

2차전지

Apr 21, 2020

Overweight

유지

변하는 것과 변하지 않는것

Top Picks

종목명	투자의견	목표주가(12M)
일진머티리얼즈	Buy	54,000 원
천보	Buy	92,000 원

녹록치 않은 전기차 환경

COVID-19여파로 전기차 시장에 대한 우려감이 확산되고 있음. 유가 하락으로 그동안 저렴한 연료비를 통해 경제적 효과를 누릴 수 있었던 전기차 구매 매력에 반감되고 있음. 둔화되고 있는 자동차 산업에 얹힌데 덮친격으로 코로나로 인한 2월 판매량 급감은 2~3분기 불확실성을 가중시킴. 전기차 전환을 위한 내연기관차에 대한 규제는 단기적으로 자동차 업체에 큰 부담으로 작용. 이에 따라 미국은 선제적으로 연비수준을 대폭 완화했으며 유럽에서도 자동차 협회들은 Co2배출규제를 완화해달라고 요청한 상황. 이러한 경제둔화에 따른 유가하락 및 자동차 업체의 생존 문제는 단기적으로 친환경차로의 변화를 저해하는 요소가 될 것.

변함없는 전기차 중장기 성장 방향

그러나 중장기적으로 전기차의 성장은 지속될 것으로 전망하는데 ①인류의 생존을 위협하는 기후 변화 문제는 더 이상 미룰 수 없으며 ②중국은 역성장을 보이는 전기차 판매량과 전기차 및 자율주행차의 굴기를 이어가고자 함. ③완성차 입장에서 그동안 단행했던 투자 및 생산 로드맵을 철회하기 어려움. ④지속적으로 배터리 산업 내 체질 강화를 통해 가격 하락을 이루어 가고 있으며 전기차 본연의 구매매력 개선이 이루어지는 것은 긍정적.

단기적 충격을 견디는 우량한 재무구조에 주목

전기차의 중장기적인 성장 방향성에는 변함이 없으나 단기적으로 전기차 환경은 녹록치 않은 전망. 불확실한 상황에서 충격에 견딜 수 있는 재무구조가 안정적인 기업에 주목해야 할 시점. 테슬라의 전기차 시장 주도하에 국내 2차전지 기업의 주가 동조화가 일어나고 있어 테슬라의 향후 이벤트에 모멘텀이 지속될 것. 2차전지 중소형 업체 중에서 재무적 여건이 우수한 기업은 일진머티리얼즈, 천보로 나타남.



IT 최보영

3771-9724, 20190031@iprovest.com



KYOBO 교보증권

CON- TENTS

KYOBOTO
교보증권

Key Chart

1. 녹록치 않은 전기차 시장 환경

- 1-1. COVID-19 가 가져온 충격
- 1-2. 유가하락으로 인한 전기차 매력 하락
- 1-3. 완성차 업체들 영업환경 악화로 정부의 환경규제완화

2. 변함없는 전기차의 중장기 성장 방향

- 2-1. 경제적 논리보다 중요한 전기차 변화
- 2-2. 보조금 없이도 소비자에게 전기차 매력 상승
- 2-3. 2 차전지 기업들 꾸준한 증설과 Supply Chain 강화 중

3. 단기적 충격을 견디는 우량한 재무구조에 주목

- 3-1. 단기 충격에 돋보이는 우량한 기업
- 3-2. Tesla, 전기차 산업의 길잡이

기업분석

일진머티리얼즈 020150 / Buy / TP 54,000 원

천보 278280 / Buy / TP 92,000 원

2 차전지

변하는 것과 변하지 않는 것

Key Chart

[Key Chart 1] 국내 기준 1Km 당 충전/주유 비용 추정 테이블

전기차		디젤차		디젤차대비 전기차 연비 절감율	
(코나일렉트릭)	(단위: 원)	(코나 1.6 디젤)	(단위: 원)	차액/1Km(원)	(%)
배터리 용량(kWh)	64.0	디젤 연료탱크 용량(ℓ)	50.0	EV-디젤	
최대 주행 가능 거리(Km)	406.0	최대 주행 가능 거리(Km)	865.0		
과거_(유가 하락 전)					
kWh 당 충전요금 (현행요금기준)	173.8	경유 1L 당 주유비용 (국내 2018 년 평균)	1,391.0		
100% 충전요금	11,123.2	100% 주유 비용	69,550.0	-42.0%	
1Km 당 충전비용	27.4	1Km 당 주유비용	80.4	-53.0	-65.9%
현재_(2020 년 4 월 기준, 유가 20% 하락 반영)					
kWh 당 충전요금 (현행요금기준)	173.8	경유 1L 당 주유비용 (국내 최근가격)	1,119.8		
100% 충전요금	11,123.2	100% 주유 비용	55,988.5	-40.1%	
1Km 당 충전비용	27.4	1Km 당 주유비용	64.7	-37.3	-57.7%
가정 1_(전기요금 40% 인상*, 유가 4 월 기준)					
kWh 당 충전요금 (40%인상)	243.3	경유 1L 당 주유비용 (국내 최근가격)	1,119.8		
100% 충전요금	15,571.2	100% 주유 비용	55,988.5	-36.1%	
1Km 당 충전비용	38.4	1Km 당 주유비용	64.7	-26.4	-40.7%
가정 2_(전기요금 100% 인상**, 유가 45% 하락 반영)					
kWh 당 충전요금 (100%인상)	347.6	경유 1L 당 주유비용 (국내 최근가격)	618.0		
100% 충전요금	22,246.4	100% 주유 비용	30,900.0	-14.0%	
1Km 당 충전비용	54.8	1Km 당 주유비용	35.7	19.1	53.4%

자료: 교보증권 리서치센터

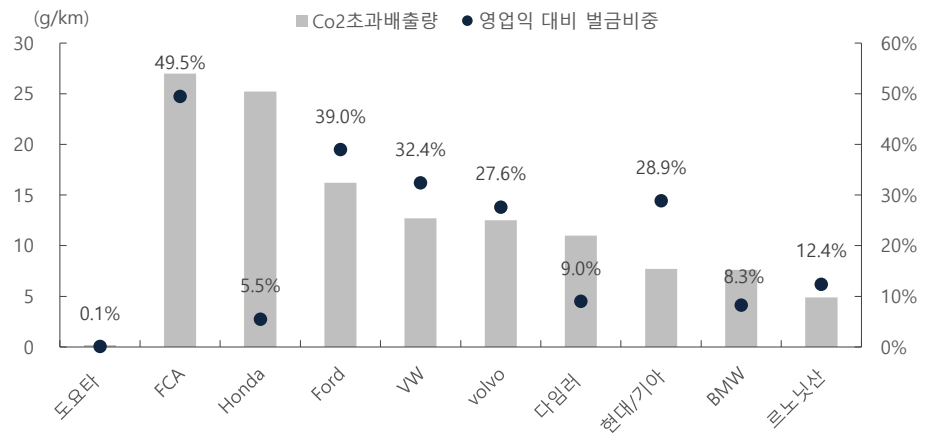
주1) * 전기요금 40%인상: 2020년 7월 부터

주2) ** 전기요금 100%인상: 2021년 7월 부터

2 차전지

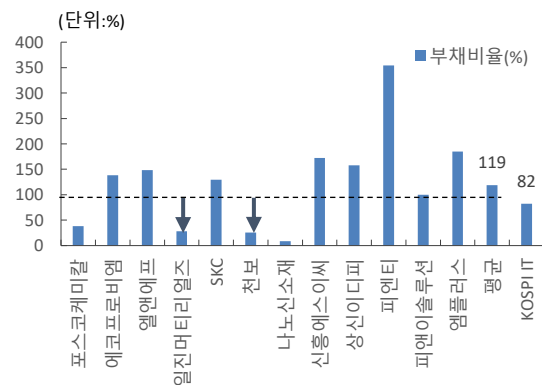
변하는 것과 변하지 않는 것

[Key Chart 2] 글로벌 완성차 기업의 Co2 초과배출 및 벌금규모



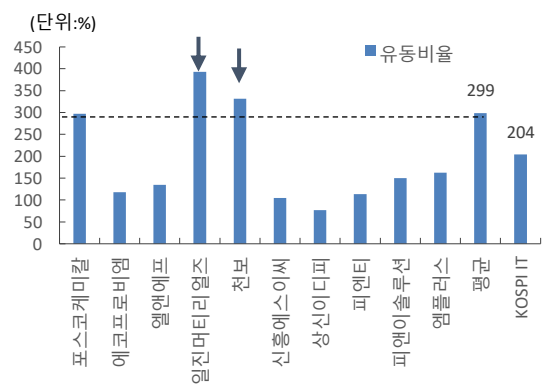
자료: 교보증권 리서치센터

[Key Chart 3] 2 차전지 중 소형 기업별 부채비율



자료: 교보증권 리서치센터

[Key Chart 4] 2 차전지 중 소형 기업별 유동비율

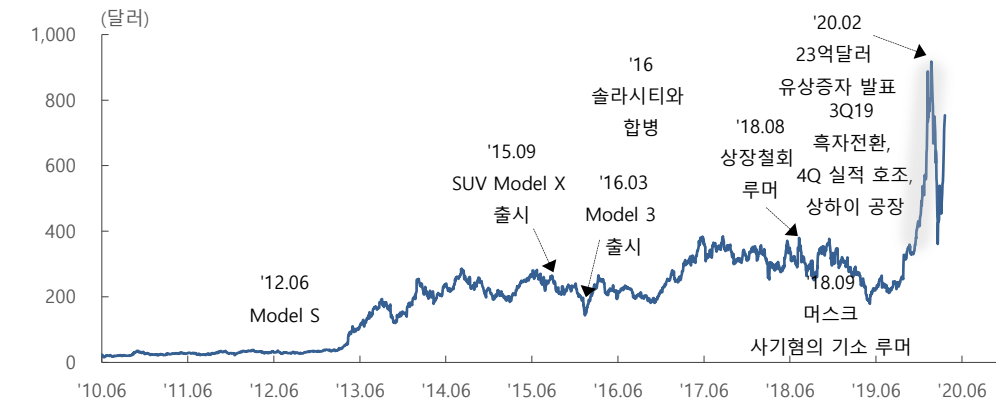


자료: 교보증권 리서치센터

2 차전지

변하는 것과 변하지 않는 것

[Key Chart 5] Tesla 주가 추이와 주요 이벤트



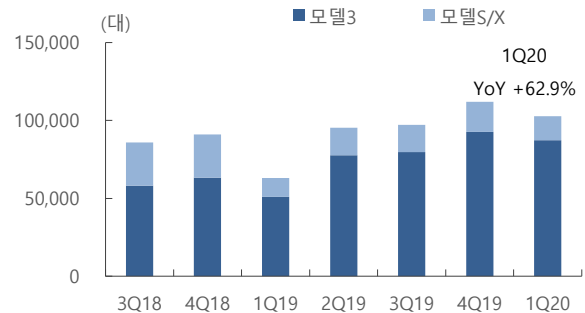
자료: 교보증권 리서치센터

[Key Chart 6] Tesla 향후 이벤트

향후 이벤트 전망
① 모델 Y 2Q20 생산·판매 시작, 1Q 출고 예정 장기적 판매량 모델 3/S/X 합보다 많을 것
② 규모의 경제 확보로 메이저 OEM 급 원가 경쟁력 20/21F 순이익 턴어라운드 전망
③ 중국: FDS 규제 없어 미국 동일 성능 판매 가능 FDS 출시로 자율주행에서도 경쟁사 압도

자료: 교보증권 리서치센터

[Key Chart 7] Tesla 분기별 판매량 추이



자료: 교보증권 리서치센터

1. 녹록치 않은 전기차 시장 환경

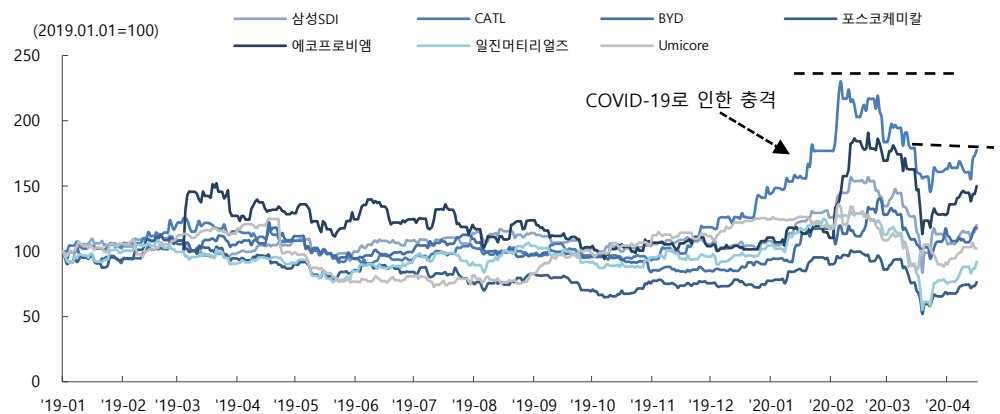
1-1. COVID-19가 가져온 충격

COVID-19가 가져온 충격 ①유가하락, ②환경규제완화

COVID-19가 가져온 충격으로 단기간 시장은 리먼사태 이상의 하락폭을 경험하며 금융시장에서 실물 경제로의 타격을 우려하는 상황이다. 한국은 선제적 대응으로 인해 확진자 증가세 진정되고 있으며 국내 주식시장 역시 급격한 반등을 보여주고 있으나, 2분기 이후 수출기업들의 소비부진 타격으로 불확실성이 혼재되어 있다.

국내 2차전지 업체들은 2017~2018년 테슬라 Model3의 판매량과 실적성장에 힘입어 급격한 주가 상승을 보였으나, 2018년 연말부터 이어지는 ESS화재사건 여파와 글로벌 전기차 판매량이 부진한 모습을 보이자 지지부진한 모습을 보였다. 2020년 연초부터 Tesla 효과로 긍정적인 흐름을 보였던 2차전지 섹터에 COVID-19로 우려감이 생기고 있다. 시장이 우려는 유럽의 단기적 판매량 감소뿐 아닌 유가하락, 정부 환경규제완화로 중장기적 친환경 트렌드에 변화에 대한 불확실성이다.

[도표 1] 글로벌 2차전지 업체들 주가추이



자료: 교보증권 리서치센터

1-2. COVID19 충격_① 유가하락으로 전기차 매력약화

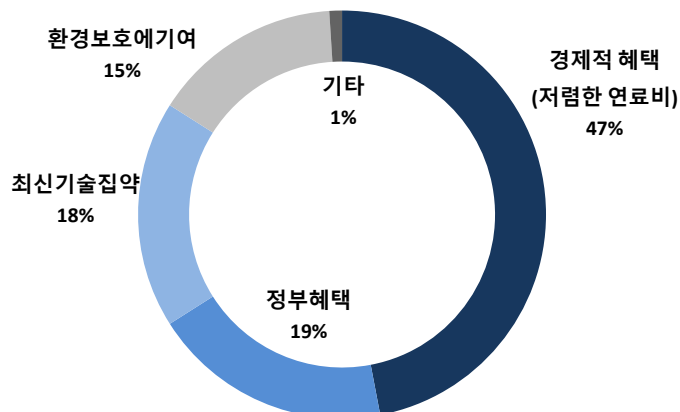
유가하락에 따른 전기차 유지비용 매력 약화

유가 하락으로 저렴한 연료비가 강점이었던 전기차 선택의 매력도가 약화되고 있다. ‘EV Trend Korea 2018’에서 조사한 전기차를 선택의 기준에서도 47%의 응답자가 저렴한 연료비인 경제적 혜택을 최우선으로 선택했다. 전기차 도입비용은 높았으나 낮은 유지비용이 강점으로 파악되어 소비자에 혜택을 주었기 때문이다.

