

# SK COMPANY Analysis



Analyst

윤혁진

hjyoon2019@sk.com

02-3773-9025

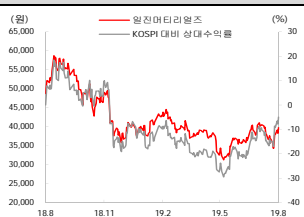
## Company Data

자본금	231 억원
발행주식수	4,611 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	18,306 억원
주요주주	
허재명(외3)	53.37%
국민연금공단	7.16%
외국인지분률	4.40%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(19/08/16)	39,700 원
KOSPI	1938.37 pt
52주 Beta	1.63
52주 최고가	58,700 원
52주 최저가	31,250 원
60일 평균 거래대금	138 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.7%	5.8%
6개월	-9.4%	4.1%
12개월	-18.5%	-5.0%

## 일진머티리얼즈 (020150/KS | 매수(유지) | T.P 48,000 원(유지))

### 전기차 밸류체인 중 가장 안정적인 수익성 기록 중

- 2 분기 연결 매출액 1,522 억원, 영업이익 174 억원으로 호실적 기록(컨센서스 매출액 1,379 억원, 영업이익 138 억원 크게 상회)
- 여전히 타이트한 동박 수급 상태를 보여주는 실적이며, 자회사들의 호실적, 특히 말레이시아 신공장의 실적 고무적
- 신공장 가동을 높아지는 3 분기, 추가적인 증설이 예정된 2020 년 이후 고성장 기대

### 긴 성장 스토리의 첫 성과를 보여준 2 분기 실적

일진머티리얼즈 2 분기 매출액은 1,522 억원(+27.3%YoY, +25.9%QoQ), 영업이익은 174 억원(+25.1%YoY, +46.6%QoQ)으로 컨센서스 매출액 1,379 억원, 영업이익 138 억원을 크게 상회한 호실적을 기록했다. 다른 2 차전지 밸류체인 업체들의 2 분기 실적은 국내 ESS 화재 영향으로 부진했지만, 동사는 Non-IT 향 물량 증가와 말레이시아 신공장 매출이 반영되면서 양호한 실적을 기록한 것으로 추정된다. 다른 자회사들의 실적도 호조를 보였지만, 2 차전지용 동박을 생산하는 말레이시아 법인이 아직 가동률이 낮았음에도 불구하고 매출 발생 첫 분기부터 이익에 기여를 하고 있는 것으로 판단한다. 3 분기에는 ①말레이시아 신공장(10,000 톤)이 분기 후반부부터 풀가동에 들어가면서 매출액 및 영업이익 개선 폭이 더 커질 것으로 전망한다. ②국내 ESS 발주는 지난 6 월부터 다시 시작되고 있어 동박 수요 증가에 긍정적이다. ③대부분 달러매출로 환율 상승에 따라 추가적인 매출 증가와 수익성 개선이 예상된다.

### 전기차 밸류체인 내에서도 프리미엄 가능한 업체

일진머티리얼즈의 2 차전지용 동박인 I2B 의 생산능력은 말레이시아 공장의 증설로 2018 년 15,000 톤, 2019 년 25,000 톤에서 2020 년말에는 45,000 톤으로 급증할 것으로 전망한다. 말레이시아 신공장이 차질 없이 가동되고 있으며, 전기차용 동박시장은 여전히 타이트한 수급이 지속되고 있어 생산능력 증가가 매출 증대로 이어질 것으로 전망한다. 투자의견 매수를 유지하고 목표주가 48,000 원(Target PER 30 배 유지)을 유지한다. 고려아연이 같은 철강 업종내에서 큰 프리미엄을 받고 있듯이 동사도 성장성 높은 전기차 밸류체인 중에서도 높은 이익 안정성으로 프리미엄이 가능하다고 판단한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	3,990	4,540	5,020	5,912	7,409	8,873
yoy	%	14	13.8	10.6	17.8	25.3	19.8
영업이익	억원	290	495	487	675	992	1,361
yoy	%	101.2	70.6	-1.6	38.5	47.1	37.2
EBITDA	억원	517	731	735	957	1,302	1,701
세전이익	억원	203	416	537	722	1,008	1,378
순이익(지배주주)	억원	393	422	413	566	751	1,036
영업이익률%	%	7.3	10.9	9.7	11.4	13.4	15.3
EBITDA%	%	13.0	16.1	14.6	16.2	17.6	19.2
순이익률	%	10.2	9.3	8.2	9.6	10.1	11.7
EPS(계속사업)	원	447	998	897	1,173	1,684	2,301
PER	배	30.2	38.4	45.7	33.9	23.6	17.3
PBR	배	1.9	3.3	3.6	3.2	2.9	2.5
EV/EBITDA	배	10.8	21.1	23.9	18.5	13.8	10.5
ROE	%	15.1	10.3	7.8	10.3	12.4	15.1
순차입금	억원	-169	-2,385	-1,580	-885	-675	-851
부채비율	%	32.6	22.6	31.0	40.0	43.2	45.4

