ISSUE & PITCH

13 Apr. 2023

유지웅/전혜영

자동차, 그린인프라/2차전지

DAOL 다올투자증권

자동차/2차전지 (Overweight)

무엇을 살까? 전기차를 만드는 종목 10선

Companies on our radar

종목명	투자의견	적정주가	Top picks
HL만도	BUY	7만원	●
현대위아	BUY	10만원	
HL홀딩스	BUY	4.5만원	
에스엘	BUY	4.5만원	
화신	BUY	2만원	●
덕양산업	N/R		
SK아이이테크놀로지	BUY	11만원	
더블유씨피	BUY	8만원	●
천보	BUY	35만원	●
엘앤에프	BUY	38만원	●

Issue

자동차 부품/2차전지 소재 1Q23 Preview 및 투자포인트 점검

Pitch

IRA 세부지침 발표를 통해 국내 전기차 밸류체인의 미국 현지 진출 가속화에 따른 부품/소재 업체들의 구조적 밸류에이션 re-rating 기대. IRA 배터리부품 지정, 테슬라 모델2 대응, 현대기아 북미 동반진출 등 크게 3가지 관점에서 업체별 수혜 기대. Top picks는 SK아이이테크놀로지, 천보, HL만도, 화신 추천하며 더블유씨피의 경우 신규 적정주가 8만원 제시

Rationale

- **현대기아 EV 생산 급증, 중소형 부품 적정주가 상향**: 1Q23 현대차/기아의 합산 Ex-Factory 볼륨은 183.7만대(YoY +18.2%) 기록. 3월 들어서는 현대/기아 총 Ex-Factory 볼륨이 각각 YoY +25%/+17% 증가했으며 2Q23에도 UPH상승이 이어지고 있어 눈에 띄는 외형성장 기대. EV의 경우, 1Q23 현대차/기아의 합산 생산볼륨은 12.9만대(YoY +71%)로 급증, 연환산 50만대 수준 도달. 2024년 말 기준 조지아 신공장 가동이 예상되고 있어 현지 진출업체의 EV기반 외형성장에 대한 프리미엄 형성 기대. **현지 동반 증설 기대가 예상되는 화신, 에스엘에 대해 적정주가 각각 2만원, 4.5만원으로 상향**
- **테슬라 신모델 발표, 국내 셀/부품업체 밸류체인 부각 기대**: 테슬라는 마스터 플랜3 발표를 통해 컴팩트 세단 발표(가칭 모델2), LFP 배터리기반 볼륨 증가에 기인해 양적 성장 가속화 시사. 컴팩트 세단의 최초생산지는 멕시코 공장으로 지목되고 있고, 2024년 가동 기대. 베를린/상해공장의 증설이 최근 확인되고 있어 2025년 연산 4백만대에 도달에 있어 중추적 역할 예정. 자동차 부품업체의 경우 제동/현가부품에서 양적성장 가시화, 소재업체의 경우 컴팩트 세단 외에도 기존 모델의 LFP 체택율 증가에 따른 수혜 기대
- **이차전지 소재**: IRA 세부 지침 공개에 따라 미국 전기차 시장 내에서 국내 배터리 셀/소재 업체들의 수요가 확대될 것으로 전망. 특히 미국 내 생산이 필수적으로 요구되며 중국 의존도가 높았던 분리막/전해액 부문에서 미국 증설이 빠르게 이루어질 것으로 예상되며, 'Foreign Entity of concern' 조항에 따라 중국 업체들의 미국 증설이 어려워져 한국 기업들에 대한 의존도 높아질 수 밖에 없음

I. 자동차 부품주, 밸류에이션 상승 모멘텀 즐겨라

완성차 증설 Cycle 시작: 부품주에 대한 눈높이 상승국면

증설 Cycle 임박, 완성차의 밸류체인에 투자하라

현대차와 기아가 글로벌 지역별 생산회복에 들어가기 시작하며 부품 밸류체인에 대한 투자 매력도가 상승하고 있는 것으로 판단한다. 부품업체들은 특성상 현지 동반 진출이 요구되는 경우가 많아 Capex 부담이 큰 편으로, 2013~2019년까지 중국을 포함한 신흥국 진출에 대한 부담과 더불어 미국에서 나타난 완성차의 출혈경쟁의 부담이 가중되어 왔다. 그러나 2022년을 기점으로 현대기아의 해외 시장 점유율이 크게 상향하고 있는 가운데, EV를 중심으로 한 신규 생산능력 투자가 이뤄지고 있어 부품업체들의 경우 상당수가 외형성장을 위한 변곡점을 맞이하고 있다.

과거 부품업체들 역시 해외 증설 Cycle에서 높은 밸류에이션 형성

부품업체 중 완성차의 생산증가 효과 직결되어 나타나는 샤시/차체 업체들은 금번 증설 Cycle에서도 2009~2011년에 나타났던 밸류에이션 상승을 향유할 가능성이 높다고 판단된다. 2009년을 저점으로 화신, 에스엘, 성우하이텍등 샤시 업체들은 평균적으로 PBR 0.5배에 2.0배까지 성장하는 궤적을 보여왔는데, 우리는 2022~2025년에 나타날 완성차의 증설 싸이클에서 유사한 현상이 나타날 것으로 기대하고 있다. 특히 부품업체중 상당수는 2022년부터 강력한 이익모멘텀이 발생하고 있어 향후 증설의 가시성을 뒷받침 하고 있다.

완성차 생산량, 2023년 약 21% 가량 증가 기대

현대차그룹은 2022년 Ex-Factory 볼륨 669만대를 기록했으며, 2023년 812만대를 거쳐 2025년에는 964만대로 각각 2022년 대비로 21%, 41%의 증가세를 보일 것으로 예상된다. 특히 24~25년의 경우 신공장 가동이 본격화 되며 나타나는 물량증가이나, 23년의 경우 기존 캐파 한도내에서 가동률을 극한으로 끌어 올리는 구간으로 고정비 개선효과가 가장 높이 나타나는 해가 될 것으로 보여 부품업체 전반으로 뚜렷한 손익개선이 수반될 수 있다.

북미/인도 지역 부품업체들의 높은 마진율 부각

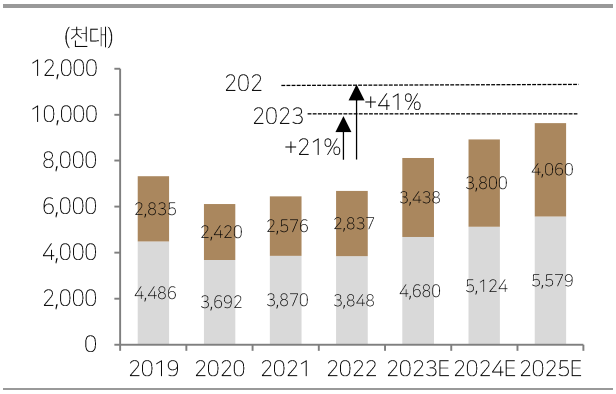
자동차 부품업체 특성상 호황기에는 해외법인의 성과가 두드러지는데, 2022~2023년에는 미주와 인도 지역이 해당성과를 보이고 있다. 완성차의 할인판매 축소와 더불어 생산증가로 이어지는 선순환 싸이클이 수반된 가운데, 알라바마/조지아/첸나이 등에 진출한 업체들은 큰 폭으로 마진증가가 나타나고 있고 미국의 경우 투싼/스포티지/텔룰라이드 등 기존 내연차 중심으로 나타나는 대당 샤시단가의 상승으로 이익상승을 주도하고 있다. 미국의 경우 현대차그룹의 EV현지투자가 가장 선행되는 지역인데, 내연기관차량에서 최근 입증되고 있는 상품성 개선이 EV시장에서도 이어질 것으로 전망되고 있어 24년말 가동을 앞두고 있는 조지아 신공장 증설은 기존에 진출해 있는 동반 진출업체들의 큰폭의 외형성장 기회가 될 것이다.

Fig. 1: 장기 밸류에이션 트렌드: 완성차 증설 Cycle에서 부품주의 밸류에이션 상승 경험, 2023년에 재현된다



Source: Dataguide, 다올투자증권

Fig. 2: 완성차 생산 증가: 볼륨 증가 싸이클 본격화. 생산차질 완화, 주요국 M/S 상승 → 부품사 동반 진출 시그널



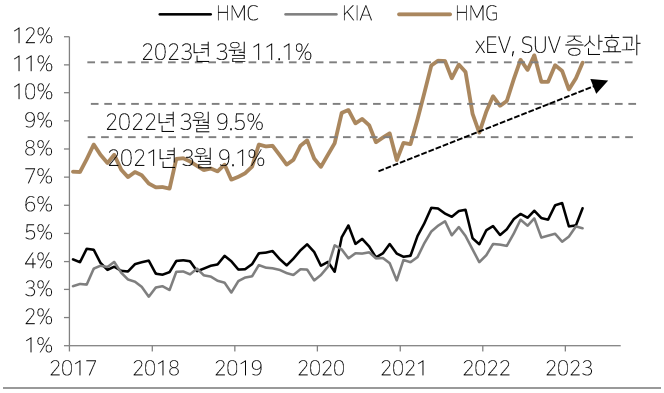
Source: 현대차, 기아, 다올투자증권

Fig. 3: 현대기아 출고판매 및 현지판매 추이 및 전망: 해외법인 구조적 생산증가 국면에 진입 (단위: 천대)

출고판매	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
현대차	4,410	4,727	4,947	4,937	4,861	4,496	4,611	4,486	3,692	3,870	3,848	4,680	5,124	5,579
국내	1,911	1,821	1,855	1,876	1,670	1,653	1,763	1,780	1,628	1,647	1,716	2,000	2,150	2,279
해외	2,499	2,905	3,092	3,084	3,190	2,884	2,875	2,707	2,063	2,223	2,274	2,680	2,974	3,300
미국	361	399	396	380	387	330	322	336	266	289	335	370	420	480
체코	303	304	317	339	358	335	340	308	238	276	322	350	350	400
인도	641	633	608	643	662	679	710	691	520	635	701	740	820	900
인니											76	120	200	250
중국	856	1,024	1,120	1,063	1,142	769	790	663	450	361	250	350	384	420
기타	338	545	651	659	641	771	713	709	589	662	590	750	800	850
기아	2,709	2,746	2,907	2,897	3,018	2,763	2,811	2,835	2,420	2,576	2,837	3,438	3,800	4,060
국내	1,589	1,598	1,706	1,717	1,551	1,503	1,470	1,454	1,302	1,414	1,457	1,750	2,000	2,100
해외	1,131	1,229	1,335	1,327	1,467	1,191	1,252	1,245	1,118	1,162	1,380	1,688	1,800	1,960
미국	358	370	366	371	372	292	238	274	222	255	339	390	430	470
유럽	292	313	324	338	340	336	332	344	268	308	311	349	350	400
인도	-	-	-	-	-	-	-	58	178	228	336	419	420	430
멕시코					105	218	295	286	207	220	264	290	320	340
중국	481	547	646	618	650	360	371	283	243	152	129	240	280	320
현/기 합산	7,119	7,473	7,854	7,834	7,879	7,259	7,422	7,321	6,112	6,446	6,685	8,118	8,924	9,639
YoY(%)														
현대		7.2	4.7	-0.2	-1.5	-7.5	2.6	-2.7	-17.7	4.8	-0.6	21.6	9.5	8.9
기아		1.4	5.9	-0.3	4.2	-8.4	1.7	0.9	-14.6	6.4	10.1	21.2	10.5	6.8
합산		5.0	5.1	-0.3	0.6	-7.9	2.2	-1.4	-16.5	5.5	3.7	21.4	9.9	8.0

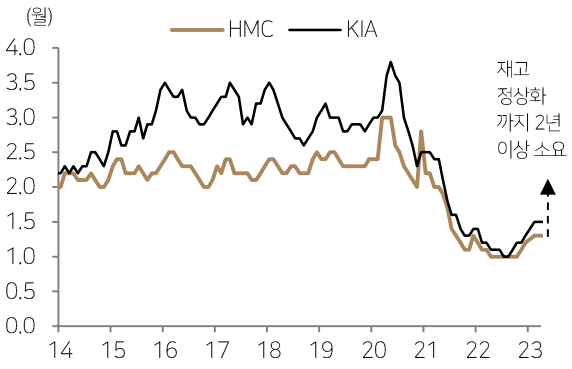
Source: 현대차, 기아, 다올투자증권

Fig. 4: 미국 현대차그룹 M/S: 현지 가동률이 추가로 올라갈 개연성을 충분히 설명, 2023년 연내 12% 도달 임박



Source: Autonews, 다올투자증권

Fig. 5: 현대기아 미국 재고: 향후 재고 정상화까지 2년이상 소요 예상



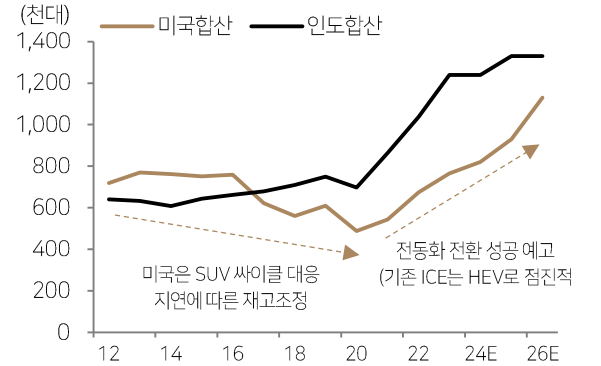
Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 6: 인도 GM공장 인수, 단숨에 생산능력 20만대 추가 확보를 시사, 동반 진출 부품업체의 양적성장 담보



Source: GM Korea, 중앙 데일리, 다올투자증권

Fig. 7: 완성차 생산 증가: 볼륨 증가 싸이클 본격화. 생산차질 완화, 주요국 M/S 상승 → 부품사 동반 진출 시그널



Source: 각 사, 다올투자증권

EV 판매볼륨 증가, 현대기아 + Tesla 효과를 누린다

완성차 증설 싸이클 시작의 핵심 배경: EV물량 증가 본격화

우리는 완성차가 현재 진행하고 있는 증설 계획들이 최근까지 보여진 EV시장에서의 퍼포먼스에 기인하고 있는 것으로 해석되며, 따라서 현대차그룹에 대한 높은 의존도가 해당 부품업체의 높은 매출 상승으로 이어질 것으로 예상된다. 2025년 기준으로는 현재대비 미국 30만대, 국내 20만대, 인도를포함한 동남아시아 지역에서 30만대, 유럽 10만대 등 총 100만대가 넘는 신규 EV생산능력에 대한 순수 증가분이 나타나 해당 볼륨에 대한 투자들이 수반되는 구조다. 한편 최근 발표된 현대차그룹의 2030 전략을 해석해보면, 기존 내연기관 라인에서 혼류생산되는 EV물량까지 합하면 2025년까지는 최소 160만대 이상의 생산능력이 확보될 것으로 추산된다.