유가 하락의 시나리오별 가정과 전기차의 1Km당 충전/주유비용을 분석해 보았다. 국내와 독일 기준으로 유가 하락전 각 66%, 37%의 전기차 연비 절감효과를 유가하락에 따라 현재 각 58%, 13% 로 그 폭을 좁히고 있으며 향후 전기요금 인상 및 유가 하락을 가정 했을 시 디젤 자동차의 경제적 혜택이 클 것으로 예상된다.

가정은 현재 국내 전기요금 Kwh당 충전 요금인 173.8원에서 순차적으로 인상될 전기차 충전요금과 2018년 유가 하락 전 주유비용에서 최근 하락 및 과거 주유가격 하단을 반영하였다. 기준 자동차는 ‘코나 일렉트릭’과 ‘코나 1.6 디젤’을 비교하였다. 참고로 이 차종은 현대차의 2019년 유럽판매량 536,104에서 약 20%를 차지한 차종이다. 이를 통해 산출된 연비 비용에서 유가하락 이전과 현행 충전요금에서 전기차는 66%의 절감효과를 보았으나 향후 전기요금 100% 인상과 유가 하락을 반영했을 시 디젤차가 53% 저렴한것으로 계산되었다. 독일의 경우 2017~2018년 충전요금과 주유가격에서 향후 전기요금 인상과 과거 주유가격 하단을 반영 했을시 37%의 전기차 절감효과에서 19%의 디젤차 연비효과가 산출되었다.

[도표 2] 전기차를 선택하는 가장 큰 이유 → 경제적 혜택



자료: EV Trend Korea 2018, 교보증권 리서치센터

2 차전지

변하는 것과 변하지 않는 것

[도표 3] 국내 기준 1Km 당 충전/주유 비용 추정 테이블

전기차		디젤차		디젤차대비 전기차 연비 절감율	
(코나일렉트릭)	(단위: 원)	(코나 1.6 디젤)	(단위: 원)	차액/1Km(원)	(%)
배터리 용량(kWh)	64.0	디젤 연료탱크 용량(ℓ)	50.0	EV-디젤	
최대 주행 가능 거리(Km)	406.0	최대 주행 가능 거리(Km)	865.0		
과거_(유가 하락 전)					
kWh 당 충전요금 (현행요금기준)	173.8	경유 1L 당 주유비용 (국내 2018 년 평균)	1,391.0		
100% 충전요금	11,123.2	100% 주유 비용	69,550.0	-42.0%	
1Km 당 충전비용	27.4	1Km 당 주유비용	80.4	-53.0	-65.9%
현재_(2020 년 4 월 기준, 유가 20% 하락 반영)					
kWh 당 충전요금 (현행요금기준)	173.8	경유 1L 당 주유비용 (국내 최근가격)	1,119.8		
100% 충전요금	11,123.2	100% 주유 비용	55,988.5	-40.1%	
1Km 당 충전비용	27.4	1Km 당 주유비용	64.7	-37.3	-57.7%
가정 1_(전기요금 40% 인상*, 유가 4 월 기준)					
kWh 당 충전요금 (40%인상)	243.3	경유 1L 당 주유비용 (국내 최근가격)	1,119.8		
100% 충전요금	15,571.2	100% 주유 비용	55,988.5	-36.1%	
1Km 당 충전비용	38.4	1Km 당 주유비용	64.7	-26.4	-40.7%
가정 2_(전기요금 100% 인상**, 유가 45% 하락 반영)					
kWh 당 충전요금 (100%인상)	347.6	경유 1L 당 주유비용 (국내 최근가격)	618.0		
100% 충전요금	22,246.4	100% 주유 비용	30,900.0	-14.0%	
1Km 당 충전비용	54.8	1Km 당 주유비용	35.7	19.1	53.4%

자료: 교보증권 리서치센터

주1) * 전기요금 40%인상: 2020년 7월 부터

주2) ** 전기요금 100%인상: 2021년 7월 부터

2 차전지

변하는 것과 변하지 않는 것

[도표 4] 유럽, 독일 기준 1Km 당 충전/주유 비용 추정 테이블

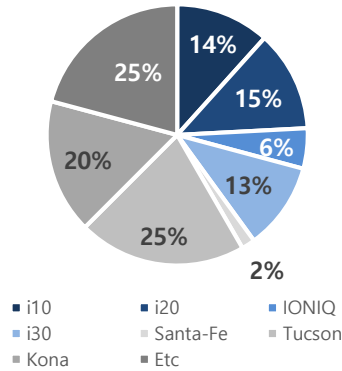
전기차		디젤차		디젤차대비 전기차 연비 절감율	
(코나일렉트릭)	(단위: 원)	(코나 1.6 디젤)	(단위: 원)	차액/1Km(원)	(%)
배터리 용량(kWh)	64.0	디젤 연료탱크 용량(ℓ)	50.0	EV-디젤	
최대 주행 가능 거리(Km)	406.0	최대 주행 가능 거리(Km)	865.0		
과거_(유가 하락 전)					
kWh 당 충전요금 (독일 '17~18 년 요금)	0.31	경유 1L 당 주유비용 (독일 '17~18 년 가격)	1.35		
100% 충전요금	19.8	100% 주유 비용	67.5		-35.3%
1Km 당 충전비용	0.05	1Km 당 주유비용	0.08	-0.03	-37.4%
현재_(2020 년 4 월 기준 독일 요금, 유가 20% 하락 반영)					
kWh 당 충전요금 (현행요금기준)	0.31	경유 1L 당 주유비용 (독일 최근가격)	0.97		
100% 충전요금	19.8	100% 주유 비용	48.5		-29.5%
1Km 당 충전비용	0.05	1Km 당 주유비용	0.06	-0.01	-12.8%
현재_'유럽평균'(2020 년 4 월 기준 유럽 요금, 유가 20% 하락 반영)					
kWh 당 충전요금 (유럽 현재 평균)	0.23	경유 1L 당 주유비용 (유럽 최근가격)	1.08		
100% 충전요금	14.7	100% 주유 비용	54.0		-36.4%
1Km 당 충전비용	0.04	1Km 당 주유비용	0.06	-0.03	-41.9%
가정 1_(독일요금 10% 인상*, 유가 과거 하단 기준)					
kWh 당 충전요금 (독일 10%인상 가정)	0.34	경유 1L 당 주유비용 (유럽하단)	0.78		
100% 충전요금	21.8	100% 주유 비용	39.0		-22.1%
1Km 당 충전비용	0.05	1Km 당 주유비용	0.05	0.01	18.9%

자료: 교보증권 리서치센터

2 차전지

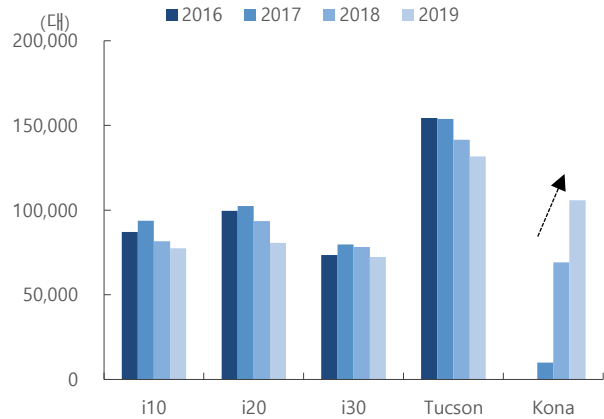
변하는 것과 변하지 않는 것

[도표 5] 현대차 유럽지역 Kona 판매비중(2019년 기준)



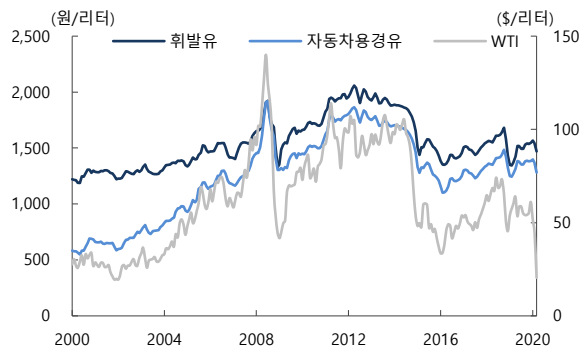
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 현대차 유럽지역 차종별 판매추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 7] WTI 가격과 국내 주유가격 추이



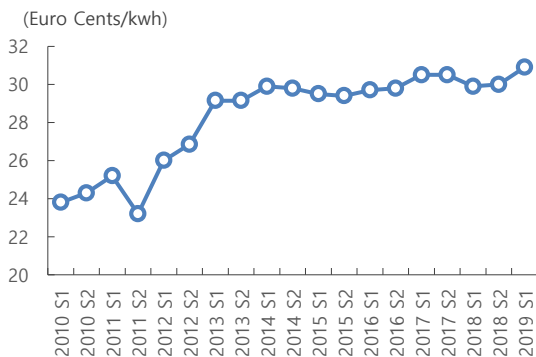
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 8] 독일 주유가격 추이



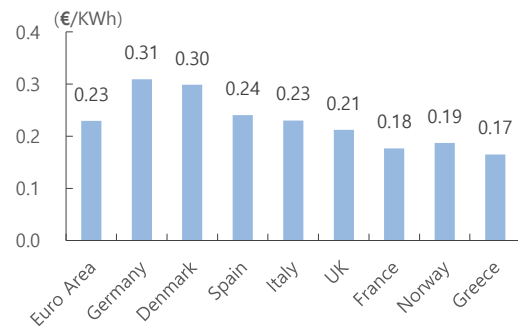
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 9] 독일 kwh 당 전기가격 추이



자료: MyLPGEU, 교보증권 리서치센터

[도표 10] Euro 지역별 kwh 당 전기가격



자료: statista, 교보증권 리서치센터

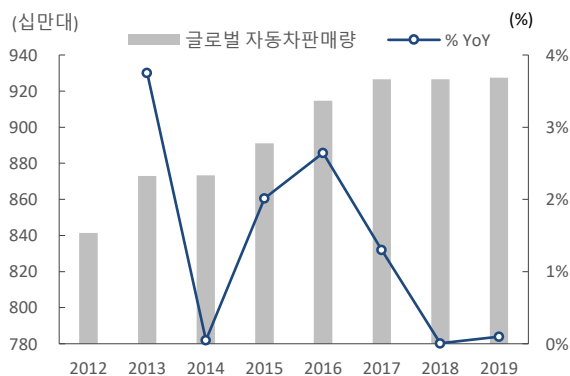
1-3. COVID19 충격_② 정부의 환경규제완화

생존이 우선인 자동차산업, 환경규제 강제로 출혈이 크다.

글로벌 자동차 판매량은 2016년 이후 성장률 둔화를 보이다 최근 COVID-19 여파로 2월 판매량 YoY-19% 급감을 보였다. 경기에 민감한 자동차 산업은 공장의 섯다운, 소비자들의 소비력 하락, 이동제한으로 인한 차량 판매가 멈춰지며 2,3분기 자동차 판매량은 더욱 악화될 것을 전망하고 있다. 이로 인해 글로벌 자동차 업체들의 주가는 연초대비 약 -30%의 주가 하락을 경험하고 있으며 금융위기에도 조업을 지속했던 것에 반해 대부분의 자동차 업체가 일제히 생산을 중단한 전례 없는 상황이다. 자동차 업체들은 불가피한 손익악화, 고용인구를 감안 했을때 3개월 이상 기간이 확대 된다면 보유현금 소멸되는 지경에 이르고 있다.

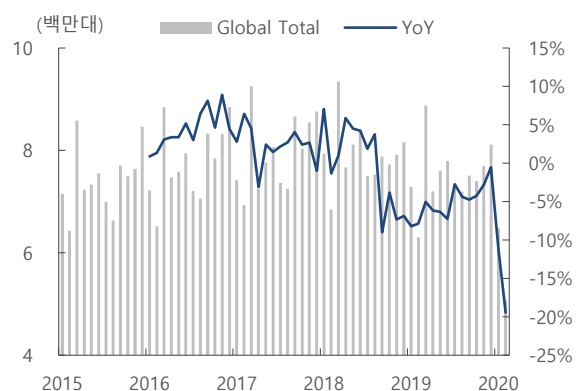
지난 4월 4일 유럽자동차제조업체협회(ACEA), 유럽자동차부품공업협회, 유럽딜러협회 등 3개 단체는 유럽연합(EU)에 자동차 Co2 배출규제를 완화해달라고 요청했다. 2020년 기준 유럽 Co2규제에 대한 벌금 규모는 영업이익대비 비중으로 FCA 49.5%, Ford 29%, 폭스바겐 32.4%로 엄청난 부담이 가중되는 금액이다. 유로존에서 약 1000억 유로 규모의 실업지원대책이 나오고 있는 상황에서 유동성 위기가 우려되는 자동차 기업들이 전기차 전환을 강제하기 어려운 상황이다. 4월 1일 미국 교통부는 자동차 제조업체의 연비 수준을 2025년까지 갤런당 54.5마일(23.2km/L)에서 2026년까지 갤런당 40.4마일(17.2km/L)로 낮추며 배출가스 기준을 대폭 완화했다.