## 긴 성장 스토리의 첫 성과를 보여준 2분기 실적

일진머티리얼즈 2분기 실적 Review

(단위 : 억원 %)

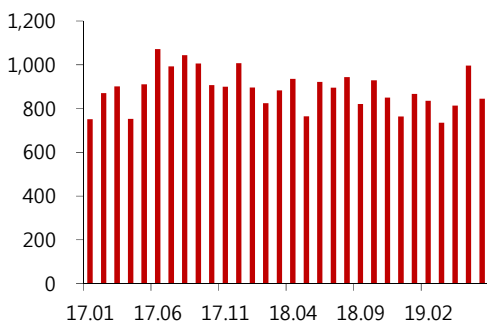
구분	2Q19	1Q19		2Q18		Market Consensus	
	실적	실적	증가율(QoQ)	실적	증가율(YoY)	실적	차이
매출액	1,522.1	1,209.4	25.9%	1,196.1	27.3%	1,379.0	10.4%
영업이익	173.6	118.4	46.6%	138.8	25.1%	138.2	25.7%
세전이익	179.3	132.0	35.8%	183.3	-2.2%	149.9	19.6%
순이익	124.5	120.8	3.0%	143.6	-13.3%	103.5	20.3%
수익성(%)							
영업이익률	11.4%	9.8%		11.6%		10.0%	
세전이익률	11.8%	10.9%		15.3%		10.9%	
순이익률	8.2%	10.0%		12.0%		7.5%	

자료 : 일진머티리얼즈, SK 증권

일진머티리얼즈 2분기 매출액은 1,522 억원(+27.3%YoY, +25.9%QoQ), 영업이익은 174 억원(+25.1%YoY, +46.6%QoQ)으로 컨센서스 매출액 1,379 억원, 영업이익 138 억원을 크게 상회한 호실적을 기록했다. 다른 2차전지 밸류체인 업체들의 2분기 실적은 국내 ESS 화재 영향으로 부진했지만, 동사는 Non-IT 향 물량 증가와 말레이시아 신공장 매출이 반영되면서 양호한 실적을 기록한 것으로 추정된다. 다른 자회사들의 실적도 호조를 보였지만, 2차전지용 동박을 생산하는 말레이시아 법인이 2분기 중에는 아직 가동률이 낮았음에도 불구하고 매출액이 발생하는 첫 분기부터 이익에 기여를 하고 있는 것으로 판단한다.

일진머티리얼즈 국내공장 수출 물량

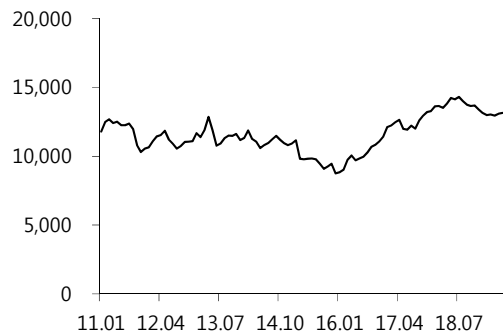
(단위 : 톤)