2025년 부터는 EV 해외생산 볼륨 급증 시작

한편 2022년까지 완성차의 EV생산 실적은 국내공장에 치중되어 있는 구조인데, 이르면 2024년 초부터 미국 신공장에서 대형차를 위주로 생산이 시작된다. GV90, 아이오닉7, 기아 픽업트럭 등 대부분 대형 세그먼트에 치중되어 있어 일반적인 외형에 따라 높은 판가가 책정되는 샤시 업체들의 수혜가 기대되고 있고, 대물 특성상 수출이 아닌 현지생산을 통해 대응이 될 것으로 예상되고 있어 늦어도 2023년에는 대부분 업체들은 기존 사업장이 집중되어 있는 웨스트포인트/몽고메리 외에 조지아주 서배너 지역 부근에 생산거점 투자가 이뤄질 것으로 기대된다.

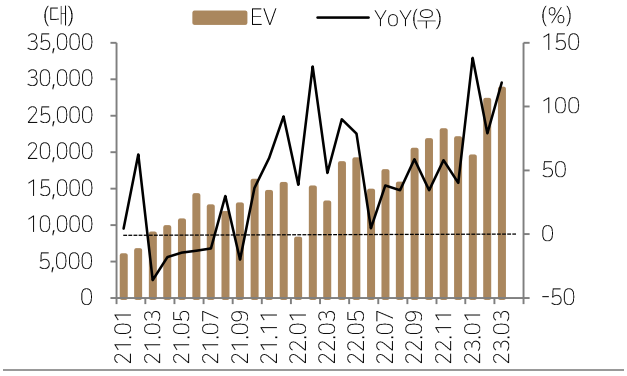
Tesla의 마스터 플랜3 발표, 컴팩트 세단의 발표로 국내 전기차 밸류체인 수혜

국내 부품업체들은 상품성/가격대 및 지정학적 요소가 고려되며 Tesla에 대한 노출도가 높은 편인데, 향후 Tesla의 볼륨성장이 지속된다는 가정하에 큰 폭의 외형성장을 향유할 수 있을 것이다. 특히 현대차그룹과 Tesla향 볼륨이 모두 증가하는 시나리오에서는 경쟁력 있는 원가율이 나타날 수있어 선순환 싸이클이 기대될 수 있다. 최근 발표된 마스터 플랜3에서는 모델2로 지칭되는 컴팩트 세단에 대한 소개가 있었는데, 현재 180만대 수준으로 예상되는 Tesla의 연간 판매볼륨을 500만대 이상으로 끌어올릴 핵심 라인업으로 주목받고 있어 Tesla 밸류체인에 위치한 부품업체들의 장기 실적 우상향 가능성이 점쳐진다.

HL만도, HL홀딩스에 대한 재평가 필요: EV시대에 사라지지 않는 제동 시스템, 그리고 멕시코의 기회

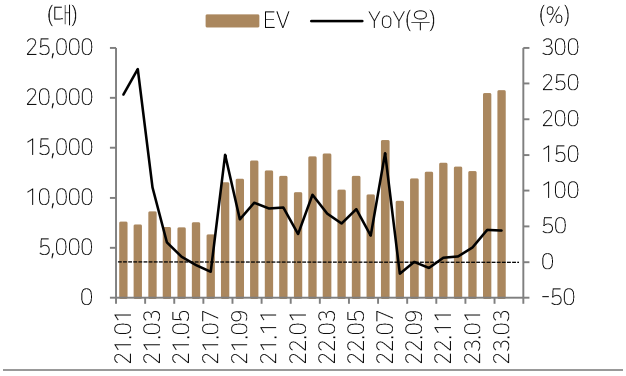
당사 커버리지 업체 중에서는 HL만도와 HL홀딩스가 EV선도 업체에 대한 노출도가 특히 높은 가운데, 2023년 실적 증가 가시성에 대해 주목할 필요가 있다는 판단이다. 특히 중대형 부품업체의 경우 2022년 재료비 상승에 따라 전/후방 상황이 악화되며 일부 마진 스퀴즈가 발생했으나, 2023년의 경우 재료비 하락과 물량증가가 담보되기 때문이다. 또한 제동/조향/현가/타이어 모듈 등 파워트레인 변화에 직결되지 않는 부품군들로 구성되어 있어 업황의 변화에 따른 타격이 없어 실적의 개선은 고스란히 밸류에이션 상승으로 이어질 수 있을 것으로 판단한다. 또한 만도가 진출해 있는 멕시코의 경우 IRA 대응을 위해 대부분 자동차 업체들의 EV생산 클러스터로 발전되고 있어 이미 현지 생산거점을 보유하고 있는 만도의 경우 보유한 멕시코 거점에 대한 재평가가 예상된다.

Fig. 8: 현대차 BEV판매 추이: 1Q23 7.5만대 (YoY +106%)



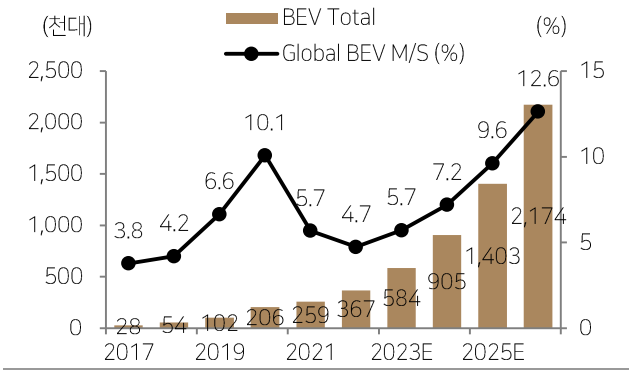
Source: 현대차, 다올투자증권

Fig. 9: 기아 판매볼륨 추이: 1Q23 3.9만대 (YoY +38%)



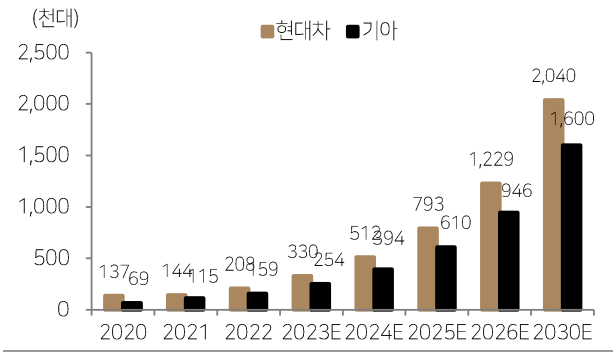
Source: 기아, 다올투자증권

Fig. 10: 현대차그룹 EV 판매볼륨 예상 경로 및 글로벌 예상 EV M/S 추이 (최근 발표된 판매목표치 반영)



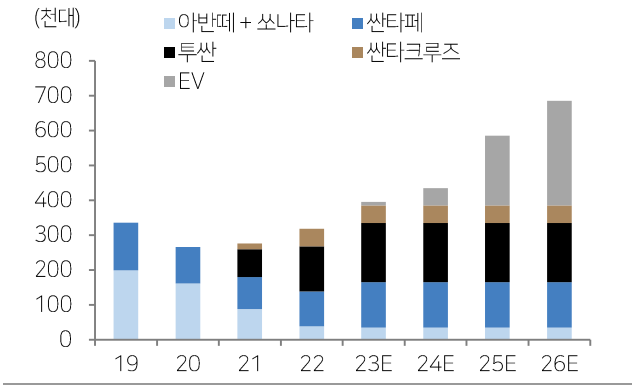
Source: 현대차, 기아, 다올투자증권

Fig. 11: 현대기아 각각의 EV 판매볼륨 추이 및 예상 경로: 2022년 217만대, 2030년 364만대



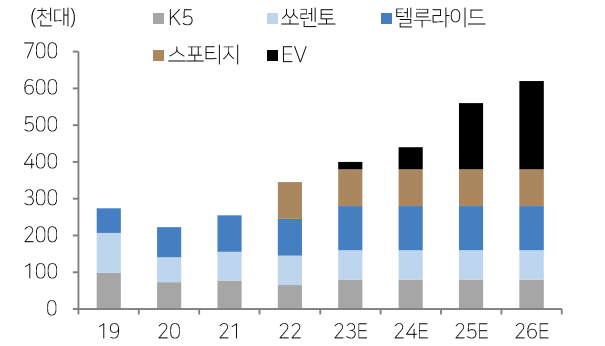
Source: 현대차, 기아, 다올투자증권

Fig. 12: 현대차 미국 현지생산 차종별 볼륨 추이 및 예상 경로



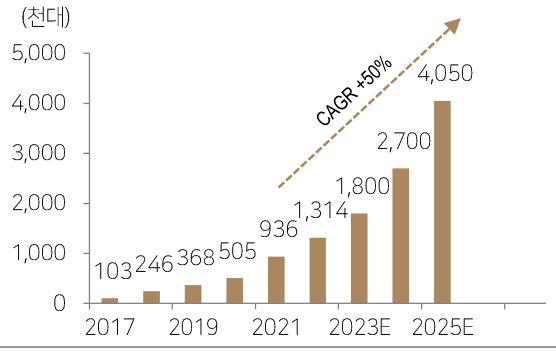
Source: 현대차, 다올투자증권

Fig. 13: 기아 미국 현지생산 차종별 볼륨 추이 및 예상 경로



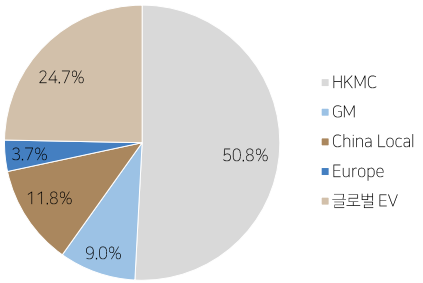
Source: 기아, 다올투자증권

Fig. 14: Tesla 판매볼륨 추이



Source: Tesla, 다올투자증권

Fig. 15: HL만도 고객사별 매출액 비중(2022년 기준)



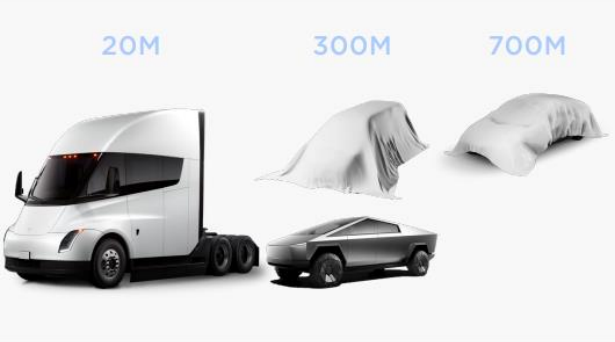
Source: 만도, 다올투자증권

Fig. 16: 시선은 멕시코 기가팩토리로…



Source: Tesla, 다올투자증권

Fig. 17: 마스터 플랜3에서 공개된 컴팩트 볼륨 세단



Source: Tesla, 다올투자증권

Fig. 18: 글로벌 파워트레인별 수요 전망 및 현대차그룹 EV 판매 전망

(천대)	세부 구분	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
xEV	HEV	2,304	2,279	3,026	3,812	4,822	6,042	7,311	8,920
	PHEV	504	878	1,824	2,627	3,283	3,546	3,830	3,906
	BEV Total	1,535	2,044	4,563	7,757	10,317	12,999	15,469	18,099
	Europe	355	746	1,297	1,338	1,659	1,908	2,118	2,330
	China	840	935	2,439	4,854	6,552	8,387	9,897	11,381
	U.S.	236	259	488	834	1,218	1,693	2,269	3,018
	S. Korea	29	44	97	204	248	298	343	391
	ROW	75	61	242	527	639	713	843	979
	xEV Total	4,343	5,201	9,413	14,196	18,423	22,588	26,610	30,925
ICE		84,670	71,775	70,126	64,707	61,900	59,743	57,532	53,890
Auto Sales	Auto Total	89,013	76,976	79,539	78,903	80,323	82,331	84,142	84,815
	YoY (%)	-3.9	-13.5	3.3	-0.8	1.8	2.5	2.2	0.8
Auto Sales /Region	China	21,557	18,434	20,073	20,871	21,664	22,379	22,871	23,306
	Europe	15,804	11,959	11,372	10,795	10,989	10,956	11,000	11,055
	US	17,576	14,991	15,493	14,330	14,903	15,231	15,383	15,553
	ROW	34,076	31,592	32,601	32,907	32,766	33,765	34,887	34,902
Penetration	xEV (%)	4.9	6.8	11.8	18.0	22.9	27.4	31.6	36.5
	BEV (%)	1.7	2.7	5.7	9.8	12.8	15.8	18.4	21.3
	PHEV (%)	0.6	1.1	2.3	3.3	4.1	4.3	4.6	4.6
	HEV (%)	2.6	3.0	3.8	4.8	6.0	7.3	8.7	10.5
YoY	BEV Total (%)	19.2	33.1	123.2	70.0	33.0	26.0	19.0	17.0
	Auto Total (%)	-3.9	-13.5	3.3	-0.8	1.8	2.5	2.2	0.8
현대차그룹									
현대차	현대차 BEV Total	67	137	144	208	330	512	793	1,229
	Global BEV M/S (%)	4.4	6.7	3.2	2.7	3.2	4.1	5.4	7.1
기아	기아 BEV Total	35	69	115	159	254	394	610	946
	Global BEV M/S (%)	2.3	3.4	2.5	2.0	2.5	3.1	4.2	5.5
양사 합산	BEV Total	102	206	259	367	584	905	1,403	2,174
	Global BEV M/S (%)	6.6	10.1	5.7	4.7	5.7	7.2	9.6	12.6

Source: Marklines, ACEA, CPCA, Autonews, LMC Automotive, 현대차, 기아, 다올투자증권

1Q23 Preview: 끝나가는 재료비 상승분 vs 물량효과

완성차 따라 외형은 급증, 1Q23 중소형 부품 매출액 평균 YoY +30% 초과

1Q23의 부품업체 실적별 특징은 1)완성차 외형증가 효과 2)전년도 재료비 상승분 반영 지속 3)특별 성과급 및 인건비 상승분 등으로 정리된다. 완성차의 1Q23 Ex-Factory 볼륨은 현대와 기아가 각각 YoY +14%, +22% 증가해 평균적으로 +18.2%의 증가가 있었다. 그러나 부품업체들 대부분 단순 볼륨 증가 외에도 SUV등 신차효과에 기반한 ASP상승분이 수반되고 있어 큰폭의 Top line 성장이 예상되고 있다. 대표적으로 화신, 에스엘의 경우 1Q23 매출액이 각각 YoY +39.9%, +35.1%에 달할 것으로 예상되고 있다.