[도표 11] 연도별 글로벌 자동차 판매량 둔화 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 12] 월별 글로벌 자동차 판매량 급감 추이

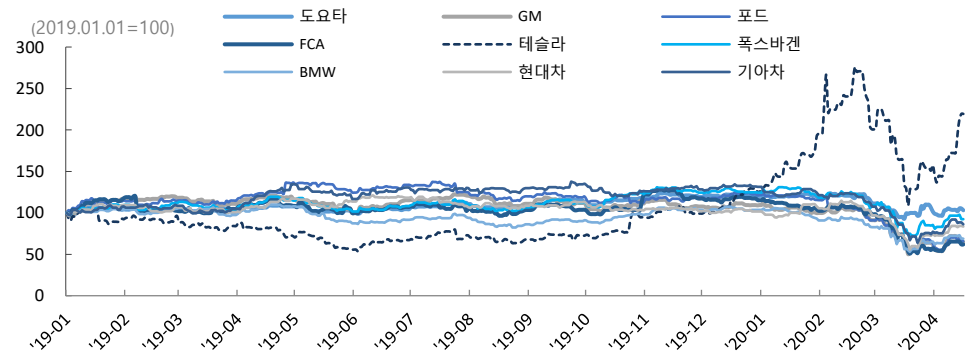


자료: 교보증권 리서치센터

2 차전지

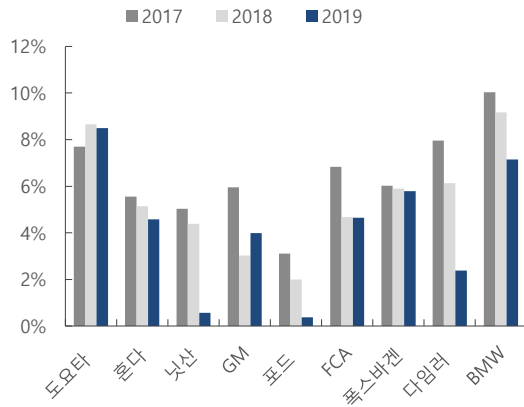
변하는 것과 변하지 않는 것

[도표 13] 글로벌 자동차 업체들 주가추이



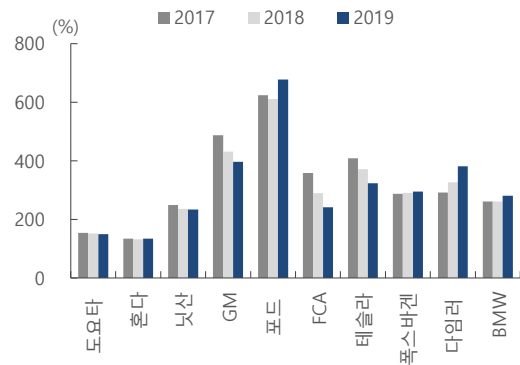
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 14] 글로벌 자동차 제조업체 영업이익률 추이



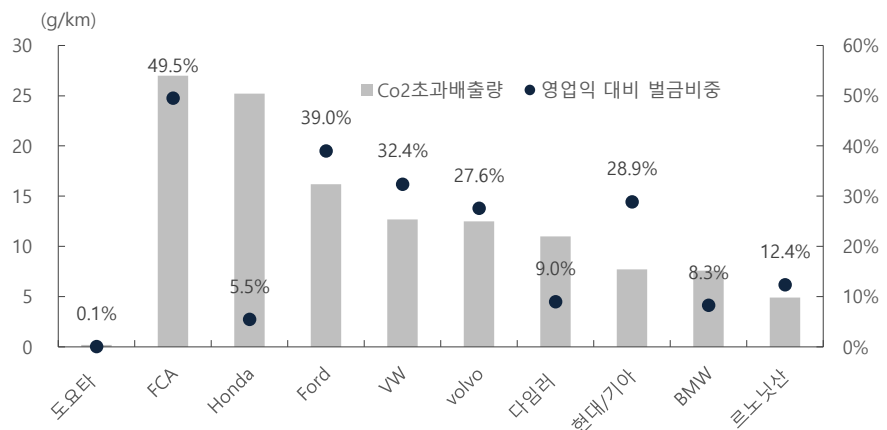
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 15] 글로벌 자동차 제조업체 부채비율 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 16] 글로벌 완성차 기업의 Co2 초과배출 및 벌금규모



자료: 교보증권 리서치센터

2. 그러나 변함없는 전기차의 중장기 방향성

2-1. 경제적 논리보다 중요한 전기차 변화

①환경문제 인류의 생존이 걸린 문제 → 유럽 : 2030년 이후 순차적인 내연기관 퇴출

최근 코로나 사태로 규제 완화 목소리가 커져가나 유럽에서 생각하는 환경인식은 경제적 논리로 비교할 수 있는 사항이 아니기 때문에 지속될 것으로 예상한다. 유럽은 2000년대 초반부터 글로벌 에너지 소비량 증가에 따른 에너지 및 환경문제를 해결하기 위한 포괄적인 공동 에너지 정책을 마련하였으며 기후변화에 대한 인식과 지식 그리고 개인적인 실행에 책임감을 갖고 진행하고 있다. 일례로 독일에서는 환경교육을 학교 교육의 의무분야로 설정하며 환경과괴에 대한 책임감과 국제적 과제를 인식시키고 있다. 청년들은 탄소배출이 높은 비행기를 타는 것을 죄책감을 느껴 줄업여행을 캠핑으로 전환하며 환경에 대한 문제제기를 위해 시위에 나서고 있다. 정부의 환경규정 역시 엄격하게 적용되고 있으며 도심환경보호제도를 통해 미세먼지 배출량이 많은 차량은 환경보호구역에 출입이 금지된다.

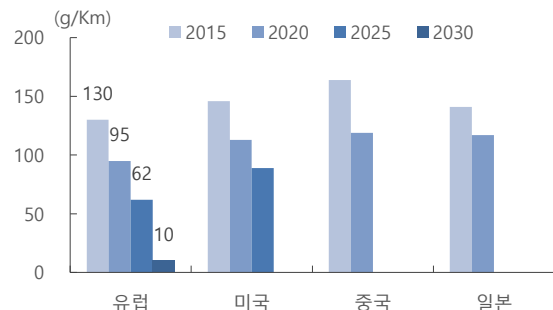
파리협약은 대기 중 이산화탄소 450ppm로 제한하는 전세계가 합의한 기온상승의 마지노선이다. 지구 대기의 이산화탄소 농도는 2015년 400ppm에서 2018년 410ppm으로 증가했는데 최근의 이산화탄소 증가 속도는 빙하기 때보다 100배 빠른 수준으로 점차 가속도가 붙는 상황이다. 이 같은 심각한 기후위기를 방어하기 위해 유럽연합은 이산화탄소 배출 규제, 전기차 의무 판매제와 같은 채찍과 전기차 보조금을 통한 당근을 이용하고 있다. 2020년부터 유럽은 자동차 이산화탄소 평균 배출량은 대당 95g까지 내리지 않으면 자동차 제조사에 강도 높은 벌금을 부과하는 법의 시행을 앞두고 있었다. 이러한 규제에 대해 단기적인 완화는 있을수 있으나 양보할 수 없는 문제임은 분명하다.

[도표 17] 주요 유럽 국가별 내연기관차 판매 중단 발표 현황

국가	발표내용
영국	•2035년부터 가솔린, 경유차 판매금지
프랑스	•2040년까지 가솔린, 경유차 판매금지
독일	•2030년부터 가솔린, 디젤금지 결의안 통과
네덜란드	•2025년부터 순수 전기차만 판매허용
노르웨이	•2025년부터 친환경차량의 100%운행 목표

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 18] 주요 국가별 승용차 Co2 배출량 목표

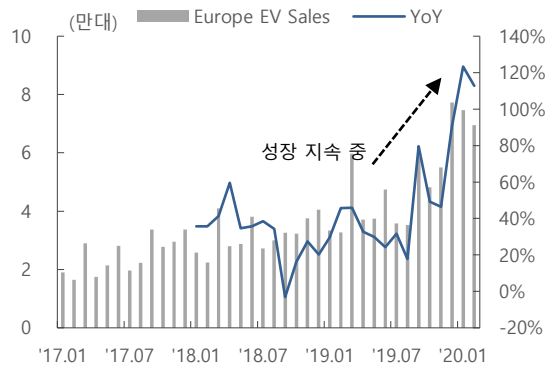


자료: 교보증권 리서치센터

2 차전지

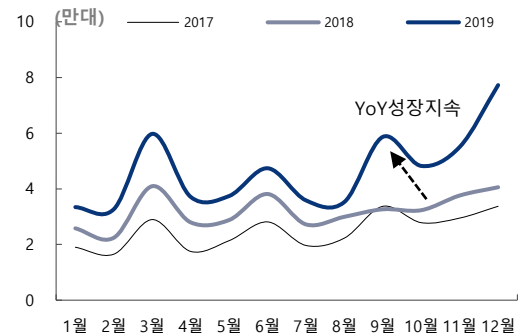
변하는 것과 변하지 않는 것

[도표 19] 유럽 전기차 월별 판매량 추이



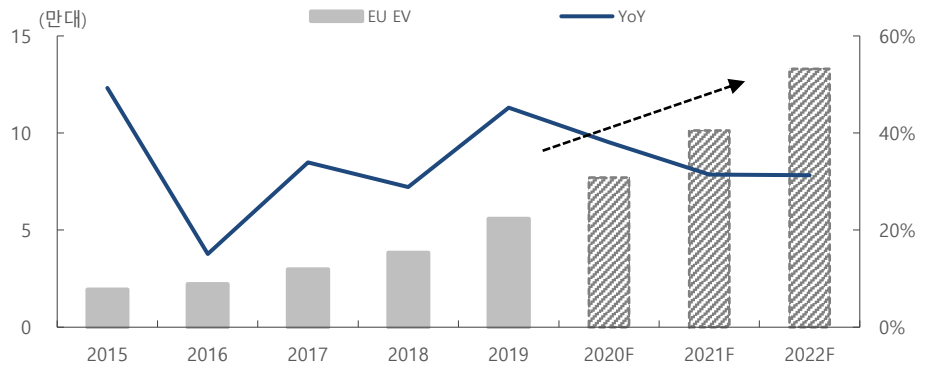
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 20] 유럽 전기차 연도별 판매량 추이



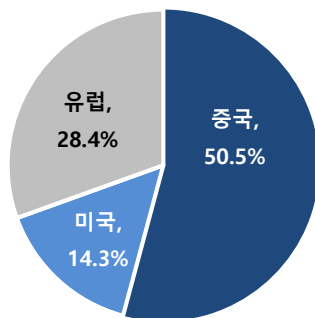
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 21] 유럽 전기차 판매량 추이 및 전망



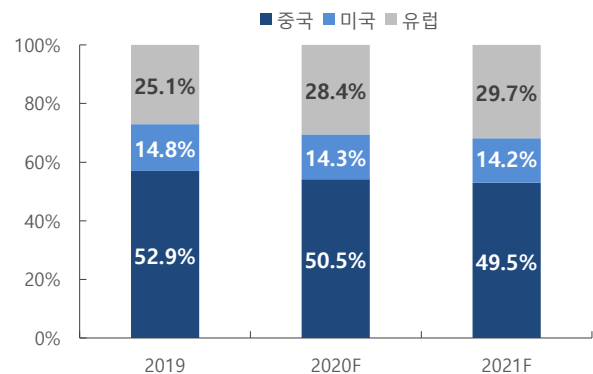
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 22] 글로벌 전기차 판매비중



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 23] 국가별 전기차 비중



자료: 교보증권 리서치센터

② 중국은 여전히 전기차 패권을 가져가고 싶다 → 중국 : 전기차 굴기 지속

사실상 중국의 전기차 굴기(崛起·우뚹 섬)를 이루었다고 평가받고 있다. 1995년 설립된 BYD는 2019년 215,403대의 글로벌 전기차 판매고를 올렸으며 이는 Tesla의 366,680대에 이어 글로벌 두번째이다. 중국 최대의 배터리 제조사인 CATL은 삼원계 리튬이온배터리 제조 성능에 대한 의심이 있었으나 글로벌 자동차 업체에 수주를 받으며 국내 배터리 업체들과 어깨를 견주는 위치로 올라섰다. 이 같은 성과는 대부분 정부의 강력한 지원정책을 통한 결과이다.

그러나 중국의 보조금 감소 및 2020년 이후 의무 판매제를 강제하는 변곡점인 2019년 하반기 중국 전기차 판매량은 2018년 대비 역성장, 2020년 2월 기준 전기차 판매량과 배터리 출하량이 각각 -46.8%, -84%로 급감, 배터리 제조업체의 구조조정 (2016년 기준으로 150개 → 2021년 이후로는 20여개로 축소)되면서 산업내 어려움을 겪고 있다.

중국 정부는 자동차 굴기를 이어가고 어려운 산업내 부진을 타개하기 위해 전기차 보조금(신에너지 자동차 구매 보조금 제도)을 22년까지 연장하기로 결정했다. 이로 인해 중국의 4차 산업혁명의 대표로 꼽히는 자율주행차로의 변화와 미국을 넘어서는 해게모니 장악을 위한 초석을 다지며 전기차 판매량은 다시 탄력을 받을 것으로 예상된다. 덧붙여 국내 배터리 3사의 제품을 탑재한 차량이 중국 전기차 보조금 추천 목록에 오르며 분위기가 전환됐다. 향후 중국 정부가 어떤 선택을 하나에 따라, 중국 시장 공략 여부가 드러날 것으로 보인다.

[도표 24] 중국 굴기로 성장한 산업과 업체

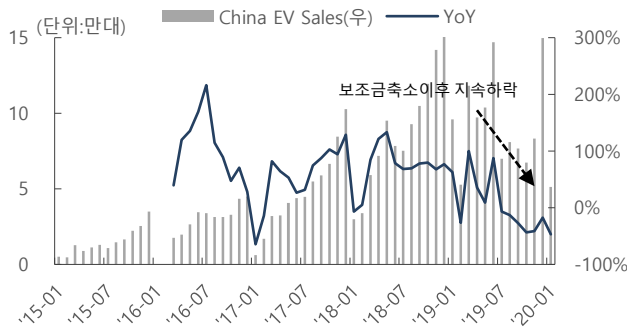
분야	업체	현황
전기자동차	BYD	• 1995 년 설립 • 2019 년 전기차 판매량 21 만대로 세계 2 위
휴대전화	화웨이	• 1987 년 설립 • 2015 년 1 억 대 이상 판매, 매출액 약 67 조 1500 억 원
평판 TV	하이센스	• 2004 년 이후 중국 TV 시장 1 위 • 2015 년 세계 LCD TV 시장 점유율 5.6%로 • 삼성, LG 에 이어 글로벌 시장점유율 순위 3 위
드론	DJI	• 2006 년 설립 • 2015 년 개인용 무인기 세계시장 점유율 77%로 1 위

자료: 교보증권 리서치센터

2 차전기

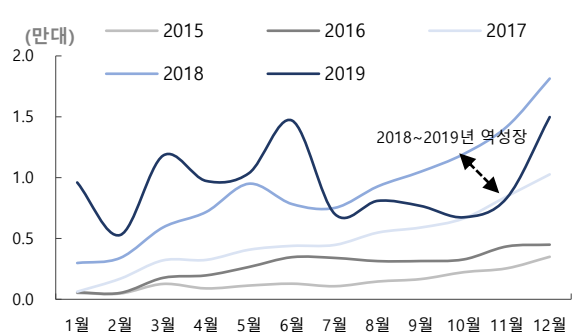
변하는 것과 변하지 않는 것

[도표 25] 중국 전기차 월별 판매량 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 26] 중국 전기차 연도별 판매량 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 27] 중국 보조금정책 기준 VS 변경안

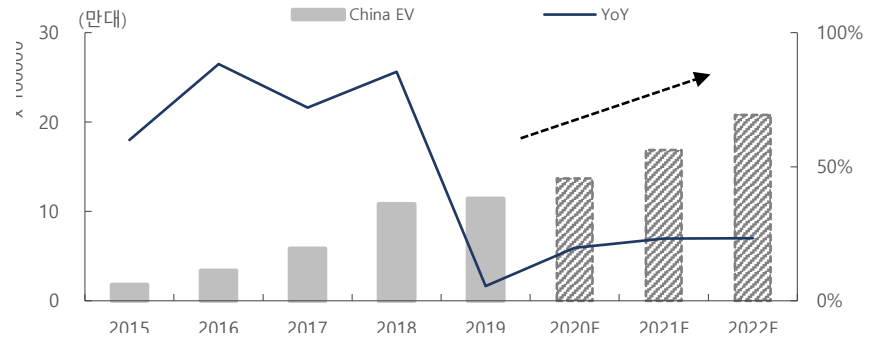
보조금 (만원)	연도	에너지밀도 (Wh/kg)	주행거리					
			100≤R<150	150≤R<200	200≤R<250	250≤R<300	300≤R<400	R≥400
BEV	2016		2.50	4.50		5.50		
	2017	90~120	2.00	3.60	3.60	4.40	4.40	4.40
		>120	2.20	3.96	3.96	4.84	4.84	4.84
	2018	105~120		0.90	1.44	2.04	2.70	3.00
		120~140		1.50	2.40	3.40	4.50	5.00
		140~160		1.65	2.64	3.74	4.95	5.50
		>160		1.80	2.88	4.08	5.40	6.00
	2019	105~125				0.00	0.00	0.00
		125~140				1.44	1.44	2.00
		140~160				1.62	1.62	2.25
		>160				1.80	1.80	2.50
기존	2020	>160						
변경안	2020~2022	>160					1.62	2.25

