 실적은 매출액 61.5조원(+0.2%), 영업이익 3.1조원(+26.8%)으로 수익성 중심의 성장세를 유지할 전망이다. 최근 플레그쉽 스마트폰 시장 둔화에 따른 동사의 MC부분의 드라마틱한 실적 반등을 기대하긴 어렵고, ZKW의 매출인식도 2019년으로 보수적으로 가정하였지만, TV 및 가전사업부의 프리미엄 제품 판매 비중 확대를 통한 믹스 개선으로 고수익성이 유지될 것으로 판단되기 때문이다.

VC와 ZKW

LG전자는 가전과 TV의 프리미엄 전략과 그에 따른 안정적인 고수익이 지속되는 상황에서 MC부분의 적자폭 축소도 진행 중이다. 여기에 VC본업의 수주잔고는 현재 34조원 수준으로 조만간 분기 1조원의 매출 달성이 기대된다. 또한 연간 매출 1.8조원 수준에 영업이익율 8% 안팎을 기록한 ZKW의 매출인식도 연내 진행될 전망이다. 이에 VC사업부의 외형성장과 수익성 개선은 이제 본격화될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 95,000원 유지

최근 동사의 주가는 OLED TV용 패널가격 상승 우려감과 VC사업부를 둘러싼 여러 지배구조 루머 등으로 최근 6개월 간 약 40% 수준 하락했다. 반면 본업인 가전과 TV부분의 실적 호조가 이어지는 상황에서 ZKW 인수를 통해 2019년 VC부분은 의미 있는 실적 반등이 진행될 전망이다. 또한 현주가 PER은 7.6배(2018년 기준)로 부담스럽지 않은 수준이다. 이에 동사에 대해 투자의견 매수를 유지한다.

Buy (maintain)

목표주가	95,000 원
현재주가	70,500 원

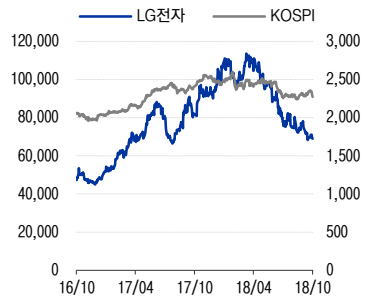
컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI (10/05)		2,267.52 pt
시가총액		115,372 억원
발행주식수		163,648 천주
52 주 최고가 / 최저가		113,500 / 68,200 원
90 일 일평균거래대금		749.35 억원
외국인 지분율		30.8%
배당수익률(18.12E)		0.6%
BPS(18.12E)		84,001 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-6.4%
	6 개월	-25.9%
	12 개월	-9.1%
주주구성	(주)엘지외 2 인	33.7%
	국민연금공단	8.7%
	BlackRock Fund 외 12 인	5.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	55,367	1,338	722	126	470	-38.2	3,081	109.8	4.7	0.8	0.7
2017	61,396	2,469	2,558	1,870	10,498	2,134.7	4,236	10.1	5.7	1.4	13.7
2018E	61,533	3,130	2,219	1,565	9,233	-12.1	5,167	7.6	3.6	0.8	10.7
2019E	66,221	3,131	2,381	1,762	9,783	6.0	5,406	7.2	3.4	0.8	10.0
2020E	70,989	3,136	2,465	1,824	10,098	3.2	5,535	7.0	3.3	0.7	9.4

자료: LG전자, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

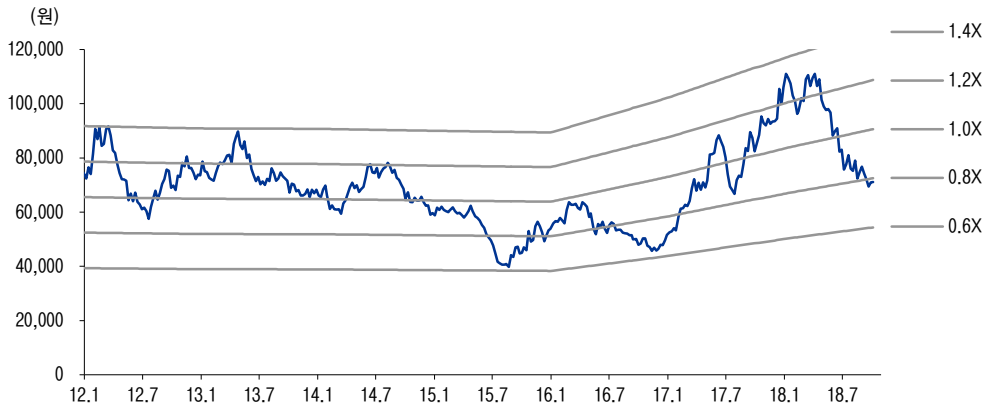
실적 추이 및 전망

표35 LG 전자 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	**61,396**	**61,533**	**66,221**	**15,123**	**15,019**	**15,425**	**15,965**	**15,663**	**16,164**	**16,661**	**17,734**
YoY	10.9%	0.2%	7.6%	3.2%	3.2%	1.3%	-5.9%	3.6%	7.6%	8.0%	11.1%
QoQ				-10.9%	-0.7%	2.7%	3.5%	-1.9%	3.2%	3.1%	6.4%
HE	16,433	16,150	16,390	4,118	3,822	3,935	4,275	3,667	3,830	4,197	4,696
MC	11,158	8,765	8,828	2,159	2,072	2,246	2,288	2,146	2,184	2,283	2,215
H&A	18,515	19,665	20,814	4,924	5,258	4,952	4,531	5,122	5,635	5,258	4,799
VC	3,339	3,529	5,943	840	873	899	917	1,412	1,459	1,503	1,569
B2B	2,362	2,343	2,324	643	589	553	559	542	569	592	621
매출원가	46,738	46,678	49,961	11,313	11,101	11,723	12,541	11,717	12,187	12,579	13,478
% Sales	76.1%	75.9%	75.4%	74.8%	73.9%	76.0%	78.5%	74.8%	75.4%	75.5%	76.0%
매출총이익	14,659	14,854	16,260	3,810	3,918	3,702	3,425	3,946	3,976	4,082	4,256
% Sales	23.9%	24.1%	24.6%	25.2%	26.1%	24.0%	21.5%	25.2%	24.6%	24.5%	24.0%
판관비	12,190	11,724	13,129	2,702	3,147	2,956	2,919	3,037	3,166	3,253	3,672
% Sales	20%	19%	20%	17.9%	21.0%	19.2%	18.3%	19.4%	19.6%	19.5%	20.7%
영업이익	**2,468.4**	**3,130.1**	**3,131.1**	**1,107.8**	**771.0**	**745.5**	**505.8**	**908.2**	**810.1**	**828.7**	**584.2**
영업이익률	4.0%	5.1%	4.7%	7.3%	5.1%	4.8%	3.2%	5.8%	5.0%	5.0%	3.3%
HE	1,337	1,610	1,314	577	407	382	244	374	349	357	235
MC	-737	-616	-430	-136	-185	-155	-140	-97	-142	-103	-89
H&A	1,449	1,617	1,604	553	457	416	190	522	479	410	192
VC	-107	-96	18	-17	-33	-37	-9	-9	-4	7	24
B2B	152	192	192	79	39	35	39	43	46	53	50
당기순이익	1,726	1,518.7	1,608.7	716.7	283.3	355.9	162.8	504.1	417.6	433.6	253.5
순이익율	2.8%	2.5%	2.4%	4.7%	1.9%	2.3%	1.0%	3.2%	2.6%	2.6%	1.4%
EPS	10,498	9,233	9,783								
PER	10.1	7.6	7.2								
BPS	73,129	84,001	93,339								
PBR	1.4	0.8	0.8								

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림94 LG 전자 PBR 밴드 챠트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표36 실적 추정치 변화

(십억원)	3Q18E			4Q18E			2018E			2019E		
	종전	신규	차이	종전	신규	차이	종전	신규	차이	종전	신규	차이
매출액	**15,637.4**	**15,424.8**	**-1.4%**	**16,429.7**	**15,965.4**	**-2.8%**	**62,209.5**	**61,532.6**	**-1.1%**	**67,020.3**	**66,220.8**	**-1.2%**
HE	3,993.3	3,935.2	-1.5%	4,339.6	4,275.2	-1.5%	16,272.9	16,150.4	-0.8%	16,615.4	16,389.9	-1.4%
MC	2,325.7	2,246.0	-3.4%	2,369.2	2,288.0	-3.4%	8,925.8	8,764.8	-1.8%	9,142.2	8,827.6	-3.4%
H&A	4,968.9	4,952.1	-0.3%	4,546.5	4,531.1	-0.3%	19,697.4	19,665.2	-0.2%	20,896.4	20,814.1	-0.4%
VC	916.4	899.0	-1.9%	934.8	917.0	-1.9%	3,564.0	3,528.7	-1.0%	5,943.4	5,943.4	0.0%
B2B	594.4	553.2	-6.9%	600.3	558.7	-6.9%	2,425.9	2,343.1	-3.4%	2,497.3	2,324.3	-6.9%
영업이익	**708.5**	**745.5**	**5.2%**	**505.5**	**505.8**	**0.1%**	**3,092.9**	**3,130.1**	**1.2%**	**3,108.3**	**3,131.1**	**0.7%**
영업이익율	4.5%	4.8%		3.1%	3.2%		5.0%	5.1%		4.6%	4.7%	
순이익	330.0	355.9	-7.9%	162.6	162.8	0.1%	1,492.6	1,518.7	1.7%	1,593.4	1,608.7	1.0%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표37 컨센서스 괴리율 비교

(십억원)	3Q18E			4Q18E			2018E			2019E		
	컨센서스	이베스트	차이	컨센서스	이베스트	차이	컨센서스	이베스트	차이	컨센서스	이베스트	차이
매출액	15,878.6	15,424.8	-2.9%	16,689.6	15,965.4	-4.3%	62,827.2	61,532.6	-2.1%	66,996.3	66,220.8	-1.2%
영업이익	763.7	745.5	-2.4%	559.8	505.8	-9.6%	3,202.0	3,130.1	-2.2%	3,480.8	3,131.1	-10.0%
순이익	364.2	355.9	-2.3%	195.6	162.8	-16.8%	1,698.3	1,518.7	-10.6%	2,022.7	1,608.7	-20.5%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표38 목표주가 산출

항목	산출내역	비고
BPS(원)	84,001	2018년 예상 BPS
적용 PBR(배)	1.0	최근 8년 평균 PBR
프리미엄(%)	10%	
적정가치	95,003	
목표주가	**95,000**	
현주가	70,600	10월 5일 종가 기준
상승여력(%)	34.6%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

LG전자 (066570)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	16,991	19,195	18,241	19,732	21,169
현금 및 현금성자산	3,015	3,351	3,081	3,350	3,800
매출채권 및 기타채권	7,317	8,472	8,408	9,119	9,686
재고자산	5,171	5,908	5,367	5,821	6,182
기타유동자산	1,487	1,464	1,386	1,442	1,501
비유동자산	20,865	22,026	22,988	24,154	25,372
관계기업투자등	5,155	5,671	5,777	6,011	6,255
유형자산	11,222	11,801	12,546	13,322	14,147
무형자산	1,571	1,855	1,964	2,010	2,045
자산총계	**37,855**	**41,221**	**41,228**	**43,886**	**46,540**
유동부채	15,744	17,536	15,456	16,438	17,263
매입채무 및 기타재무	9,235	10,814	9,481	10,283	10,922
단기금융부채	1,672	1,363	1,567	1,567	1,567
기타유동부채	4,838	5,360	4,409	4,588	4,774
비유동부채	8,754	9,011	8,940	8,828	8,718
장기금융부채	7,082	8,158	7,973	7,823	7,673
기타비유동부채	1,672	852	967	1,005	1,045
부채총계	**24,499**	**26,547**	**24,396**	**25,266**	**25,981**
지배주주지분	11,987	13,224	15,359	17,146	19,086
자본금	904	904	904	904	904
자본잉여금	2,923	2,923	2,923	2,923	2,923
이익잉여금	9,233	10,964	12,621	14,409	16,348
비지배주주지분(연결)	1,370	1,449	1,474	1,474	1,474
자본총계	**13,357**	**14,674**	**16,833**	**18,620**	**20,559**