재료비/인건비 부담 1Q23까지 일부 존재, 2Q23부터 빠르게 완화

한편 자동차 부품 특성상 메탈가격 변화와 운송비의 실질 반영시점이 스팟 가격 변동시점 대비 약 5개월에 가깝게 래깅이 발생하는 것으로 해석된다. 1Q23의 경우 이러한 타임라인 안에 포함되어 재료비 하락이 완연하게 나타나지 않고 있으나, 2Q23부터는 해소되는 국면에 진입해 볼륨 증가에 대한 레버리지 효과 뚜렷하게 나타날 것으로 기대된다. 중대형주 에서 당사 선호업체인 HL만도와 현대위아의 경우 1Q23 영업이익이 각각 682억원, 572억원으로 시장 기대치에 부합하는 수준이나, 2Q23부터는 고정비가 축소된 형태 이익형태가 나타날 것으로 기대한다.

Fig. 19: 자동차 중소형 부품 1Q23 Preview

		변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
		2023.03(E)	2023.03(E)	vs Chg	2023.03(E)	vs Con	2022.12(A)	YoY	2022.03(A)	QoQ
HL만도(204320)	매출액	1,992.8	2,043.1	(2.5)	1,960.6	1.6	1,687.8	18.1	2,181.0	(8.6)
BUY	영업이익	68.2	71.5	(4.6)	72.1	(5.4)	68.9	(1.1)	56.9	20.0
70,000(상향)	지배주주순이익	40.8	45.5	(10.3)	50.5	(19.3)	29.8	36.9	(96.5)	흑전
	OPM	3.4%	3.5%	-0.1%p	3.7%	-0.3%p	4.1%	-0.7%p	2.6%	0.8%p
	NIM	2.0%	2.2%	-0.2%p	2.6%	-0.5%p	1.8%	0.3%p	-4.4%	6.5%p
현대위아(011210)	매출액	2,298.3	2,298.3	0.0	2,122.5	8.3	1,906.8	20.5	2,248.7	2.2
BUY	영업이익	57.2	67.7	(15.5)	57.7	(0.8)	51.5	11.1	51.8	10.5
100,000(상향)	지배주주순이익	41.9	33.9	23.6	36.1	16.0	23.1	81.3	(163.3)	흑전
	OPM	2.5%	2.9%	-0.5%p	2.7%	-0.2%p	2.7%	-0.2%p	2.3%	0.2%p
	NIM	1.8%	1.5%	0.3%p	1.7%	0.1%p	1.2%	0.6%p	-7.3%	9.1%p
HL홀딩스(060980)	매출액	321.0	331.6	(3.2)	332.0	(3.3)	299.5	7.2	319.3	0.5
BUY	영업이익	35.3	35.4	(0.3)	35.4	(0.3)	35.7	(1.2)	(17.7)	흑전
45,000(유지)	지배주주순이익	20.6	29.9	(31.1)	29.9	(31.1)	21.3	(3.2)	(42.5)	흑전
	OPM	11.0%	10.7%	0.3%p	10.7%	0.3%p	11.9%	-0.9%p	-5.6%	16.6%p
	NIM	6.4%	9.0%	-2.6%p	9.0%	-2.6%p	7.1%	-0.7%p	-13.3%	19.7%p
에스엘(005850)	매출액	1,141.6	1,141.6	0.0	1,075.6	6.1	844.8	35.1	1,242.4	(8.1)
BUY	영업이익	60.5	60.5	0.0	58.8	2.8	41.0	47.6	30.0	101.6
45,000(상향)	지배주주순이익	46.3	49.9	(7.2)	41.3	12.2	40.5	14.2	17.1	170.1
	OPM	5.3%	5.3%	0.0%p	5.5%	-0.2%p	4.9%	0.4%p	2.4%	2.9%p
	NIM	4.1%	4.4%	-0.3%p	3.8%	0.2%p	4.8%	-0.7%p	1.4%	2.7%p
화신(010690)	매출액	482.1	412.7	16.8	436.2	10.5	344.7	39.9	486.0	(0.8)
BUY	영업이익	28.9	29.3	(1.4)	27.5	5.3	10.8	166.4	24.4	18.7
20,000(상향)	지배주주순이익	18.7	22.6	(17.3)	20.0	(6.5)	25.6	(26.8)	(16.4)	흑전
	OPM	6.0%	7.1%	-1.1%p	6.3%	-0.3%p	3.1%	2.8%p	5.0%	1.0%p
	NIM	3.9%	5.5%	-1.6%p	4.6%	-0.7%p	7.4%	-3.5%p	-3.4%	7.2%p

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

II. 2차전지

한국 배터리 업체들의 미국 시장 점령기

증설 Cycle 임박, 완성차의 밸류체인에 투자하라

작년 8월 발표된 IRA의 구체적인 세부 개정안이 지난 3월 31일 발표되었다. 소비자가 전기차를 구매할 때 최대 $7,500의 세제 혜택(credit)을 받기 위해서는 배터리 부품 및 핵심 광물 기준 충족이 필요하다.

배터리 부품(Battery component)은 금번 세부지침을 통해 양극판, 음극판, 분리막, 전해액/전해질, 배터리 셀, 배터리 모듈로 정의되었다. $3,750 세액공제를 위해서는 현재기준 50%만 북미 현지에서 조달이 요구되나 이 비율은 2029년까지 매년 10%p 증가해 100%로 단계적 상승한다. 구성물질(Constituent Material)은 FTA체결국에서 생산한 것도 보조금 대상에 해당된다. 양극활물질 및 음극활물질은 구성물질로 분류되었으며, 이에 따라 양극재 조달 시 한국 공장에서 생산한 양극활물질 사용이 가능해졌다. 양극활물질이 구성 물질로 분류되며 북미 내 생산이 필수가 아니게 되자, CAPEX 부담이 높은 미국 보다는 한국 내 증설을 선택할 가능성이 높아졌다. 따라서 양극재 기업들의 CAPEX 부담 감소 및 원가 절감이 기대된다. 또한, 중장기적으로 핵심 광물 비중을 충족하기 위해서는 추출/가공 단계에서부터 중국 의존도를 줄이고 수직계열화를 이룰 수 있는 한국산 양극재 수요가 필연적으로 증가할 수 밖에 없다고 판단한다.

Fig. 20: 2차전지 관련 IRA 주요 내용

관련 조항	공제 방식	공제 요건	세부 내용
제 13401 조 (청정차량 세액공제)	소비자 공제	2차 전지부품	**(필요 요건)** 2차전지 부품의 일정 비율 이상이 북미에서 제작/조립될 시 $3,750 공제
			- 연도별 비율: '23년 50%, '24-25년 60%, '26년 70%, '27년 80%, '28년 90%, '29년 이후 100%
			- 부품은 양극, 음극, 분리막, 전해액, 셀, 모듈 등이 포함
			- 24년 출고 차량부터 적용
			(제외 요건) 우려 외국 법인에 의해 제작/조립됐을 경우
			*우려 외국 법인: Covered Nation(북한,중국,러시아,이란)에 의해 소유/통제되거나 관할/지시의 대상이 되는 기업
		핵심광물	**(필요 요건)** 2차전지 내 포함된 핵심 광물의 일정 비율 이상이
			1) 미국 또는 FTA 체결국에서 추출/가공되거나
			2) 북미에서 재활용되었을 시 $3,750 공제
			- 연도별 비율: '23년 40%, '24년 50%, '25년 60%, '26년 70%, '27년 80%
			-25년 출고 차량부터 적용
			(제외 요건) 우려 외국 법인에 의해 추출/가공/재활용되었을 경우
제 13502 조 (첨단 제조생산 세액공제)	생산자 공제	전극활물질	미국 또는 미국 속령에서 생산 시 소요된 비용의 10% 공제
			- 전극활물질은 양극물질, 음극물질, 음극호일, 전해질염, 첨가물, 전해질염 등이 포함
		셀/모듈	미국 또는 미국 속령에서 생산시 생산량 비례 공제 (셀: kWh당 $35, 모듈:kWh당 $10)
		핵심광물	미국 또는 미국 속령에서 생산시 소요된 비용의 10% 공제
			-핵심 광물은 코발트, 흑연, 리튬, 망간, 니켈

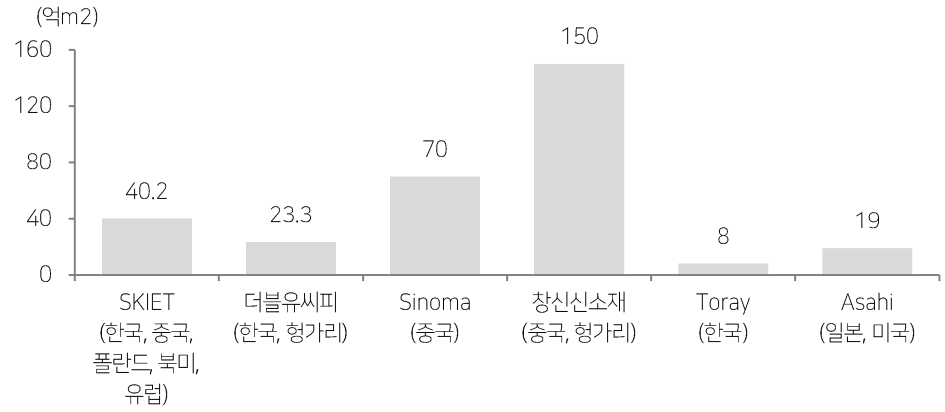
Source: Inflation Reduction Act, NICE 신용평가, 다올투자증권

전해액/분리막은 배터리 부품에 포함되며 조달 비율이 90% 이상으로 증가하는 2028년 이후 북미 내 생산이 요구되는 소재이다. 특히, 두 소재의 경우 중국 의존도가 높은데, 'Foreign Entity of concern'으로부터 소재 조달 시 보조금 대상에서 제외한다는 내용을 담고 있어 중국 업체 비중을 축소시켜야 하기 때문에 한국 업체들의 반사 수혜가 기대된다.

현재까지 발표된 분리막 업체들의 2025년 생산 공장은 대부분 한국, 일본, 중국, 유럽을 위주로 증설이 진행중이기 때문에 미국 내 생산 가능한 CAPA는 현재까지 알려진 규모가 크지 않다. 하지만 국내 셀 업체 3사가 2025년 미국 내에서 가동하는 생산 규모는 약 400GWh에 다다를 것으로 전망되며, 이를 대응하기 위한 분리막 규모는 약 50억m^2가 필요한 것으로 집계된다. 따라서 향후 국내 업체들의 미국 증설 발표가 잇따를 것으로 예상한다.

또한, 전해질 및 첨가제는 배터리 부품(Battery component)가 아닌 핵심 광물(Critical Mineral)로 분류되어 FTA 체결국에서 채굴/가공된 것을 사용할 시 크레딧 지급이 가능해졌다. 즉, 한국 공장 생산품 사용이 가능해졌다는 것을 의미하기 때문에 CAPEX 부담이 높은 미국 증설이 불필요해졌다. 하지만, 중국의 경우 FTA 체결국이 아니기 때문에 중국산 전해질/첨가제는 사용이 불가능해졌으며, 이로 인해 국내산 수요가 증가할 것으로 전망된다.

Fig. 21: 분리막 Tier-1 업체들의 2025년 생산 CAPA 전망



Source: 각 사, 다올투자증권

유지웅 자동차 | jwyoo@daolfn.com

HL만도
(204320)

—

BUY

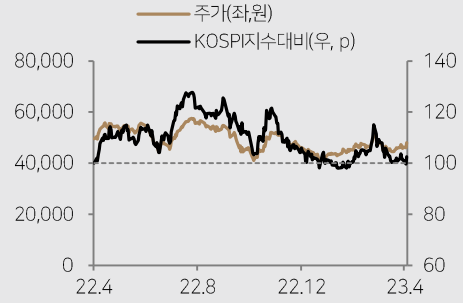
	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	70,000	65,000	상향
Earnings			

Stock Information	
현재가 (4/12)	49,400원
예상 주가상승률	41.7%
시가총액	23,197억원
비중(KOSDAQ내)	0.12%
발행주식수	46,957천주
52주 최저가 / 최고가	40,300 - 57,500원
3개월 일평균거래대금	133억원
외국인 지분율	23.0%
주요주주지분율(%)	
한라홀딩스 (외 5인)	30.3
국민연금공단 (외 1인)	11.4
만도우리사주 (외 1인)	1.1

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	19.3	11.5	8.9
PBR(배)	0.9	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	5.8	5.5	4.8
배당수익률(%)	2.0	1.6	1.6

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	3.7	17.5	0.0	22.6
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(2.8)	1.7	4.4	8.5

Price Trend



DAOL 다올투자증권

1Q23 Preview: 준비운동 중

Issue
1Q23 Preview 및 이후 투자모멘텀 점검

Pitch
적정주가 70,000원으로 상향하며, 투자의견 BUY 유지. 1Q23의 외형성장성 부각되는 가운데, 글로벌 EV업체향 매출/손익의 급증으로 중장기 성장동력 재확인 본격화. 제동/현가/조향 특성상 EV에서 부가가치가 커지고 있고, 주력 고객사의 전동화 전략 상향조정 반영해 동사의 적정 P/E는 기존 13배에서 15배로 할증해 적용