자료: 교보증권 리서치센터

2 차전지

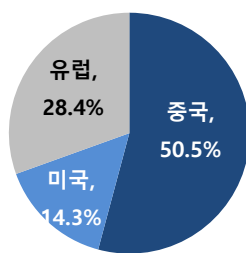
변하는 것과 변하지 않는 것

[도표 28] 중국 전기차 판매량 추이 및 전망



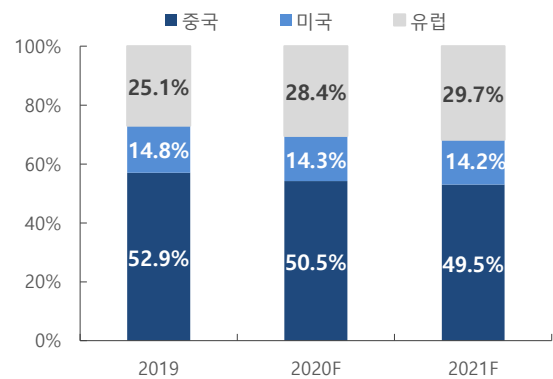
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 29] 글로벌 전기차 판매비중



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 30] 글로벌 국가별 성장률 비교



자료: 교보증권 리서치센터

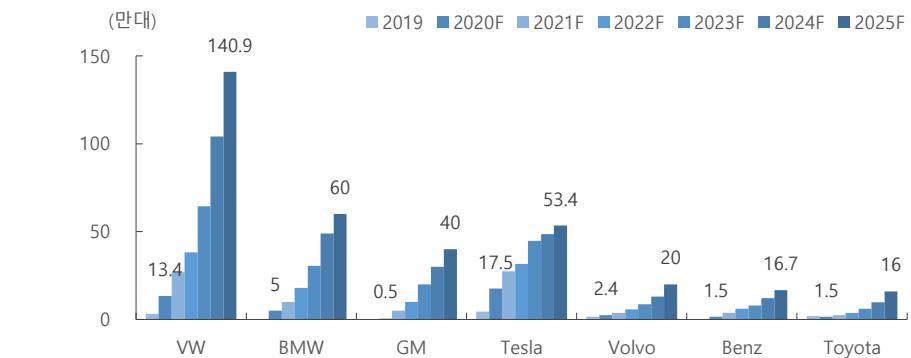
2 차전지

변하는 것과 변하지 않는 것

③ 완성차업체 되돌아 오기엔 너무 멀리 와버렸다.

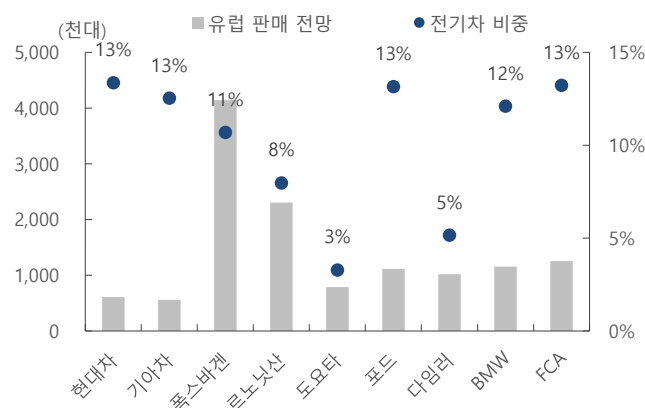
자동차 회사들의 전기차 사업 포트폴리오 재편을 추진해 왔으며 전기차 모델에 대한 개발과 투자가 이미 끝난 상황에서 로드맵을 철회하거나 생산량을 줄이기는 어려울 전망이다. COVID-19로 단기적인 충격을 견딘 자동차 업체들은 각국 정부의 중장기적인 환경규제로 인해 결국은 전기차 비중을 확대해야 한다. 2011년 이후 유럽의 Co2규제는 점점 강화되는 트렌드를 보이고 있으며 2020년 강제했던 규제가 단기적으로 지연된다고 해도 결국 평균적으로 10% 이상의 전기차 판매 비중을 가져가야 할 것이다. 업계 1위 테슬라를 필두로 메르세데스-벤츠, 포드, 폭스바겐, 도요타, 혼다, 닛산 등 글로벌 자동차메이커들은 기술개발 등 전기차 시장에 집중 투자하고 있다. 국내 대표 완성차 업체인 현대·기아차도 오는 2021년까지 전기차 플랫폼을 만들겠다고 선언하는 등 뒤늦게 경쟁에 뛰어 들었다. 전 세계 전기차 판매 전망은 2019년 223만대에서 2025년 862만대로 288% 증가할 것으로 예상된다.

[도표 31] 완성차 업체들의 전기차 판매량 전망



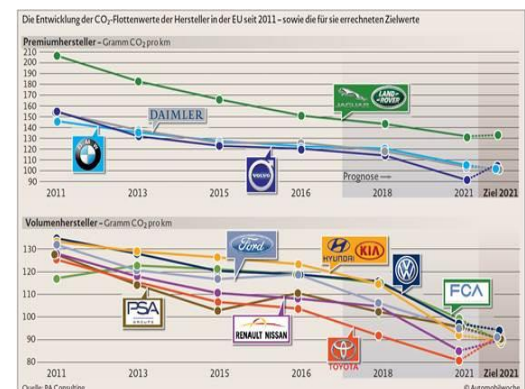
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 32] Co2 규제시 자동차 업체의 전기차 판매 비중



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 33] 2011년 이후 EU 완성차 기업의 Co2 배출량 변화



자료: 교보증권 리서치센터

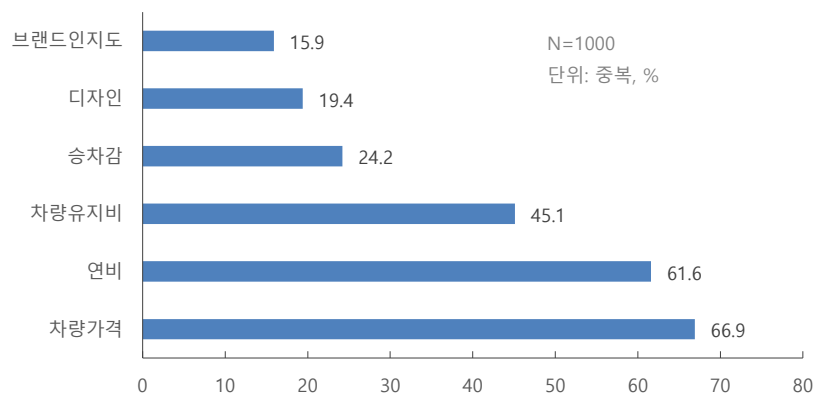
2-2. 보조금 없이도 소비자에게 전기차 매력 상승

전기차 구매요인 개선중

자동차 구매시 주로 고려하는 요소는 차량 가격이며, 전기차는 기존 차량 대비 약 50% 높은 가격으로 부담이었다. 그러나 이러한 구매요인이 지속적으로 개선되고 있다. 전기차 제조단가에서 배터리가 차지하는 비중은 40%로 그 의미가 크며 대중화의 핵심변수로 작용하였다. 배터리 가격은 2010년 1,000\$/Kwh에서 2016년 273\$/Kwh로 73% 낮아졌으며 2026년 100\$/Kwh로 63% 하락함에 따라 내연기관차와 본격적인 경쟁이 가능할 것으로 전망된다. 실제로 2008년 Tesla의 Roadster의 가격이 98,950달러(한화 약1억2천만원)에서 2017년 Model 3의 가격은 35,000달러(한화 약 4300만원)로 낮아졌으며 2002년 4월 출시예정이었던 폭스바겐 ID3는 32,400달러(한화 약 4100만원)으로 대중적인 가격 경쟁력을 확보하였다.

그동안 전기차의 최대 단점인 짧은 주행거리에 대한 불안함 역시 사라질 것으로 전망된다. 2018년 이후 전기차(승용차기준)의 1 회 충전 주행거리 평균이 300km를 넘어서고 있으며 니켈 함량을 끌어올린 3세대 전기차의 출현으로 1회충전에 400km 이상 주행 가능한 전기차 출시를 앞두고 있다.

[도표 34] 소비자의 차량 구매요인

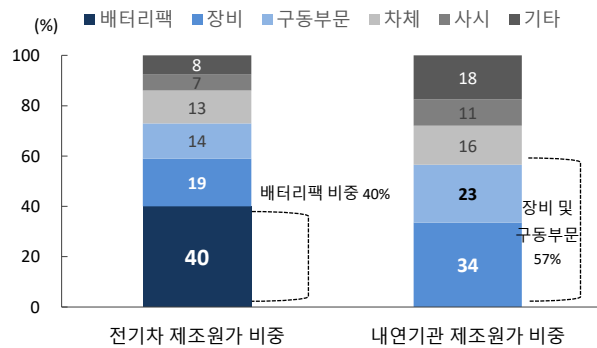


자료: 교보증권 리서치센터

2 차전지

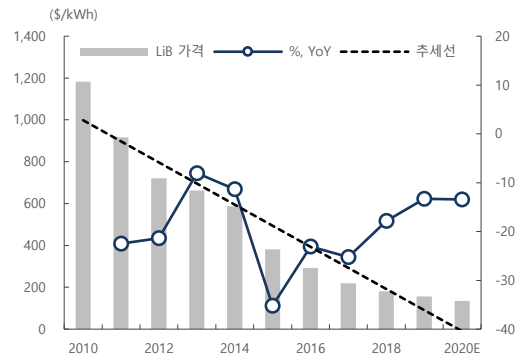
변하는 것과 변하지 않는 것

[도표 35] 차량별 제조원가 비중



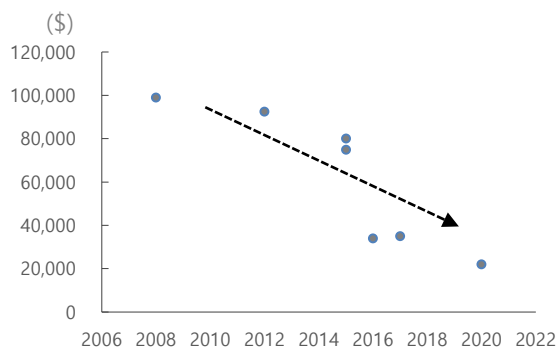
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 36] 배터리 팩가격 하락 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 37] 점점 낮아지는 전기차 차량 가격



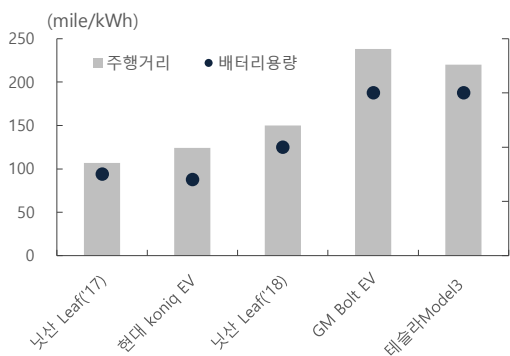
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 38] 점점 낮아지는 전기차 차량 가격

전기차	가격 (단위: \$)
Tesla Roadster 2008	98,950
Tesla Model S 2012	92,400
Tesla Model X 2015	80,000
Audi Q6 e-tron	74,800
Chevrolet Bolt 2016	34,000
Tesla Model 3 2017	35,000
VW ID.3 2020	32,400

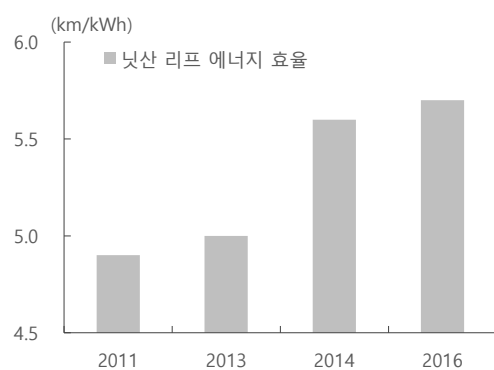
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 39] 배터리 용량 증가에 따른 전기차 주행거리 개선



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 40] 연도별 닛산 리프 EV의 에너지 효율 개선



자료: 교보증권 리서치센터

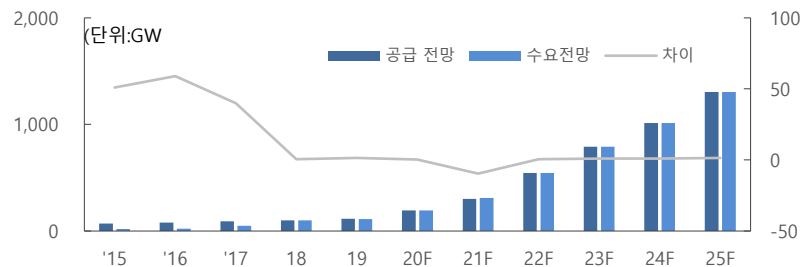
2-3. 2차전지 기업들 꾸준한 증설과 공급사슬 강화

배터리 산업내 꾸준한 체질 개선 지속중

배터리 산업에서 증설과 공급사슬 강화로 꾸준히 체질 개선이 이루어지고 있다. 산업의 사이클이 2~3년 단위로 짧은 기타 IT업체들에 비해 자동차 산업은 사이클이 10년 이상으로 이에 따라 2차전지 산업은 아직도 공급사슬을 구축하고 기술 노하우를 보호하며 증설을 진행하는 초기 단계로 보인다.

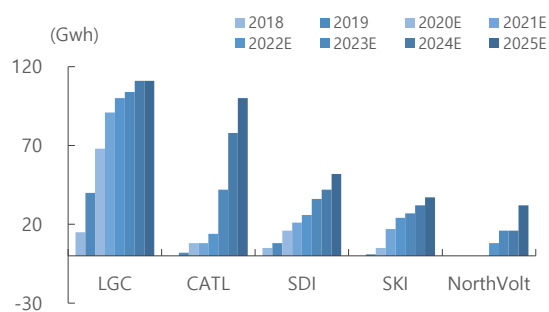
BCG에 따르면 2차전지 산업의 초기에는 공급사슬 구축이 우선적으로 일어나게 되는데 이 시기에는 업체별로 납품 계약이 이루어지며 이에 따른 증설과 초기 시장 선점을 위한 배터리 기술과 노하우를 보호하기 위해 노력한다. 이 시기 이후에는 중장기적으로 업체들은 생산 제품 표준화에 돌입하며 공급업체들의 규모의 경제가 이루어져 실적의 급격한 성장이 이루어지게 된다. 최근 삼성SDI는 에코프로비엠(합작법인 에코프로이엠 설립), 필옵틱스(배터리 공정장비 개발)등의 국내 기업들과 지분투자 및 공동개발 움직임을 통한 얼라이언스 강화가 이루어지고 있다. 지분투자를 통해 필요하는 배터리 업체 입장에서는 소재를 안정적으로 공급받고 및 장비 업체들과의 공동개발을 통한 기술 노하우를 지키는 것으로 보인다. 소재, 장비 업체들은 시설 확장에 대한 유동성 확보와 안정적인 납품이 가능해진다.