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**55,367**	**61,396**	**62,036**	**66,170**	**70,253**
매출원가	41,630	46,738	47,121	49,923	53,393
매출총이익	**13,737**	**14,659**	**14,915**	**16,248**	**16,861**
판매비 및 관리비	12,399	12,190	11,818	13,216	13,715
영업이익	**1,338**	**2,469**	**3,097**	**3,032**	**3,146**
(EBITDA)	3,081	4,236	5,156	5,241	5,466
금융손익	-583	-353	-329	-222	-146
이자비용	418	367	372	369	363
관계기업등 투자손익	269	674	-112	-112	-112
기타영업외손익	-302	-231	-259	-185	-170
세전계속사업이익	**722**	**2,558**	**2,397**	**2,513**	**2,718**
계속사업법인세비용	595	689	692	653	707
계속사업이익	126	1,870	1,705	1,860	2,011
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**126**	**1,870**	**1,705**	**1,860**	**2,011**
지배주주	77	1,726	1,621	1,698	1,830
총포괄이익	**269**	**1,868**	**1,690**	**1,860**	**2,011**
매출총이익률 (%)	24.8	23.9	24.0	24.6	24.0
영업이익률 (%)	2.4	4.0	5.0	4.6	4.5
EBITDA 마진률 (%)	5.6	6.9	8.3	7.9	7.8
당기순이익률 (%)	0.2	3.0	2.7	2.8	2.9
ROA (%)	0.2	4.4	3.9	4.0	4.0
ROE (%)	0.7	13.7	11.3	10.4	10.1
ROIC (%)	1.7	12.5	13.6	12.5	12.2

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**3,158**	**2,166**	**3,017**	**3,982**	**4,326**
당기순이익(손실)	126	1,870	1,714	1,860	2,011
비현금수익비용가감	5,544	4,139	2,389	2,359	2,473
유형자산감가상각비	1,322	1,335	1,541	1,636	1,737
무형자산상각비	421	433	517	572	584
기타현금수익비용	46	2,371	331	150	152
영업활동 자산부채변동	-1,690	-3,071	-1,086	-237	-158
매출채권 감소(증가)	363	-1,926	948	-712	-566
재고자산 감소(증가)	-528	-1,197	572	-454	-362
매입채무 증가(감소)	424	2,128	-2,361	803	639
기타자산, 부채변동	-1,950	-2,076	-246	126	131
투자활동 현금	**-2,391**	**-2,583**	**-3,209**	**-3,491**	**-3,654**
유형자산처분(취득)	-1,915	-1,947	-2,355	-2,413	-2,562
무형자산 감소(증가)	-455	-642	-616	-618	-618
투자자산 감소(증가)	0	0	-236	-350	-360
기타투자활동	-21	6	-2	-110	-114
재무활동 현금	**-279**	**841**	**-78**	**-222**	**-222**
차입금의 증가(감소)	-168	958	-6	-150	-150
자본의 증가(감소)	-117	-117	-72	-72	-72
배당금의 지급	117	117	72	72	72
기타재무활동	6	0	0	0	0
현금의 증가	**305**	**335**	**-270**	**269**	**450**
기초현금	2,710	3,015	3,351	3,081	3,350
기말현금	3,015	3,351	3,081	3,350	3,800

주: K-IFRS 연결 기준 자료: LG전자, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	109.8	10.1	7.4	7.1	6.6
P/B	0.8	1.4	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.7	5.7	3.7	3.5	3.3
P/CF	1.6	3.2	3.2	3.1	3.0
배당수익률 (%)	0.8	0.4	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액	-2.0	10.9	1.0	6.7	6.2
영업이익	12.2	84.5	25.5	-2.1	3.8
세전이익	21.7	254.4	-6.3	4.9	8.1
당기순이익	-49.3	1,380.0	-8.8	9.1	8.1
EPS	-38.2	2,135.9	-6.1	4.8	7.8
안정성(%)					
부채비율	183.4	180.9	144.9	135.7	126.4
유동비율	107.9	109.5	118.0	120.0	122.6
순차입금/자기자본	41.8	41.3	37.9	32.0	26.0
영업이익/금융비용	3.2	6.7	8.3	8.2	8.7
총차입금 (십억원)	8,753	9,521	9,540	9,390	9,240
순차입금 (십억원)	5,577	6,062	6,373	5,950	5,347
주당지표 (원)					
EPS	470	10,504	9,861	10,336	11,143
BPS	66,288	73,129	84,933	94,818	105,542
CFPS	31,354	33,227	22,690	23,330	24,796
DPS	400	400	400	400	400

아모텍 (052710)

2018. 10. 08 반도체/디스플레이

Analyst 어규진
02. 3779-8425
kjsyndrome@ebestsec.co.kr

전장 받고 MLCC 더

Buy (initiate)

목표주가 38,000 원
현재주가 25,900 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

삼성전자 중저가 스마트폰 수혜

아모텍은 세라믹칩, 안테나 등이 전체 매출의 80% 이상을 차지하는 수동소자 부품 전문업체이다. 삼성전자 프리미엄 스마트폰을 중심으로 3콤보(무선충전 + NFC + MST) 안테나 모듈 및 칩바리스터, 감전소자 등을 공급하며 2017년 큰 폭의 실적 성장을 기록하다가 프리미엄 스마트폰 시장 둔화로 최근 부진한 실적을 기록하고 있다. 향후 삼성전자는 갤럭시 A7의 트리플 카메라 채택과 같이 중저가 스마트폰에도 필요시 하이엔드 부품을 채택할 계획이며, 이는 동사의 스마트폰 부품 수혜로 연결될 전망이다.

자동차 부품의 성장세

동사는 2017년 기준 자동차향 부품 매출이 600억원 수준으로 전년비 35.7% 증가했다. 전체 매출에서 자동차가 차지하는 비중은 20% 수준이며 BLDC모터, 다양한 안테나 단품이나 모듈 및 수동소자 칩을 공급하고 있다. 특히 BLDC모터는 저소음 고효율 모터로 전방 LED용 쿨링팬, In-car 센서로 주로 쓰이며 고 성장세를 이어가고 있다. 2020년 동사의 자동차향 매출 비중은 전사의 40%를 육박할 수준으로, 동사의 주력 제품군으로 자리매김할 전망이다.

MLCC 시작한다

아모텍은 2019년 상반기 양산을 목표로 MLCC 신규라인을 증설하고 있다. 동사의 칩바리스터, 감전소자 등 기존 세라믹칩 제조공정이 수동소자 생산 공정과 유사하여 상대적으로 진입 장벽이 높은 MLCC 시장 진입이 유리할 전망이다. 2019년 초 월 10억개 수준에서 연말까지 50억개 수준으로 생산능력을 확대할 계획이며, 초기 중저가 제품에서 향후 동사가 경쟁력이 있는 전장용으로 확대할 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 38,000원으로 커버리지 개시

아모텍에 대해 투자의견 매수와 목표주가 38,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사는 2017년 큰 폭의 실적 성장 이후 하이엔드 스마트폰 시장 둔화로 최근 부진한 실적을 기록하고 있다. 반면 삼성전자의 중저가 스마트폰 강화 정책에 따라 본업인 세라믹칩 및 안테나 부분 실적 반등이 기대되는 가운데 자동차 부품의 가파른 실적 성장도 기대된다. 이에 동사에 대해 매수 추천한다.

Stock Data

KOSDAQ (10/05)		773.7 pt
시가총액		2,524 억원
발행주식수		9,743 천주
52 주 최고가 / 최저가		51,000 / 25,900 원
90 일 일평균거래대금		84.23 억원
외국인 지분율		4.1%
배당수익률(18.12E)		0.0%
BPS(18.12E)		21,546 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-14.9%
	6 개월	-17.3%
	12 개월	-44.4%
주주구성	김병규외 5 인	26.0%
	한국증권금융	5.3%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	296	29	22	16	1,677	4.6	47	13.1	5.8	1.3	10.4
2017	315	41	34	25	2,600	55.0	59	19.0	8.9	2.5	14.2
2018E	278	22	25	19	1,932	-25.7	31	13.4	9.5	1.2	9.4
2019E	332	37	41	31	3,194	65.4	55	8.1	5.1	1.0	13.8
2020E	387	47	51	39	4,010	25.6	65	6.5	3.9	0.9	15.0

자료: 아모텍, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

실적 추이 및 전망

표39 아모텍 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	**315.5**	**277.5**	**332.2**	**87.4**	**58.5**	**67.3**	**64.4**	**91.1**	**69.9**	**84.9**	**86.3**
세라믹칩	129.6	100.1	109.1	28.8	21.9	26.2	23.2	27.2	22.8	30.0	29.2
안테나	146.0	135.4	151.6	50.1	27.3	30.0	28.0	49.4	29.6	35.8	36.8
모터	19.7	31.3	55.5	5.9	7.6	8.6	9.2	10.5	13.5	15.2	16.4
기타	20.1	10.8	16.0	2.6	1.7	2.5	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
매출원가	236.1	217.6	252.8	69.4	46.2	52.1	49.9	68.3	53.1	64.6	66.9
% of Sales	74.8%	78.4%	76.1%	79.4%	79.0%	77.5%	77.5%	75.0%	76.0%	76.0%	77.5%
매출총이익	79.3	59.9	79.3	18.0	12.3	15.1	14.5	22.8	16.8	20.4	19.4
% of Sales	25.2%	21.6%	23.9%	20.6%	21.0%	22.5%	22.5%	25.0%	24.0%	24.0%	22.5%
판관비	38.5	37.8	42.3	9.8	9.6	10.1	8.4	11.0	8.6	12.1	10.5
% of Sales	12.2%	13.6%	12.7%	11.2%	16.4%	14.9%	13.0%	12.1%	12.3%	14.2%	12.2%
영업이익	**40.9**	**22.1**	**37.1**	**8.2**	**2.7**	**5.1**	**6.1**	**11.7**	**8.2**	**8.3**	**8.9**
영업이익률	13.0%	8.0%	11.2%	9.4%	4.6%	7.6%	9.5%	12.9%	11.7%	9.8%	10.3%
세전이익	33.6	25.5	41.0	9.3	3.2	5.6	7.4	13.0	8.9	8.8	10.2
법인세	8.3	6.6	9.8	2.4	1.1	1.3	1.8	3.1	2.1	2.1	2.4
순이익	25.3	18.8	31.1	6.8	2.1	4.2	5.6	9.9	6.8	6.7	7.7
EPS(원)	2,600	1,932	3,194								
PER	19.0	13.5	8.2								
BPS(원)	19,685	21,546	24,740								
PBR	2.5	1.2	1.1								

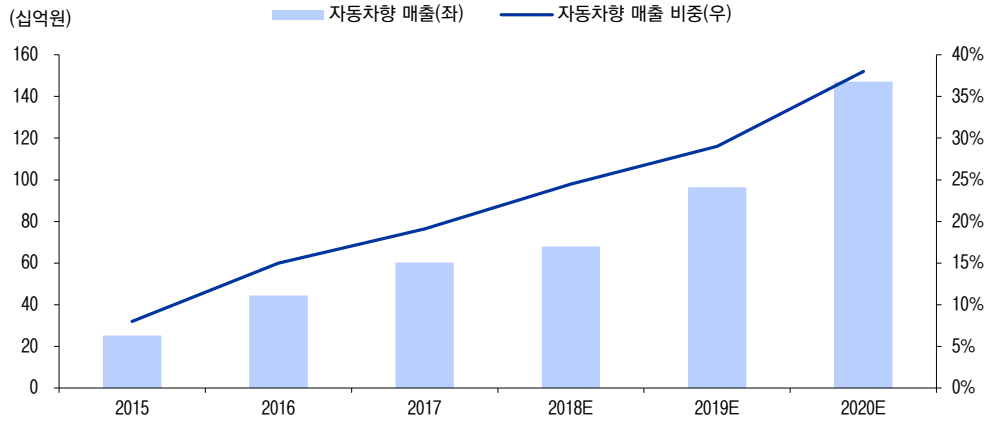
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표40 목표주가 산출