Rationale
- 1Q23 매출액 및 영업이익은 각각 1.99조원(YoY +18.1%), 682억원(YoY -1.1%)을 기록할 것으로 예상. 영업이익률은 3.4%로 전년 동기대비 0.7%pt 축소된 수치로, 외형증가 대비 재료비 및 인건비 증가분에 대한 부담이 일부 존재
- 반면 2Q23 들어서는 매출액이 2.2조원(YoY +29.2%)으로 증가가 예상되는 가운데, 중국내 EV메이커향 고마진 매출 증가가 수반되며 뚜렷한 이익상승 기대. 2Q23 영업이익은 889억원으로 추정하고 있으며, 일부 일회성 이익 발생시점을 제외시 사상 최대 수준 영업이익이 나타날 것으로 예상
- 동사는 현대차그룹 및 글로벌 EV메이커에 대한 볼륨증가 수혜가 겹치며 이익모멘텀이 장기화 될 것으로 판단. 특히 IRA 대응을 위해 멕시코 지역이 자동차 업체들 간 최적의 생산지로 지목되고 있어 해당 지역에 기진출한 부품업체들에 대한 밸류에이션 프리미엄 형성이 나타날 수 있음
- 2023년 연간 매출액은 8.8조원, 영업이익은 3,309억원으로 추정되며, 하반기로 갈수록 이익 가시성이 구체화 될 것으로 판단. 2021~2022년에 걸쳐서는 완성차의 볼륨증가 정체에 따른 이익개선 지연이 나타난 한편, 2023년 부터는 볼륨증가 싸이클이 진입하며 최대 수혜가 예상되는 부품업체로 판단

Earnings Forecasts (단위: 십억원, %)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	5,564	6,147	7,516	8,794	9,719	10,661	11,514
영업이익	89	232	248	331	411	474	527
EBITDA	394	559	587	696	782	853	917
순이익	6	167	98	202	260	305	342
자산총계	4,938	5,704	5,846	6,260	6,653	7,089	7,548
자본총계	1,710	2,044	2,274	2,437	2,659	2,926	3,231
순차입금	1,123	1,295	1,539	1,495	1,445	1,371	1,271
매출증가율	(7.0)	10.5	22.3	17.0	10.5	9.7	8.0
영업이익률	1.6	3.8	3.3	3.8	4.2	4.4	4.6
순이익률	0.1	2.7	1.3	2.3	2.7	2.9	3.0
EPS증가율	(94.8)	2,787.0	(41.2)	106.0	28.3	17.5	12.0
ROE	0.9	9.9	5.8	10.6	12.5	13.3	13.5

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 22: HL만도 1Q23 Preview (원, 배수)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.03(E)	2023.03(E)	vs Chg	2023.03(E)	vs Con	2022.03(A)	YoY	2022.12(A)	QoQ
매출액	1,992.8	2,043.1	(2.5)	1,960.6	1.6	1,687.8	18.1	2,181.0	(8.6)
영업이익	68.2	71.5	(4.6)	72.1	(5.4)	68.9	(1.1)	56.9	20.0
지배주주순이익	40.8	45.5	(10.3)	50.5	(19.3)	29.8	36.9	(96.5)	흑전
OPM	3.4%	3.5%	-0.1%p	3.7%	-0.3%p	4.1%	-0.7%p	2.6%	0.8%p
NIM	2.0%	2.2%	-0.2%p	2.6%	-0.5%p	1.8%	0.3%p	-4.4%	6.5%p

Source: 다올투자증권

Fig. 23: HL만도 Valuation: 적정주가 70,000원으로 상향

구분	단위	가치	비고
지배주주 순이익	(십억원)	224	2023년
EPS	(원)	4,769	2023년
Target P/E	(배)	15.0	역사적 평균 P/E 상단, 글로벌 부품 Peer 평균 반영
목표주가	**(원)**	**70,000**	**2023년 EPS * Target P/E**
현재주가	(원)	46,650	
Upside	(%)	39.3	

Source: 다올투자증권

Fig. 24: HL만도 실적 추이 및 전망: 1Q23 영업이익 682억원 예상 (십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**1,688**	**1,679**	**1,969**	**2,179**	**1,993**	**2,169**	**2,213**	**2,419**	**7,515**	**8,794**	**9,719**	**10,661**
한국	654	687	654	797	758	797	686	853	2,791	3,094	3,342	3,609
중국	424	327	509	549	459	564	622	636	1,808	2,281	2,499	2,735
북미	364	393	474	481	437	472	521	527	1,711	1,956	2,243	2,512
기타	247	273	333	353	338	336	385	404	1,205	1,463	1,635	1,806
매출원가	1,445	1,463	1,701	1,899	1,735	1,874	1,921	2,086	6,508	7,615	8,400	9,203
매출원가율(%)	85.6	87.1	86.4	87.1	87.1	86.4	86.8	86.2	86.6	86.6	86.4	86.3
판관비	174.2	170.5	190.8	223.5	189	206	210	242	759	848	907	984
판관비율(%)	10.3	10.2	9.7	10.3	9.5	9.5	9.5	10.0	10.1	9.6	9.3	9.2
영업이익	**68.9**	**45.7**	**76.6**	**56.6**	**68.2**	**88.9**	**81.9**	**91.9**	**247.8**	**330.9**	**411.2**	**473.5**
영업이익률(%)	4.1	2.7	3.9	2.6	3.4	4.1	3.7	3.8	3.3	3.8	4.2	4.4
당기순이익	33.3	38.8	135.2	-89.0	47.7	64.0	58.6	66.6	118.3	236.9	331.3	399.9
지배주주지분 순익	**29.8**	**35.9**	**129.1**	**-96.5**	**40.8**	**54.7**	**50.1**	**56.9**	**98.3**	**202.4**	**283.1**	**341.7**
YoY(%)												
매출액 계	12.4	12.9	37.1	26.5	18.1	29.2	12.4	11.0	22.2	17.0	10.5	9.7
영업이익	-4.0	-40.4	44.0	84.8	-1.1	94.6	6.9	62.4	6.7	33.5	24.3	15.2
지배주주지분 순익	-39.3	-54.2	469.5	-664.4	36.8	52.4	-61.2	-159.0	-41.2	106.0	39.8	20.7

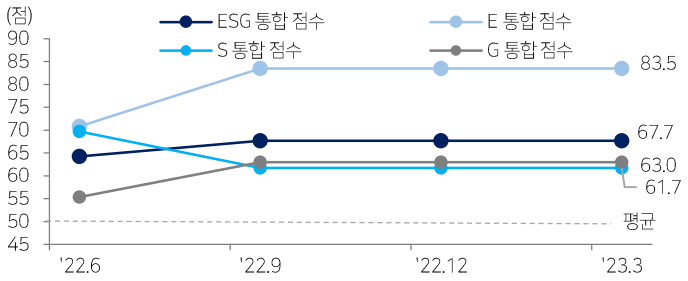
Source: HL만도, 다올투자증권

ESG 페이지



HL만도 (204320) - 산업재

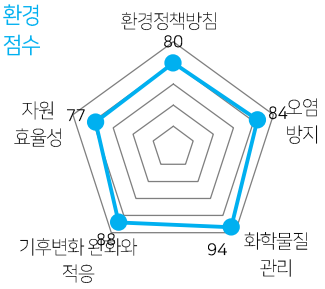
▶ ESG 통합 점수 추이



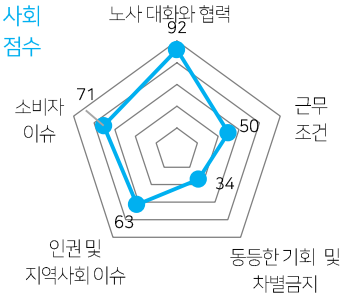
▶ ESG 성과 분석

성과분석은 기업들의 전략과 정책수준, 성과 수치 등을 나타내고 있으며, 분석을 통해 기업들의 ESG 리스크를 얼마나 잘 대비하고 있는지 알 수 있습니다.

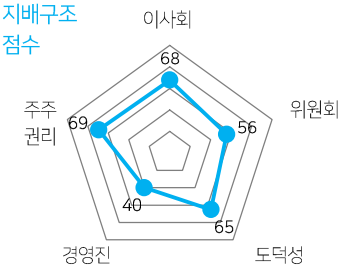
환경 점수



사회 점수



지배구조 점수



▶ 주가 & ESG 사건/사고 분석

좌측 그래프는 ESG 사건/사고의 관련기사 수를 확인 할 수 있으며 주가와 비교를 해 볼 수 있는 그래프입니다. 우측 표에서는 기업의 리스트를 산정한 점수 및 ESG 사건/사고의 분석 결과를 제공하며 데이터 트렌드를 확인하실 수 있습니다.



기간	환경 사건/사고 기사 수	사회 사건/사고 기사 수	지배구조 사건/사고 기사 수	합계
2Q22	0	0	0	0
3Q22	0	0	0	0
4Q22	0	0	0	0
1Q23	0	0	0	0

▶ 비교 분석

상대적 성과분석으로 전체 유니버스 내 순위 확인 할 수 있으며, 경쟁사와 ESG 통합 점수를 비교할 수 있습니다.

기업명	통합점수				통합순위			
	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G
HL만도	67.7	83.5	61.7	63.0	1 / 74	1 / 74	2 / 74	1 / 74
에스엘	51.1	47.1	58.9	53.5	9 / 74	23 / 74	4 / 74	26 / 74

* ESG 정보는 지속가능발전소 에서 제공합니다.

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,944.3	2,980.3	3,355.2	3,683.4	4,031.1
현금성자산	870.3	527.7	571.0	621.7	695.1
매출채권	1,412.1	1,558.4	1,778.3	1,970.0	2,159.5
재고자산	544.1	665.2	774.6	858.1	940.6
비유동자산	2,760.1	2,865.5	2,904.4	2,969.2	3,058.2
투자자산	453.2	589.0	612.9	637.8	663.7
유형자산	2,193.0	2,116.7	2,123.5	2,158.2	2,217.9
무형자산	113.9	159.8	168.0	173.2	176.7
자산총계	5,704.4	5,845.8	6,259.6	6,652.6	7,089.4
유동부채	2,129.6	2,150.8	2,398.4	2,565.7	2,731.1
매입채무	1,281.7	1,296.5	1,543.1	1,709.4	1,873.8
유동성이자부채	724.8	757.0	757.0	757.0	757.0
비유동부채	1,530.5	1,421.3	1,424.7	1,428.2	1,431.8
비유동이자부채	1,440.6	1,309.4	1,309.4	1,309.4	1,309.4
부채총계	3,660.1	3,572.1	3,823.1	3,993.9	4,162.9
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	603.1	603.1	603.1	603.1	603.1
이익잉여금	915.5	1,082.7	1,247.6	1,469.8	1,737.5
자본조정	389.0	424.7	422.6	422.6	422.6
자기주식	(2.1)	(2.1)	(2.1)	(2.1)	(2.1)
자본총계	2,044.3	2,273.7	2,436.5	2,658.8	2,926.5
투하자본	3,148.4	3,599.2	3,709.9	3,872.5	4,057.4
순차입금	1,295.2	1,538.8	1,495.5	1,444.8	1,371.4
ROA	3.4	2.0	3.9	4.7	5.2
ROE	9.9	5.8	10.6	12.5	13.3
ROIC	6.2	3.8	7.1	8.5	9.4

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	6,147.4	7,516.2	8,793.9	9,718.6	10,661.4
증가율 (Y-Y,%)	10.5	22.3	17.0	10.5	9.7
영업이익	232.3	248.1	330.9	411.2	473.5
증가율 (Y-Y,%)	161.9	6.8	33.4	24.3	15.2
EBITDA	559.1	586.9	695.8	782.2	853.2
영업외손익	(4.2)	(18.1)	(28.3)	(22.9)	(17.4)
순이자수익	(42.5)	(38.4)	(27.4)	(26.0)	(24.5)
외화관련손익	38.0	95.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	13.3	5.8	(0.9)	3.1	7.1
세전계속사업손익	228.1	230.0	302.5	388.3	456.1
당기순이익	178.6	118.3	236.9	304.0	357.2
지배기업당기순이익	167.1	98.3	202.4	259.8	305.2
증가율 (Y-Y,%)	1,188.6	(33.8)	100.3	28.3	17.5
NOPLAT	181.9	127.6	259.1	321.9	370.7
(+) Dep	326.8	338.8	364.9	371.0	379.7
(-) 운전자본투자	262.8	389.6	84.0	110.2	108.9
(-) Capex	207.3	312.3	296.5	327.7	359.5
OpFCF	38.6	(235.5)	243.5	255.1	282.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	2.8	7.9	16.5	16.5	12.4
영업이익증가율(3Yr)	5.6	4.3	55.1	21.0	24.0
EBITDA증가율(3Yr)	6.0	4.2	20.8	11.8	13.3
순이익증가율(3Yr)	16.5	0.0	157.6	19.4	44.5
영업이익률(%)	3.8	3.3	3.8	4.2	4.4
EBITDA마진(%)	9.1	7.8	7.9	8.0	8.0
순이익률 (%)	2.9	1.6	2.7	3.1	3.3

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	412.7	(13.3)	485.5	521.1	572.5
당기순이익	178.6	118.3	236.9	304.0	357.2
자산상각비	326.8	338.8	364.9	371.0	379.7
운전자본증감	(140.1)	(540.2)	(84.0)	(110.2)	(108.9)
매출채권감소(증가)	0.0	0.0	(219.9)	(191.7)	(189.5)
재고자산감소(증가)	(158.5)	(111.4)	(109.4)	(83.5)	(82.5)
매입채무증가(감소)	(61.9)	23.8	246.6	166.3	164.4
투자현금	(376.6)	(137.4)	(406.1)	(434.3)	(463.2)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(1.4)	(1.5)	(1.6)
장기투자증권감소	(0.9)	21.2	(9.6)	(5.9)	(2.3)
설비투자	(207.3)	(312.3)	(296.5)	(327.7)	(359.5)
유무형자산감소	5.2	284.6	(83.3)	(83.3)	(83.3)
재무현금	229.0	(244.8)	(37.5)	(37.5)	(37.5)
차입금증가	237.8	(197.2)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(8.7)	(37.5)	(37.5)	(37.5)	(37.5)
배당금지급	8.7	37.5	37.5	37.5	37.5
현금 증감	290.8	(360.2)	41.9	49.2	71.8
총현금흐름(Gross CF)	595.8	552.2	569.5	631.2	681.5
(-) 운전자본증가(감소)	262.8	389.6	84.0	110.2	108.9
(-) 설비투자	207.3	312.3	296.5	327.7	359.5
(+) 자산매각	5.2	284.6	(83.3)	(83.3)	(83.3)
Free Cash Flow	79.1	(125.4)	79.4	86.7	109.3
(-) 기타투자	0.9	(21.2)	9.6	5.9	2.3
잉여현금	78.2	(104.2)	69.9	80.8	107.1