[도표 41] 2차전지 수요와 공급 전망



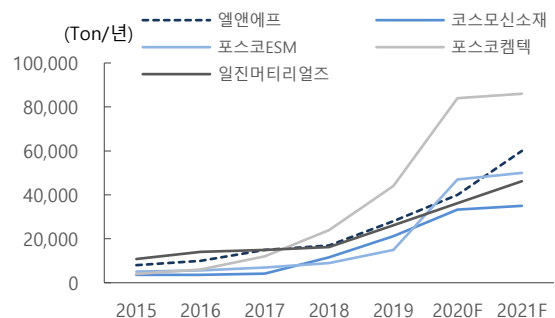
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 42] 글로벌 배터리 제조 업체별 Capa 증설 전망



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 43] 국내 소재 업체별 Capa 증설 전망

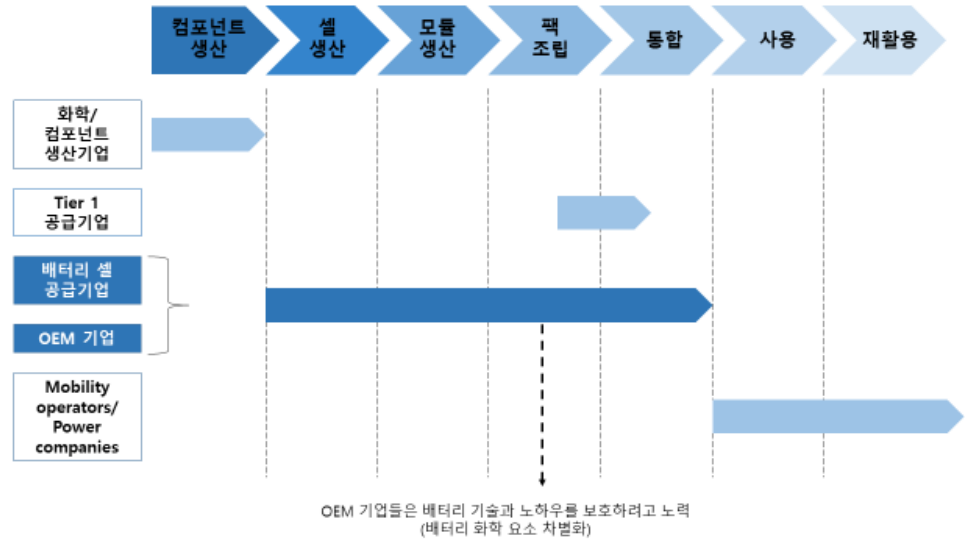


자료: 교보증권 리서치센터

2 차전지

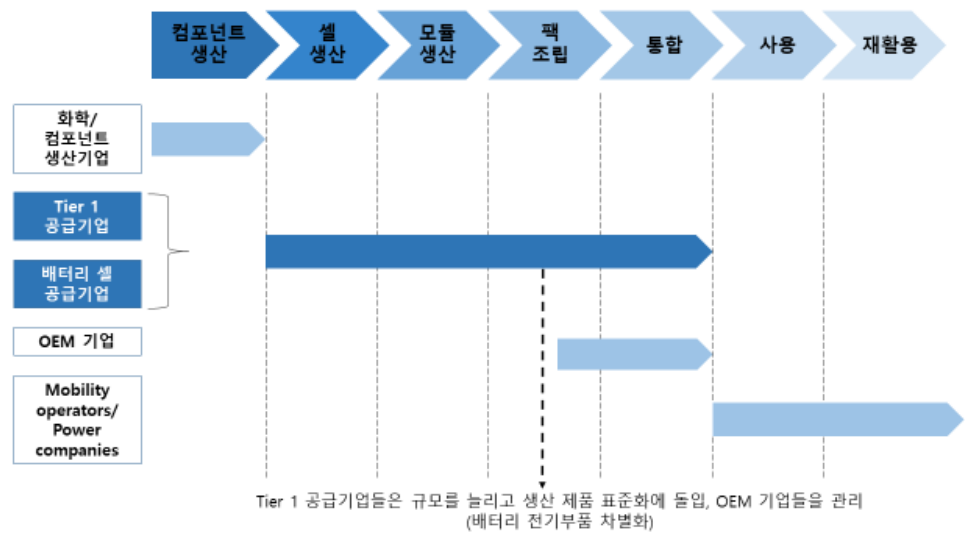
변하는 것과 변하지 않는 것

[도표 44] 2 차전지 산업 단기적 공급사슬 구축(배터리 셀 기업과 OEM 기업의 파트너십 체결)



자료: BCG Analysis, 교보증권 리서치센터

[도표 45] 2 차전지 산업 중장기적 공급체인 변화 (공급업체들 규모의 경제 확보)



자료: BCG Analysis, 교보증권 리서치센터

3. 단기적 충격을 견디는 우량한 재무구조

3-1. 단기충격을 견뎌야 한다

체력이 탄탄한 기업 : 단기적 충격에 견디며, 중장기 성장성을 갖고 있는 기업

경기 불확실성으로 인한 기업들의 매출감소로 당분간 활동에 어려움이 당면한 상황으로 단기적인 쇼크를 견딜 수 있는지 업체들의 위기대응능력에 대한 판단이 필요한 시기이다. KOSPI 200에 속한 IT 10개 기업과 2차전지 관련 중소형 업체들의 재무제표를 기반으로 분석한 지난 5년 평균 ‘재무구조 및 자산의 질’ (부채비율, 차입금의존도), ‘현금흐름’ (차입부채/EBITDA), ‘유동비율’(유동자산/유동부채)과 ‘신용등급’을 분석하였다. 대부분의 기업이 양호한 상태를 보이고 있으나 2차전지 중소형 업체는 KOSPI 200에 비해서 열위한 모습을 보였다. 2차전지 중소형 업체 중에서 재무적 여건이 우수한 기업은 일진머티리얼즈, 천보로 나타났다.

[도표 46] 중소형 2차전지 업체 재무위험 분석

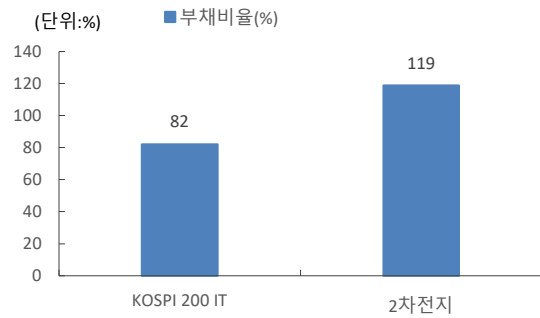
	부채비율(%)	차입금의존도(%)	차입부채/EBITDA(배)	유동비율	ROE(%)
포스코케미칼	38	10	1.1	297	14
에코프로비엠	138	42	3.7	118	18
엘앤에프	149	46	19.3	134	9
일진머티리얼즈	28	3	0.4	393	10
SKC	129	39	4.9	87	6
천보	26	11	0.5	332	20
나노신소재	9	2	0.1	1,386	8
신홍에스이씨	172	43	4.0	105	13
상신이디피	158	48	4.6	77	7
피엔티	354	19	7.6	114	2
피앤이솔루션	100	3	0.3	150	16
엠펙러스	185	18	4.9	163	31
2차전지 평균	119	23	4.0	299	15
KOSPI IT 평균	82	18	1.0	204	11

자료: 교보증권 리서치센터, 주)2015~2019년 평균

2차전지

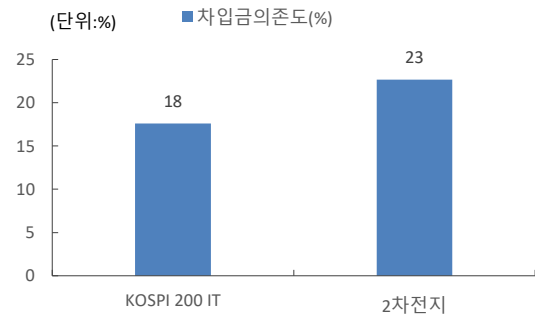
변하는 것과 변하지 않는 것

[도표 47] Kospi 200 IT VS 2차전지 중소형_부채비율 비교



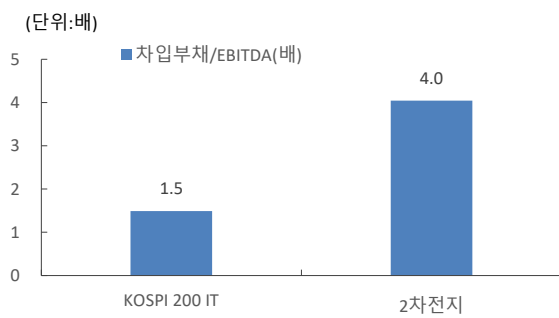
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 48] Kospi 200 IT VS 2차전지 중소형_차입금의존도



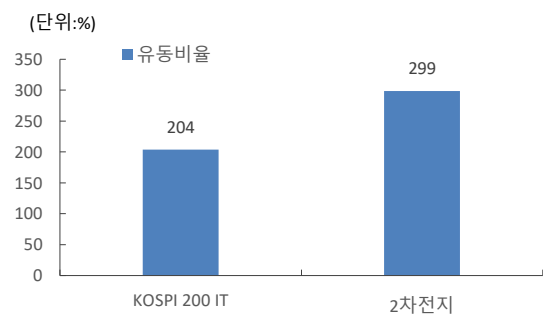
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 49] Kospi 200 IT VS 2차전지 중소형_차입부채/EBITDA



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 50] Kospi 200 IT VS 2차전지 중소형_유동비율



자료: 교보증권 리서치센터

2 차전지

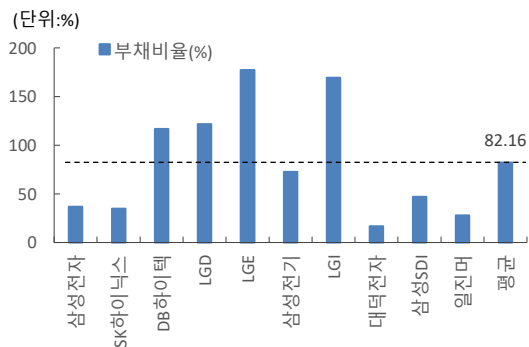
변하는 것과 변하지 않는 것

[도표 51] KOSPI 200 IT 업체별 재무위험 분석

	삼성전자	SK 하이닉스	DB 하이텍	LGD	LGE	삼성전기	LGI	대덕전자	삼성 SDI	일진머	평균
신용등급	N.A	AA/s	BBB+	A+	AA/S	A+	AA-	N.A	AA/s	N.A	
부채비율(%)	36.91	34.85	116.65	121.80	177.33	72.62	169.48	16.84	47.11	28.00	82.16
차입금의존도(%)	5.40	12.26	32.60	25.59	23.87	29.14	30.24	1.01	12.60	3.44	17.61
차입부채/EBITDA(배)	0.26	0.50	1.50	2.56	2.41	2.29	2.33	0.11	2.57	0.35	1.49
ROE(당기순이익)(%)	15.16	23.16	22.95	-0.36	6.23	7.39	5.60	13.47	4.29	10.09	10.80
유동비율	253.65	196.50	204.14	111.72	110.56	142.17	123.59	352.74	147.37	393.32	203.58

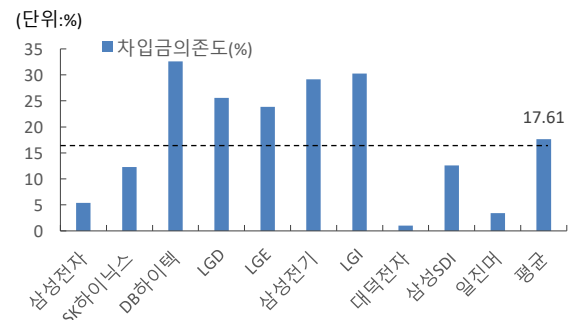
자료: 교보증권 리서치센터, 주)2015~2019 평균

[도표 52] KOSPI 200 IT 부채비율



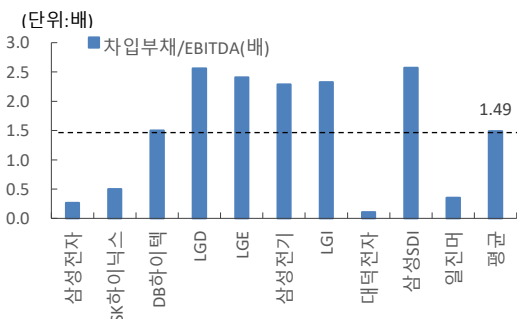
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 53] KOSPI 200 IT 차입금의존도



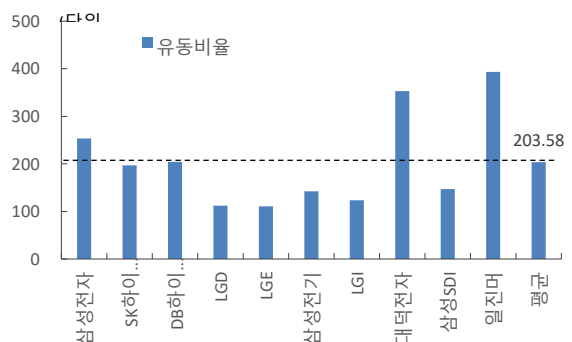
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 54] KOSPI 200 IT 차입부채/EBITDA



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 55] KOSPI 200 IT 유동비율

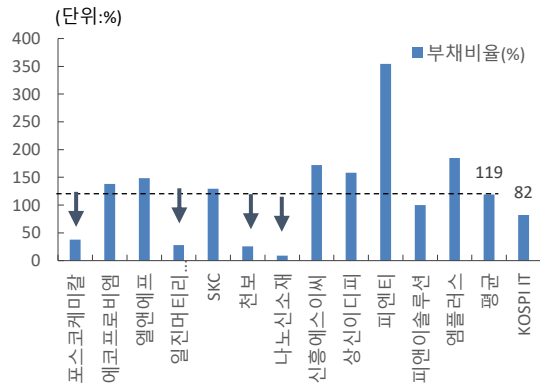


자료: 교보증권 리서치센터

2 차전지

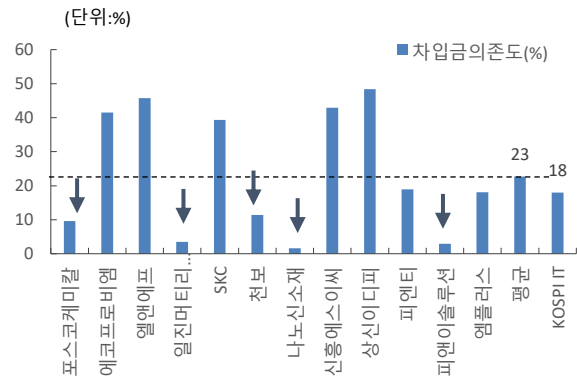
변하는 것과 변하지 않는 것

[도표 56] 2 차전지 중소형 기업별 부채비율



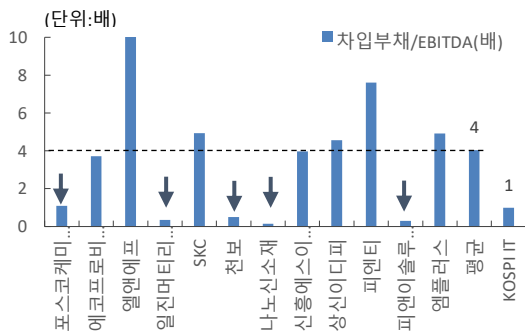
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 57] 2 차전지 중소형 기업별 차입금 의존도



