

일진머티리얼즈(020150)

생산량 지속 증가 불구 주가 부진, 매수 기회

3분기 동박 생산량은 전년 동기 대비 26% 증가

컨센서스 하회한 3분기 실적 발표 이후 주가 흐름은 다소 부진하나, 동박 생산량이 증가했다는 점과 전기차 배터리용 I2B 매출 크게 증가했다는 점 감안하면 매수기회라고 판단된다. 1) 사업보고서상 동박 생산량은 6,501톤(YoY +26%, QoQ +12%) 증가했다. 이는 신규 공장인 말레이시아 라인 가동률 상승이 지속적으로 이뤄지고 있음을 의미한다. 2) I2B 부문 매출은 3분기 781억원(YoY +37%, QoQ +30%)으로 생산량 증가 대비 더욱 가파른 증가폭을 나타냈다. 동박 생산량에 ICS 부문 매출이 포함되어있음을 감안해도 하반기 ICS 부문 실적이 전분기 및 전년동기 대비 유사했던 것을 감안하면 하이엔드 동박 수요 증가 및 신규 고객사 비중 확대 과정에서 ASP 상승 효과가 있었던 것으로 추정된다. 배터리 셀 업체들의 증설 과정에서 공급 부족 현상 지속되고 있는 동박 시장 업황 반영한 수치라고 판단된다.

2020년 I2B 부문 매출 85% 증가 전망

2020년 실적은 매출 8,026억원(YoY +38%), 영업이익 887억원(YoY +46%)으로 가파른 성장세가 지속될 전망이다. 이산화탄소 배출량 목표치 달성을 위해 자동차 OEM 업체들이 2020년부터 전기차 모델수를 크게 늘리면서 삼성SDI 등 주요 배터리 셀 업체들의 전기차 배터리 매출이 폭발적으로 증가할 것으로 전망되며 이에 따라 일진머티리얼즈의 I2B 매출 역시 가파른 성장이 예상된다(2020년 I2B 부문 매출 전년 대비 +85% 증가 전망).

배터리 섹터 Top pick 유지

2021년 삼성SDI 35GWh, LG화학 120GWh, CATL 110GWh CAPA가 전망되며 현재 각 고객사내 점유율 그대로 적용시 상기한 글로벌 Top3업체로부터 발생할 일진머티리얼즈향 전기차 배터리 동박 수요는 7만톤~11.6만톤 수준일 것으로 전망되며 이는 현재 일진머티리얼즈의 2021년 예상 CAPA인 5만톤을 크게 상회하는 수치이다. 만약 LG화학내 점유율 상승시 위 수요량은 크게 증가할 가능성이 높다는 측면에서 단가 인하 우려는 매우 제한적이라고 판단된다. 상기한 재무상태 및 업황 고려하여 일진머티리얼즈에 대해 목표주가 52,000원을 유지하며 배터리 섹터 Top pick을 유지한다.

Update

BUY

| TP(12M): 52,000원 | CP(11월 20일): 38,600원

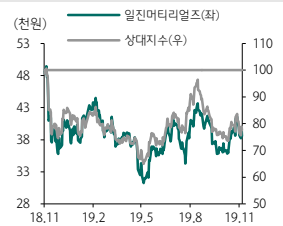
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,125.32	
52주 최고/최저(원)	47,750/31,250	
시가총액(십억원)	1,779.9	
시가총액비중(%)	0.15	
발행주식수(천주)	46,110.8	
60일 평균 거래량(천주)	398.5	
60일 평균 거래대금(십억원)	15.8	
19년 배당금(예상, 원)	0	
19년 배당수익률(예상, %)	0.00	
외국인지분율(%)	4.55	
주요주주 지분율(%)		
허재명 외 3인	53.37	
국민연금공단	8.17	
주가상승률	1M	6M 12M
절대	6.6	23.5 (19.2)
상대	3.4	19.5 (20.8)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	583.2	766.8
영업이익(십억원)	61.6	97.9
순이익(십억원)	49.8	75.2
EPS(원)	1,086	1,627
BPS(원)	13,774	15,407

