

2019. 8. 16



▲ 핸드셋/전기전자
Analyst **주민우**
02. 6454-4865
minwoo.ju@meritz.co.kr

일진머티리얼즈 020150

말레이시아 효과는 이제 시작

- ✓ 2Q19 실적, 컨센서스와 당사추정치 모두 상회 → 말레이시아 공장 가동 효과
- ✓ 말레이시아는 국내 대비 전력비와 인건비가 절반 이상 저렴하므로 원가측면 유리
- ✓ 3Q19 실적은 말레이시아 가동을 추가 상승효과로 QoQ 증익 이어나갈 전망
- ✓ I2B 매출 내 말레이시아 법인 비중은 19년 25%, 20년 50%로 확대될 전망임에 따라 연결 영업이익률 또한 점진적인 개선 기대 → 20년 영업이익 추정치 12.2% 상향
- ✓ 투자의견 Trading Buy 유지하고 적정주가는 49,000원으로 11% 상향

Trading Buy

적정주가 (12개월)	49,000 원
현재주가 (8.14)	39,700 원
상승여력	23.4%
KOSPI	1,938.37pt
시가총액	18,306억원
발행주식수	4,611만주
유동주식비율	46.42%
외국인비중	4.42%
52주 최고/최저가	58,700원/31,250원
평균거래대금	137.9억원
주요주주(%)	
허재명 외 3인	53.37
국민연금공단	7.16

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

주가그래프



2Q19 실적, 컨센서스 & 당사추정치 모두 상회

2Q19 매출액과 영업이익은 1,522억원과 174억원으로 컨센서스를 각각 10%, 23% 상회했다. 국내 I2B(2차전지용 동박) 매출액은 전분기와 유사한 498억원을 기록했으나, 말레이시아 공장이 가동을 시작하며 전체 I2B 매출액은 602억원으로 전분기 대비 23% 성장했다. 말레이시아는 전력비와 인건비가 국내 대비 저렴하기 때문에 영업이익은 더 큰 폭으로 개선됐다. 3Q19 실적은 국내 I2B 실적 회복과 말레이시아 가동을 추가 상승효과로 QoQ 증익을 이어나갈 전망이다.

2020년 영업이익 추정치 12.2% 상향. 말레이시아 효과는 이제 시작

2020년 매출액과 영업이익 추정치를 종전 대비 각각 -6.8%, +12.2% 조정한다. 매출액은 종전대비 건설 자회사의 매출액을 조정한 영향이고, 영업이익은 말레이시아 공장의 영업이익률이 기존 당사 추정치 대비 높아 상향 조정이 불가피하다. 매출원가와 판관비를 합한 전체 비용 내 원재료비는 약 50%, 전력비는 15%, 인건비는 11%, 상각비는 6%를 차지하는데, 말레이시아는 국내 대비 인건비와 전력비가 절반 이상 저렴하기 때문에 생산원가가 국내 대비 낮을 수 밖에 없다. 전체 I2B 매출에서 말레이시아 법인의 비중이 19년 25%, 20년 50%, 21년 64%로 확대될 전망이기 때문에 연결 영업이익률의 점진적인 개선이 기대된다.

투자의견 Trading buy 유지, 적정주가는 49,000원으로 상향

2020년 추정치 상향조정을 반영해 적정주가를 49,000원으로 11% 상향한다. EV 전지박의 타이트한 공급이 지속되고 있으나, 2020년 기준 24배 (vs 소재 평균 20배)의 밸류에이션에 프리미엄이 일정부분 반영(타깃 멀티플은 30배)되어 있다고 판단해 투자의견은 Trading buy를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	454.0	49.5	42.2	1,000	3.0	12,573	27.2	2.2	12.5	10.3	22.6
2018	502.0	48.7	41.3	897	-10.3	11,472	47.3	3.7	27.6	7.8	31.0
2019E	598.1	71.2	56.8	1,232	37.3	12,086	32.2	3.3	15.6	10.5	45.2
2020E	780.3	105.9	76.6	1,661	34.8	13,109	23.9	3.0	10.9	13.2	77.4
2021E	964.3	135.7	94.9	2,057	23.9	14,522	19.3	2.7	9.0	14.9	87.4