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	3,559	2,093	4,311	5,533	6,500
BPS	39,199	42,541	45,834	50,455	56,082
DPS	800	800	800	800	800
Multiples(x,%)					
PER	17.8	19.3	11.5	8.9	7.6
PBR	1.6	0.9	1.1	1.0	0.9
EV/ EBITDA	7.6	5.8	5.5	4.8	4.3
배당수익율	1.3	2.0	1.6	1.6	1.6
PCR	5.0	3.4	4.1	3.7	3.4
PSR	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	179.0	157.1	156.9	150.2	142.3
Net debt/Equity	63.4	67.7	61.4	54.3	46.9
Net debt/EBITDA	231.7	262.2	214.9	184.7	160.7
유동비율	138.3	138.6	139.9	143.6	147.6
이자보상배율	5.5	6.5	12.1	15.8	19.4
이자비용/매출액	0.8	0.8	0.5	0.4	0.4
자산구조					
투하자본(%)	70.4	76.3	75.8	75.5	74.9
현금+투자자산(%)	29.6	23.7	24.2	24.5	25.1
자본구조					
차입금(%)	51.4	47.6	45.9	43.7	41.4
자기자본(%)	48.6	52.4	54.1	56.3	58.6

자료: 다올투자권

현대위아
(011210)

—

BUY

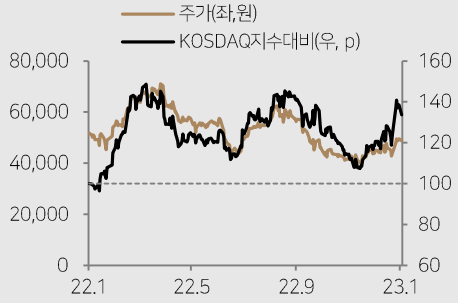
	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	100,000	80,000	상향
Earnings			

Stock Information	
현재가 (4/12)	65,200원
예상 주가상승률	53.4%
시가총액	17,731억원
비중(KOSDAQ내)	0.09%
발행주식수	27,195천주
52주 최저가 / 최고가	49,450 - 78,400원
3개월 일평균거래대금	111억원
외국인 지분율	9.7%
주요주주지분율(%)	
현대자동차 (외 3인)	40.7
국민연금공단 (외 1인)	10.1
자사주 (외 1인)	2.0

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	20.6	8.1	6.9
PBR(배)	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	3.7	4.5	4.0
배당수익률(%)	1.4	1.1	1.1

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	16.6	12.0	6.9	31.9
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	10.1	(3.8)	11.2	17.8

Price Trend



DAOL 다올투자증권

유지웅 자동차 | jwyoo@daolfn.com

1Q23 Preview: 거대해 지고 있는 전방산업에 주목

Issue

1Q23 Preview, 완성차 Captive 수요 급증에 따른 목표주가 상향

Pitch

적정주가를 100,000원으로 상향하고, 투자의견 BUY 유지

Rationale

- 1Q23 매출액 및 영업이익을 각각 2.3조원(YoY +20.5%), 572억원(YoY +11.1%) 기록 예상하며 이익은 시장 컨센서스 부합 기대. 영업이익은 부품과 기계가 각각 566억원, 6억원 기록 예상
- 완성차 Ex-Factory 볼륨이 1Q23에 총 YoY +18.2%기록. 특히 동사의 의존도가 높은 기아의 경우 출고판매 볼륨이 YoY +22%에 육박해 핵심부품 사업의 외형을 이끈 것으로 판단
- 한편 동사의 2023년 영업이익 회복의 핵심 중 하나로 기계부분 턴어라운드 기대. 전년대비 협동로봇/이송로봇에 대한 매출 장기 로드맵 부각. 기계부분 수익성 개선은 2023년 하반기부터 본격화. 특히 화성 오토랜드 등 무인 EV공장향 동사의 매출인식 예고
- 동사는 한편 연간 3만대 캐파 규모의 스마트 팩토리 대응시 약 800억원가량의 로봇 매출 시현한 상태. 추가로 전일 국내 보도자료를 통해 공개된 국내 EV 스마트 팩토리 공장 규모는 2030년 기준으로 약 150만대(현재 양산분 제외시 120만대)를 시사, 동사의 거대한 신규 매출원이 확대되었음을 시사
- 디지털 트윈 기술을 이용한 스마트팩토리에 필수적으로 들어가는 협동로봇/이송로봇/주차로봇에 대한 수요 확대 중. 특히 서배너에 위치한 현대기아 신공장의 경우 대규모 로봇 발주가 2023년말 이뤄지고, 국내 캐파 대응을 위한 로봇 발주 역시 지속적으로 나타날 것으로 기대. 기계부분 턴어라운드에 따른 관심도 상승 기대

Earnings Forecasts (단위: 십억원, %)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	6,592	7,528	8,208	9,783	10,743	11,623	12,553
영업이익	72	103	212	289	331	389	484
EBITDA	361	421	533	570	608	664	758
순이익	61	62	65	219	256	308	389
자산총계	7,720	7,750	7,546	7,831	8,210	8,641	9,160
자본총계	3,526	3,695	3,734	3,836	4,074	4,363	4,733
순차입금	1,192	898	632	778	656	503	296
매출증가율	(9.9)	14.2	9.0	19.2	9.8	8.2	8.0
영업이익률	1.1	1.4	2.6	3.0	3.1	3.3	3.9
순이익률	0.9	0.8	0.8	2.2	2.4	2.6	3.1
EPS증가율	10.4	2.2	5.0	234.9	17.0	20.0	26.3
ROE	1.7	1.8	1.3	5.8	6.5	7.3	8.4

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 25: 현대위아 1Q23 Preview (원, 배수)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.03(E)	2023.03(E)	vs Chg	2023.03(E)	vs Con	2022.03(A)	YoY	2022.12(A)	QoQ
매출액	2,298.3	2,298.3	0.0	2,122.5	8.3	1,906.8	20.5	2,248.7	2.2
영업이익	57.2	67.7	(15.5)	57.7	(0.8)	51.5	11.1	51.8	10.5
지배주주순이익	41.9	33.9	23.6	36.1	16.0	23.1	81.3	(163.3)	흑전
OPM	2.5%	2.9%	-0.5%p	2.7%	-0.2%p	2.7%	-0.2%p	2.3%	0.2%p
NIM	1.8%	1.5%	0.3%p	1.7%	0.1%p	1.2%	0.6%p	-7.3%	9.1%p

Source: 다올투자증권

Fig. 26: 현대위아 Valuation: 적정주가 100,000원으로 상향

구분	단위	가치	비고
지배주주순이익	십억원	219	2023년
EPS	원	8,057	2023년
적정 P/E	배	12.0	2012~2015년 증익 cycle 평균 기준 25% 할인 적용
적정 시가총액	십억원	2,629	
Target Price	원	100,000	2023년 EPS x Target P/E
현재주가	원	64,700	
Upside	(%)	54.6	

Source: 현대위아, 다올투자증권

Fig. 27: 현대위아 실적 추이 및 전망: 1Q23 영업이익 572억원 추정 (단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**1,907**	**1,972**	**2,080**	**2,249**	**2,298**	**2,403**	**2,408**	**2,674**	**8,208**	**9,783**	**10,743**	**11,623**
자동차부품	1,715	1,773	1,895	2,070	2,095	2,188	2,201	2,435	7,453	8,919	9,723	10,539
모듈	486	565	526	683	633	678	626	826	2,260	2,763	2,969	3,177
핵심부품	1,229	1,208	1,369	1,387	1,463	1,510	1,574	1,609	5,193	6,156	6,754	7,362
기계	192	199	185	179	203	215	207	239	754	864	1,020	1,084
공작기계	142	149	141	136	155	160	158	175	569	648	745	707
산업기계/특수	50	49	44	43	48	55	49	64	186	216	275	377
매출원가	1,773	1,833	1,925	2,093	2,138	2,231	2,220	2,479	7,623	9,067	9,957	10,769
매출원가율(%)	93	93	93	93	93	93	92	93	93	93	93	93
판관비	83	85	100	103	103	96	120	107	372	427	456	465
판관비율(%)	4.4	4.3	4.8	4.6	4.5	4.0	5.0	4.0	4.5	4.4	4.2	4.0
영업이익	**51.5**	**53.1**	**55.7**	**51.8**	**57.2**	**76.1**	**67.5**	**88.3**	**212.1**	**289.1**	**330.5**	**389.2**
자동차부품	49.4	51.5	54.4	57.6	56.6	74.4	66.0	85.2	213	282	319	376
기계	2.1	1.6	1.3	-5.8	0.6	1.7	1.4	3.1	-0.8	6.9	11.4	13.1
영업이익률(%)	**2.7**	**2.7**	**2.7**	**2.3**	**2.5**	**3.2**	**2.8**	**3.3**	**2.6**	**3.0**	**3.1**	**3.3**
자동차부품	2.9	2.9	2.9	2.8	2.7	3.4	3.0	3.5	2.9	3.2	3.3	3.6
기계	1.1	0.8	0.7	-3.2	0.3	0.8	0.7	1.3	-0.1	0.8	1.1	1.2
지배주주순이익	**23**	**209**	**-4**	**-163**	**42**	**58**	**51**	**69**	**65**	**219**	**256**	**308**
YoY(%)												
매출액	2.8	-0.4	17.5	16.9	20.5	21.9	15.7	18.9	9.0	19.2	9.8	8.2
영업이익	90.7	18.0	79.7	흑전	11.0	43.3	21.1	70.5	107.9	36.3	14.3	17.8
지배주주순이익	-25	453	-122	흑전	81	-72	-1,395	-142	5	235	17	20

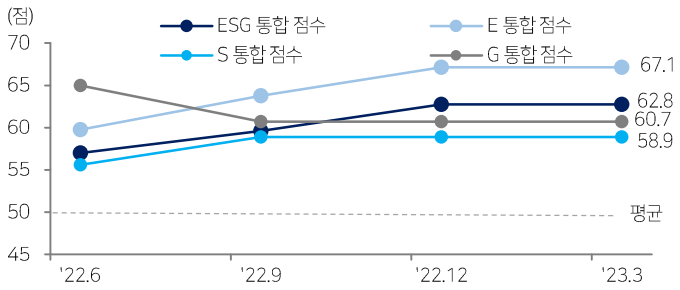
Source: 현대위아, 다올투자증권

ESG 페이지



현대위아 (005380) - 산업재

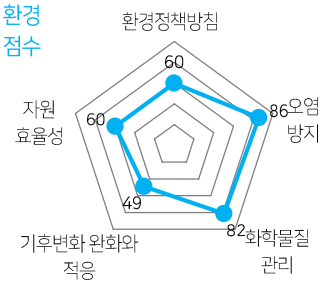
▶ ESG 통합 점수 추이



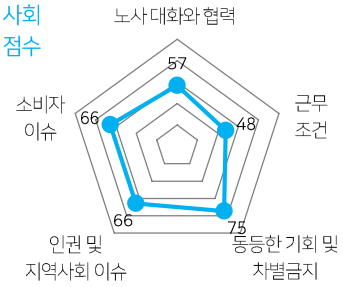
▶ ESG 성과 분석

성과분석은 기업들의 전략과 정책수준, 성과 수치 등을 나타내고 있으며, 분석을 통해 기업들의 ESG 리스크를 얼마나 잘 대비하고 있는지 알 수 있습니다.

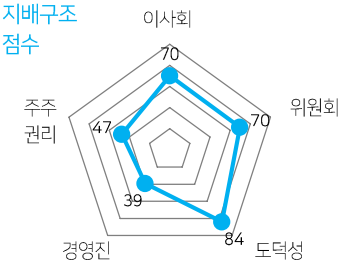
환경 점수



사회 점수

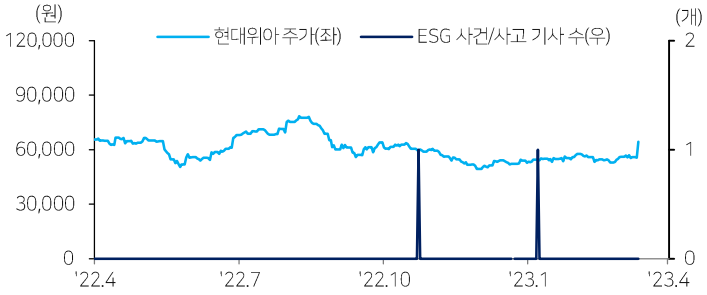


지배구조 점수



▶ 주가 & ESG 사건/사고 분석

좌측 그래프는 ESG 사건/사고의 관련기사 수를 확인 할 수 있으며 주가와 비교를 해 볼 수 있는 그래프입니다. 우측 표에서는 기업의 리스트를 산정한 점수 및 ESG 사건/사고의 분석 결과를 제공하며 데이터 트렌드를 확인하실 수 있습니다.



기간	환경 사건/사고 기사 수	사회 사건/사고 기사 수	지배구조 사건/사고 기사 수	합계
2Q22	0	0	0	0
3Q22	0	0	0	0
4Q22	0	1	0	1
1Q23	0	1	0	1

▶ 비교 분석

상대적 성과분석으로 전체 유니버스 내 순위 확인 할 수 있으며, 경쟁사와 ESG 통합 점수를 비교할 수 있습니다.

기업명	통합점수				통합순위			
	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G
현대위아	**62.8**	**67.1**	**58.9**	**60.7**	**2 / 74**	**4 / 74**	**3 / 74**	**6 / 74**
현대모비스	58.0	61.6	62.7	58.6	3 / 74	12 / 74	1 / 74	10 / 74

* ESG 정보는 지속가능발전소 에서 제공합니다.