항목	산출내역	비고
EPS(원)	2,879	12개월 Forword EPS
적용 PER(배)	13.3	최근 6년 평균 PER
프리미엄(%)		
적정가치	38,295	
목표주가	**38,000**	
현주가	25,900	10월 5일 종가 기준
상승여력(%)	46.7%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림95 아모텍 자동차향 매출 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표41 아모텍 컨센서스 괴리율

(십억원)	3Q18E			4Q18E			2018E			2019E		
	컨센서스	이베스트	차이	컨센서스	이베스트	차이	컨센서스	이베스트	차이	컨센서스	이베스트	차이
매출액	70.4	67.3	-4.5%	70.6	64.4	-8.8%	292.9	277.5	-5.2%	360.5	332.2	-7.9%
영업이익	6.5	5.1	-21.8%	6.7	6.1	-8.4%	25.6	22.1	-13.6%	38.8	37.1	-4.5%
순이익	5.2	4.2	-18.4%	6.1	5.6	-7.6%	18.8	18.8	0.1%	30.4	31.1	2.4%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

아모텍 (052710)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	147	182	186	231	278
현금 및 현금성자산	35	46	46	59	85
매출채권 및 기타채권	34	39	39	52	61
재고자산	32	49	49	65	76
기타유동자산	45	49	52	54	56
비유동자산	208	212	218	217	218
관계기업투자등	40	40	41	43	45
유형자산	143	140	139	136	134
무형자산	14	15	15	15	15
자산총계	**354**	**394**	**404**	**448**	**495**
유동부채	113	124	137	149	157
매입채무 및 기타재무	31	42	34	45	52
단기금융부채	70	69	93	93	93
기타유동부채	11	13	10	11	11
비유동부채	76	79	57	58	59
장기금융부채	61	61	37	37	37
기타비유동부채	15	17	20	21	22
부채총계	**189**	**202**	**195**	**207**	**215**
지배주주지분	165	192	210	241	280
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	31	31	31	31	31
이익잉여금	111	136	155	186	225
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**165**	**192**	**210**	**241**	**280**

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**296**	**315**	**278**	**332**	**387**
매출원가	231	236	218	253	293
매출총이익	**65**	**79**	**60**	**79**	**94**
판매비 및 관리비	36	38	38	42	47
영업이익	**29**	**41**	**22**	**37**	**47**
(EBITDA)	47	59	31	55	65
금융손익	-4	-5	0	1	1
이자비용	4	4	0	0	0
관계기업등 투자손익	-1	-2	0	0	0
기타영업외손익	-2	0	3	3	3
세전계속사업이익	**22**	**34**	**25**	**41**	**51**
계속사업법인세비용	6	8	7	10	12
계속사업이익	16	25	19	31	39
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**16**	**25**	**19**	**31**	**39**
지배주주	16	25	19	31	39
총포괄이익	**13**	**27**	**18**	**31**	**39**
매출총이익률 (%)	22.0	25.2	21.6	23.9	24.3
영업이익률 (%)	9.8	13.0	8.0	11.2	12.3
EBITDA 마진률 (%)	15.7	18.6	11.2	16.5	16.8
당기순이익률 (%)	5.5	8.0	6.8	9.4	10.1
ROA (%)	4.6	6.8	4.7	7.3	8.3
ROE (%)	10.4	14.2	9.4	13.8	15.0
ROIC (%)	11.3	16.3	8.0	12.9	15.6

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**33**	**32**	**17**	**31**	**46**
당기순이익(손실)	16	25	19	31	39
비현금수익비용가감	42	36	20	18	18
유형자산감가상각비	15	15	7	15	14
무형자산상각비	3	3	2	3	3
기타현금수익비용	0	0	11	1	1
영업활동 자산부채변동	-12	-19	-14	-18	-11
매출채권 감소(증가)	1	-5	-8	-13	-8
재고자산 감소(증가)	0	-15	-7	-17	-10
매입채무 증가(감소)	-3	10	9	12	7
기타자산, 부채변동	-9	-8	-8	0	0
투자활동 현금	**-26**	**-22**	**-19**	**-18**	**-20**
유형자산처분(취득)	5	-10	-10	-11	-13
무형자산 감소(증가)	-4	-4	-3	-3	-3
투자자산 감소(증가)	-14	-1	-2	-3	-3
기타투자활동	-13	-7	-4	-1	-1
재무활동 현금	**-15**	**3**	**1**	**0**	**0**
차입금의 증가(감소)	-17	2	-1	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	2	1	2	0	0
현금의 증가	**-8**	**11**	**0**	**13**	**26**
기초현금	44	35	46	46	59
기말현금	341	370	65	146	316

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 아모텍, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	13.1	19.0	13.4	8.1	6.5
P/B	1.3	2.5	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.8	8.9	9.5	5.1	3.9
P/CF	3.7	7.8	6.4	5.1	4.4
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-5.7	6.6	-12.0	19.7	16.6
영업이익	34.7	41.1	-45.9	67.7	28.0
세전이익	0.7	52.7	-24.3	60.9	25.6
당기순이익	4.6	55.0	-25.7	65.4	25.6
EPS	4.6	55.0	-25.7	65.4	25.6
안정성(%)					
부채비율	114.8	105.5	92.7	85.9	76.9
유동비율	129.4	147.4	135.5	154.9	177.1
순차입금/자기자본 (x)	34.9	22.5	20.5	11.7	0.2
영업이익/금융비용 (x)	6.7	10.5	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	131	130	130	130	130
순차입금 (십억원)	57	43	43	28	1
주당지표 (원)					
EPS	1,677	2,600	1,932	3,194	4,010
BPS	16,926	19,685	21,546	24,740	28,750
CFPS	5,970	6,310	4,034	5,090	5,878
DPS	-	-	-	-	-

일진머티리얼즈 (020150)

2018. 10. 08 | 2 차전지

Analyst **주재호**
02. 3779-8768
jhjoo@ebestsec.co.kr

믿는 구석이 있다

Buy (initiate)

목표주가 71,000 원
현재주가 49,800 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

기업개요

1987년 설립되어 전자제품의 핵심소재인 Elecfoil(일렉포일)을 생산하는 업체이다. 2차전지 및 IT제품에 사용되는 일렉포일은 동 스크랩을 전기분해를 통해 만드는 얇은 구리박막으로 전지 내 음극 집전체 역할을 함으로서 에너지의 밀도를 높여주는 역할을 한다. 동사의 사업부 매출 구성은 17년 기준 I2B 사업부(2차전지용) 38%, ICS사업부(IT제품용) 22%, IHT 등 기타 사업부 5%, 연결 회사 비중이 35% 이다.

내년도, 뚜렷하게 보여줄 실적성장

내년 초 동사의 역대 최대 생산설비 확대인 말레이시아 공장 가동이 본격화 되면(1.5만톤 →2.5만톤) 큰 폭의 전기차용 일렉포일 매출 증가가 예상된다. 또한, 상반기 휴대폰 플래그십 모델의 판매부진으로 매출이 예상보다 하회했던 ICS매출 역시, 하반기 노트9의 판매 호조세로 PCB라인의 실적개선세가 기대된다.

전기차 시대, 성장 기회를 준비해온 성과

한편 동사에서 작년부터 개발중인 차세대 2차전지용 Elecfoil 인 I2S는 연신률이 2배이상 높아 배터리 밀도를 높여주고 주행거리와 출력향상에 도움을 준다. 중국에서 전기차 보조금 기준이 향상된 만큼, 점점 더 배터리 밀도를 향상시킬 수 있는 일렉포일의 수요는 늘어날 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 71,000원 으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 71,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사 2020년 예상 EPS에 국내 2차전지 소재 업종 가중평균 PER 36.7배를 적용하였다. 동사는 Elecfoil 시장에서 세계 최대 생산능력을 보유하고 있고, 글로벌 Top 5 배터리 생산 고객사로부터 안정적인 매출확대를 이루고 있기 때문에 지금의 벨류에이션은 무리가 없다는 판단이다.

Stock Data

KOSPI (10/05)		2,267.52 pt
시가총액		22,963 억원
발행주식수		46,111 천주
52 주 최고가 / 최저가		58,700 / 31,250 원
90 일 일평균거래대금		372.09 억원
외국인 지분율		5.4%
배당수익률(18.12E)		1.3%
BPS(18.12E)		11,743 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	11.3%
	6 개월	54.6%
	12 개월	29.6%
주주구성	허재명외 3 인	53.4%
	국민연금공단	7.2%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	399	29	20	41	971	흑전	52	13.9	10.3	1.9	15.1
2017	454	50	42	42	984	1.3	73	38.9	20.8	3.3	10.3
2018E	504	60	62	49	1,062	8.0	88	46.9	23.5	4.2	9.1
2019E	641	69	66	52	1,125	5.9	109	44.3	19.1	4.1	9.4
2020E	832	116	112	89	1,932	71.7	156	25.8	13.3	3.7	15.0

자료: 일진머티리얼즈, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

투자 포인트

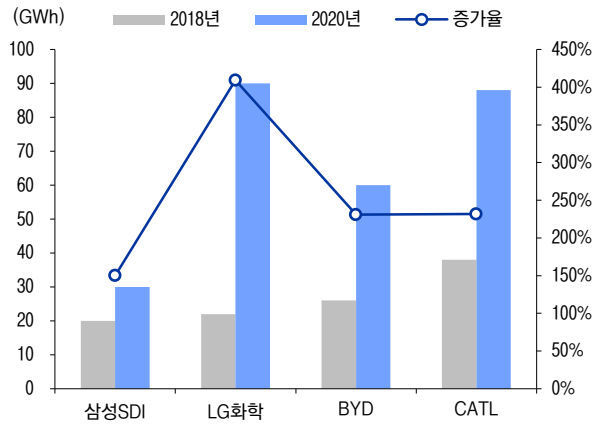
1. 안정적인 매출처를 기반으로 핵심사업에 집중

동사는 I2B 매출 비중을 기준으로 삼성SDI, BYD, LG화학 등 글로벌 배터리 출하량 기준 3~5위의 안정적인 고객사를 바탕으로 매출을 확장하고 있다. 동사의 I2B 매출 비중 80%를 차지하는 주요 3社는 2018년 7월까지 누적 전기차용 배터리 출하량 기준 전체 시장의 24.4%를 차지하고 있고, 2020년까지 설비증설을 평균 2.6배로 늘릴 계획을 갖고있다. 이러한 점을 감안했을 때, 전방산업의 확실한 고객사의 성장과 함께2차전지용 일렉포일 시장에서 점유율 1위를 유지하고 있는 동사의 매출확대 또한 in-line한 성장을 이룰 것이라 판단된다.

각 고객사내 당사의 2차전지용 일렉포일 비중은 10~70%까지 차지하고 있으며 최근 발표한 국내 대형 고객사와 2023년까지 5년간 6만톤 장기 공급계약은 내년도 말레이시아 공장 증설 이후 연도별 Capa기준 48%의 물량 수준이다. 현재 장기 공급을 체결한 고객사가 차지하는 매출비중을 고려해본다면, 추가적인 고객사 확보도 가능할 것으로 예상된다.