(십억원)	2Q19P	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	152.2	119.6	27.3%	120.9	25.9%	137.7	10.5%	142.5	6.8%
영업이익	17.4	13.9	25.1%	11.8	46.6%	14.1	23.1%	14.5	20.0%
세전이익	17.9	18.3	-2.1%	13.2	35.7%	15.9	12.8%	18.0	-0.3%
지배주주 순이익	12.4	14.4	-13.3%	12.1	3.0%	12.4	0.6%	13.8	-10.1%
영업이익률(%)	11.4%	11.6%		9.8%		10.2%		10.1%	
지배주주 순이익률(%)	8.2%	12.0%		10.0%		9.0%		9.7%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

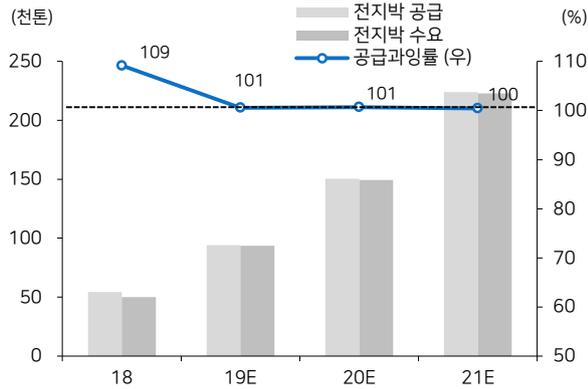
비교	New			Old			차이(%)		
	3Q19E	2019E	2020E	3Q19E	2019E	2020E	3Q19E	2019E	2020E
(십억원)									
매출액	160.0	598.1	780.3	171.5	601.7	837.2	-6.7%	-0.6%	-6.8%
영업이익	21.0	71.2	105.9	19.2	61.5	94.3	9.1%	15.8%	12.2%
영업이익률 (%)	13.1%	11.9%	13.6%	11.2%	10.2%	11.3%			
세전이익	19.8	72.4	102.1	17.3	64.3	91.6	14.1%	12.7%	11.5%
순이익	15.3	56.8	76.6	13.2	50.7	68.7	15.8%	12.1%	11.5%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019E	2020E	2021E
환율	1,126	1,167	1,174	1,155	1,135	1,125	1,115	1,110	1,155	1,121	1,100
매출액	120.9	152.2	160.0	165.0	165.6	193.2	196.5	225.0	598.1	780.3	964.3
(%, QoQ)	-11.8%	25.9%	5.1%	3.1%	0.4%	16.7%	1.7%	14.5%			
(%, YoY)	4.7%	27.3%	23.4%	20.3%	36.9%	27.0%	22.8%	36.4%	19.2%	30.4%	23.6%
ICS	15.3	16.1	16.4	16.0	16.0	15.7	15.7	15.4	63.8	62.8	61.6
I2B	49.0	60.2	86.8	97.1	95.7	111.8	121.5	148.7	293.1	477.7	670.1
국내	49.0	49.8	60.9	60.6	59.2	59.4	59.6	60.0	220.2	238.2	239.7
말레이시아	0.0	10.4	25.9	36.5	36.5	52.4	61.9	88.7	72.9	239.5	430.4
기타	5.5	7.4	8.8	5.4	6.0	8.1	9.7	5.9	27.0	29.7	32.7
자회사	51.2	68.5	48.1	46.6	47.8	57.6	49.6	55.0	214.3	210.0	200.0
영업이익	11.8	17.4	21.0	21.1	21.5	26.2	27.5	30.7	71.2	105.9	135.7
(%, QoQ)	24.8%	46.6%	20.7%	0.5%	2.0%	21.7%	5.1%	11.6%			
(%, YoY)	49.5%	25.1%	20.2%	122.0%	81.5%	50.7%	31.3%	45.8%	46.2%	48.7%	28.2%
영업이익률 (%)	9.8%	11.4%	13.1%	12.8%	13.0%	13.5%	14.0%	13.6%	11.9%	13.6%	14.1%
세전이익	13.2	17.9	19.8	21.5	21.8	24.9	25.3	30.1	72.4	102.1	126.5
지배주주순이익	12.1	12.4	15.3	17.0	15.4	18.6	18.9	23.7	56.8	76.6	94.9
지배주주순이익률 (%)	10.0%	8.2%	9.5%	10.3%	9.3%	9.6%	9.6%	10.5%	9.5%	9.8%	9.8%