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	454.0	502.0	581.8	802.6	928.4
영업이익	십억원	49.5	48.7	60.9	88.7	106.7
세전이익	십억원	41.6	53.7	63.9	91.0	109.0
순이익	십억원	42.2	41.3	49.0	67.1	80.4
EPS	원	1,000	897	1,063	1,455	1,745
증감률	%	3.0	(10.3)	18.5	36.9	19.9
PER	배	38.30	45.71	36.32	26.53	22.12
PBR	배	3.32	3.58	3.03	2.72	2.42
EV/EBITDA	배	20.83	23.59	17.18	12.58	10.53
ROE	%	10.33	7.80	8.79	10.82	11.59
BPS	원	11,531	11,460	12,720	14,175	15,920
DPS	원	650	0	0	0	0



Analyst 김현수
02-3771-7503
hyunsoo@hanafn.com

FPCB용 동박 수요 지속 증가

FPCB 시장 성장 낙수효과 확대

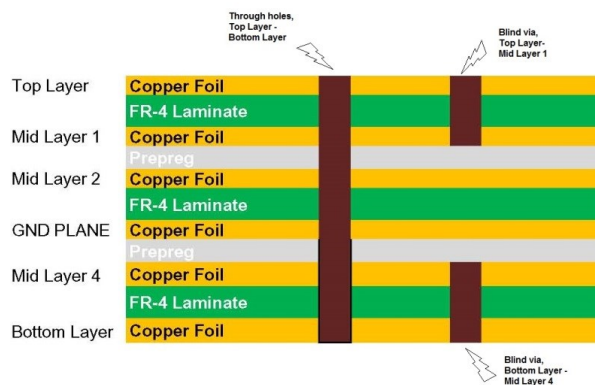
Copper Elecfoil, 즉 동박이 전지용 소재로 쓰이기 시작한 건 최근의 일이다. 동박의 기존 사용처는 주로 PCB였다. 북미 지역에서는 Copper Foil 이라고 지칭하며, 일본에서는 '전기 분해를 통해 만든 구리박'이라는 의미로 전해동박(電解銅箔)이라고 표기한다. 전기 분해를 통해 동박을 만든다는 점에서 과거 압연 방식의 동박과 구별된다.

PCB의 회로 부분을 동박이 담당하며 이 때문에 회로박이라고도 부른다. PCB의 회로폭이 계속 좁아지면서 동박 두께 및 회로폭 역시 좁아지고 있다. 기판에 요구되는 스펙이 향상되면서 1마이크로미터 미만 두께 가진 극동박(UTC : Ultra Thin Copper foil) 시장 개화를 앞두고 있다.

일진머티리얼즈가 생산 중인 PCB용 동박(이하 회로박으로 지칭)은 주로 하이엔드 스마트폰에 사용되는 FPCB용 회로박이다. 따라서 주로 하이엔드 스마트폰 판매량에 매출이 연동된다.

한편, 5G 스마트폰 출시가 본격화되며 고출력 기판 수요가 증가함에 따라 이를 감당할 수 있는 극동박 수요 역시 증가할 것으로 전망되며 이에 따라 일진머티리얼즈의 ICS(회로박)부문 매출 증가 및 수익성 향상이 전망된다.

그림 1. Multi Layer Board 구조도



자료: 하나금융투자

프리미엄 동박 수요 증가

배터리 에너지 밀도 향상 및 무게 절감 위한 프리미엄 동박 수요 증가

스마트폰 1대에 들어가는 동박은 3g 정도이며, 전기차에는 약 20~30kg이 사용된다. 전기차 1대 당 스마트폰 동박 약 6,600대 분이 소요되는 셈이다.

2차전지는 양극과 음극에서 서로 리튬이온을 주고 받으며 작동하는 구조다. 충전시 리튬이온이 음극으로 옮겨가고 방전시, 즉 전기에너지 사용시 양극으로 이동하는 구조다. 양극과 음극은 리튬이온의 저장소 역할을 한다.