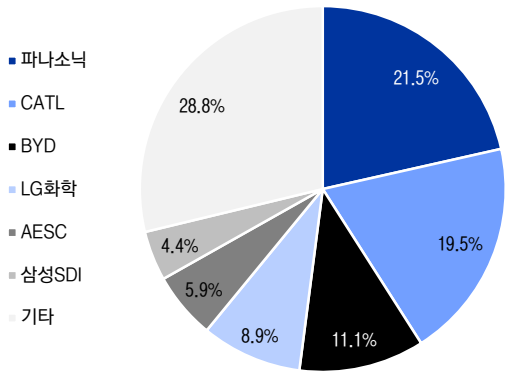
또한, 동사는 내년 초부터 가동되는 말레이시아 공장이 연간 30%이상 빠르게 성장할 것으로 예상되는 중대형 전지 산업에 맞춰 늘어나는 고객사 수요에 대응하는 1단계 증설 계획임을 밝혔다. 향후 5년간 2차전지향 일렉포일 공장을 말레이시아공장에 매년 1만톤씩 증설할 계획이다. 현재, I2B의 생산능력은 연간 15,200톤으로 내년도 1만톤 증설 및 가동이 이루어지면 66%의 생산능력 증가와 I2B 매출 기준 약 55% 매출 상승이 예상된다.

그림96 2 차전지 고객사 CAPA 증설 계획



자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림97 올해(1~7 월 누적) 전기차용 배터리 출하량 비중



자료: SNE 리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

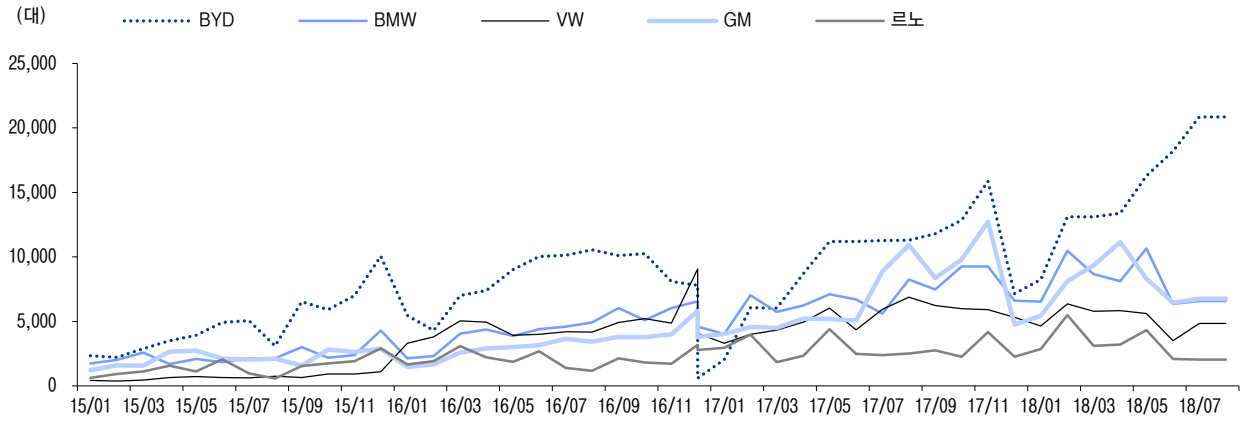
그림98 삼성 SDI 납품 BMW i3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림99 BYD 전기차 Yuan

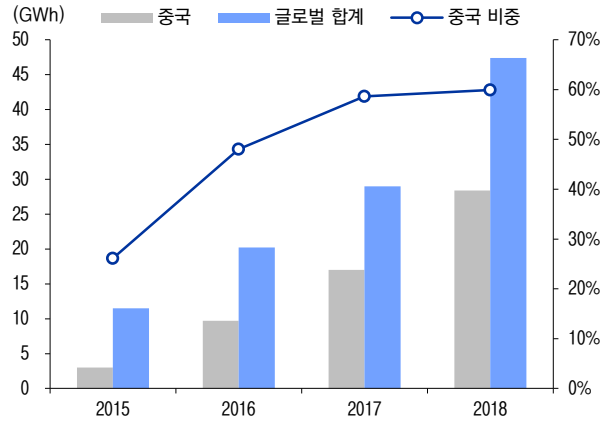
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림100 자동차 업체 전기차 판매량 추이



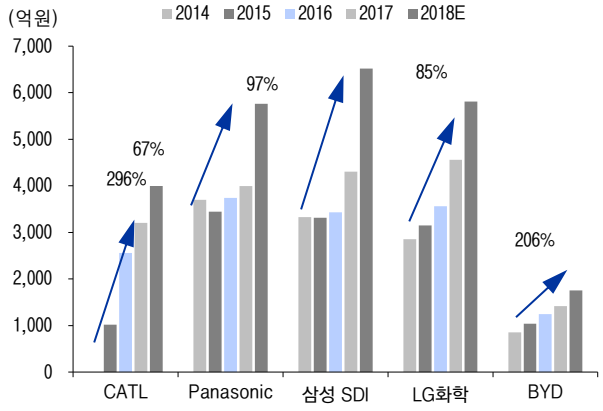
자료: Marklines, 이베스트투자증권 리서치센터

그림101 글로벌 EV 2 차전지 수요 및 중국비중



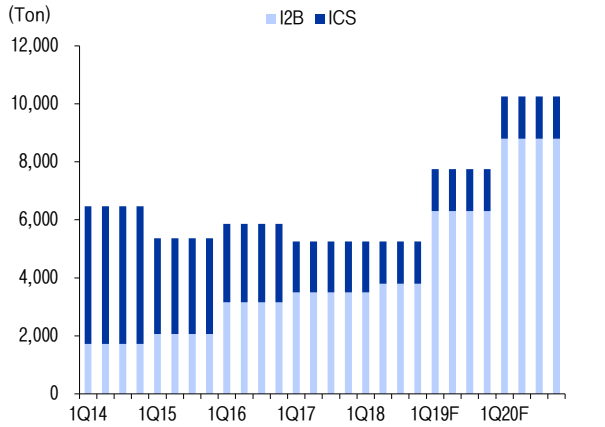
자료: BNEF, 이베스트투자증권 리서치센터

그림102 글로벌 Top 배터리 업체 전지 사업부 매출 추이



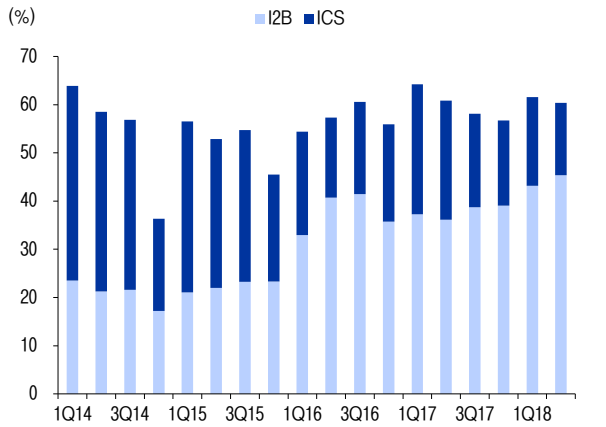
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림103 I2B, ICS 생산 CAPA 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림104 I2B, ICS 사업부 매출비중



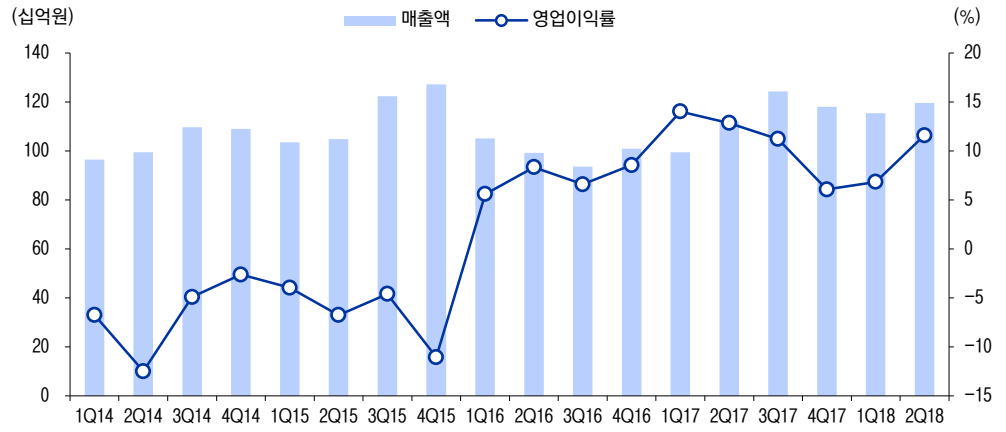
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

동사의 주 고객사의 전방 고객사 전기차 업체들 中 주목해야할 기업은 BYD와 BMW이다. [그림100]에서 볼 수 있듯이 전기차 판매량이 두드러지게 성장하는 곳은 BYD이다. 올 6월에 판매를 시작한 BEV SUV인 'Yuan'은 월 4,000대 이상을 기록하고 있다. 8월 판매량 4,500대는 국내 자동차 메이커의 BEV 글로벌 판매량의 2배이다. 또한, BMW는 삼성SDI의 주 고객사로 SDI의 판매비중이 높은 당사는 BMW의 주력 전기차 모델 i3판매량에 영향을 받을 수 밖에 없다. 전기차모델 가운데 스테디셀러인 i3는 월평균 2,000대, 1~8월 누적 19,000대 판매를 보이며 BMW 전기차 판매를 이끌고 있다. 2021년 출시 예정인 i5모델은 새로운 모멘텀이 될 전망이다.

이와 더불어, 중국 전기차 보조금 기준이 작년 대비 올해 상향된 점은 에너지 밀도가 높은 배터리에 보조금을 집중 지원하겠다는 의지인데, 이는 중국 내에서 고용량 고밀도 배터리를 생산하는 CATL과 BYD의 중국 내 출하량 비중을 양사 합산 80%까지 끌어올리는 효과를 가져왔다. 이점은 배터리 밀도를 높여주는 당사의 Elecfoil에 대한 수요를 더욱 높여줄 것이라 판단된다.

동사는 이러한 전방산업 수요에 맞춰 2차전지용Elecfoil Capa를 꾸준히 늘려왔다. 2015년 분기별 2,070톤에 불과했던 Capa는 ICS 에서 마진율이 높은 I2B사업으로의 공정 전환으로 올해 분기별 3,500톤 까지 확대시켜왔으며, 내년부터는 분기별 2,500톤 증설을 통해 전방 수요에 대응할 전망이다. 이와 더불어 I2B 매출비중 역시 15년 20%대에 불과했던 수준이 17년 38%, 18년 2분기 45%까지 성장하였다. 앞으로도 이런 추세적 흐름은 지속될 전망이다.

그림105 매출액 및 영업이익률 추이

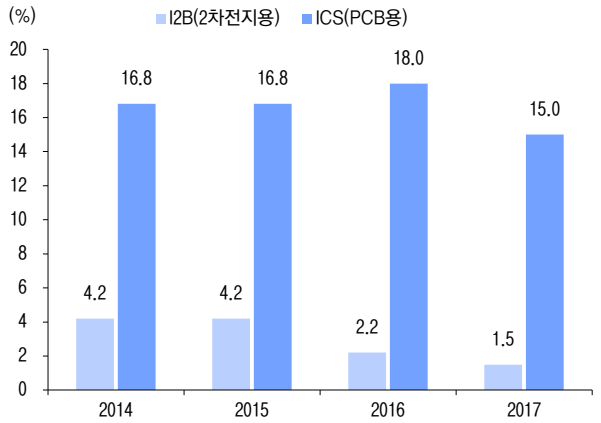


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

동사는 시장상황에 발맞춰, 2015년부터 ICS 생산라인을 지속적으로 I2B라인으로 전환을 통해, 16년도부터 영업이익률을 개선시키기 시작했다. 그 결과, 무리한 공장증설과 비용낭비 없이도, 17년말 기준 2차전지용 Elecfoil 세계시장 점유율 1위를 지켜내고 있다. 18년도 기준 I2B 매출 비중은 40%로 예상되며, 19년도는 50%에 육박할 것으로 예상된다.