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	4,156.5	4,267.5	4,596.1	4,996.0	5,426.5
현금성자산	1,647.3	1,589.9	1,444.0	1,565.5	1,718.7
매출채권	1,627.8	1,798.2	2,070.9	2,257.4	2,443.3
재고자산	815.0	810.2	1,011.4	1,102.5	1,193.3
비유동자산	3,593.0	3,279.0	3,234.7	3,214.3	3,214.4
투자자산	330.0	370.4	385.4	401.1	417.3
유형자산	3,102.6	2,799.4	2,738.4	2,701.0	2,683.7
무형자산	160.4	109.3	110.9	112.3	113.4
자산총계	7,749.5	7,546.5	7,830.8	8,210.4	8,640.9
유동부채	2,126.3	2,410.4	2,585.6	2,720.4	2,854.6
매입채무	1,215.1	1,309.4	1,483.5	1,617.2	1,750.3
유동성이자부채	817.5	993.4	993.4	993.4	993.4
비유동부채	1,928.0	1,402.4	1,409.2	1,416.3	1,423.7
비유동이자부채	1,727.8	1,228.6	1,228.6	1,228.6	1,228.6
부채총계	4,054.2	3,812.8	3,994.8	4,136.6	4,278.3
자본금	136.0	136.0	136.0	136.0	136.0
자본잉여금	500.5	489.9	489.9	489.9	489.9
이익잉여금	2,651.5	2,719.3	2,919.8	3,157.5	3,446.5
자본조정	(38.0)	(26.1)	(124.3)	(124.3)	(124.3)
자기주식	(113.2)	(98.2)	(98.2)	(98.2)	(98.2)
자본총계	3,695.3	3,733.7	3,836.0	4,073.7	4,362.7
투하자본	4,415.4	4,176.9	4,417.5	4,525.7	4,653.2
순차입금	898.1	632.0	778.0	656.5	503.3
ROA	0.7	0.6	2.6	2.9	3.3
ROE	1.8	1.3	5.8	6.5	7.3
ROIC	1.3	2.5	5.0	5.5	6.4

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	7,527.7	8,207.6	9,783.2	10,743.2	11,623.4
증가율 (Y-Y,%)	14.2	9.0	19.2	9.8	8.2
영업이익	102.7	212.1	289.1	330.5	389.2
증가율 (Y-Y,%)	42.8	106.5	36.3	14.3	17.8
EBITDA	420.9	533.4	570.3	607.7	664.3
영업외손익	(2.0)	(126.1)	(26.5)	(23.4)	(20.7)
순이자수익	(32.3)	(24.8)	(28.9)	(25.7)	(23.1)
외화관련손익	21.5	32.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	8.1	3.7	2.3	2.3	2.3
세전계속사업손익	100.7	86.1	262.6	307.2	368.5
당기순이익	56.1	43.5	196.9	230.4	276.4
지배기업당기순이익	62.3	65.4	219.1	256.3	307.5
증가율 (Y-Y,%)	4.5	(22.5)	352.9	17.0	20.0
NOPLAT	57.2	107.2	216.8	247.9	291.9
(+) Dep	318.2	321.2	281.2	277.2	275.1
(-) 운전자본투자	45.5	60.0	299.4	143.6	143.1
(-) Capex	151.6	113.2	197.0	216.3	234.1
OpFCF	178.2	255.3	1.6	165.1	189.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(1.5)	3.9	14.1	12.6	12.3
영업이익증가율(3Yr)	173.3	27.7	59.0	47.6	22.4
EBITDA증가율(3Yr)	16.5	13.7	16.4	13.0	7.6
순이익증가율(3Yr)	n/a	(7.6)	54.2	60.2	85.2
영업이익률(%)	1.4	2.6	3.0	3.1	3.3
EBITDA마진(%)	5.6	6.5	5.8	5.7	5.7
순이익률 (%)	0.7	0.5	2.0	2.1	2.4

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	290.3	424.0	107.2	394.6	444.6
당기순이익	56.1	43.5	196.9	230.4	276.4
자산상각비	318.2	321.2	281.2	277.2	275.1
운전자본증감	(157.1)	(140.1)	(299.4)	(143.6)	(143.1)
매출채권감소(증가)	(85.9)	(162.0)	(272.7)	(186.6)	(185.8)
재고자산감소(증가)	(14.1)	15.4	(201.2)	(91.1)	(90.8)
매입채무증가(감소)	18.9	85.5	174.1	133.7	133.1
투자현금	(200.3)	184.7	(271.7)	(293.2)	(313.1)
단기투자자산감소	(28.8)	295.7	(37.2)	(38.7)	(40.3)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(5.3)	(5.6)	(6.0)
설비투자	(151.6)	(113.2)	(197.0)	(216.3)	(234.1)
유무형자산감소	(16.7)	(16.2)	(24.8)	(24.8)	(24.8)
재무현금	(241.8)	(361.9)	(18.6)	(18.6)	(18.6)
차입금증가	(223.4)	(344.2)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(18.6)	(18.6)	(18.6)	(18.6)	(18.6)
배당금지급	18.6	18.6	18.6	18.6	18.6
현금 증감	(119.9)	239.4	(183.1)	82.9	112.9
총현금흐름(Gross CF)	493.3	627.1	406.6	538.3	587.7
(-) 운전자본증가(감소)	45.5	60.0	299.4	143.6	143.1
(-) 설비투자	151.6	113.2	197.0	216.3	234.1
(+) 자산매각	(16.7)	(16.2)	(24.8)	(24.8)	(24.8)
Free Cash Flow	136.0	671.6	(164.5)	101.5	131.5
(-) 기타투자	0.0	0.0	5.3	5.6	6.0
잉여현금	136.0	671.6	(169.9)	95.8	125.6

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	2,292	2,405	8,057	9,426	11,309
BPS	113,608	118,029	121,731	130,422	141,007
DPS	700	700	700	700	700
Multiples(x,%)					
PER	34.9	20.6	8.1	6.9	5.8
PBR	0.7	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/ EBITDA	7.3	3.7	4.5	4.0	3.4
배당수익율	0.9	1.4	1.1	1.1	1.1
PCR	4.4	2.1	4.4	3.3	3.0
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	109.7	102.1	104.1	101.5	98.1
Net debt/Equity	24.3	16.9	20.3	16.1	11.5
Net debt/EBITDA	213.4	118.5	136.4	108.0	75.8
유동비율	195.5	177.0	177.8	183.7	190.1
이자보상배율	3.2	8.5	10.0	12.9	16.9
이자비용/매출액	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
자산구조					
투하자본(%)	69.1	68.1	70.7	69.7	68.5
현금+투자자산(%)	30.9	31.9	29.3	30.3	31.5
자본구조					
차입금(%)	40.8	37.3	36.7	35.3	33.7
자기자본(%)	59.2	62.7	63.3	64.7	66.3

자료: 다올투자증권

유지웅 자동차 | jwyoo@daolfn.com

HL홀딩스

(060980)

—

BUY

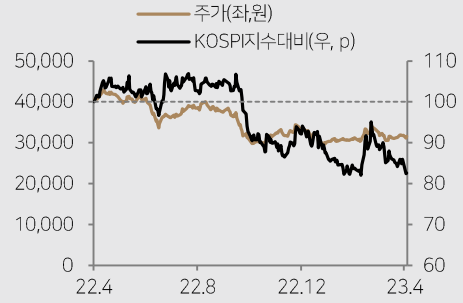
	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	45,000		유지
Earnings			

Stock Information	
현재가 (4/12)	32,200원
예상 주가상승률	39.8%
시가총액	3,372억원
비중(KOSDAQ내)	0.02%
발행주식수	10,472천주
52주 최저가 / 최고가	29,600 - 42,950원
3개월 일평균거래대금	8억원
외국인 지분율	6.7%
주요주주지분율(%)	
정몽원 (외 8인)	28.5
국민연금공단 (외 1인)	6.5
베어링자산운용 (외 3인)	6.4

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	104.0	3.5	3.0
PBR(배)	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	8.1	5.9	5.3
배당수익률(%)	6.5	6.2	6.2

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	1.4	6.3	(20.9)	4.7
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(5.1)	(9.5)	(16.5)	(9.3)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

현저한 저평가 상태: 잃을 건 없다

Issue

1Q23 Preview, 자자체사업 및 자회사 가치 반영 가능성 점검

Pitch

투자의견 BUY 및 적정주가 45,000원 유지. 투자회사 지분가치에 대한 재평가와 더불어 만도 손익 정상화, 자체사업내 EV업체향 매출 급증으로 인한 손익개선등 다양한 모멘텀의 발현시점으로 판단되며, 배당수익률 6.2%의 메리트 보유

Rationale

- 1Q23 매출액 및 영업이익은 각각 3,210억원(YoY +7.2%), 영업이익 353억원(YoY +64%, OPM 11%) 예상. 영업이익은 지주사 및 로열티 부분에서 240억원, 자체사업에서 113억원을 기록할 것으로 전망. 만도의 순이익이 408억원(YoY +36.9%)에 달할 것으로 예측되어 해당 지분법 이익 124억원의 영업이익 인식효과가 주효
- 자체사업의 경우 매출액은 2,903억원 (YoY +9%)으로 예상되며, 고마진 타이어휠 모듈의 매출비중이 높아지며 다소 매출증가율이 감소한 것으로 추정되나, 영업이익률은 3.9% 수준으로 고마진 수익을 기록한 것으로 추정. 모듈의 경우 2022년 1,800억원 → 2025년 3,000억원 매출로 고성장세가 담보 되어있어 자체사업 마진상승의 핵심 배경으로 발전될 가능성 존재
- 현재 자체사업 매출액의 약 51%에 해당되는 Captive향 고마진 A/M 사업은 기존의 경쟁구도 완화 및 매출기회 확대 본격화. 이를 기반으로 2025년 기준 자체사업 영업이익은 596억원 수준 기록할 것으로 추정되고 있으며, 단순 자체사업에 대한 밸류에이션만 감안해도 현재의 시가총액 상당부분을 설명
- 한편 동사는 월비에스앤티, 더블유씨피 등 다양한 투자실적 보유. 이중 더블유씨피의 기업가치 반등분을 통해 1Q23에 약 94억원의 영업이익 인식, 2H22에 지속된 기업가치 하락분 인식의 종료를 시사

Earnings Forecasts (단위: 십억원, %)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	736	1,041	1,277	1,315	1,455	1,602	1,730
영업이익	91	140	86	161	181	204	223
EBITDA	118	180	127	183	204	228	248
순이익	44	106	3	98	113	131	145
자산총계	1,962	2,295	2,280	2,366	2,494	2,642	2,800
자본총계	887	1,014	1,005	1,059	1,152	1,262	1,388
순차입금	689	768	699	751	744	724	693
매출증가율	(7.8)	41.5	22.7	3.0	10.7	10.1	8.0
영업이익률	12.3	13.4	6.7	12.2	12.4	12.7	12.9
순이익률	6.0	10.2	0.2	7.4	7.8	8.2	8.4
EPS증가율	7.3	141.2	(97.1)	3,049.1	15.8	15.7	11.1
ROE	5.0	11.2	0.2	9.5	10.2	10.8	11.0

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 28: HL홀딩스 1Q23 Preview (원, 배수)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.03(E)	2023.03(E)	vs Chg	2023.03(E)	vs Con	2022.03(A)	YoY	2022.12(A)	QoQ
매출액	321.0	331.6	(3.2)	332.0	(3.3)	299.5	7.2	319.3	0.5
영업이익	35.3	35.4	(0.3)	35.4	(0.3)	35.7	(1.2)	(17.7)	흑전
지배주주순이익	20.6	29.9	(31.1)	29.9	(31.1)	21.3	(3.2)	(42.5)	흑전
OPM	11.0%	10.7%	0.3%p	10.7%	0.3%p	11.9%	-0.9%p	-5.6%	16.6%p
NIM	6.4%	9.0%	-2.6%p	9.0%	-2.6%p	7.1%	-0.7%p	-13.3%	19.7%p

Source: 다올투자증권

Fig. 29: HL홀딩스 밸류에이션: 적정주가 45,000원 유지

구분	단위	금액	비고
영업가치 (A)	240		2023년 자체사업부문 순이익 * P/E 7배
지분가치 (B)	438		만도, 만도헬라, 스택폴, ㈜한라에 대해 50% 할인
만도	703	30%	현재 시가총액
한라스택폴	29	20%	2022년 예상 순익 * P/E 7배
㈜한라 보통주	18	16%	
㈜한라 우선주	126		우선주 취득가액 대비 60% 할인
로열티 (C)	367		WACC= 10%, 영구성장률 1.5%, 세금및 비용 제외
순차입금 (D)	572		한라홀딩스별도 기준
적정 시가총액 (A) + (B) + (C) - (D)	473		
주식수 (천주)	10,472		발행주식수 기준
적정주가	**45,000**		
현재주가	32,200		
상승여력(%)	40		

Source: 다올투자증권

Fig. 30: HL홀딩스 실적추이 및 전망 (십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2022E	2024E	2025E
매출액	**300**	**314**	**344**	**320**	**321**	**334**	**310**	**350**	**1,278**	**1,315**	**1,455**	**1,602**
지주	28	26	31	42	31	37	35	47	127	151	163	163
자체사업	265.9	272	245	278	290	297	275	303	1,061	1,164	1,292	1,292
기타사업(JJH)	5.3	16.1	-	-	-	-	-	-	21.4	0.0	0.0	0.0
영업이익	**35.7**	**44.4**	**23.4**	**-15.0**	**35.3**	**40.8**	**38.6**	**50.0**	**88.5**	**164.7**	**189.9**	**195.8**
지주	27.3	22.9	13.8	-24.5	24.0	29.5	27.6	37.9	39.5	119.0	131.7	136.2
자체사업	6.9	8.8	10.0	9.5	11.3	11.3	11.0	12.1	35.2	45.7	58.2	59.6
기타사업(JJH)	1.5	12.7	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	13.8	0.0	0.0	0.0
영업이익률(%)	**11.9**	**14.1**	**6.8**	**-4.7**	**11.0**	**12.2**	**12.4**	**14.3**	**6.9**	**12.5**	**13.0**	**12.2**
지주	96.5	88.1	43.9	-58.6	77.0	79.0	78.0	81.0	31.0	79.0	81.0	83.7
자체사업	2.6	3.2	4.1	3.4	3.9	3.8	4.0	4.0	3.3	3.9	4.5	4.6
기타손익	2.2	-1.5	-12.0	38.0	-8.1	-8.1	-8.1	-8.1	27	-33	-32	-16
세전이익	38	43	11	23	27.1	32.6	30.4	41.9	115	132	158	180
지배주주 순이익	**33.9**	**38.4**	**2.5**	**21.3**	**20.6**	**24.8**	**23.1**	**31.9**	**96.1**	**100.4**	**119.8**	**136.8**
YoY (%)												
매출액	33.1	18.6	28.3	13.0	7.2	6.3	-9.9	9.4	22.7	2.9	10.7	10.1
영업이익	3.5	1.3	-43.1	-173.5	-1.2	-8.2	64.9	-433.7	-36.7	86.1	15.3	3.1
지배주주 순이익	7.9	13.7	-93.4	-32.2	-39.1	-35.5	819.1	49.7	-28.8	4.5	19.3	14.2