자료 : 무역협회, SK 증권

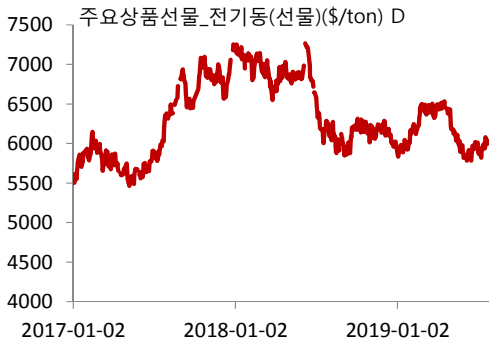
동박 수출 평균가격 추이

(단위 : \$/톤)



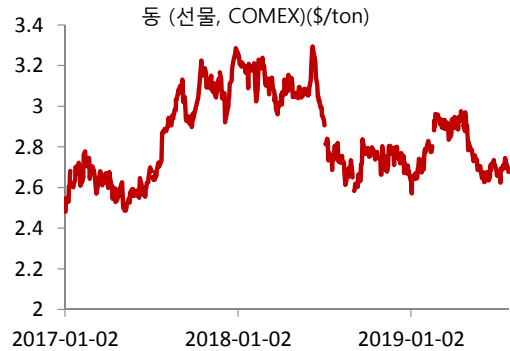
자료 : 무역협회, SK 증권

전기동 선물 가격 추이 (단위: \$/톤)



자료 : Dataguide, SK 증권

동 선물 가격 추이 (단위: \$/톤)



자료 : Dataguide, SK 증권

### 3 분기 실적 기대감 확대전망

일진머티리얼즈 실적 추정

(단위: 십억원 %)

구분	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	FY2019E	FY2020E	FY2021E
연결 매출액	120.9	152.2	153.2	164.9	158.9	198.8	185.3	197.9	591.2	740.9	887.3
I2B(2차전지용)	49.0	60.2	74.1	85.9	84.1	91.7	103.3	115.8	269.2	394.9	527.6
ICS(PCB용)	15.3	16.0	18.5	17.3	15.4	16.2	18.6	17.5	67.1	67.7	68.4
기타	56.7	76.0	60.6	61.7	59.3	90.9	63.4	64.6	255.0	278.2	291.3
영업이익	11.8	17.4	19.2	19.1	20.2	25.2	27.4	26.4	67.5	99.2	136.1
영업이익률	9.8%	11.4%	12.5%	11.6%	12.7%	12.7%	14.8%	13.3%	11.4%	13.4%	15.3%
지배주주 당기순이익	12.1	12.4	15.7	16.4	15.5	19.9	21.4	20.8	56.6	77.6	106.1

자료 : 일진머티리얼즈, SK 증권

3 분기에는 ① 기존 한국의 25,000 톤 공장이 풀 가동하고 있는 상태에서 말레이시아 신공장(10,000 톤)이 분기 후반부에 풀가동에 들어가면서 매출액 및 영업이익 개선 폭이 더 커질 것으로 전망한다. 말레이시아는 한국에 비해서 동박 제조원가의 10~15%를 차지하는 전력비와 10%를 차지하는 인건비가 크게 낮아, 가동률과 생산량이 늘어날 수록 추가적으로 전사 이익에 기여할 것으로 예상된다. 말레이시아의 최근 제조 인건비는 3,658MYR(원화 105 만원 수준)으로 한국의 4,654,149 원 대비 1/4 수준이며, 공장의 상황과 계약조건에 따라서 전력 요금은 다를 수 있어 일반화 시킬 수 없지만, 말레이시아의 산업용 전기료는 한국대비 1/2~1/3 로 파악된다.

②국내 ESS 발주는 여러 채널에서 확인한 결과 지난 6 월부터 다시 시작되고 있어서 동박 수요 증가에 긍정적이다. ③일진머티리얼즈의 매출은 대부분 달러매출로 환율 상승에 따라 추가적인 매출 증가와 수익성 개선이 예상된다(3 분기 현재 평균 환율은 1,184 원으로 2 분기대비 1.5% 상승).