동박은 음극에 삽입되는 얇은 박이다. 두께는 마이크로 미터 단위로 매우 얇으며, 얇으면서도 넓고 길게 만드는게 수율의 핵심이다. 길게 만들수록 고객사인 배터리 셀 업체 입장에서는 라인 가동 중단 없이 음극 제조가 가능하기 때문에 중요하다.

전기차 주행거리 향상을 위한 1) 배터리 에너지 밀도 향상 및 2) 배터리 무게 감소 노력이 배터리 서플라이 체인 전체에서 진행되고 있다. 이 중 동박의 두께 감소는 배터리 에너지 밀도 향상과 무게 감소 모두를 이끌어 낸다는 점에서 중요하다.

동박이 얇아지면 음극활 물질의 적재 공간이 확장돼, 에너지 밀도를 높일 수 있다. 활물질 집전량 증가를 통한 용량 확대를 기대할 수 있는 것이다.

두께가 얇아지면 무게 역시 감소한다. 약 90kWh 배터리 용량 탑재한 Tesla Model S의 동박 무게는 약 30kg인 것으로 추정된다. 아직까지는 약 10 μ m 두께의 동박을 사용했을 가능성이 높기 때문에 최근 수요 증가하는 6 μ m 채용시 두께가 약 40% 감소함에 따라 무게 역시 약 40% 감소하여 Model S 기준으로 약 8kg의 배터리 무게 감소 효과를 가져올 수 있다. 실제로 그동안 EV 배터리에는 주로 8~10 μ m 동박이 사용되어오다가 최근에는 6 μ m 제품 수요가 크게 증가했다.

한편, 음극의 전극 손실률 개선을 위해 음극집전체인 동박의 강도 역시 중요하다. 최근에는 고강도 동박이 개발되면서 전극손실률 개선 역시 지속되고 있다.

이처럼 동박 두께 감소 및 강도 향상은 배터리 에너지 밀도 향상과 무게 감소로 직결되며 자동차 OEM 업체들이 요구하는 스펙 향상에 중요한 역할을 담당하고 있다. 이에 따라 향후 프리미엄 동박 수요 증가 지속될 것으로 판단하며 현재 일진머티리얼즈, KCFT, Furukawa, Watson 정도만이 대응 가능한 것으로 파악되는 프리미엄 제품 시장 상황 감안하면 현재의 동박 시장 공급 부족은 중장기적으로 지속될 것으로 판단된다.

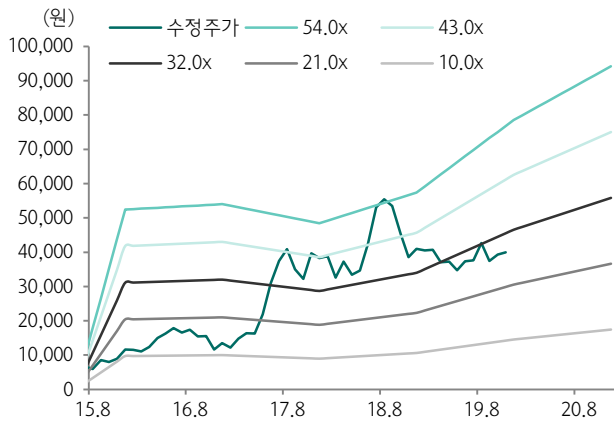
표 1. 일진머티리얼즈 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출	116	120	130	137	121	152	150	158	454	502	582	803
I2B(전기차)	50	54	57	59	49	60	78	80	172	220	267	495
ICS(PCB)	21	18	18	17	15	16	16	14	100	75	61	79
Others	6	7	8	6	5	7	8	8	23	26	28	30
연결회사	39	41	47	55	52	68	49	57	159	181	226	199
YoY												
매출	16%	7%	4%	16%	5%	27%	16%	16%	15%	11%	16%	38%
I2B(전기차)	35%	34%	18%	28%	-2%	11%	37%	36%	13%	28%	21%	85%
ICS(PCB)	-21%	-35%	-24%	-17%	-28%	-10%	-15%	-18%	19%	-25%	-18%	29%
Others	-27%	23%	13%	79%	-19%	11%	-1%	37%	-1%	11%	6%	9%
연결회사	39%	6%	3%	15%	34%	68%	5%	2%	19%	14%	25%	-12%
매출비중												
I2B(전기차)	43%	45%	44%	43%	41%	40%	52%	50%	38%	44%	46%	62%
ICS(PCB)	18%	15%	14%	13%	13%	11%	10%	9%	22%	15%	11%	10%
Others	5%	6%	6%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	4%
연결회사	34%	34%	36%	40%	43%	45%	32%	36%	35%	36%	39%	25%
영업이익	8	14	17	9	13	17	16	16	50	49	62	89
YoY	-43%	-4%	25%	32%	59%	25%	-10%	69%	33%	-2%	26%	44%
영업이익률	7%	12%	13%	7%	10%	11%	10%	10%	11%	10%	11%	11%