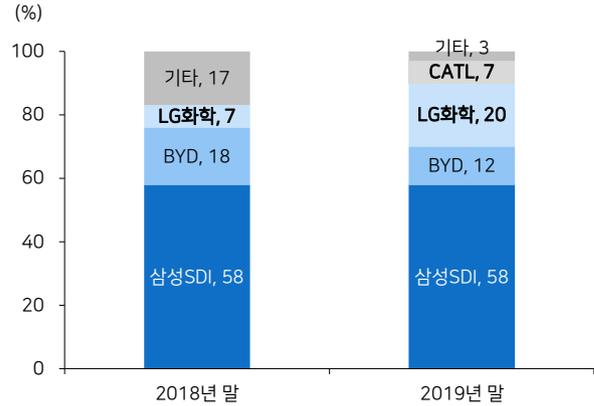
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 중대형 전지박 수급 추정



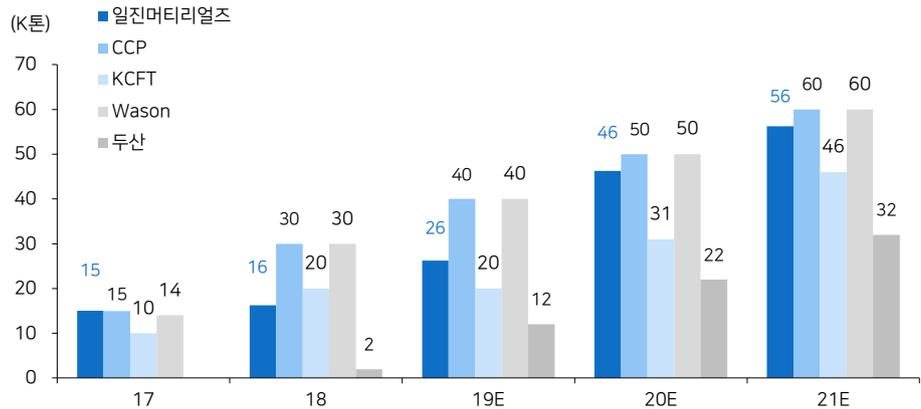
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 일진머티리얼즈 고객사 비중 변화



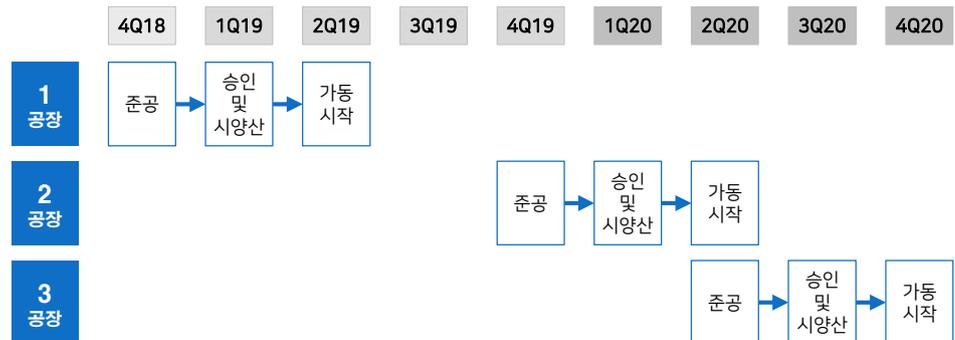
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 전지박 주요 경쟁사 Capa 증설 계획 (연말기준)