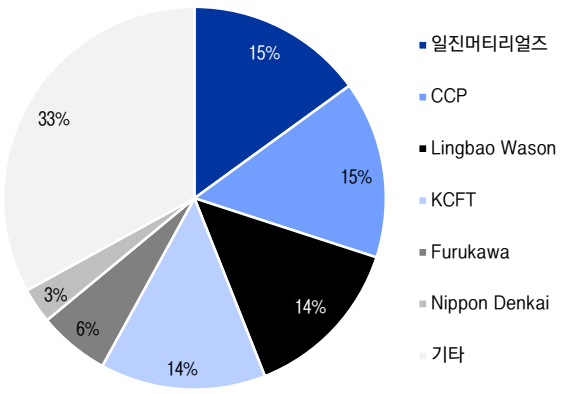
전통적 매출 사업부였던 ICS는 9,12um마이크로미터의 얇은 신제품을 통해 고부가가치 제품을 중심으로 낮아진 시장 점유율에서의 활로를 찾을 전망이다. 2016년 3분기 국내 경쟁사가 ICS 사업부를 철수하면서, 17년도 동사의 ICS사업부의 가동률과 판매가격이 높아진 것으로 추정된다. 앞으로, 스마트폰 플래그쉽모델 뿐 아니라 5G에 적용되는 어플리케이션과 다양한 산업에 적용될 고부가가치 동박 제품을 준비중에 있고, 향후 추가적인 공정라인은 검토하고 있지 않아 ICS 매출 분야의 안정적인 성장이 예상된다. 이처럼, I2B에서는 Q의효과, ICS에서는 P의 효과를 기대해 볼 수 있겠다.

그림106 연도별 Elecfoil 세계시장 점유율 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림107 2017 년 말 2 차전지용 Elecfoil 세계시장



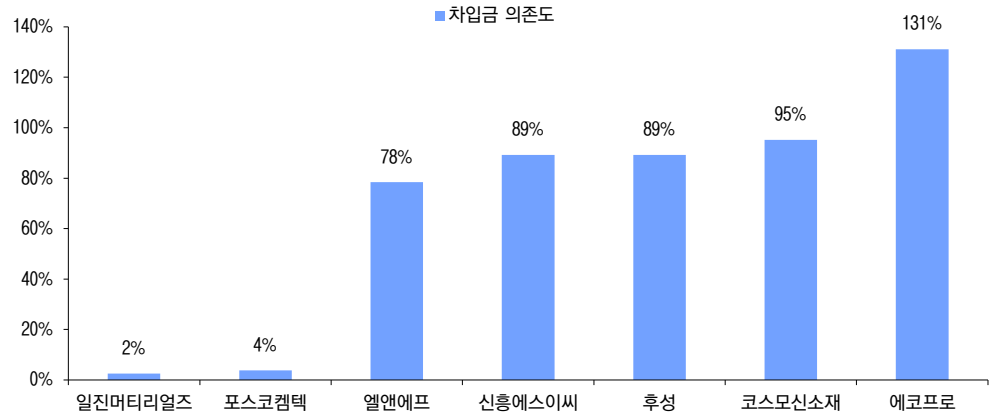
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2. 풍부한 현금유동성 및 낮은 차입금 의존도

동사는 8월 기준 현금성 자산을 1,800억원 가량 보유하고 있다. 작년 말레이시아 공장 증설을 위해 유상증자를 했기 때문에 향후 추가 유상증자는 고려하고 있지 않다. 앞서 언급했던 향후 추가적인 공장 증설 계획 5단계 중 2,3단계까지는 추가 차입 없이도 보유 현금으로 증설을 할 수 있다는 입장이다. 이는 공장 풀가동이 예상되고, 공장증설이 곧, 매출증대로 이어지는 최근의 상황에서, 과감한 투자와 빠른 의사결정이 가능할 것이다.

동사는 글로벌 2차전지용 일렉포일 시장에서 1위자리를 굳건히 지키고 있지만 17년 점유율이 15%로 떨어졌다. 이는 중화권(중국,대만)업체 들이 보조금을 통해 점유율을 많이 끌어 올린 것으로 보인다. 국내 경쟁사나 일본업체들도 증설은 하고 있지만 중화권 업체와 동사수준으로는 따라오고 있지 못하고 있어, 향후에도 독적점 시장 지위 자리는 유지해갈 것으로 예상된다.

그림108 2 차전지 소재업체 가운데 차입금 의존도가 가장 낮은 일진머티리얼즈

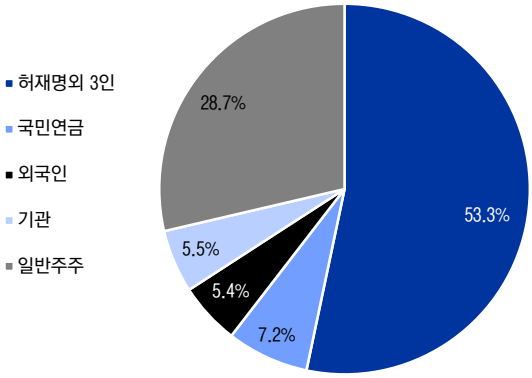


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림109 일렉포일 사진

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림110 주주구성



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자의견

국내 2차전지 소재기업 비교

투자의견 '매수' 목표주가 71,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정은 2020년 예상 EPS에 국내 2차전지 소재 업종 가중평균 PER36.7배를 적용하여 계산하였다.

표42 일진머티리얼즈 적정주가 계산

구분	값
2020 예상 EPS	1,932원
적정 P/E (국내 2차전지 소재업종 가중평균 배수)	36.7x
현재 P/E	27.7x
주당 가치	70,904원
목표 주가	**71,000원**
현재 가격	49,800원
상승 여력	42.6%

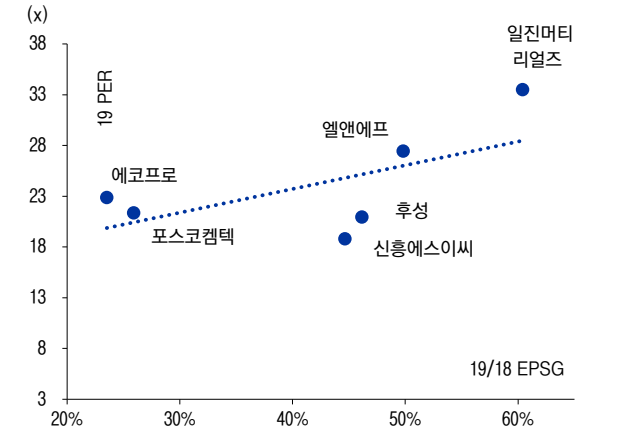
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표43 국내 2 차전지 소재 업종 평균

	TTM	T4Q	2018	2019	2020	FTM
당기순이익 (천원)	197,473,988	189,599,522	158,802,345	251,116,786	329,328,333	302,857,817
수정평균발행주식수(천주)	158,362	151,810	151,738	152,024	152,024	152,024
수정주가합계(원)	262,550	210,650	160,300	210,650	210,650	210,650
업종 EPS(원)	1,247	1,249	1,047	1,652	2,166	1,992
PER(단순평균)	70.1x	68.3x	8.1x	34.3x	24.2x	28.2x
PER(가중평균)	**48.2x**	**43.7x**	**36.7x**	**33.9x**	**25.4x**	**28.7x**
PER(중간값)	52.0x	41.7x	29.3x	29.6x	24.1x	28.6x

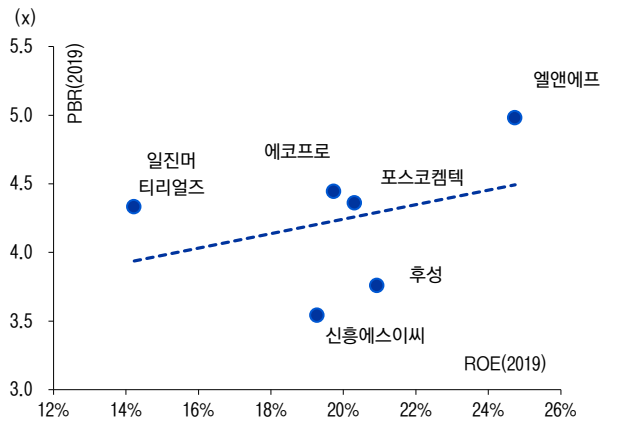
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림111 PER EPSG 그래프



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림112 PBR ROE 그래프



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표44 일진머티리얼즈 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	**99.5**	**112.1**	**124.4**	**118.1**	**115.5**	**119.6**	**131.9**	**137.1**	**454.0**	**504.1**	**640.5**
QoQ	-1.5	12.6	11.0	-5.1	-2.2	3.5	10.3	3.9			
I2B(2차전지용)	37.1	40.5	48.2	46.1	49.9	54.3	52.8	48.0	171.9	205.1	317.1
ICS(IT제품용)	26.8	27.7	24.1	20.9	21.2	17.9	26.0	24.3	99.5	89.3	93.3
기타	7.9	5.4	7.1	3.2	5.8	6.6	6.8	7.1	23.6	26.3	28.3
자회사	27.7	38.5	45.0	47.9	38.6	40.8	46.3	57.7	159.0	183.4	201.8
매출 비중											
I2B	37.3	36.1	38.8	39.0	43.2	45.4	40.1	35.0	37.9	40.7	49.5
ICS	26.9	24.7	19.4	17.7	18.4	15.0	19.7	17.7	21.9	17.7	14.6
기타	7.9	4.8	5.7	2.7	5.0	5.5	5.2	5.2	5.2	5.2	4.4
자회사	27.9	34.3	36.2	40.5	33.4	34.1	35.1	42.1	35.0	36.4	31.5
영업이익	14.0	14.4	14.0	7.2	7.9	13.9	17.1	21.1	49.5	60.0	68.9
영업이익률(%)	14.0	12.9	11.2	6.1	6.9	11.6	13.0	15.4	10.9	11.9	10.8
순이익	10.8	18.5	14.5	-1.6	6.6	14.4	13.7	14.2	42.2	48.9	51.8
순이익률(%)	10.8	16.5	11.7	-1.3	5.7	12.0	10.4	10.4	9.3	9.7	8.1
YoY(%)											
매출액	-5.3	12.9	32.9	16.9	16.1	6.7	6.1	16.1	13.8	11.0	27.1
I2B(2차전지용)	7.2	0.2	24.2	27.7	34.5	34.1	9.6	4.1	14.7	19.3	54.7
ICS(IT제품용)	19.0	67.9	34.6	2.5	-20.9	-35.4	7.7	16.1	28.7	-10.2	4.5
기타	40.7	-11.5	10.9	-39.6	-26.6	22.2	-4.2	121.9	0.8	11.4	7.6
자회사	-34.5	6.1	47.5	22.0	39.2	6.1	2.9	20.6	7.2	15.3	10.0
영업이익	137.2	73.9	125.7	-17.1	-43.3	-3.7	22.9	193.8	70.6	21.2	14.8
순이익	흑전	흑전	261.3	적전	-38.6	-22.2	-5.9	흑전	3.9	15.8	5.9

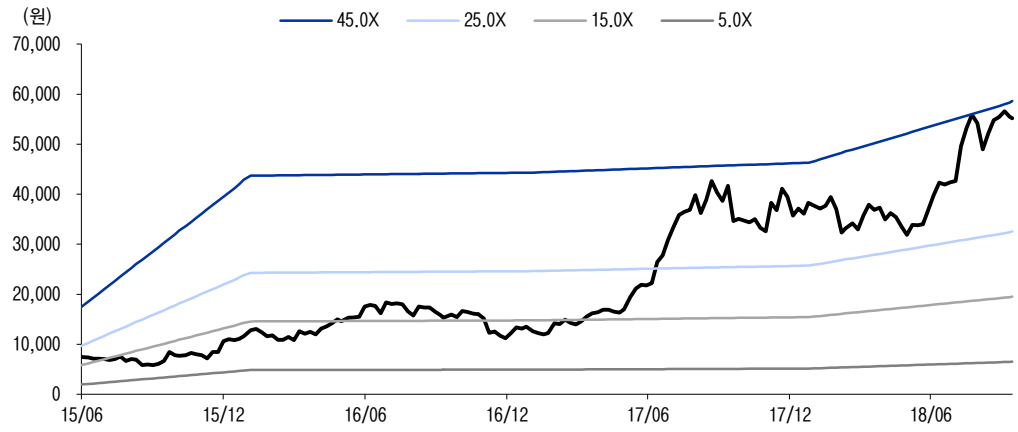
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표45 컨센서스 괴리