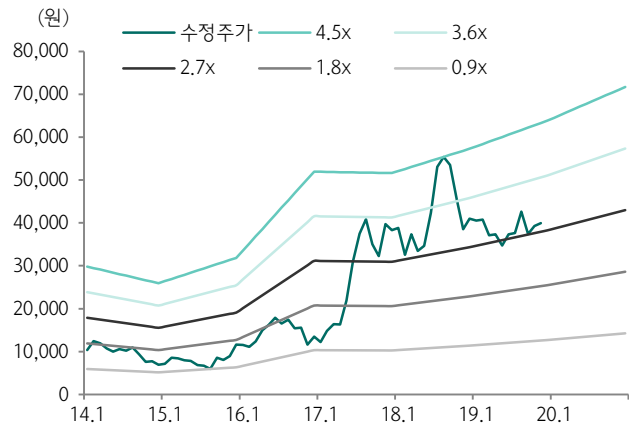
자료: 하나금융투자

그림 1. 일진머티리얼즈 12M Fwd P/E 추이



자료: 하나금융투자

그림 2. 일진머티리얼즈 12M Fwd P/B 추이



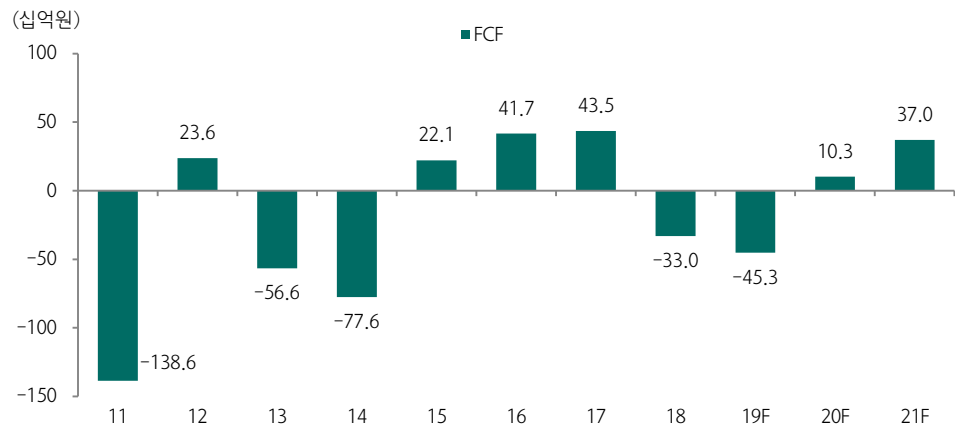
자료: 하나금융투자

현금흐름 정상화

2019년부터 잉여현금흐름 가파른 증가

2019년 하반기부터 1) ESS 프로젝트 재개 및 삼성SDI 전기차 배터리 물량 급증, 말레이시아 라인 가동 돌입에 따른 실적 개선, 2) 말레이시아 신규 CAPA 고정비 반영에 따른 감가상각비 증가, 3) 초기 공장 설치시 만톤 증설 당 1,500억원이 소요됐으나 이후 증설 물량은 설비 입고만 진행하면 되므로 동일 CAPA 증설에 따른 소요비용이 20% 이상 줄어들며 자본 지출 감소. 상기한 1)~3)이 맞물리며 잉여현금흐름은 2019~2022년까지 지속적인 우상향 추세 이어갈 것으로 전망된다(2020년 103억원, 2021년 370억원). 전기차 배터리 수요 급증과 시장 내 우월적 지위 감안하면 영업이익 상승에 따른 세후 영업이익 증가와 함께 감가상각비의 증가 및 자본지출액 감소가 함께 이뤄지면서 현금흐름 증가속도가 가속화 될 것으로 전망이다.