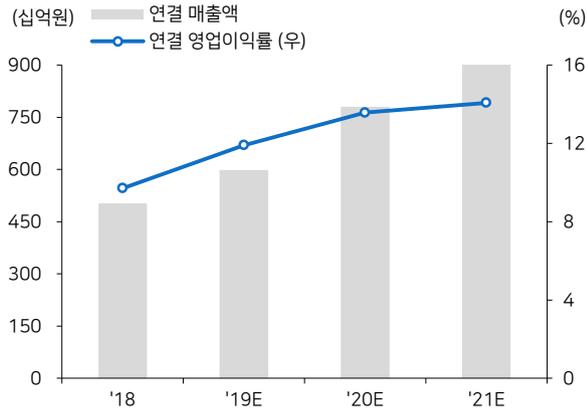
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 일진머티리얼즈 말레이시아 공장 가동 스케줄



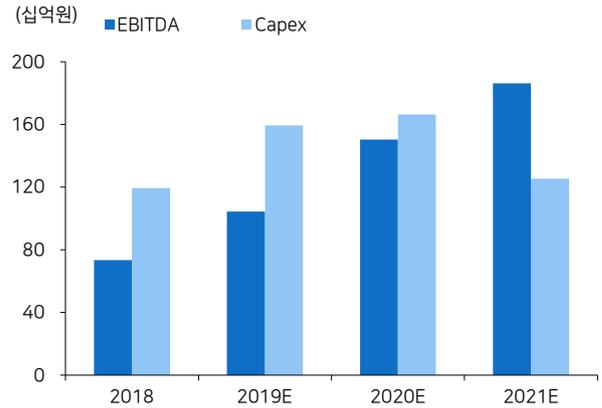
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 일진머티리얼즈 매출액 및 영업이익률



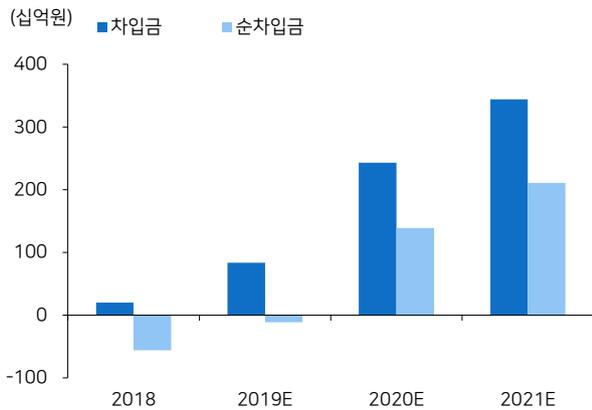
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 일진머티리얼즈 EBITDA vs Capex 비교



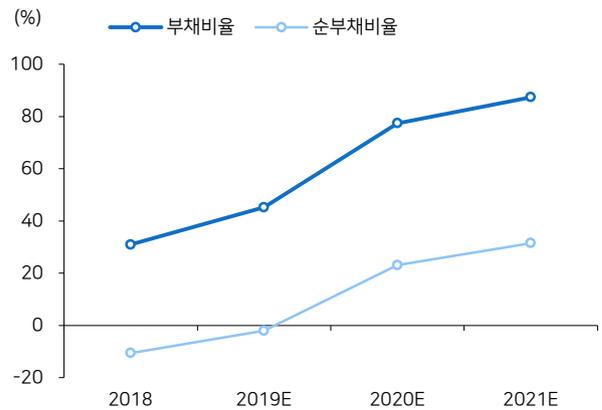
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 일진머티리얼즈 차입금 및 순차입금