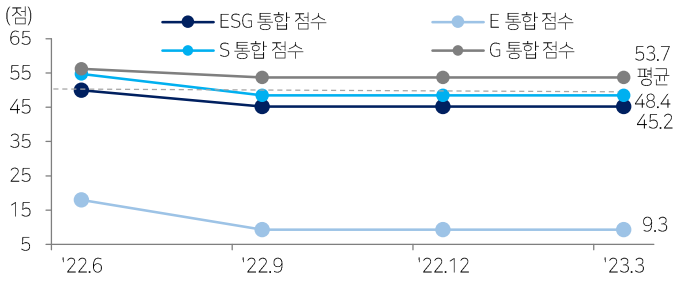
Source: 다올투자증권

ESG 페이지



HL홀딩스 (060980) - 산업재

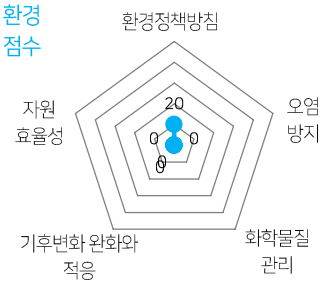
▶ ESG 통합 점수 추이



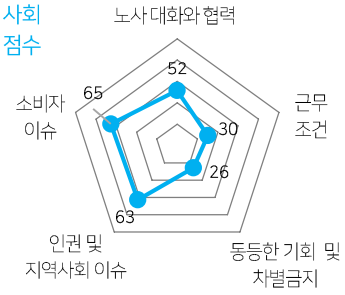
▶ ESG 성과 분석

성과분석은 기업들의 전략과 정책수준, 성과 수치 등을 나타내고 있으며, 분석을 통해 기업들의 ESG 리스크를 얼마나 잘 대비하고 있는지 알 수 있습니다.

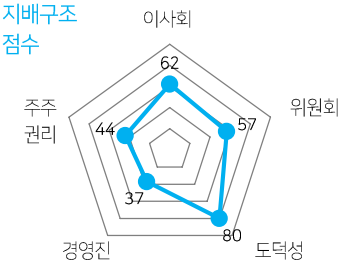
환경 점수



사회 점수

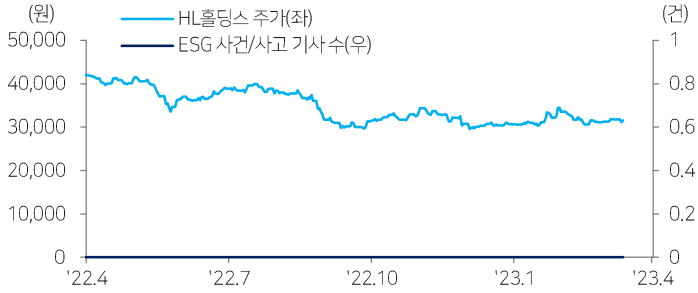


지배구조 점수



▶ 주가 & ESG 사건/사고 분석

좌측 그래프는 ESG 사건/사고의 관련기사 수를 확인 할 수 있으며 주가와 비교를 해 볼 수 있는 그래프입니다. 우측 표에서는 기업의 리스트를 산정한 점수 및 ESG 사건/사고의 분석 결과를 제공하며 데이터 트렌드를 확인하실 수 있습니다.



기간	환경 사건/사고 기사 수	사회 사건/사고 기사 수	지배구조 사건/사고 기사 수	합계
2Q22	0	0	0	0
3Q22	0	0	0	0
4Q22	0	0	0	0
1Q23	0	0	0	0

▶ 비교 분석

상대적 성과분석으로 전체 유니버스 내 순위 확인 할 수 있으며, 경쟁사와 ESG 통합 점수를 비교할 수 있습니다.

기업명	통합점수				통합순위			
	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G
HL 홀딩스	**45.2**	**9.3**	**48.4**	**53.7**	**41 / 108**	**69 / 108**	**24 / 108**	**60 / 108**
한국앤컴퍼니	43.5	21.0	40.9	51.0	57 / 108	20 / 108	75 / 108	73 / 108
SNT 홀딩스	38.1	9.3	43.6	43.0	100 / 108	69 / 108	59 / 108	105 / 108

* ESG 정보는 지속가능발전소 에서 제공합니다.

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	475.8	574.2	589.4	641.5	708.1
현금성자산	174.0	201.2	150.0	156.7	176.1
매출채권	195.9	228.9	282.1	312.2	343.5
재고자산	99.6	128.8	141.9	157.0	172.8
비유동자산	1,819.1	1,705.7	1,776.9	1,853.0	1,933.7
투자자산	1,499.7	1,549.9	1,612.8	1,678.3	1,746.4
유형자산	280.4	122.4	134.9	148.8	164.0
무형자산	39.0	33.4	29.3	25.9	23.2
자산총계	2,295.0	2,279.9	2,366.3	2,494.5	2,641.8
유동부채	522.7	585.6	616.5	649.2	683.3
매입채무	237.3	272.4	302.9	335.3	368.9
유동성이자부채	259.0	272.3	272.3	272.3	272.3
비유동부채	757.7	689.1	691.3	693.7	696.1
비유동이자부채	683.0	628.2	628.2	628.2	628.2
부채총계	1,280.5	1,274.7	1,307.8	1,342.9	1,379.4
자본금	55.1	55.1	55.1	55.1	55.1
자본잉여금	264.7	264.7	264.7	264.7	264.7
이익잉여금	744.4	739.9	817.5	910.6	1,021.5
자본조정	(51.9)	(56.0)	(80.3)	(80.3)	(80.3)
자기주식	(19.8)	(24.4)	(24.4)	(24.4)	(24.4)
자본총계	1,014.5	1,005.2	1,058.5	1,151.6	1,262.4
투하자본	633.7	504.0	559.8	595.5	634.2
순차입금	768.0	699.3	750.5	743.8	724.5
ROA	5.0	0.1	4.2	4.6	5.1
ROE	11.2	0.2	9.5	10.2	10.8
ROIC	18.4	2.9	23.0	23.8	25.2

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,041.2	1,277.1	1,315.0	1,455.1	1,602.3
증가율 (Y-Y,%)	41.5	22.7	3.0	10.7	10.1
영업이익	139.9	85.8	160.8	180.8	203.9
증가율 (Y-Y,%)	54.2	(38.6)	87.3	12.5	12.8
EBITDA	179.7	126.6	183.1	203.9	228.1
영업외손익	(10.4)	(72.9)	(32.5)	(32.3)	(32.1)
순이자수익	(27.9)	(30.0)	(32.5)	(32.3)	(32.1)
외화관련손익	6.7	15.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	9.3	4.6	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	129.5	12.9	128.3	148.5	171.9
당기순이익	106.2	2.5	97.5	112.9	130.6
지배기업당기순이익	106.2	3.1	97.5	112.9	130.7
증가율 (Y-Y,%)	140.8	(97.7)	3,829.6	15.8	15.7
NOPLAT	114.7	16.5	122.2	137.4	155.0
(+) Dep	39.8	40.8	22.3	23.1	24.2
(-) 운전자본투자	(40.0)	21.7	35.5	12.7	13.2
(-) Capex	22.1	24.9	27.9	30.9	34.0
OpFCF	172.4	10.7	81.1	116.9	131.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	5.5	17.0	21.4	11.8	7.9
영업이익증가율(3Yr)	34.1	4.4	21.0	8.9	33.4
EBITDA증가율(3Yr)	38.6	8.6	15.7	4.3	21.7
순이익증가율(3Yr)	100.9	(60.8)	30.3	2.1	274.8
영업이익률(%)	13.4	6.7	12.2	12.4	12.7
EBITDA마진(%)	17.3	9.9	13.9	14.0	14.2
순이익률 (%)	10.2	0.2	7.4	7.8	8.2

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	84.7	48.9	62.2	125.6	144.0
당기순이익	106.2	2.5	97.5	112.9	130.6
자산상각비	39.8	40.8	22.3	23.1	24.2
운전자본증감	(4.6)	(20.3)	(35.5)	(12.7)	(13.2)
매출채권감소(증가)	(56.4)	(41.4)	(53.2)	(30.1)	(31.3)
재고자산감소(증가)	(10.1)	(28.4)	(13.0)	(15.1)	(15.8)
매입채무증가(감소)	60.1	51.6	30.5	32.3	33.7
투자현금	(55.4)	58.7	(96.1)	(101.7)	(107.6)
단기투자자산감소	(10.5)	(23.5)	(2.5)	(2.6)	(2.7)
장기투자증권감소	(28.0)	25.2	(48.7)	(50.7)	(52.8)
설비투자	(22.1)	(24.9)	(27.9)	(30.9)	(34.0)
유무형자산감소	(0.7)	125.3	(2.7)	(2.7)	(2.7)
재무현금	(4.9)	(135.4)	(19.8)	(19.8)	(19.8)
차입금증가	22.9	(111.0)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(30.2)	(24.3)	(19.8)	(19.8)	(19.8)
배당금지급	20.2	19.8	19.8	19.8	19.8
현금 증감	26.8	(29.3)	(53.7)	4.1	16.6
총현금흐름(Gross CF)	57.0	84.2	97.6	138.3	157.2
(-) 운전자본증가(감소)	(40.0)	21.7	35.5	12.7	13.2
(-) 설비투자	22.1	24.9	27.9	30.9	34.0
(+) 자산매각	(0.7)	125.3	(2.7)	(2.7)	(2.7)
Free Cash Flow	(3.0)	122.6	(33.9)	23.9	36.4
(-) 기타투자	28.0	(25.2)	48.7	50.7	52.8
잉여현금	(31.0)	147.8	(82.6)	(26.8)	(16.3)

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	10,146	296	9,311	10,783	12,477
BPS	92,947	92,661	98,146	107,354	118,194
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Multiples(x,%)					
PER	4.5	104.0	3.5	3.0	2.6
PBR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/ EBITDA	6.9	8.1	5.9	5.3	4.7
배당수익율	4.4	6.5	6.2	6.2	6.2
PCR	8.4	3.8	3.5	2.4	2.1
PSR	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	126.2	126.8	123.6	116.6	109.3
Net debt/Equity	75.7	69.6	70.9	64.6	57.4
Net debt/EBITDA	427.3	552.3	410.0	364.8	317.6
유동비율	91.0	98.1	95.6	98.8	103.6
이자보상배율	5.0	2.9	4.9	5.6	6.4
이자비용/매출액	2.8	2.6	2.6	2.4	2.2
자산구조					
투하자본(%)	27.5	22.4	24.1	24.5	24.8
현금+투자자산(%)	72.5	77.6	75.9	75.5	75.2
자본구조					
차입금(%)	48.1	47.3	46.0	43.9	41.6
자기자본(%)	51.9	52.7	54.0	56.1	58.4

자료: 다올투자증권

유지웅 자동차 | jwyoo@daolfn.com

에스엘
(005850)

—

BUY

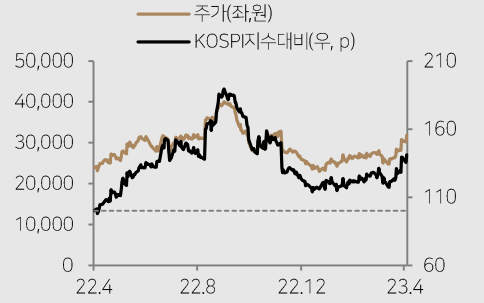
	현재	직전	변동
투자의견	BUY		
적정주가	45,000	37,000	상향
Earnings			

Stock Information	
현재가 (4/12)	32,450원
예상 주가상승률	38.7%
시가총액	15,073억원
비중(KOSDAQ내)	0.07%
발행주식수	46,449천주
52주 최저가 / 최고가	22,950 - 40,000원
3개월 일평균거래대금	76억원
외국인 지분율	13.5%
주요주주지분율(%)	
이성엽 (외 11인)	64.7
국민연금공단 (외 1인)	7.2
Stanley Electric (외 1인)	7.0

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	6.9	7.2	5.5
PBR(배)	0.7	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	3.7	3.7	2.9
배당수익률(%)	2.2	1.5	1.5

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	19.3	14.3	40.2	41.4
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	12.8	(1.5)	44.5	27.3

Price Trend



DAOL 다올투자증권

미국 시황 호조시 사야하는 업체

Issue

1Q23 Preview 및 투자의견 재 점검

Pitch

투자의견 BUY 유지하며 완성차의 미국생산 급증세를 반영해 적정주가는 45,000원으로 상향. 적정 P/E는 10.0배로 상향. 2023년 연간 영업이익은 2,663억원으로 추정되는 가운데 E-GMP향 램프 집중 공급을 통해 성장 모멘텀 발현될 것으로 기대

Rationale

- 1Q23 매출액 및 영업이익은 각각 11,416억원(YoY +35.1%), 605억원(YoY +47.6%) 추정. 미국/인도 등 동사 대표 진출지역을 중심으로 완성차의 해외생산 실적 증가로 인한 마진율 개선도 시현
- 1Q23 완성차의 Ex-Factory 볼륨 증가는 YoY +18.2% 기록했으나, EV/SUV 비중확대에 따른 알루미늄 샤시 사용 증가로 인한 부품별 뚜렷한 단가상승 시현이 동사 가파른 외형 증가의 핵심
- 한편 2Q23~3Q23으로 넘어가며 싼타페/카니발/쏘렌토 등 동사 대응차량의 풀체인지 또는 F/L 모델 출시 가속화로 ASP 상승흐름 예상. 특히 최근들어 GV80등 ADB탑재가 이뤄지는 고가차량의 생산회복이 가시화되고 있어 연말로 갈수록 마진 개선에 대한 가시성이 높아질 것으로 전망
- 현대기아의 시황이 호조를 보이고 있는 미국의 경우 2024년부터 EV증설 본격화. 동사의 경우 특히 고가차량에 특화되어 있을 뿐 아니라 미국내 현대기아 현지생산물량을 현재기준으로 단독 대응하는 형태로, 미국 신규증설에 따른 수혜 기대
- 주력 사업인 헤드램프 외에 BMS, CMS(카메라 모니터 시스템) 등 전동화/전장 부품에 대한 노출 증가중. 특히 모든 E-GMP 차종에 탑재되고 있는 CMS분야에서는 지난 5월 기존 에스엘 미러텍과의 합병을 통한 시너지 전개 중