그림 3. 일진머티리얼즈 잉여현금흐름 추이 및 전망



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

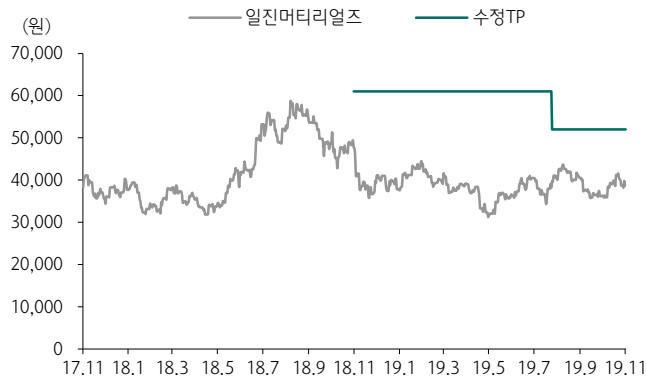
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	454.0	502.0	581.8	802.6	928.4
매출원가	373.1	422.5	489.7	667.7	769.0
매출총이익	80.9	79.5	92.1	134.9	159.4
판매비	31.4	30.8	31.2	46.2	52.8
영업이익	49.5	48.7	60.9	88.7	106.7
금융손익	(0.7)	4.9	4.9	2.2	2.3
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(7.2)	0.1	(1.9)	0.0	0.0
세전이익	41.6	53.7	63.9	91.0	109.0
법인세	(0.7)	12.4	17.4	23.9	28.6
계속사업이익	42.2	41.3	46.5	67.1	80.4
중단사업이익	(0.0)	(0.0)	2.5	0.0	0.0
당기순이익	42.2	41.3	49.0	67.1	80.4
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	42.2	41.3	49.0	67.1	80.4
지배주주지분포괄이익	53.7	25.0	58.1	67.1	80.4
NOPAT	50.3	37.5	44.3	65.5	78.7
EBITDA	73.1	73.5	96.0	130.2	152.1
성장성(%)					
매출액증가율	13.8	10.6	15.9	38.0	15.7
NOPAT증가율	80.9	(25.4)	18.1	47.9	20.2
EBITDA증가율	41.4	0.5	30.6	35.6	16.8
영업이익증가율	70.7	(1.6)	25.1	45.6	20.3
(지배주주)순이익증가율	7.4	(2.1)	18.6	36.9	19.8
EPS증가율	3.0	(10.3)	18.5	36.9	19.9
수익성(%)					
매출총이익률	17.8	15.8	15.8	16.8	17.2
EBITDA이익률	16.1	14.6	16.5	16.2	16.4
영업이익률	10.9	9.7	10.5	11.1	11.5
계속사업이익률	9.3	8.2	8.0	8.4	8.7
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,000	897	1,063	1,455	1,745
BPS	11,531	11,460	12,720	14,175	15,920
CFPS	1,723	1,733	2,180	2,858	3,331
EBITDAPS	1,733	1,595	2,081	2,824	3,298
SPS	10,762	10,899	12,618	17,405	20,135
DPS	650	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	38.3	45.7	36.3	26.5	22.1
PBR	3.3	3.6	3.0	2.7	2.4
PCFR	22.2	23.7	17.7	13.5	11.6
EV/EBITDA	20.8	23.6	17.2	12.6	10.5
PSR	3.6	3.8	3.1	2.2	1.9
재무비율(%)					
ROE	10.3	7.8	8.8	10.8	11.6
ROA	8.1	6.2	6.8	8.3	8.7
ROIC	20.5	12.4	11.2	13.9	14.8
부채비율	22.6	31.0	28.3	33.1	33.4
순부채비율	(45.0)	(29.9)	(22.5)	(21.7)	(24.3)
이자보상배율(배)	115.9	33.9	172.4	747.9	883.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	394.5	357.5	337.8	415.3	490.7
금융자산	250.1	197.1	152.5	162.3	199.1
현금성자산	46.2	53.1	13.8	14.1	45.4
매출채권 등	70.3	81.4	94.0	128.3	148.0
재고자산	58.5	51.2	59.1	80.7	93.0
기타유동자산	15.6	27.8	32.2	44.0	50.6
비유동자산	255.8	334.7	414.5	454.5	488.3
투자자산	64.4	43.3	55.8	56.2	56.4
금융자산	64.4	1.0	1.1	1.5	1.7