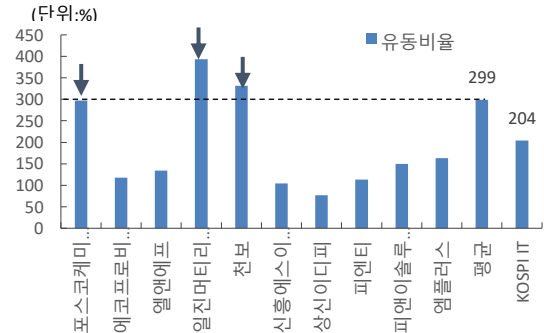
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 58] 2 차전지 중소형 기업별 차입부채/EBITDA



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 59] 2 차전지 중소형 기업별 유동비율



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 60] 재무안전성 평가 가이드라인

평가가이드라인		AAA	AA	A	BBB	BB	B 이하
재무구조 및 자산의질	부채비율(%)	40%이하	40~90%	90~150%	150~230%	230~400%	400%초과
	차입금의존도(%)	0%이하	0~15%	15~30%	30~45%	45~60%	60%초과
현금흐름	차입부채/EBITDA(배)	1.5 이하	1.5~3	3~5	5~8	8~10	10 초과

자료: 나이스평가정보, 교보증권 리서치센터

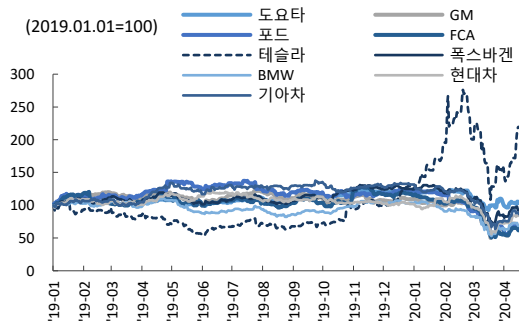
3-2. Tesla, 전기차 산업의 길잡이

전기차 산업의 길잡이 Tesla: 국내 2차전지 업체들의 주가 상관관계 높아

최근 테슬라의 주가 급등으로 전기차 시장을 주도하며 긍정적인 모멘텀을 이끌고 있다. COVID-19로 글로벌 지수는 조정을 받았으나 글로벌 자동차 업체들의 주가보다 테슬라의 주가 반등 폭은 더욱 강하게 보여지며 폭스바겐을 제치고 글로벌 자동차 산업 내 시가 총액 3위로 올라섰다. 경기둔화 우려에도 불구하고 테슬라가 독자적으로 구축한 생태계에서 지속적인 분기 판매 갱신을 통해 시장지배력이 강화되고 있으며 First Mover인 테슬라의 움직임은 후발 주자들의 전기차 전환을 가속화 시킬것을 기대하고 있다.

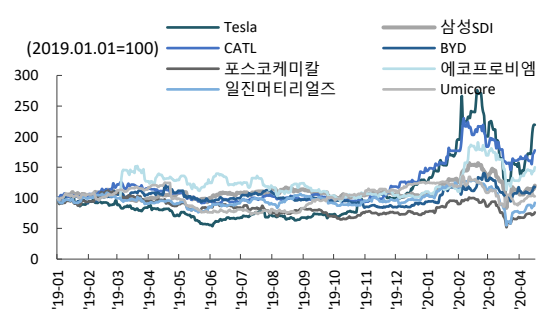
이에 따라 테슬라와 국내 2차전지 주가 동조화 현상을 보이고 있어 향후 테슬라의 행방에 국내 2차전지 업체들의 모멘텀을 좌우할 것으로 보인다. 추가적인 테슬라의 성장 동력은 상하이 공장 가동을 통한 Model Y 생산 및 판매에 따른 규모의 경제 효과를 통한 2020년 본격적인 순이익 턴어라운드가 예상되며 중장기적으로는 완전자율주행기능(FSD, Full self driving)의 상용화에 따른 마진 상승효과이다.

[도표 61] Tesla 와 글로벌 자동차 업체들 주가 비교



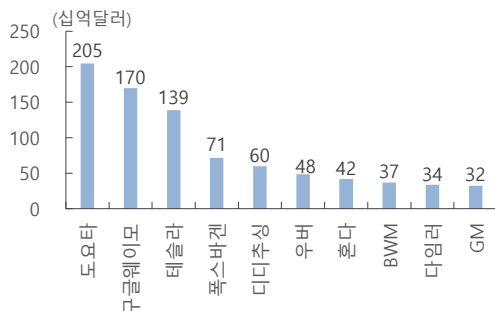
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 62] Tesla 와 글로벌 2차전지 업체들 주가 비교



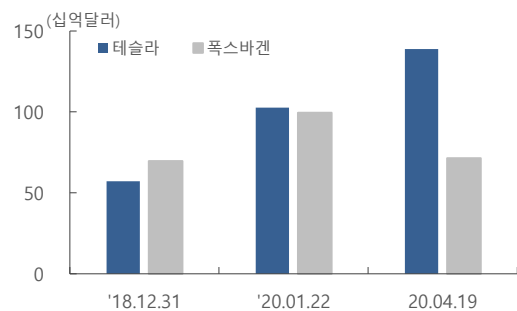
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 63] 글로벌 자동차 업체 시가총액 순위



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 64] 시점별 테슬라, 폭스바겐 시가총액 비교



자료: 교보증권 리서치센터

2 차전지

변하는 것과 변하지 않는 것

[도표 65] Tesla 주가 추이와 주요 이벤트



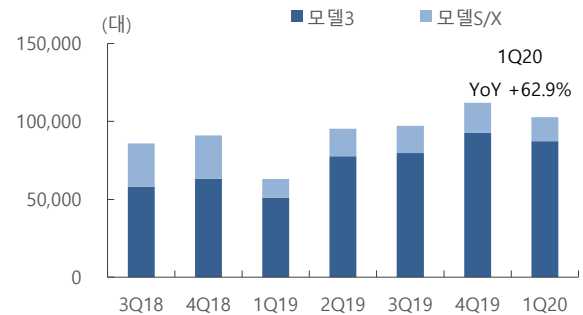
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 66] Tesla 향후 이벤트

향후 이벤트 전망
① 모델 Y 2Q20 생산·판매 시작, 1Q 출고 예정 장기적 판매량 모델 3/S/X 합보다 많을 것
② 규모의 경제 확보로 메이저 OEM 급 원가 경쟁력 20/21F 순이익 턴어라운드 전망
③ 중국: FDS 규제 없어 미국 동일 성능 판매 가능 FDS 출시로 자율주행에서도 경쟁사 압도

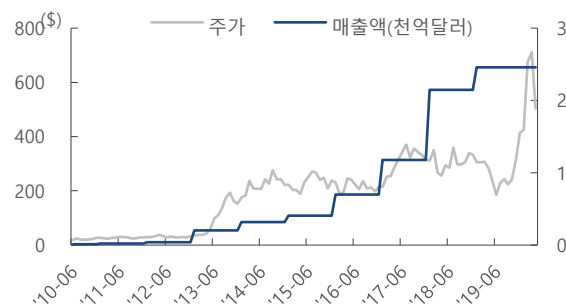
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 67] Tesla 분기별 판매량 추이 (1Q20 예상치 상회)



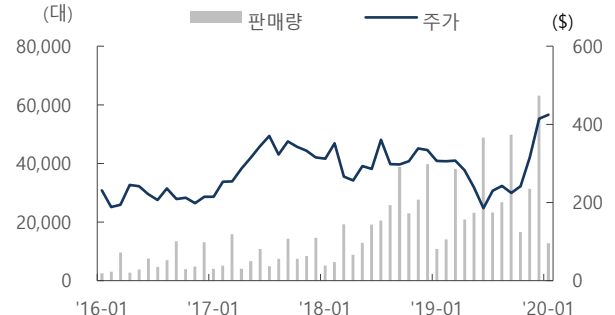
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 68] Tesla 주가와 매출액 상관관계



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 69] Tesla 주가와 판매량 상관관계

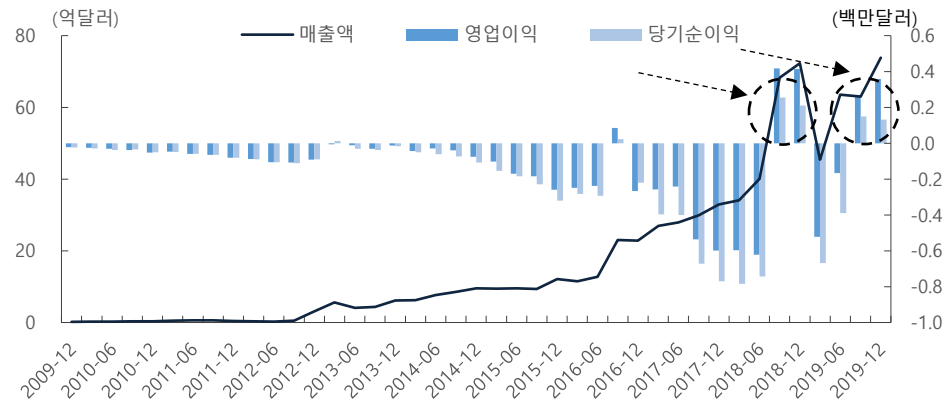


자료: 교보증권 리서치센터

2 차전지

변하는 것과 변하지 않는 것

[도표 70] Tesla 실적추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 71] 테슬라 실적 테이블

(단위: 백만달러)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2018	2019	2020E	2021E
매출	3,409	4,002	6,824	7,226	4,541	6,350	6,303	7,384	21,461	24,578	27,495	38,550
영업이익	-545	-451	457	448	-460	-21	282	424	-91	226	588	2,469
OPM	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
당기순이익	-710	-718	312	139	-702	-408	143	105	-976	-862	-255	1,329

자료: 교보증권 리서치센터

2 차전지

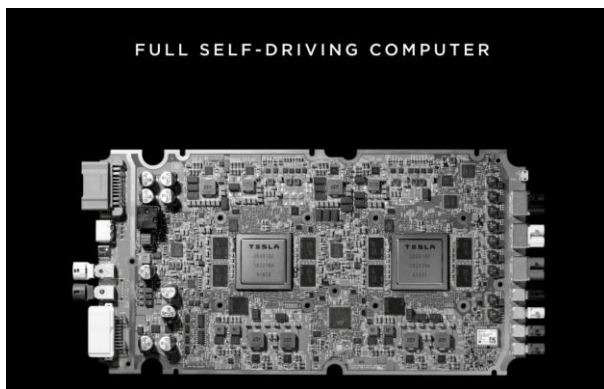
변하는 것과 변하지 않는 것

※ Tesla의 완전자율주행기능

테슬라의 3세대 오토파일럿 하드웨어(Autopilot Hardware 3.0)은 완전 자율 주행(FDS, Full Self Driving)을 가능하게 만드는 하드웨어다. 3세대 오토파일럿 하드웨어가 이전 세대와 가장 차별화 되는 점은 ① 엔비디아(Nvidia) 하드웨어를 이전 세대와 달리 테슬라 자체 자율 주행 칩을 내장했다는 점과 ② 네비게이션을 기반으로 한 시내주행까지 가능하다는 것이다. 현재 테슬라의 자율주행레벨은 사용자가 핸들에서 손을 뗄 수 없는 2단계에서 한 단계 진보한 2.5단계(반자율주행) 수준이다.

테슬라는 2019년 말부터 3세대 하드웨어를 생산하고 있으며, 삼성 파운더리에서 테슬라가 설계한 칩을 공급하고 있다. 3월 20일부터 생산된 모델S/X 및 4월 12일부터 생산된 모델3에 3세대 오토파일럿 하드웨어가 탑재됐다. FDS 옵션 가격은 한국 기준 771만 4천원이다.

[도표 72] 테슬라 3세대 오토파일럿 하드웨어



자료: 구글 이미지 검색, 교보증권 리서치센터

[도표 73] 테슬라 오토파일럿 기능 비교

	1세대	2세대	2.5세대	3세대
명칭	오토파일럿	향상된 오토파일럿	오토파일럿	FDS
출시	2014년	2016년	2019년	2019년
TACC	Y	Y	Y	Y
최고속도	150km/h	150km/h	150km/h	150km/h
오토스티어	Y	Y	Y	Y
차선변경	N	Y	N	Y
오토파크	Y	Y	N	Y
서몬	N	Y	N	Y
고속도로자동주행	N	Y	N	Y
신호등/정지신호인식	N	N	N	Y(향후적용)
도심자동주행	N	N	N	Y(향후적용)

자료: 언론 취합, 교보증권 리서치센터

[도표 74] 테슬라 세대별 하드웨어 사양

	1 세대	2 세대	2.5 세대	3 세대
컴퓨터				
플랫폼	MobilEye EyeQ3	NVIDIA DRIVE PX 2 AI 컴퓨팅 플랫폼	보조 노드가 활성화된 PX 2 드라이브	두 개의 Tesla 설계 프로세서가 있는 FDS
센서				
순방향 레이더	160m		170m	
전면/측면 카메라	-	RCCC	RCCB	
순방향 카메라	1 개	3 개: 250m(폭), 150m(메인), 60m(광각)		
전방 카메라	-	80m(왼쪽), 80m(오른쪽)		
후방 측면 카메라	-	100m(왼쪽), 100m(오른쪽)		
후방 카메라	-	50m		
소나	5m 범위의 12 개	8m 범위의 12 개		

자료: 언론 취합, 교보증권 리서치센터

2 차전지

변하는 것과 변하지 않는 것

기업분석

일진머티리얼즈 020150 / Buy / TP 54,000 원

천보 278280 / Buy / TP 92,000 원

일진머티리얼즈 020150

Apr 21, 2020

재무 안전성과 추가 투자 여력

Buy

신규

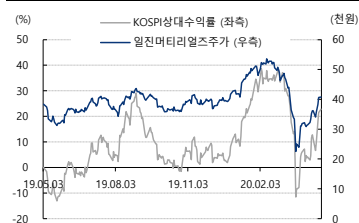
TP 54,000 원

신규

Company Data

현재가(04/20)	40,750 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	53,600 원
52 주 최저가(보통주)	22,550 원
KOSPI (04/20)	1,898.36p
KOSDAQ (04/20)	637.82p
자본금	231 억원
시가총액	18,790 억원
발행주식수(보통주)	4,611 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	1120 만주
평균거래대금(60 일)	370 억원
외국인지분(보통주)	8.04%
주요주주	
허재명 외 3 인	53.37%
국민연금공단	7.06%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	62.7	12.6	4.1
상대주가	34.2	22.2	21.5

2차전지에 필수적인 일렉트로닉 생산업체

1987년 설립되어 2011년 코스피 시장에 상장. 일렉트로닉 최초의 국산화 업체로 1990년대 전량 일본산 제품에 의존하던 제품을 대체 했으며 2000년초 IT제품의 고도화와 빨라지는 제품 사이클로 PCB용 일렉트로닉의 출하 증가에 따른 실적 성장. 2001년 고온, 고압에 강한 EV용 배터리용 일렉트로닉을 생산했으며 2006년 초극박 일렉트로닉을 개발했음.