말레이시아 제조 인건비 추이

(단위 : kg)



자료 : SK 증권

말레이시아와 한국 산업용 전기료 비교

(단위 : 원)

전력량 요금(원/kWh)	한국	말레이시아	비교
경부하 시간대	61.6	58.6	95.2%
최대부하 시간대	196.6	97.8	49.8%

자료 : 한국전력 SK 증권

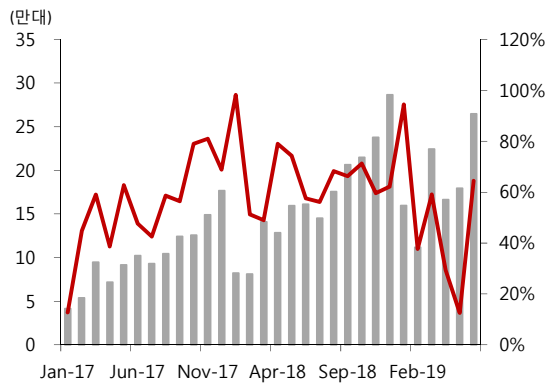
주 : 한국은 산업을>고압A>선택1의 경우

말레이시아는 High Voltage 산업 요금

글로벌 전기차 판매 호조 지속

Global EV 판매량 및 YoY 증가율

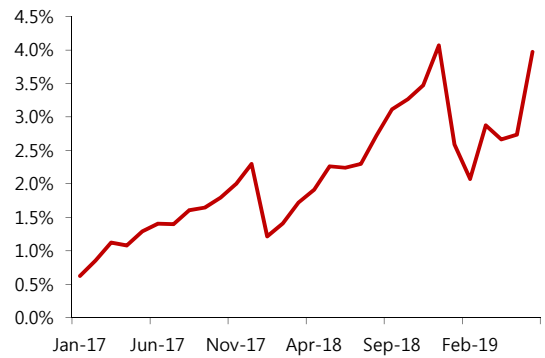
(단위 : 만대, %)



자료 : insideevs.com, SK 증권

Global 자동차 판매량 중 전기차 비중

(단위 : %)



자료 : insideevs.com, SK 증권

6 월 글로벌 전기차 판매량은 26.5 만대로 전체 자동차에서 차지하는 비중이 4.0%로 과거 최고치 수준까지 올라갔다. 6 월말 중국 전기차 보조금 삭감 적용을 앞두고 선 수요가 발생한 것으로 판단한다. 7~8 월에는 중국의 판매량 부진으로 글로벌 전기차 성장률이나 자동차내에서의 비중이 낮아질 수 밖에 없지만, 2020 년 및 2021 년 글로벌 전기차 신모델 라인업이 크게 확대 될 것으로 예상돼 트렌드에서의 변화는 없을 것으로 전망한다. 결국 글로벌 전기차 판매 호조 및 전기차 모델 확대로 글로벌 동박 시장의 수요 또한 양호할 것으로 예상된다.

## 말레이시아 공장 증설을 통한 2 차전지용 동박 생산능력 확대

일진머티리얼즈 2 차전지용 동박 생산능력 추이 및 전망

(단위: 톤/년)

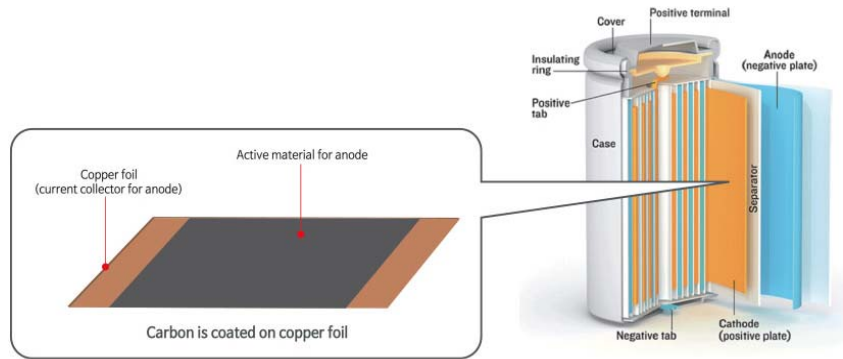
구분	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년
동박 생산능력	21,000	21,000	21,000	31,000	51,000	61,000	71,000
2차전지용(I2B)	15,000	15,000	15,000	25,000	45,000	55,000	65,000
PCB용(ICS)	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000

자료 : SK 증권

일진머티리얼즈의 2 차전지용 동박인 I2B 의 생산능력은 2018 년 15,000 톤 2019 년 25,000 톤에서 2020 년말에는 45,000 톤으로 급증할 것으로 전망한다. 말레이시아 신공장이 차질 없이 가동되고 있으며, 전기차용 동박시장은 여전히 타이트한 수급이 지속되고 있어 생산능력 증가가 매출 증대로 이어질 것으로 전망한다.