유형자산	175.8	271.5	344.2	384.0	418.0
무형자산	4.4	4.3	5.4	5.1	4.8
기타비유동자산	11.2	15.6	9.1	9.2	9.1
자산총계	650.3	692.2	752.3	869.7	979.0
유동부채	89.0	109.0	119.3	156.7	178.1
금융부채	7.9	14.9	9.6	9.6	9.6
매입채무 등	69.3	79.3	91.7	125.1	144.3
기타유동부채	11.8	14.8	18.0	22.0	24.2
비유동부채	30.8	54.8	46.5	59.4	66.8
금융부채	3.8	5.3	11.2	11.2	11.2
기타비유동부채	27.0	49.5	35.3	48.2	55.6
부채총계	119.9	163.8	165.8	216.1	244.9
지배주주지분	530.4	528.4	586.5	653.6	734.1
자본금	23.0	23.1	23.1	23.1	23.1
자본잉여금	379.3	385.4	385.4	385.4	385.4
자본조정	2.9	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	29.4	10.2	19.3	19.3	19.3
이익잉여금	95.9	109.8	158.8	225.8	306.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	530.4	528.4	586.5	653.6	734.1
순금융부채	(238.4)	(158.0)	(131.7)	(141.6)	(178.3)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	61.2	86.0	60.4	91.3	116.0
당기순이익	42.2	41.3	49.0	67.1	80.4
조정	30.1	38.5	36.7	41.5	45.5
감가상각비	23.6	24.7	35.1	41.5	45.4
외환거래손익	2.9	(0.5)	(1.4)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.6	14.3	3.0	0.0	0.1
영업활동 현금흐름	(11.1)	6.2	(25.3)	(17.3)	(9.9)
투자활동 현금흐름	(219.5)	(61.9)	(88.4)	(91.0)	(84.7)
투자자산감소(증가)	(16.7)	21.1	(12.5)	(0.4)	(0.2)
유형자산감소(증가)	(17.7)	(119.0)	(92.3)	(81.0)	(79.0)
기타	(185.1)	36.0	16.4	(9.6)	(5.5)
재무활동 현금흐름	180.2	(18.1)	(11.1)	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	(1.5)	8.5	0.6	0.0	0.0
자본증가(감소)	192.4	6.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(8.6)	(2.9)	(11.7)	0.0	0.0
배당지급	(2.1)	(29.9)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	19.7	6.9	(39.3)	0.3	31.2
Unlevered CFO	72.7	79.8	100.5	131.8	153.6
Free Cash Flow	43.5	(33.0)	(45.3)	10.3	37.0

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

일진머티리얼즈



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.8.14	BUY	52,000		
18.11.20	BUY	61,000	-36.98%	-22.05%
18.11.9				-

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.0%	10.0%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 20일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트()는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 11월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 11월 21일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.