(십억원)	3Q18E			4Q18E			2018E		
	컨센서스	이베스트	차이	컨센서스	이베스트	차이	컨센서스	이베스트	차이
매출액	131.5	131.9	0%	145.1	137.1	-6%	508.9	504.1	-1%
영업이익	16.7	17.1	3%	17.6	21.1	20%	55.1	60.0	9%
순이익	16.2	13.7	-16%	13.1	14.2	9%	50.9	48.9	-4%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림113 일진머티리얼즈 PER 밴드 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

일진머티리얼즈(020150)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	148	395	428	481	595
현금 및 현금성자산	27	46	75	62	60
매출채권 및 기타채권	56	67	69	111	172
재고자산	52	59	68	83	130
기타유동자산	14	223	216	225	234
비유동자산	243	256	251	238	233
관계기업투자등	47	63	50	52	54
유형자산	176	176	187	172	165
무형자산	6	4	4	3	3
자산총계	**391**	**650**	**679**	**719**	**829**
유동부채	69	89	103	120	170
매입채무 및 기타재무	44	52	71	87	135
단기금융부채	11	8	6	6	6
기타유동부채	14	29	26	27	29
비유동부채	27	31	35	36	37
장기금융부채	2	4	7	7	7
기타비유동부채	25	27	28	30	31
부채총계	**96**	**120**	**138**	**157**	**208**
지배주주지분	286	530	540	562	621
자본금	20	23	23	23	23
자본잉여금	190	379	385	385	385
이익잉여금	56	96	115	137	196
비지배주주지분(연결)	8	0	0	0	0
자본총계	**295**	**530**	**540**	**562**	**621**

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**399**	**454**	**504**	**641**	**832**
매출원가	343	373	411	530	663
매출총이익	**56**	**81**	**93**	**111**	**168**
판매비 및 관리비	27	31	33	42	53
영업이익	**29**	**50**	**60**	**69**	**116**
(EBITDA)	52	73	88	109	156
금융손익	1	-4	5	1	1
이자비용	0	0	1	1	1
관계기업등 투자손익	20	0	0	0	0
기타영업외손익	-30	-4	-3	-4	-5
세전계속사업이익	**20**	**42**	**62**	**66**	**112**
계속사업법인세비용	1	-1	13	14	24
계속사업이익	19	42	49	52	89
중단사업이익	21	0	0	0	0
당기순이익	**41**	**42**	**49**	**52**	**89**
지배주주	39	42	49	52	89
총포괄이익	**54**	**54**	**36**	**52**	**89**
매출총이익률 (%)	14.1	17.8	18.5	17.3	20.3
영업이익률 (%)	7.3	10.9	11.9	10.8	13.9
EBITDA 마진률 (%)	13.0	16.1	17.5	17.0	18.7
당기순이익률 (%)	10.2	9.3	9.7	8.1	10.7
ROA (%)	9.5	8.1	7.4	7.4	11.5
ROE (%)	15.1	10.3	9.1	9.4	15.0
ROIC (%)	11.3	15.6	19.1	19.5	28.8

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**73**	**61**	**77**	**51**	**69**
당기순이익(손실)	41	42	49	52	89
비현금수익비용가감	14	31	33	41	41
유형자산감가상각비	22	23	28	39	39
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	-18	3	5	1	1
영업활동 자산부채변동	27	-11	-6	-42	-61
매출채권 감소(증가)	21	-12	6	-41	-61
재고자산 감소(증가)	11	-7	-9	-15	-47
매입채무 증가(감소)	-10	4	13	16	49
기타자산, 부채변동	6	3	-17	-1	-1
투자활동 현금	**-50**	**-220**	**-24**	**-34**	**-42**
유형자산처분(취득)	-31	-18	-42	-25	-32
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-19	-203	40	-9	-9
기타투자활동	0	0	-22	0	0
재무활동 현금	**-23**	**180**	**-25**	**-30**	**-30**
차입금의 증가(감소)	-23	-2	1	0	0
자본의 증가(감소)	0	198	-27	-30	-30
배당금의 지급	0	2	30	30	30
기타재무활동	-1	-16	0	0	0
현금의 증가	**-1**	**20**	**29**	**-13**	**-2**
기초현금	28	27	46	75	62
기말현금	27	46	75	62	60

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	13.9	38.9	46.9	44.3	25.8
P/B	1.9	3.3	4.2	4.1	3.7
EV/EBITDA	10.3	20.8	23.5	19.1	13.3
P/CF	10.1	22.6	27.8	24.7	17.6
배당수익률 (%)	0.4	1.7	1.3	1.3	1.3
성장성 (%)					
매출액	1.4	13.8	11.0	27.1	29.8
영업이익	101.2	70.6	21.2	14.8	68.1
세전이익	-74.3	104.5	49.4	5.4	71.7
당기순이익	흑전	3.9	15.8	5.9	71.7
EPS	흑전	1.3	8.0	5.9	71.7
안정성 (%)					
부채비율	32.6	22.6	25.6	27.9	33.4
유동비율	215.4	443.1	414.3	398.8	349.7
순차입금/자기자본(x)	-5.7	-45.0	-41.6	-38.9	-35.9
영업이익/금융비용(x)	122.3	115.9	57.3	51.3	86.3
총차입금 (십억원)	13	12	13	13	13
순차입금 (십억원)	-17	-238	-225	-219	-223
주당지표(원)					
EPS	971	984	1,062	1,125	1,932
BPS	7,072	11,531	11,743	12,218	13,500
CFPS	1,339	1,695	1,789	2,017	2,822
DPS	50	650	650	650	650

자료: 일진머티리얼즈,이베스트투자증권, 리서치센터, K-IFRS 연결기준

엘앤에프 (066970)

2018. 10. 08 | 2 차전지

Analyst **주재호**
02. 3779-8768
jhjoo@ebestsec.co.kr

성장통은 잠깐, 성장은 계속된다

Buy (initiate)

목표주가 58,000 원
현재주가 37,550 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

기업개요

2000년 설립되어 2차전지의 핵심소재인 양극활물질을 생산 및 판매 하는 업체이다. 수직계열화 일환으로 재료의 안정적인 조달 및 연구개발을 위한 자회사 제이에이치화학공업㈜ 고객사 중국 남품을 위한 광미래신재료유한공사㈜를 자회사로 두고있다. 주력 제품은 NCM과 LCO이며 17년 말 매출 기준 NCM 69% LCO가 30%이다.

글로벌 5위 양극재 Maker

내년 말(19년 10월) 대구 신공장 증설이 완료된 후 가동이 본격화 되면(1.5만톤 → 2.7만톤) 큰 폭의 전기차용 양극활물질 매출 증가가 예상된다. 양극재 시장은 배터리 소재 중 가장 큰 비중(약30%)과 성장성(약20%)을 지녔고, 또한, 동사는 이러한 글로벌 양극재 시장에서 안정적인 고객사를 갖춘 선두권 업체이기도 하다. 대구 신공장 부지가 추가 공장 증설에 충분히 여유가 있고, 이번 증설이 늘어나는 수요에 대응하는 1단계인 점을 감안할 때 추가 증설 및 매출 증가 역시 기대해 볼 수 있다.

원자재 가격 안정세와 늘어나는 NCM 비중

한편 올해 들어 분기 평균 코발트와 리튬가격은 -25%와 -41%의 추이를 보이고 있는데, 이는 동사의 하반기 매출과 영업이익에 각각 영향을 미칠 전망이다. 메탈가격 변동으로 인해 4분기부터 판가하락은 불가피할 것으로 보이고, 하반기 재고평가 손실로 인한 영업이익률 감소가 예상된다. 하지만, 원자재 가격 안정세와 NCM 판매비중 확대로 내년부터 수익성 회복이 전망된다.

투자의견 BUY, 목표주가 58,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 58,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정은 2020년 예상 EPS에 글로벌 양극재 기업 평균 PER 24배를 적용한 값이며, 양극재 시장의 성장과 동사의 매출 성장세를 감안했을 때 지금의 벨류에이션은 무리가 없다는 판단이다.

Stock Data

KOSPI (10/05)		2,267.52 pt
시가총액		9,297 억원
발행주식수		24,758 천주
52 주 최고가 / 최저가		54,500 / 31,450 원
90 일 일평균거래대금		150.89 억원
외국인 지분율		10.7%
배당수익률(18.12E)		0.3%
BPS(18.12E)		6,263 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-13.9%
	6 개월	10.6%
	12 개월	-9.2%
주주구성	새로닉스외 13 인	29.4%
	엘앤에프 자사주 펀드	0.8%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	250	14	7	5	269	흑전	24	55.5	18.2	4.0	8.2
2017	403	29	19	21	824	205.9	39	51.9	28.9	8.7	19.0
2018E	520	31	28	20	822	-0.3	42	45.7	23.7	6.0	14.6
2019E	683	48	43	33	1,327	61.4	64	28.3	15.2	5.0	19.2
2020E	1,125	80	79	60	2,454	85.0	110	15.3	8.8	3.8	28.2

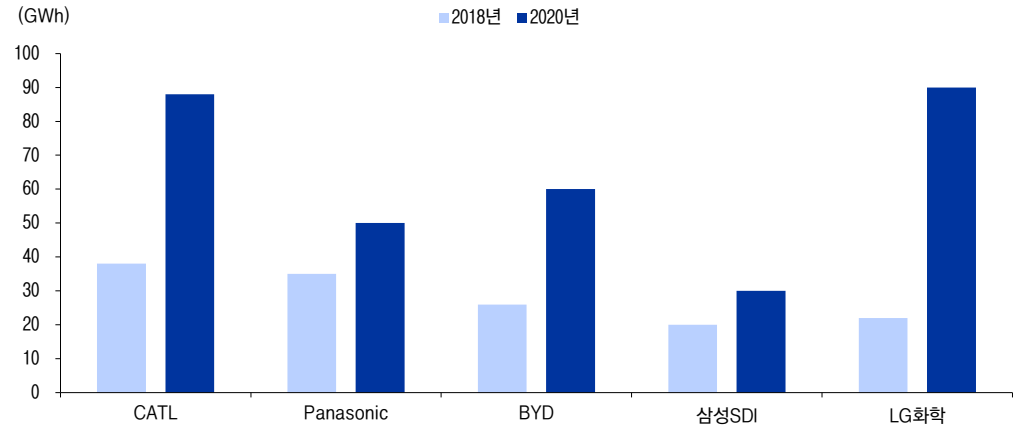
자료: 엘앤에프, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

투자 포인트

1. 글로벌 5위 양극재 Maker

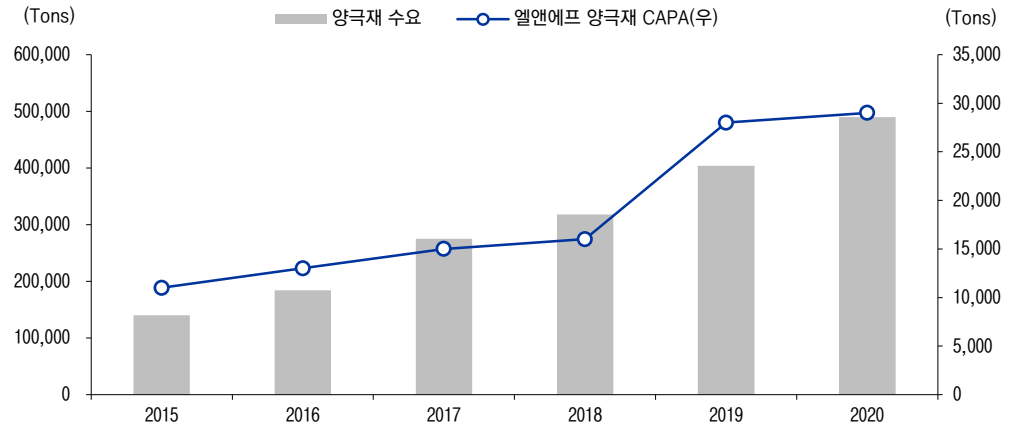
2차전지 원가의 약 60%가 원자재 비용이고 그 중 양극재는 약 27%로 절대적인 비중을 차지한다. 특히 동사는 현재 주력으로 생산중인 NCM523과 NCM622 양극재를 통해 안정된 기술력과 신뢰도를 쌓아왔으며 이를 바탕으로 이미 하이니켈 양극재인 NCM811을 생산중이며, 고객사와의 논의를 통해 양산 시점을 조율중이다. 매출의 70%를 담당하는 LG화학의 대규모 설비 확대 계획과 이에 발맞춰 내년 말 당사 현재 Capa 기준 80%의 설비증설은 실적 성장의 가장 큰 기회가 될 것이란 판단이다.