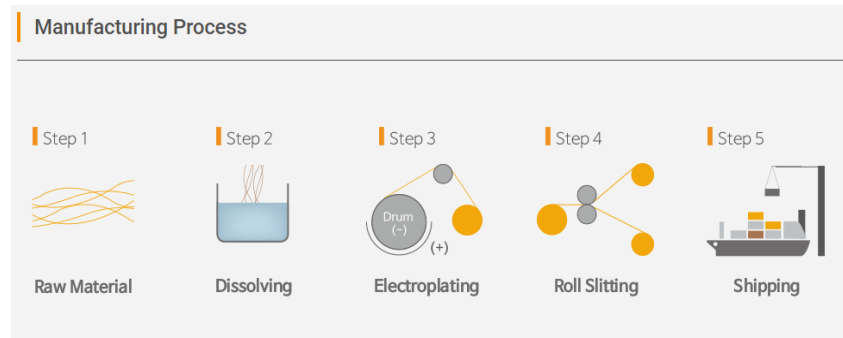
투자의견 매수를 유지하고 목표주가 48,000 원(Target PER 30 배 유지)을 유지한다. 2분기 실적 서프라이즈로 말레이시아 공장의 성장성과 수익성을 확인시켜줬으며, 국내 ESS 시장 우려도 해소되고 있어 지금 매수 적기라 판단한다.

### 2 차전지용 동박



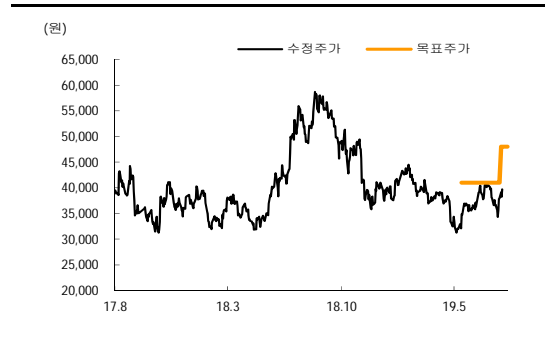
자료 : KCFT, SK 증권

### 동박 제조과정



자료 KCFT, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.08.16	매수	48,000원	6개월		
2019.08.12	매수	48,000원	6개월	-18.71%	-17.29%
2019.05.30	매수	41,000원	6개월	-8.35%	0.00%



### Compliance Notice

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

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 8 월 16 일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	3,945	3,575	3,648	3,918	4,701
현금및현금성자산	462	531	650	666	763
매출채권및기타채권	670	782	1,083	1,300	1,574
재고자산	585	512	880	1,056	1,279
<b>비유동자산</b>	2,558	3,347	4,404	5,253	5,970
장기금융자산	644	433	459	459	459
유형자산	1,758	2,715	3,759	4,586	5,274
무형자산	44	43	44	40	36
<b>자산총계</b>	6,503	6,922	8,052	9,171	10,671
<b>유동부채</b>	890	1,090	1,465	1,752	2,114
단기금융부채	79	149	35	35	35
매입채무 및 기타채무	524	623	1,003	1,204	1,457
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	308	548	835	1,015	1,216
장기금융부채	38	242	329	329	329
장기매입채무 및 기타채무	2	1	2	2	3
장기충당부채	16	18	25	30	36
<b>부채총계</b>	1,199	1,638	2,300	2,767	3,330
<b>지배주주지분</b>	5,304	5,284	5,751	6,404	7,341
자본금	230	231	231	231	231
자본잉여금	3,793	3,854	3,854	3,854	3,854
기타자본구성요소	29	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	959	1,098	1,663	2,415	3,451
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	5,304	5,284	5,751	6,404	7,341
<b>부채외자본총계</b>	6,503	6,922	8,052	9,171	10,671