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 일진머티리얼즈 부채비율 및 순부채비율



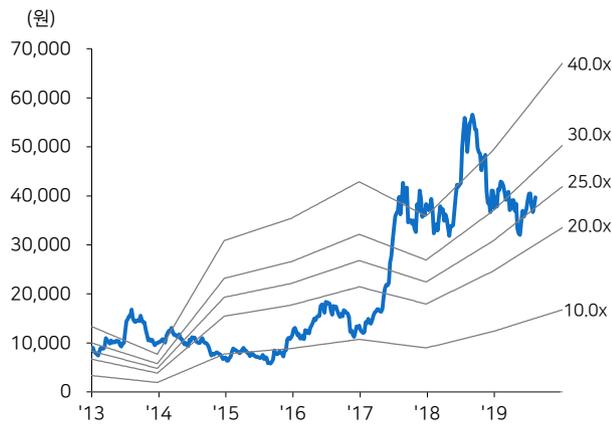
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 일진머티리얼즈 적정주가 산정표

(원)	2020E 비교
EPS	1,661
적정배수 (배)	29.0 2차전지 시장 확대 기대감 반영됐던 16,17,18년 평균멀티플
적정가치	48,187
적정주가	49,000
현재주가	39,700
상승여력 (%)	23.4%

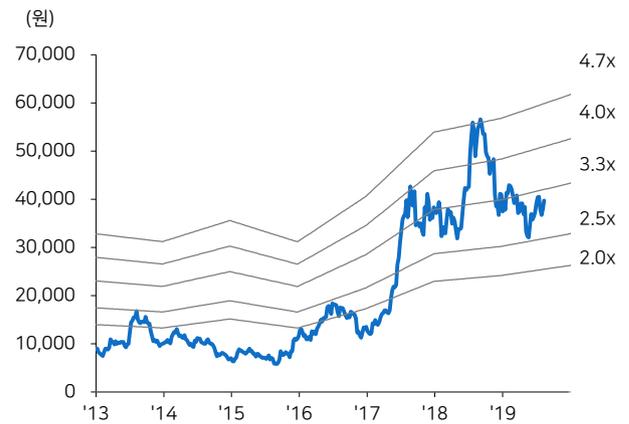
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 일진머티리얼즈 PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 일진머티리얼즈 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 일진머티리얼즈 밸류에이션 테이블

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
주가 (원)								
High	37,700	18,450	18,000	13,800	12,700	19,950	45,100	60,100
Low	10,800	7,250	7,440	6,880	5,600	10,600	12,000	31,500
Average	21,191	12,387	11,597	10,302	8,074	15,072	27,601	42,422
확정치 기준 PER (배)								
High	107.4	nm	nm	165.8	nm	20.6	45.1	67.0
Low	30.8	nm	nm	82.7	nm	10.9	12.0	35.1
Average	60.4	nm	nm	123.8	nm	15.5	27.6	47.3
EPS (원)	351	-1,413	-181	83	-946	971	1,000	897
EPS Growth (%)	-69.2	-502.4	-87.2	-145.9	-1,237.1	-202.6	3.0	-10.3
컨센서스 기준 PER (배)								
High	80.4	88.3	53.6	71.9	16.5	22.5	42.1	61.5
Low	23.0	34.7	22.1	35.8	7.3	12.0	11.2	32.2
Average	45.2	59.3	34.5	53.7	10.5	17.0	25.7	43.4
EPS (원)	469	209	336	192	772	885	1,072	978
EPS growth (%)	-58.9	-40.5	-123.8	-205.9	827.6	-193.5	10.4	-2.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