그림114 글로벌 배터리셀 업체 생산능력 CAPA 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림115 당사 양극재 CAPA 연도별 추이 및 수요



자료: avicenne, 엘앤에프, 이베스트투자증권 리서치센터

2. 원자재 가격 안정세과 늘어나는 NCM 비중

코발트 가격의 경우 현재 분기평균 기준 올해 고점 대비 -25%, 탄산리튬은 -41%의 가격 추이를 보이고 있는데, 코발트와 리튬 가격이 분기로 동시에 빠지는 경우는 2014년 이후 올 2분기가 처음이다. 원자재 가격이 동사에 중요한 이유는 코발트와 리튬 등 당사의 원재료비 비중이 연평균 매출액 대비 85% 내외로 높은 비중을 차지하기 때문이다.

원자재 가격의 상승과 하락은 곧 제품의 판가에도 영향을 미치기 때문에 4분기 소폭의 매출하락 과 재고평가 손실에 따른 영업이익 하락은 피할 수 없을 것이라 판단된다.

하지만, 올해가 지나고, 내년까지는 코발트 가격이 안정세로 전망되는 가운데 재료비 인하 효과로 2019년은 올해 대비 수익성이 개선될 여지가 있다. 이에 연장선으로 코발트 비중이 낮은 NCM 판매 비중 확대로 동사의 마진율 회복이 예상된다.

그림116 코발트 3분기 가격 (QoQ -25%감소)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림117 황산 코발트 3분기 가격 (QoQ -23%감소)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

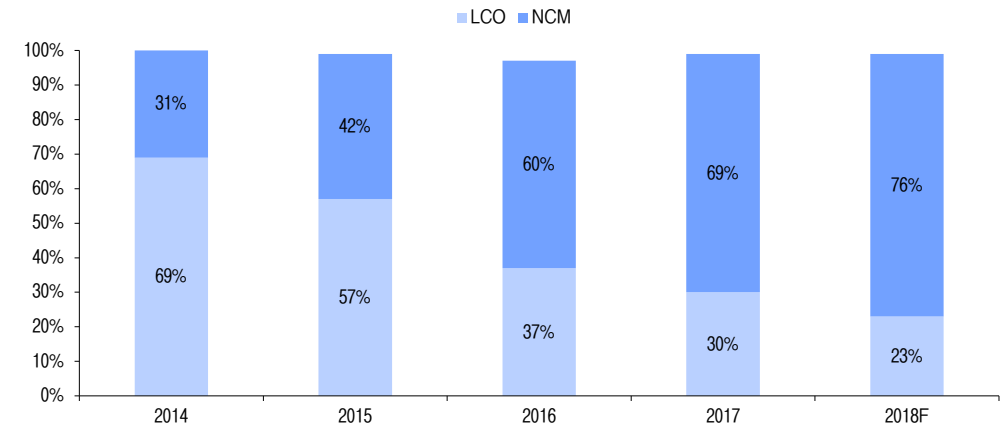
그림118 탄산리튬 3분기 가격 (QoQ -33%감소)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림119 니켈 3분기 가격 (QoQ -8%감소)

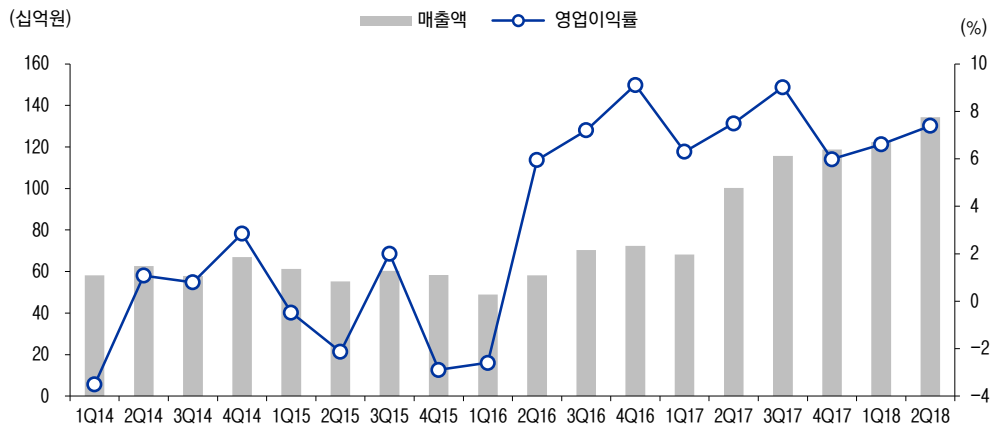
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림120 엘앤에프 제품군별 점유율



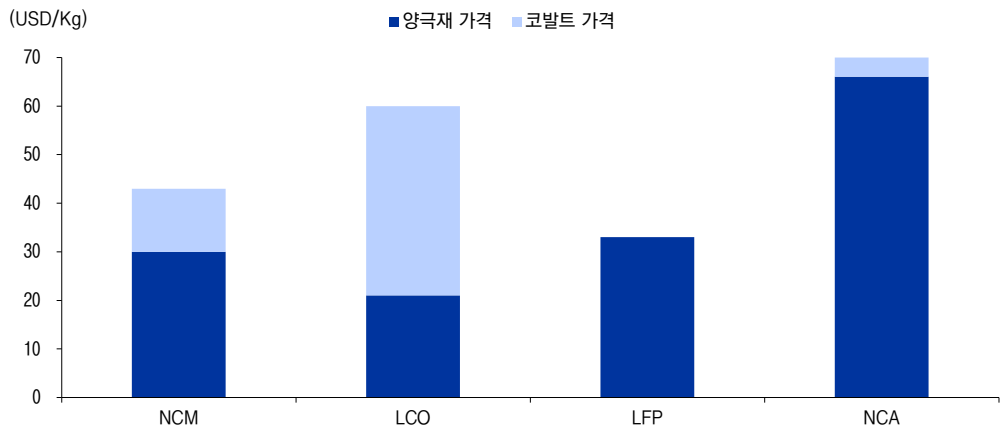
자료: 엘앤에프, 이베스트투자증권 리서치센터

그림121 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림122 양극재 별 가격 및 코발트 비중



즈: 코발트 가격을 최근 분기 $65/kg이라 가정했을 시
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자의견

국내 2차전지 소재기업 비교

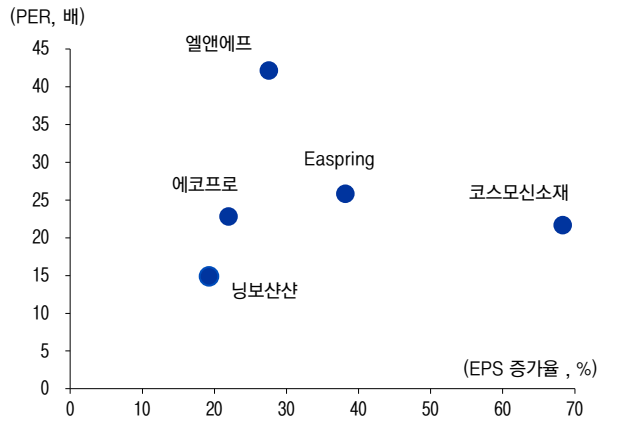
투자의견 '매수' 목표주가 58,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정은 2020년 예상 EPS에 글로벌 양극재 기업 평균 PER 24배를 적용한 값이다. 신규 공장 증설이 19년 말 완공되고 본격적인 매출성장을 통해 매출 1조원을 달성할 것으로 전망되는 2020년을 기점으로 투자의 관점을 가져가는 것이 바람직할 것으로 판단된다.

표46 엘앤에프 적정주가 계산

구분	값
2020 예상 EPS	2,454원
적정 P/E (글로벌 양극재 평균 배수)	23.8x
현재 P/E	15.3x
주당 가치	58,405원
목표 주가	**58,000원**
현재 가격	37,550원
상승 여력	54.4%

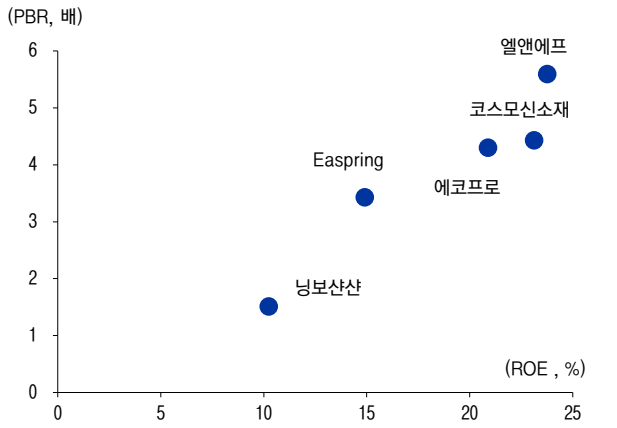
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림123 PER EPSG 그래프



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림124 PBR ROE 그래프



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표47 엘앤에프 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	**68.2**	**100.3**	**115.8**	**118.7**	**122.3**	**134.3**	**144.8**	**118.2**	**403.0**	**519.6**	**683.0**
YoY	39.7	72.4	64.6	64.1	79.2	33.9	25.1	-0.5	61.4	28.9	31.4
QoQ	-5.7	47.0	15.4	2.6	3.0	9.8	7.9	-18.4	0.0	0.0	0.0
영업이익	**4.3**	**7.5**	**10.4**	**7.1**	**8.1**	**9.9**	**7.9**	**4.8**	**29.4**	**30.7**	**48.3**
YoY(%)	흑전	117.3	105.9	7.8	88.0	32.1	-23.9	-32.8	111.9	4.7	64.3
QoQ(%)	-34.9	74.9	38.9	-31.9	13.7	22.9	-20.0	-39.9	0.0	0.0	0.0
영업이익률	6.3	7.5	9.0	6.0	6.6	7.4	5.5	4.0	7.3	5.9	7.4
순이익	**4.0**	**4.5**	**7.7**	**4.4**	**5.9**	**6.7**	**4.6**	**3.2**	**20.6**	**20.4**	**32.6**
YoY(%)	흑전	125.6	460.8	21.5	45.3	48.3	-39.6	-28.1	295.0	-1.2	59.8
QoQ(%)	11.6	12.8	69.1	-42.9	33.4	15.1	-31.1	-32.1	0.0	0.0	0.0
순이익률	5.9	4.5	6.6	3.7	4.8	5.0	3.2	2.7	5.1	3.9	4.8