**현금흐름표**

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	612	860	631	879	1,155
당기순이익(손실)	422	413	566	751	1,036
비현금성항목등	305	385	395	498	610
유형자산감가상각비	228	243	253	278	306
무형자산감가상각비	8	4	4	4	4
기타	51	38	4	-27	-27
운전자본감소(증가)	-111	62	-164	-126	-159
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-118	-43	-283	-217	-274
재고자산감소(증가)	-70	62	-375	-176	-223
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	43	23	401	201	254
기타	34	20	93	66	84
법인세납부	1	-26	-168	-244	-332
<b>투자활동현금흐름</b>	-2,191	-588	-375	-844	-1,036
금융자산감소(증가)	-2,026	619	842	226	-79
유형자산감소(증가)	-177	-1,190	-1,191	-1,104	-994
무형자산감소(증가)	4	-4	-5	0	0
기타	7	-13	-21	34	37
<b>재무활동현금흐름</b>	1,802	-181	-139	-19	-21
단기금융부채증가(감소)	-33	55	-117	0	0
장기금융부채증가(감소)	17	30	-7	0	0
자본의증가(감소)	1,998	33	0	0	0
배당금의 지급	-25	-299	0	0	0
기타	-156	-1	-15	-19	-21
<b>현금의 증가(감소)</b>	197	69	119	16	98
기초현금	265	462	531	650	666
기말현금	462	531	650	666	763
FCF	375	369	505	764	1,048

자료 : 일진머티리얼즈, SK증권

**포괄손익계산서**

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	4,540	5,020	5,912	7,409	8,873
<b>매출원가</b>	3,731	4,225	4,918	6,025	7,051
<b>매출총이익</b>	810	795	995	1,384	1,822
매출총이익률 (%)	17.8	15.8	16.8	18.7	20.5
<b>판매비와관리비</b>	314	308	320	392	460
영업이익	495	487	675	992	1,361
영업이익률 (%)	10.9	9.7	11.4	13.4	15.3
<b>비영업손익</b>	-79	50	48	16	17
<b>순금융비용</b>	-11	-9	-7	-8	-9
외환관련손익	-55	20	50	-19	-19
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	416	537	722	1,008	1,378
세전계속사업이익률 (%)	9.2	10.7	12.2	13.6	15.5
계속사업법인세	-7	124	181	232	317
<b>계속사업이익</b>	422	413	541	776	1,061
중단사업이익	0	0	25	25	25
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	422	413	566	751	1,036
<b>순이익률 (%)</b>	9.3	8.2	9.6	10.1	11.7
지배주주	422	413	566	751	1,036
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	9.29	8.23	9.57	10.14	11.68
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	537	250	467	653	937
지배주주	537	250	467	653	937
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	731	735	957	1,302	1,701

**주요투자지표**

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	13.8	10.6	17.8	25.3	19.8
영업이익	70.6	-1.6	38.5	47.1	37.2
세전계속사업이익	104.5	29.2	34.5	39.6	36.7
EBITDA	41.5	0.5	30.2	36.1	30.7
EPS(계속사업)	123.3	-10.1	30.7	43.6	36.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	10.3	7.8	10.3	12.4	15.1
ROA	8.1	6.2	7.6	8.7	10.4
EBITDA마진	16.1	14.6	16.2	17.6	19.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	443.1	327.9	248.9	223.6	222.4
부채비율	22.6	31.0	40.0	43.2	45.4
순차입금/자기자본	-45.0	-29.9	-15.4	-10.5	-11.6
EBITDA/이자비용(배)	171.1	51.2	54.4	67.4	80.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	998	897	1,173	1,684	2,301
BPS	11,531	11,460	12,472	13,888	15,920
CFPS	1,555	1,434	1,838	2,301	2,985
주당 현금배당금	650	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	44.3	65.4	38.0	26.4	19.3
PER(최저)	11.8	35.5	26.7	18.6	13.6
PBR(최고)	3.8	5.1	3.6	3.2	2.8
PBR(최저)	1.0	2.8	2.5	2.3	2.0
PCR	24.6	28.6	21.6	17.3	13.3
EV/EBITDA(최고)	24.8	35.0	20.8	15.5	11.8
EV/EBITDA(최저)	3.5	18.1	14.5	10.8	8.2