낮아지는 눈높이에 부합할 실적

2020년 1분기 실적은 매출액 1433억원(YoY + 19%, QoQ + 13%), 영업이익 116억 원(YoY -1%, QoQ + 482%)으로 부진한 실적을 보여줄 것이나 낮아진 눈높이에 부합할 것을 예상. 말레이시아 지역의 COVID-19로 인한 봉쇄 조치로 국내 기업들 역시 영향권에 있는 것으로 파악되어 동사의 출하에도 부정적인 영향이 전망되나 2019년 연말 수출 문제를 보였던 말레이시아 공장은 2020년 월별로 뚜렷한 개선세를 보이며 3월 이후로는 정상적인 가동률을 보여주고 있음. 2020년 연간 매출액 6419억원(YoY + 17%), 영업이익 598억원(YoY + 27%)을 전망함. 전반적인 2차전지 출하에 대한 불확실성이 반영되었으며 최근 급격히 하락하는 구리가격으로 판가 하락이 반영될 것. 구리 가격의 하락은 2Q20이후부터 반영될 것으로 연간 실적 역시 기존대비 기대치를 낮추어야 할 것으로 예상.

투자의견 BUY, 목표주가 54,000원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy, 목표주가 54,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 2020F EPS에 2차전지 소재 업종의 평균 PER을 적용하여 산출. 단기적인 업황부진과 최근 국내 동박업체의 매각 및 동박 경쟁심화에 대한 이슈가 있으나 충분한 투자 여력과 안정적인 재무구조로 중장기적 성장이 가능할 것.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(억원)	2018.12	2019.12	2020.12E	2021.12E	2022.12E
매출액(억원)	5,020	5,502	6,419	8,210	8,961
YoY(%)	10.6	9.6	16.7	27.9	9.1
영업이익(억원)	487	469	598	806	880
OP 마진(%)	9.7	8.5	9.3	9.8	9.8
순이익(억원)	413	468	565	730	784
EPS(원)	897	1,016	1,225	1,583	1,701
YoY(%)	-10.3	13.3	20.6	29.3	7.4
PER(배)	45.7	42.1	33.3	25.7	24.0
PCR(배)	23.7	20.0	20.2	17.1	16.4
PBR(배)	3.6	3.5	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA(배)	25.0	23.9	18.5	15.0	13.7
ROE(%)	17.8	18.5	18.5	11.0	10.6



IT 최보영

2 차전지

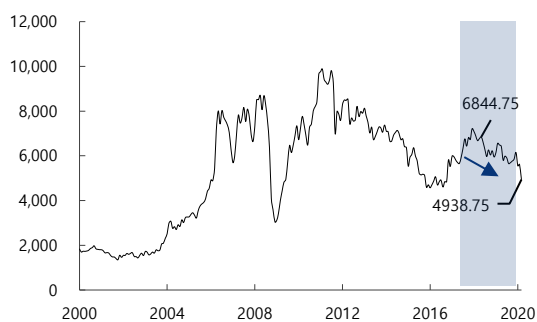
변하는 것과 변하지 않는 것

[도표 1] 일진머티리얼즈 부분별 실적 추정

(단위:억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	1,209	1,522	1,502	1,268	1,433	1,615	1,642	1,728	5,502	6,419	8,210
% YoY	5%	27%	16%	-8%	19%	6%	9%	36%	10%	17%	28%
% QoQ	-12%	26%	-1%	-16%	13%	13%	2%	5%			
Elecfoil	644	762	936	709	867	1,033	1,047	1,126	3,051	4,073	5,836
I2B	490	602	781	649	747	932	945	1,007	2,522	3,631	5,191
ICS	153	161	155	119	120	102	102	119	588	442	646
기타	53	75	83	91	69	71	71	70	302	281	298
연결자회사	512	685	483	468	498	511	524	532	2,149	2,065	2,076
영업이익	118	174	157	20	116	153	172	156	469	598	806
% OPM	9.8%	11.4%	10.5%	1.6%	8.1%	9.5%	10.5%	9.0%	8.5%	9.3%	9.8%
% YoY	49%	25%	-10%	-79%	-1%	-12%	10%	678%	-4%	27%	35%
% QoQ	24%	47%	-10%	-87%	482%	32%	12%	-10%			

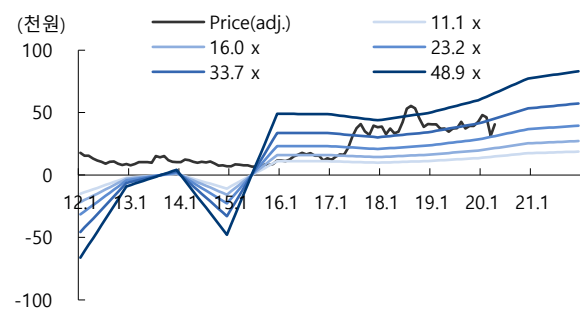
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] LME Copper Price



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 일진머티리얼즈 12M FWD P/E

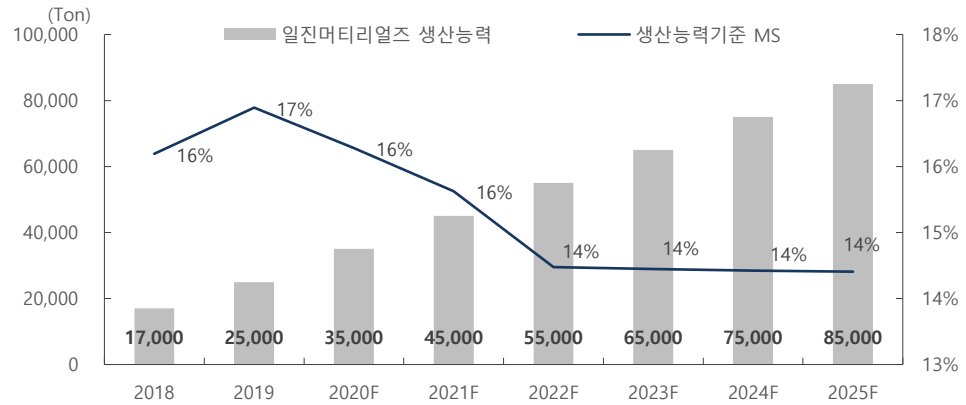


자료: 교보증권 리서치센터

2 차전지

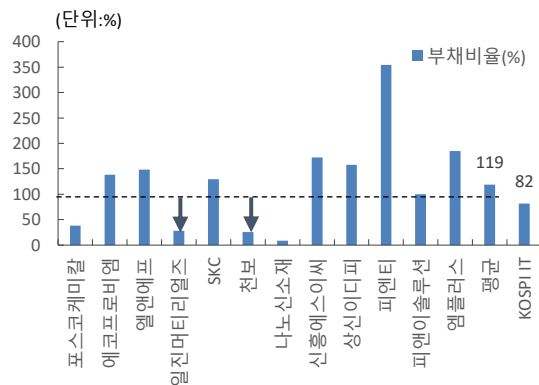
변하는 것과 변하지 않는 것

[도표 4] 동박시장 분석



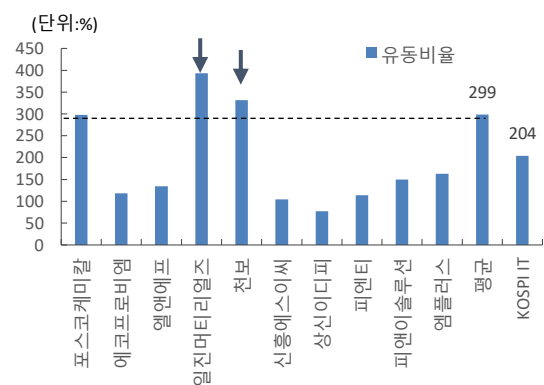
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 2 차전지 중소형 기업별 부채비율



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 2 차전지 중소형 기업별 유동비율



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 7] Valuation Table

2020F EPS (단위:원)	1,225
2 차전지 소재 평균 PER Target(단위:배)	44.18
목표주가 (단위:원)	54,000
전일종가 (단위:원)	40,750
상승폭	33%

자료: 교보증권 리서치센터

2 차전지

변하는 것과 변하지 않는 것

[일진머티리얼즈 020150]

포괄손익계산서

단위: 억원

12 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	5,020	5,502	6,419	8,210	8,961
매출원가	4,225	4,728	5,470	6,995	7,635
매출총이익	795	774	949	1,215	1,326
매출총이익률 (%)	15.8	14.1	14.8	14.8	14.8
판매비와관리비	308	305	351	409	446
영업이익	487	469	598	806	880
영업이익률 (%)	9.7	8.5	9.3	9.8	9.8
EBITDA	735	815	902	1,072	1,113
EBITDA Margin (%)	14.6	14.8	14.1	13.1	12.4
영업외손익	50	82	103	101	94
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	106	85	63	67	67
금융비용	-57	-56	-25	-32	-39
기타	1	53	66	66	66
법인세비용차감전순이익	537	551	701	907	974
법인세비용	124	107	137	177	190
계속사업순이익	413	443	565	730	784
중단사업순이익	0	25	0	0	0
당기순이익	413	468	565	730	784
당기순이익률 (%)	8.2	8.5	8.8	8.9	8.8
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	413	468	565	730	784
지배순이익률 (%)	8.2	8.5	8.8	8.9	8.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-163	-39	-39	-39	-39
포괄순이익	250	429	526	691	745
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	250	429	526	691	745

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 억원

12 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	860	482	559	480	747
당기순이익	413	468	565	730	784
비현금항목의 가감	385	517	364	369	356
감가상각비	243	341	298	261	229
외환손익	-5	10	-115	-115	-115
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	146	166	181	223	242
자산부채의 증감	62	-371	-239	-445	-199
기타현금흐름	0	-132	-131	-174	-194
투자활동 현금흐름	-619	-469	-56	-62	-62
투자자산	416	548	0	0	0
유형자산	-1,190	-1,320	0	0	0
기타	156	303	-56	-62	-62
재무활동 현금흐름	-181	2,833	2,810	2,825	2,825
단기차입금	58	-127	-127	-127	-127
사채	0	500	500	500	500
장기차입금	30	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	33	0	0	0	0
현금배당	-299	0	-23	-23	-23
기타	-4	2,459	2,459	2,475	2,475
현금의 증감	69	2,799	2,452	1,290	1,601
기초 현금	462	531	3,330	5,782	7,072
기말 현금	531	3,330	5,782	7,072	8,673
NOPLAT	375	377	481	649	708
FCF	-506	-967	547	470	743

자료: 일진머티리얼즈, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 억원

12 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	3,575	5,927	7,997	9,837	11,701
현금및현금성자산	531	3,330	5,782	7,072	8,673
매출채권 및 기타채권	814	921	1,077	1,353	1,503
재고자산	512	839	979	1,253	1,367
기타유동자산	1,718	837	159	158	158
비유동자산	3,347	4,442	3,667	3,409	3,184
유형자산	2,715	3,746	3,447	3,186	2,957
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	433	488	11	11	11
기타비유동자산	200	209	209	212	216
자산총계	6,922	10,369	11,665	13,245	14,885
유동부채	1,090	1,010	910	865	773
매입채무 및 기타채무	793	811	853	935	970
차입금	134	7	-120	-247	-374
유동성채무	15	15	0	0	0
기타유동부채	148	177	177	177	177
비유동부채	548	1,117	1,700	2,305	2,939
차입금	53	38	38	38	38
사채	0	472	972	1,472	1,972
기타비유동부채	495	607	690	795	929
부채총계	1,638	2,127	2,610	3,170	3,712
지배지분	5,284	5,713	6,277	6,984	7,745
자본금	231	231	231	231	231
자본잉여금	3,854	3,854	3,854	3,854	3,854
이익잉여금	1,098	1,541	2,083	2,790	3,551
기타자본변동	3	3	3	3	3
비지배지분	0	2,529	2,778	3,091	3,428
자본총계	5,284	8,242	9,055	10,075	11,173
총차입금	202	567	925	1,298	1,671

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	897	1,016	1,225	1,583	1,701
PER	45.7	42.1	33.3	25.7	24.0
BPS	11,460	12,390	13,612	15,146	16,796
PBR	3.6	3.5	3.0	2.7	2.4
EBITDAPS	1,595	1,768	1,956	2,326	2,415
EV/EBITDA	25.0	23.9	18.5	15.0	13.7
SPS	10,899	11,932	13,921	17,805	19,434
PSR	3.8	3.6	2.9	2.3	2.1
CFPS	-1,100	-2,097	1,186	1,019	1,610
DPS	0	50	50	50	50

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	10.6	9.6	16.7	27.9	9.1
영업이익 증가율	-1.6	-3.8	27.6	34.8	9.2
순이익 증가율	-2.1	13.4	20.6	29.3	7.4
수익성					
ROIC	12.8	9.2	10.2	13.5	14.4
ROA	6.2	5.4	5.1	5.9	5.6
ROE	7.8	8.5	9.4	11.0	10.6
안정성					
부채비율	31.0	25.8	28.8	31.5	33.2
순차입금비율	2.9	5.5	7.9	9.8	11.2
이자보상배율	33.9	46.0	36.0	34.5	29.3

천보 278280

Apr 21, 2020

분기별 완료되는 증설과 안정성

Buy 신규

TP 92,000 원 신규

Company Data

현재가(04/20)	62,000 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	86,300 원
52 주 최저가(보통주)	38,400 원
KOSPI (04/20)	1,898.36p
KOSDAQ (04/20)	637.82p
자본금	51 억원
시가총액	6,200 억원
발행주식수(보통주)	1,000 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	133 만주
평균거래대금(60 일)	72 억원
외국인지분(보통주)	3.87%
주요주주	
이상율 외 22 인	59.18%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	42.9	-3.0	-27.9
상대주가	4.8	-1.6	-13.8

성공하는 방법을 아는 기업

천보는 2007년 10월 설립된 화학 물질 및 제품 제조업체로 공정 설계와 합성 및 불순물 제거기술을 경쟁력으로 보유. 이상을 대표이사가 창업주로 동양화학(현 OCI), 한빛화학을 거친 30 년 이상의 화학소재 전문가, 사업초기인 2007년 LCD 식각액 첨가제 (ATZ)를 개발해 독일 노바셀이 주도하던 시장을 국산화 성공으로 현재 글로벌 점유율 95%까지 확대한 저력을 보유. 2019년 기준 매출비중은 전자소재 43%, 2차전지 39%, 의약품 15%, 기타 상품 4%.

2차전지 비중확대에 따른 실적 성장 지속

2020년 1분기 실적은 매출액 334억원(YoY -1%, QoQ -1%), 영업이익 64억원(YoY-11.7%, QoQ-6.7%)예상. 전자소재 부분은 LCD 가동률 하락에 따라 역성장 불가피하며 2차전지 소재는 무난한 실적을 보여줄 전망. 최근 원자재 가격에 따른 소재 업체의 판가 하락에 따른 우려가 있으나 동사의 리튬 원자재 가격의 판가 전가율은 낮은것으로 파악. 2020년 연간 매출액 1,701억원(YoY + 26%), 영업이익 324억원(YoY + 19%)를 전망함. 분기별로 지속되는 Capex증설 효과(F전해질 300톤/년 → 720톤/년, P전해질 360 톤/년 → 900 톤/년, '20년 말 D전해질 500 톤/년, B해질 300톤/년)과 제품 포트폴리오 다변화(F,P전해질에서 D,전해질로)를 통한 성장을 지속할 것.