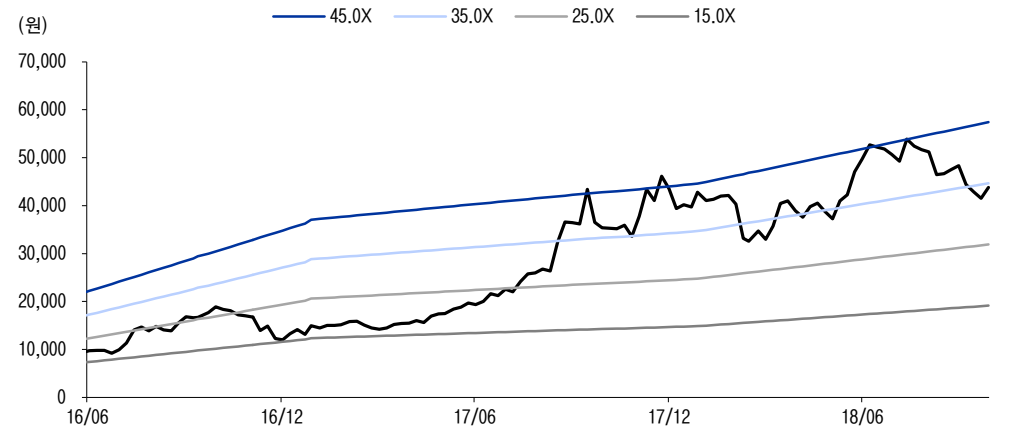
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표48 컨센서스 괴리

(십억원)	3Q18E			4Q18E			2018E		
	컨센서스	이베스트	차이	컨센서스	이베스트	차이	컨센서스	이베스트	차이
매출액	135.57	144.8	6.8%	138.7	118.2	-14.8%	527.1	519.6	-1.42%
영업이익	9.33	7.9	-14.7%	9.4	4.8	-49.1%	38.0	30.7	-19.2%
순이익	6.8	4.6	-31.7%	5.9	3.2	-46.5%	26.4	20.4	-22.9%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림125 엘앤에프 PBR 밴드 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

엘앤에프 (066970)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	107	161	215	250	326
현금 및 현금성자산	7	22	71	83	98
매출채권 및 기타채권	31	49	47	69	116
재고자산	64	85	86	86	100
기타유동자산	5	5	11	12	12
비유동자산	96	105	115	125	138
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	85	97	106	117	131
무형자산	10	6	6	6	5
자산총계	**203**	**265**	**329**	**375**	**464**
유동부채	81	104	138	153	184
매입채무 및 기타재무	14	23	31	46	77
단기금융부채	63	76	101	101	101
기타유동부채	4	5	6	6	6
비유동부채	34	38	34	35	35
장기금융부채	27	33	30	30	30
기타비유동부채	7	5	4	4	5
부채총계	**115**	**142**	**172**	**188**	**219**
지배주주지분	88	121	155	185	243
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	66	78	80	80	80
이익잉여금	9	28	46	76	134
비지배주주지분(연결)	0	2	2	2	2
자본총계	**87**	**123**	**157**	**187**	**245**

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**250**	**403**	**520**	**683**	**1,125**
매출원가	222	358	468	609	1,001
매출총이익	**28**	**45**	**52**	**74**	**124**
판매비 및 관리비	14	16	21	26	44
영업이익	**14**	**29**	**31**	**48**	**80**
(EBITDA)	24	39	42	64	110
금융손익	-2	-6	-1	0	0
이자비용	3	4	1	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-5	-5	-2	-5	-1
세전계속사업이익	**7**	**19**	**28**	**43**	**79**
계속사업법인세비용	2	-2	8	10	19
계속사업이익	5	21	20	33	60
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**5**	**21**	**20**	**33**	**60**
지배주주	6	20	20	33	60
총포괄이익	**5**	**24**	**20**	**33**	**60**
매출총이익률 (%)	11.1	11.2	9.9	10.9	11.0
영업이익률 (%)	5.6	7.3	5.9	7.0	7.1
EBITDA 마진률 (%)	9.4	9.7	8.0	9.4	9.7
당기순이익률 (%)	2.1	5.1	3.9	4.8	5.4
ROA (%)	3.1	8.5	6.8	9.2	14.4
ROE (%)	8.2	19.0	14.6	19.2	28.2
ROIC (%)	7.0	11.4	10.5	16.2	24.0

현금흐름표

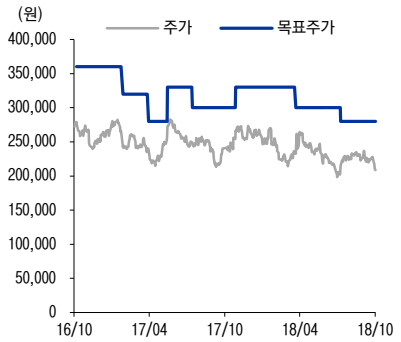
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**-10**	**7**	**51**	**42**	**60**
당기순이익(손실)	5	21	20	33	60
비현금수익비용가감	22	21	33	17	30
유형자산감가상각비	8	8	10	15	28
무형자산상각비	2	2	1	2	1
기타현금수익비용	1	1	22	0	0
영업활동 자산부채변동	-35	-31	4	-8	-29
매출채권 감소(증가)	-9	-18	2	-22	-46
재고자산 감소(증가)	-26	-21	-1	0	-14
매입채무 증가(감소)	2	9	9	15	31
기타자산, 부채변동	-2	-2	-5	0	0
투자활동 현금	**-17**	**-18**	**-21**	**-27**	**-43**
유형자산처분(취득)	-10	-15	-20	-25	-42
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-1	-1	0	0	0
기타투자활동	-4	0	0	0	0
재무활동 현금	**28**	**27**	**18**	**-2**	**-2**
차입금의 증가(감소)	4	32	18	0	0
자본의 증가(감소)	21	-6	-2	-2	-2
배당금의 지급	0	1	2	2	2
기타재무활동	2	1	2	0	0
현금의 증가	**1**	**15**	**48**	**13**	**15**
기초현금	6	7	22	71	83
기말현금	7	22	71	83	98

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	55.5	51.9	45.7	28.3	15.3
P/B	4.0	8.7	6.0	5.0	3.8
EV/EBITDA	18.2	28.9	23.7	15.2	8.8
P/CF	11.7	25.2	17.3	18.8	10.3
배당수익률 (%)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
성장성 (%)					
매출액	6.2	61.4	28.9	31.4	64.7
영업이익	흑전	111.9	4.7	54.9	68.2
세전이익	흑전	174.8	52.6	51.2	85.0
당기순이익	흑전	295.0	-1.2	59.8	85.0
EPS	흑전	205.9	-0.3	61.4	85.0
안정성 (%)					
부채비율	132.0	115.3	109.5	100.1	89.3
유동비율	132.0	154.3	155.9	163.6	176.9
순차입금/자기자본(x)	92.6	67.3	36.7	24.0	12.3
영업이익/금융비용(x)	4.3	6.6	37.0	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	90	108	131	131	131
순차입금 (십억원)	81	83	58	45	30
주당지표(원)					
EPS	269	824	822	1,327	2,454
BPS	3,783	4,938	6,263	7,481	9,816
CFPS	1,280	1,696	2,175	1,993	3,631
DPS	50	100	100	100	100

자료: 엘앤에프,이베스트투자증권, 리서치센터, K-IFRS 연결기준

현대모비스 목표주가 추이

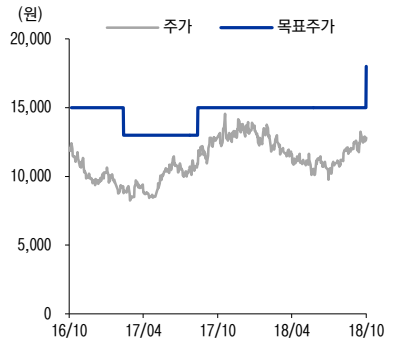


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2016.10.08	변경	유지웅			
2016.10.08	Buy	360,000	-21.5		-27.0
2017.01.30	Buy	320,000	-18.4		-22.8
2017.04.03	Buy	280,000	-7.1		-17.3
2017.05.19	Buy	330,000	-14.2		-20.8
2017.07.18	Buy	300,000	-14.2		-19.7
2017.10.31	Buy	330,000	-17.1		-24.3
2018.03.26	Buy	300,000	-11.8		-22.3
2018.07.13	Buy	280,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

한온시스템 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2015.03.16	변경	유지웅			
2016.10.08	Buy	15,000	-17.3		-32.3
2017.02.15	Buy	13,000	-11.9		-25.1
2017.08.17	Buy	15,000	-3.0		-19.9
2018.08.18	Buy	15,000	-11.7		-18.2
2016.10.08	Buy	15,000	-17.3		-32.3
2017.02.15	Buy	13,000	-11.9		-25.1
2018.10.08	Buy	18,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

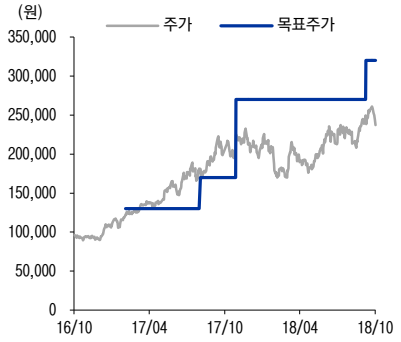
삼기오토모티브 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2016.04.04	변경	유지웅			
2016.11.15	Buy	5,500	-29.4		-37.4
2017.05.15	커버리지종목제외				
2018.10.08	NR				

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

삼성 SDI 목표주가 추이

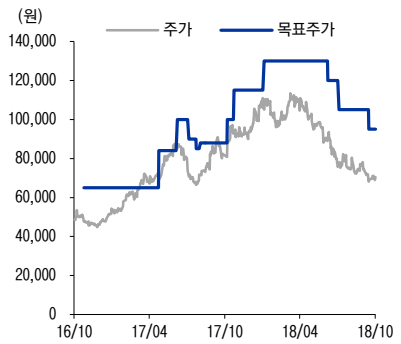


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2016.01.25	변경	어규진			
2017.02.06	Hold	130,000	45.4		14.5
2017.08.07	Hold	170,000		-0.6	16.0
2017.11.01	Buy	270,000	-7.6		-22.6
2018.09.12	Buy	320,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

LG 전자 목표주가 추이

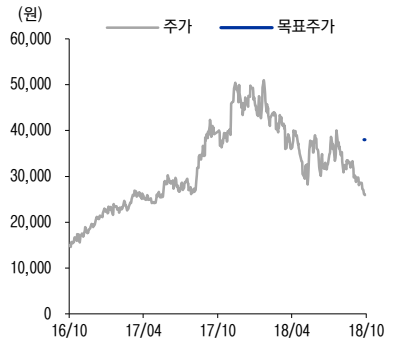


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2015.03.16	변경	어규진			
2016.10.28	Buy	65,000	11.8		-11.8
2017.04.28	Buy	84,000	5.1		-3.8
2017.06.12	Buy	100,000	-12.7		-17.3
2017.07.10	Buy	90,000	-20.6		-22.9
2017.07.28	Buy	85,000	-15.5		-19.5
2017.08.07	Buy	88,000	3.4		-8.5
2017.10.11	Buy	100,000	-2.8		-8.1
2017.10.27	Buy	115,000	-3.5		-15.9
2018.01.08	Buy	130,000	-12.7		-20.8
2018.06.12	Buy	120,000	-22.0		-30.2
2018.07.09	Buy	105,000	-21.6		-27.8
2018.09.19	Buy	95,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

아모텍 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.10.08	변경	어규진			
2018.10.08	Buy	38,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

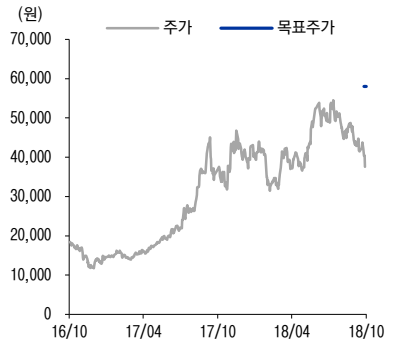
일진머티리얼즈 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.10.08	변경	주재호			
2018.10.08	Buy	71,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

엘앤에프 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.10.08	변경	주재호			
2018.10.08	Buy	58,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 어규진, 유지웅, 주재호)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% 기대 -20% 이하 기대	94.4% 5.6%	2015 년 2 월 2 일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2017. 10. 1 ~ 2018. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)