일진머티리얼즈 (020150)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	454.0	502.0	598.1	780.3	964.3
매출액증가율 (%)	13.8	10.6	19.2	30.4	23.6
매출원가	373.1	422.5	499.9	640.4	786.4
매출총이익	81.0	79.5	98.2	139.9	177.9
판매비와관리비	31.4	30.8	27.3	34.0	42.2
영업이익	49.5	48.7	71.2	105.9	135.7
영업이익률 (%)	10.9	9.7	11.9	13.6	14.1
금융수익	-0.7	4.9	3.9	1.5	-3.8
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-7.2	0.1	-2.7	-5.3	-5.4
세전계속사업이익	41.6	53.7	72.4	102.1	126.5
법인세비용	-0.7	12.4	18.1	25.5	31.6
당기순이익	42.2	41.3	56.8	76.6	94.9
지배주주지분 손이익	42.2	41.3	56.8	76.6	94.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	61.2	86.0	175.9	77.5	97.1
당기순이익(손실)	42.2	41.3	56.8	76.6	94.9
유형자산감가상각비	22.8	24.4	32.8	44.3	50.2
무형자산상각비	0.8	0.4	0.4	0.4	0.4
운전자본의 증감	-11.2	-3.7	74.6	-62.4	-75.3
투자활동 현금흐름	-219.5	-61.9	-99.4	-106.4	-65.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-17.7	-119.0	-159.0	-166.0	-125.0
투자자산의 감소(증가)	-161.8	0.3	-0.2	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	180.2	-18.1	36.7	129.9	70.8
차입금증감	-1.6	8.5	63.4	159.8	100.7
자본의증가	199.8	3.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가	19.7	6.9	34.4	9.3	29.4
기초현금	26.5	46.2	53.1	87.5	96.8
기말현금	46.2	53.1	87.5	96.8	126.2

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	394.5	357.5	328.4	434.7	545.7
현금및현금성자산	46.2	53.1	87.5	96.8	126.2
매출채권	54.0	63.9	76.1	102.0	110.8
재고자산	58.5	51.2	66.7	98.5	160.7
비유동자산	255.8	334.7	480.2	636.5	707.7
유형자산	175.8	271.5	432.2	554.0	628.7
무형자산	4.4	4.3	4.8	5.6	6.3
투자자산	66.1	2.0	2.2	2.4	2.4
자산총계	650.3	692.2	808.5	1,071.2	1,253.4
유동부채	89.0	109.0	116.3	162.2	176.7
매입채무	24.2	22.0	26.7	37.3	39.4
단기차입금	7.5	13.4	7.2	10.0	13.0
유동성장기부채	0.3	1.5	4.5	3.8	3.8
비유동부채	30.8	54.8	135.5	305.3	407.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	3.8	5.3	71.9	229.6	327.3
부채총계	119.9	163.8	251.9	467.4	584.5
자본금	23.0	23.1	23.1	23.1	23.1
자본잉여금	379.3	385.4	385.4	385.4	385.4
기타포괄이익누계액	29.4	10.2	11.5	12.0	12.1
이익잉여금	95.9	109.8	136.7	183.3	248.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	530.4	528.4	556.7	603.8	668.9

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	10,762	10,899	12,972	16,922	20,913
EPS(지배주주)	1,000	897	1,232	1,661	2,057
CFPS	466	150	746	202	637
EBITDAPS	1,733	1,595	2,265	3,264	4,041
BPS	12,573	11,472	12,086	13,109	14,522
DPS	650	0	0	0	0
배당수익률(%)	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	27.2	47.3	32.2	23.9	19.3
PCR	58.4	283.2	53.2	196.3	62.3
PSR	2.5	3.9	3.1	2.3	1.9
PBR	2.2	3.7	3.3	3.0	2.7
EBITDA	73	73	104	151	186
EV/EBITDA	12.5	27.6	15.6	10.9	9.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.3	7.8	10.5	13.2	14.9
EBITDA 이익률	57.7	56.2	54.4	50.9	50.9
부채비율	22.6	31.0	45.2	77.4	87.4
금융비용부담률	-0.2	-0.2	0.1	0.6	1.0
이자보상배율(x)	115.2	33.8	39.2	17.9	11.9
매출채권회전율(x)	8.8	8.5	8.5	8.8	9.1
재고자산회전율(x)	6.8	7.7	8.5	7.8	6.1

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 8월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 8월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 8월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 주민우)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

일진머티리얼즈 (020150) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.07	산업분석	Buy	60,000	주민우	-33.3	-17.6	
2019.05.16	기업브리프	Trading Buy	40,000	주민우	-19.3	-16.6	
2019.05.29	산업분석	Trading Buy	40,000	주민우	-11.0	1.0	
2019.07.08	기업브리프	Trading Buy	44,000	주민우	-12.8	-6.8	
2019.08.16	기업브리프	Trading Buy	49,000	주민우	-	-	