투자의견 BUY, 목표주가 92,000원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy, 목표주가 92,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 2020F EPS에 동사의 2019년 PER을 적용하여 산출. 주행거리 확대에 따라 동사의 전해질 첨가제의 중요성은 지속적으로 강조될 전망이며 2차전지 소재 업체내 20%의 높은 영업이익률을 보여주고 있음. 향후 증설에 따라 2차전지 소재 비중 증가에 따른 마진 믹스 개선을 기대하며 최근 2차전지 산업의 우려로 재무구조 안정성이 강조될 전망

Forecast earnings & Valuation

12 결산(억원)	2018.12	2019.12	2020.12E	2021.12E	2022.12E
매출액(억원)	1,201	1,353	1,701	2,874	3,736
YoY(%)	37.3	12.7	25.7	69.0	30.0
영업이익(억원)	270	272	324	554	730
OP 마진(%)	22.5	20.1	19.0	19.3	19.5
순이익(억원)	226	231	275	464	609
EPS(원)	2,958	2,347	3,504	5,908	7,747
YoY(%)	-58.7	-20.7	49.3	68.6	31.1
PER(배)	0.0	26.2	17.7	10.5	8.0
PCR(배)	0.0	16.2	12.6	7.1	6.4
PBR(배)	0.0	2.9	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA(배)	0.0	14.9	13.6	8.5	6.3
ROE(%)	24.5	14.5	12.4	18.1	19.8



IT 최보영

3771-9724, 20190031@iprovest.com

2 차전지

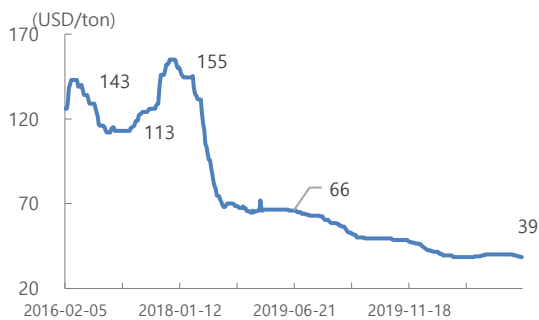
변하는 것과 변하지 않는 것

[도표 1] 천보 부분별 실적 추정

(단위:억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	336	334	346	337	334	332	523	511	1,353	1,701	2,874
% YoY	31%	20%	15%	-8%	-1%	-1%	51%	52%	13%	26%	69%
% QoQ	-8%	0%	3%	-3%	-1%	-1%	58%	-2%			
전자소재	150	133	149	144	136	135	143	143	575	557	572
2 차전지	130	140	126	129	131	131	308	300	525	869	2,035
의약품	48	46	62	48	51	51	56	53	204	211	203
영업이익	73	68	62	69	64	65	92	103	272	324	554
% OPM	21.8%	20.3%	17.8%	20.6%	19.2%	19.4%	17.6%	20.2%	20.1%	19.1%	19.3%
% YoY	23.9%	1.1%	-29.2%	-20.0%	-11.7%	-4.5%	-0.9%	-1.8%			
% QoQ	-15.4%	-6.5%	-12.6%	15.7%	-6.7%	1.1%	-9.2%	14.7%			

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 리튬 가격추이



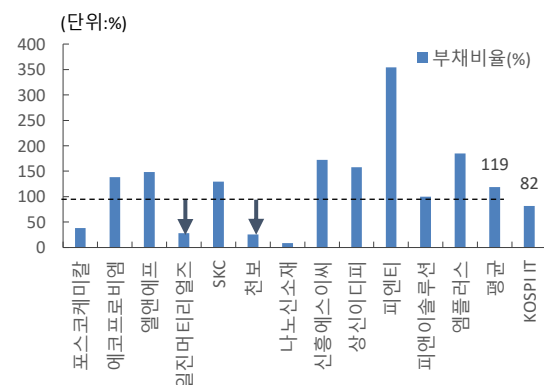
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] Valuation Table

2020F EPS (단위:원)	3,504
Target PER (단위:배)	26.20
(2019 년 PER)	
목표주가 (단위:원)	92,000
전일종가 (단위:원)	62,000
UP SIDE	48%

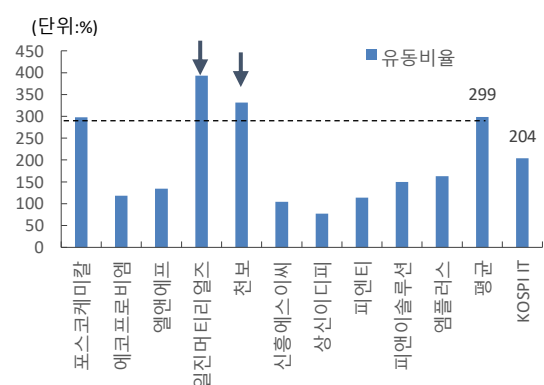
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 2 차전지 중소형 기업별 부채비율



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 2 차전지 중소형 기업별 유동비율

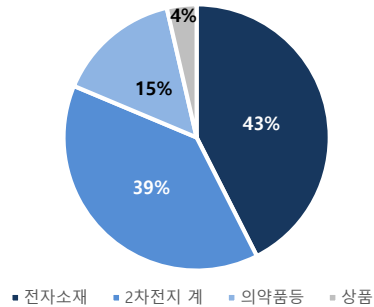


자료: 교보증권 리서치센터

2차전지

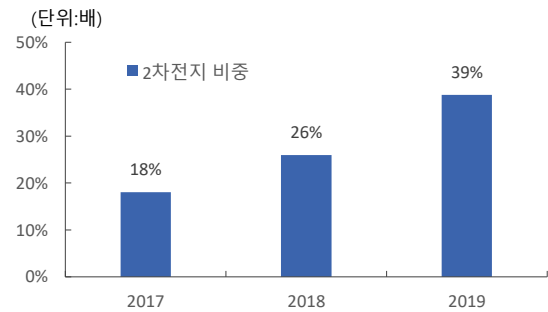
변하는 것과 변하지 않는 것

[도표 6] 천보 2019년 기준 매출 비중



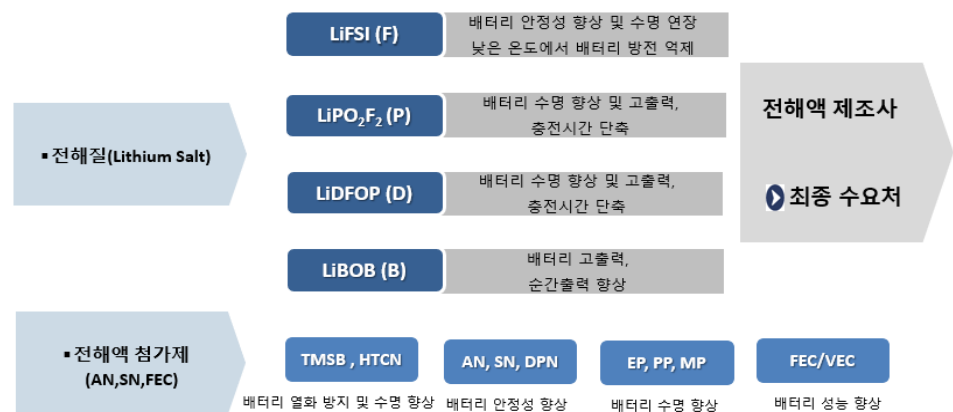
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 7] 실적 추이 및 전망



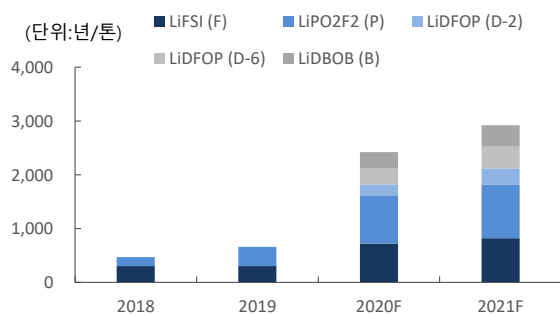
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 8] 천보 제품군 현황



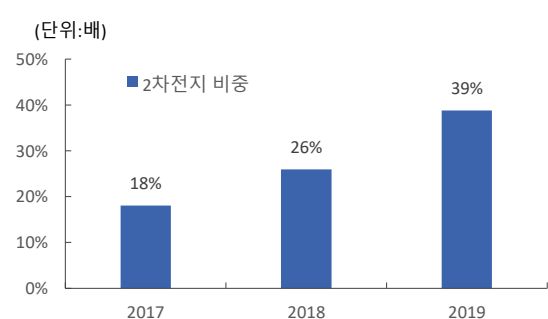
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 9] 천보 2차전지 소재 증설 계획



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 10] 천보 2차전지 사업부 비중



자료: 교보증권 리서치센터

2 차전지

변하는 것과 변하지 않는 것

[천보 278280]

포괄손익계산서

단위: 억원

12 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,201	1,353	1,701	2,874	3,736
매출원가	909	1,062	1,351	2,281	2,966
매출총이익	292	291	350	593	770
매출총이익률 (%)	24.3	21.5	20.6	20.6	20.6
판매비와관리비	21	19	25	39	40
영업이익	270	272	324	554	730
영업이익률 (%)	22.5	20.1	19.1	19.3	19.5
EBITDA	351	359	384	608	778
EBITDA Margin (%)	29.2	26.5	22.6	21.1	20.8
영업외손익	-3	8	11	12	13
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	16	18	19	19
금융비용	-6	-4	-5	-5	-5
기타	2	-4	-2	-2	-2
법인세비용차감전순이익	267	280	336	566	742
법인세비용	41	50	60	102	134
계속사업순이익	226	231	275	464	609
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	226	231	275	464	609
당기순이익률 (%)	18.9	17.0	16.2	16.2	16.3
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	226	230	275	464	609
지배순이익률 (%)	18.8	17.0	16.2	16.1	16.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	5	4	4	4	4
포괄순이익	232	234	279	468	612
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	232	234	279	468	612

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 억원

12 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	222	227	212	169	333
당기순이익	226	231	275	464	609
비현금항목의 가감	137	144	122	241	172
감가상각비	80	87	59	53	48
외환손익	0	2	-1	-1	-1
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	57	54	64	189	126
자산부채의 증감	-124	-95	-138	-448	-329
기타현금흐름	-17	-52	-48	-88	-119
투자활동 현금흐름	-221	-1,016	-93	-102	-112
투자자산	-94	-769	-10	-10	-10
유형자산	-124	-251	0	0	0
기타	-3	4	-83	-92	-101
재무활동 현금흐름	67	778	-30	-9	90
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	110	15	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	783	-10	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-43	-20	-20	-9	90
현금의 증감	68	-12	88	-46	299
기초 현금	14	82	70	157	111
기말 현금	82	70	157	111	410
NOPLAT	229	224	266	454	598
FCF	61	-35	188	60	318

자료: 천보, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 억원

12 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	719	1,532	1,853	2,359	3,102
현금및현금성자산	82	70	157	111	410
매출채권 및 기타채권	237	255	322	528	679
재고자산	261	283	356	601	781
기타유동자산	139	925	1,017	1,119	1,231
비유동자산	628	820	733	678	630
유형자산	603	772	713	660	612
관계기업투자금	0	10	1	1	1
기타금융자산	7	24	6	5	5
기타비유동자산	18	14	13	12	11
자산총계	1,347	2,352	2,586	3,037	3,731
유동부채	258	234	234	245	355
매입채무 및 기타채무	80	81	81	81	81
차입금	20	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	157	153	153	165	275
비유동부채	14	13	11	10	9
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	14	13	11	10	9
부채총계	271	246	244	255	364
지배지분	1,076	2,106	2,341	2,782	3,367
자본금	40	51	41	41	41
자본잉여금	88	873	873	873	873
이익잉여금	948	1,182	1,427	1,868	2,453
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,076	2,106	2,341	2,782	3,367
총차입금	120	119	119	131	241

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	2,958	2,347	3,504	5,908	7,747
PER	0.0	26.2	17.7	10.5	8.0
BPS	13,450	21,060	29,265	34,772	42,086
PBR	0.0	2.9	2.1	1.8	1.5
EBITDAPS	4,385	3,650	4,798	7,595	9,722
EV/EBITDA	0.0	14.9	13.6	8.5	6.3
SPS	15,693	13,780	21,651	36,582	47,554
PSR	0.0	4.5	2.9	1.7	1.3
CFPS	763	-359	2,347	754	3,969
DPS	0	300	300	300	300

재무비율

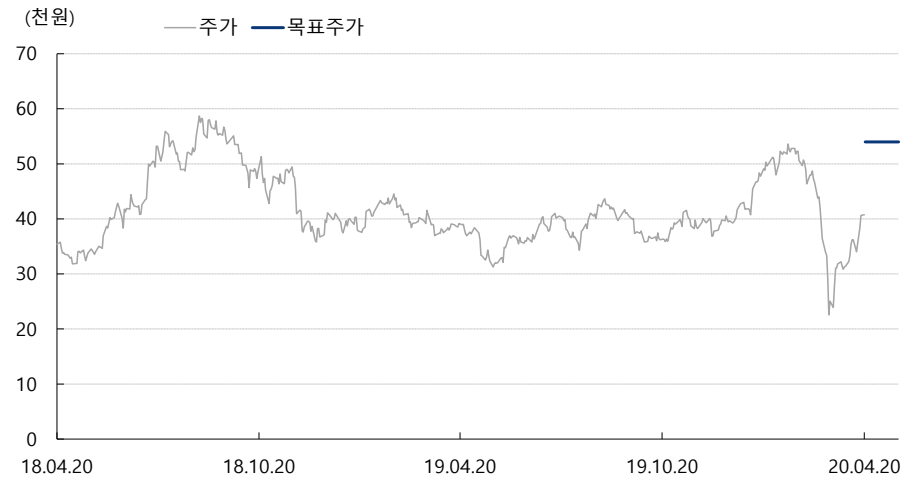
단위: 원, 배, %

12 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	37.3	12.7	25.7	69.0	30.0
영업이익 증가율	49.9	0.6	19.3	70.8	31.7
순이익 증가율	52.7	1.8	19.4	68.6	31.1
수익성					
ROIC	24.2	19.7	20.4	29.4	31.6
ROA	19.1	12.5	11.1	16.5	18.0
ROE	24.5	14.5	12.4	18.1	19.8
안정성					
부채비율	25.2	11.7	10.4	9.2	10.8
순차입금비율	8.9	5.1	4.6	4.3	6.5
이자보상배율	45.4	61.3	64.9	110.8	145.9

2 차전지

변하는 것과 변하지 않는 것

일진머티리얼즈 최근 2 년간 목표주가 변동추이



최근 2 년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2020.04.21	매수	54,000							

자료: 교보증권 리서치센터

2 차전지

변하는 것과 변하지 않는 것

전보 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2020.04.21	매수	92,000							

자료: 교보증권 리서치센터

2 차전지

변하는 것과 변하지 않는 것

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2020.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	88.1	9.5	2.4	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

Underweight(비중축소): 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy) 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상

Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우

Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하