Earnings Forecasts (단위: 십억원, %)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	2,505	3,001	4,175	5,023	5,497	5,933	6,467
영업이익	93	111	198	266	349	425	428
EBITDA	215	235	337	441	539	633	657
순이익	66	96	155	209	274	335	339
자산총계	2,339	2,567	2,932	3,108	3,424	3,791	4,176
자본총계	1,425	1,518	1,706	1,888	2,139	2,452	2,769
순차입금	174	123	169	124	58	(77)	(191)
매출증가율	10.7	19.8	39.1	20.3	9.4	7.9	9.0
영업이익률	3.7	3.7	4.7	5.3	6.3	7.2	6.6
순이익률	2.6	3.2	3.7	4.2	5.0	5.6	5.2
EPS증가율	(23.5)	46.9	66.5	34.9	31.1	22.4	1.2
ROE	4.6	6.6	10.6	12.0	14.0	15.0	13.3

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 31: 에스엘 1Q23 Preview (원, 배수)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.03(E)	2023.03(E)	vs Chg	2023.03(E)	vs Con	2022.03(A)	YoY	2022.12(A)	QoQ
매출액	1,141.6	1,141.6	0.0	1,075.6	6.1	844.8	35.1	1,242.4	(8.1)
영업이익	60.5	60.5	0.0	58.8	2.8	41.0	47.6	30.0	101.6
지배주주순이익	46.3	49.9	(7.2)	41.3	12.2	40.5	14.2	17.1	170.1
OPM	5.3%	5.3%	0.0%p	5.5%	-0.2%p	4.9%	0.4%p	2.4%	2.9%p
NIM	4.1%	4.4%	-0.3%p	3.8%	0.2%p	4.8%	-0.7%p	1.4%	2.7%p

Source: 다올투자증권

Fig. 32: 에스엘 적정주가 산정: Target P/E 10배 반영, 적정주가 45,000원으로 상향

구분	단위	금액	비고
지배주주 순이익	(십억원)	209	2023년 기준
EPS	(원)	4,493	2023년 기준
Target P/E	(배)	10.0	역사적 평균 P/E 대비 30% 할증
적정시가총액	(십억원)	2,087	
적정주가	**(원)**	**45,000**	**적정 P/E x EPS**
현재주가	(원)	32,350	
Upside	(%)	39.1	

Source: 다올투자증권

Fig. 33: 에스엘 실적추이 및 전망 (십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**845**	**1,016**	**1,071**	**1,242**	**1,142**	**1,302**	**1,295**	**1,285**	**4,175**	**5,023**	**5,497**	**5,933**
에스엘 ㈜	521	582	571	630	610	687	639	680	2,304	2,616	2,784	2,937
에스엘 America	238	317	329	337	345	406	418	394	1,221	1,563	1,824	2,048
에스엘 Lumax	121	125	150	123	160	182	199	172	518	713	779	841
에스엘 아태(연태)	23	23	38	39	24	25	41	42	122	131	141	148
호북삼립	10	11	12	12	9	10	11	12	45	42	42	42
에스엘 폴란드	16	17	15	12	19	19	17	13	61	68	71	75
에스엘 브라질	7	10	9	12	10	13	10	12	38	45	26	26
단순합산	936	1,087	1,124	1,163	1,177	1,342	1,335	1,325	4,309	5,179	5,667	6,117
매출원가	749	880	953	1,099	1,013	1,152	1,152	1,144	3,682	4,461	4,856	5,194
매출원가율(%)	88.7	86.6	88.9	88.5	88.7	88.5	89.0	89.0	88.2	88.8	88.3	87.5
매출총이익	96	136	118	143	129	150	142	141	493	562	642	739
매출총이익률(%)	11	13	11	12	11	12	11	11	12	11	12	12
판관비	55	58	70	75	68	76	78	75	257	296	293	315
판관비율(%)	6.5	5.7	6.5	6.0	6.0	5.8	6.0	5.8	6.1	5.9	5.3	5.3
영업이익	**41.0**	**78.4**	**48.5**	**30.0**	**60.5**	**74.2**	**64.7**	**66.8**	**197.9**	**266.3**	**348.8**	**424.5**
OPM(%)	4.9	7.7	4.5	2.4	5.3	5.7	5.0	5.2	4.7	5.3	6.3	7.2
지분법이익	1.6	1.8	1.8	7.3	3.0	3.0	4.0	8.0	12.5	18.0	20.0	24.0
세전이익	53.8	84.4	65.1	12.4	61.3	75.1	66.9	73.0	215.7	276.3	362.3	443.4
지배주주 순이익	**40.5**	**59.5**	**37.6**	**17.1**	**46.3**	**56.7**	**50.5**	**55.1**	**154.7**	**208.7**	**273.6**	**334.9**
YoY(%)												
매출액	14.1	41.1	50.3	50.0	35.1	28.1	20.8	3.4	39.1	20.3	9.4	7.9
영업이익	-27.8	114.5	114.0	흑전	47.6	-5.3	33.4	122.6	79.0	34.5	31.0	21.7
지배주주 순이익	-24.3	57.4	128.0	흑전	14.2	-4.6	34.4	221.5	60.4	34.9	31.1	22.4

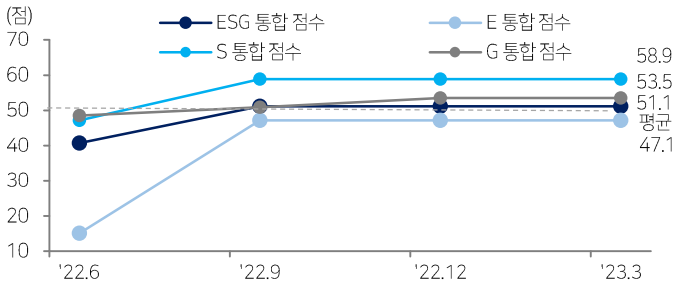
Source: 다올투자증권

ESG 페이지



에스엘 (005380) - 산업재

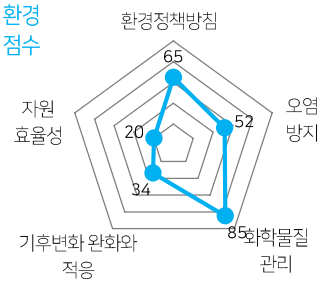
▶ ESG 통합 점수 추이



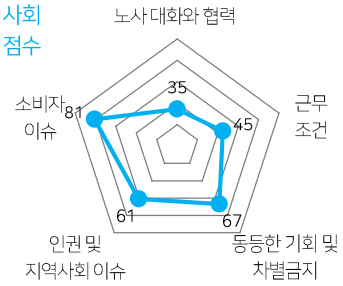
▶ ESG 성과 분석

성과분석은 기업들의 전략과 정책수준, 성과 수치 등을 나타내고 있으며, 분석을 통해 기업들의 ESG 리스크를 얼마나 잘 대비하고 있는지 알 수 있습니다.

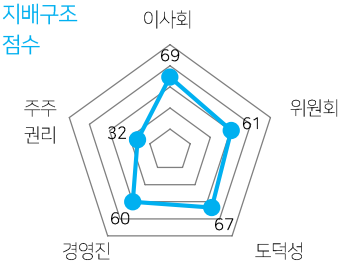
환경 점수



사회 점수

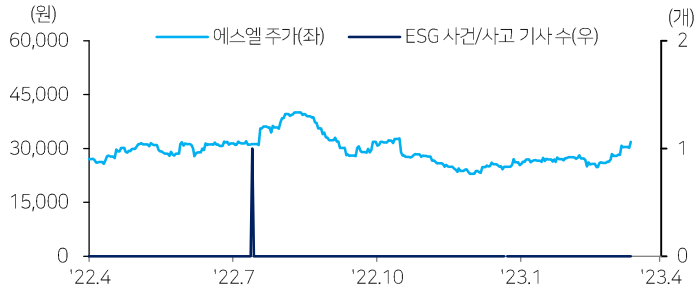


지배구조 점수



▶ 주가 & ESG 사건/사고 분석

좌측 그래프는 ESG 사건/사고의 관련기사 수를 확인 할 수 있으며 주가와 비교를 해 볼 수 있는 그래프입니다. 우측 표에서는 기업의 리스트를 산정한 점수 및 ESG 사건/사고의 분석 결과를 제공하며 데이터 트렌드를 확인하실 수 있습니다.



기간	환경 사건/사고 기사 수	사회 사건/사고 기사 수	지배구조 사건/사고 기사 수	합계
2Q22	0	0	0	0
3Q22	0	2	0	2
4Q22	0	0	0	0
1Q23	0	0	0	0

▶ 비교 분석

상대적 성과분석으로 전체 유니버스 내 순위 확인 할 수 있으며, 경쟁사와 ESG 통합 점수를 비교할 수 있습니다.

기업명	통합점수				통합순위			
	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G
에스엘	**51.1**	**47.1**	**58.9**	**53.5**	**9 / 74**	**23 / 74**	**4 / 74**	**26 / 74**
현대모비스	58.0	61.6	62.7	58.6	3 / 74	12 / 74	1 / 74	10 / 74

* ESG 정보는 지속가능발전소 에서 제공합니다.

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,601.3	1,773.4	1,842.9	2,041.7	2,285.7
현금성자산	313.6	265.5	310.4	376.8	511.6
매출채권	636.4	861.0	852.2	938.2	1,008.9
재고자산	360.8	404.3	435.4	479.4	515.5
비유동자산	966.2	1,158.3	1,265.4	1,382.6	1,505.3
투자자산	303.0	377.5	392.8	408.8	425.4
유형자산	645.6	735.0	842.2	953.0	1,064.9
무형자산	17.5	45.8	30.4	20.9	15.0
자산총계	2,567.5	2,931.6	3,108.3	3,424.3	3,791.0
유동부채	898.5	1,092.5	1,084.0	1,145.4	1,195.9
매입채무	442.5	608.3	599.0	659.4	709.1
유동성이자부채	399.6	393.9	393.9	393.9	393.9
비유동부채	150.5	133.2	136.3	139.6	143.0
비유동이자부채	37.0	40.7	40.7	40.7	40.7
부채총계	1,049.0	1,225.6	1,220.3	1,284.9	1,338.9
자본금	24.1	23.2	23.2	23.2	23.2
자본잉여금	459.7	459.7	459.7	459.7	459.7
이익잉여금	1,036.4	1,174.8	1,361.4	1,612.8	1,925.5
자본조정	(18.4)	(23.1)	(27.8)	(27.8)	(27.8)
자기주식	(12.7)	(4.6)	(4.6)	(4.6)	(4.6)
자본총계	1,518.5	1,706.0	1,887.9	2,139.4	2,452.1
투하자본	1,415.2	1,623.7	1,750.6	1,925.0	2,091.9
순차입금	123.0	169.1	124.2	57.8	(77.0)
ROA	3.9	6.0	6.9	8.3	9.2
ROE	6.6	10.6	12.0	14.0	15.0
ROIC	4.9	10.0	11.8	14.2	15.9

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,001.1	4,174.5	5,023.3	5,497.5	5,933.1
증가율 (Y-Y,%)	19.8	39.1	20.3	9.4	7.9
영업이익	110.5	197.9	266.3	348.8	424.5
증가율 (Y-Y,%)	18.7	79.0	34.5	31.0	21.7
EBITDA	235.2	336.9	441.4	539.3	633.1
영업외손익	44.9	17.8	10.0	13.4	18.9
순이자수익	1.0	(2.2)	(8.0)	(6.6)	(5.1)
외화관련손익	25.3	4.7	0.0	0.0	0.0
지분법손익	11.9	12.5	18.0	20.0	24.0
세전계속사업손익	155.5	215.7	276.3	362.3	443.4
당기순이익	96.2	165.9	207.2	271.7	332.6
지배기업당기순이익	96.5	154.7	208.7	273.6	334.9
증가율 (Y-Y,%)	49.9	72.4	24.9	31.1	22.4
NOPLAT	68.4	152.2	199.7	261.6	318.4
(+) Dep	124.7	138.9	175.1	190.5	208.6
(-) 운전자본투자	(29.8)	20.4	33.1	71.0	58.6
(-) Capex	157.7	160.3	263.9	288.8	311.7
OpFCF	65.2	110.4	77.8	92.2	156.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	23.4	22.7	26.1	22.4	12.4
영업이익증가율(3Yr)	189.0	65.6	41.9	46.7	29.0
EBITDA증가율(3Yr)	45.9	33.6	27.1	31.9	23.4
순이익증가율(3Yr)	56.4	24.0	47.8	41.3	26.1
영업이익률(%)	3.7	4.7	5.3	6.3	7.2
EBITDA마진(%)	7.8	8.1	8.8	9.8	10.7
순이익률 (%)	3.2	4.0	4.1	4.9	5.6

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	191.6	171.9	331.2	376.3	464.3
당기순이익	96.2	165.9	207.2	271.7	332.6
자산상각비	124.7	138.9	175.1	190.5	208.6
운전자본증감	(73.8)	(214.8)	(33.1)	(71.0)	(58.6)
매출채권감소(증가)	5.4	(251.5)	8.8	(86.0)	(70.6)
재고자산감소(증가)	(102.6)	(28.0)	(31.1)	(43.9)	(36.1)
매입채무증가(감소)	7.2	174.0	(9.3)	60.4	49.6
투자현금	(94.5)	(178.9)	(264.2)	(287.7)	(307.3)
단기투자자산감소	88.2	69.3	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	7.8	9.4	12.9
설비투자	(157.7)	(160.3)	(263.9)	(288.8)	(311.7)
유무형자산감소	2.3	6.2	(3.0)	(3.0)	(3.0)
재무현금	77.5	(42.6)	(22.2)	(22.2)	(22.2)
차입금증가	101.3	(20.7)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(23.0)	(23.0)	(22.2)	(22.2)	(22.2)
배당금지급	23.0	23.0	22.2	22.2	22.2
현금 증감	180.5	(48.0)	44.8	66.4	134.8
총현금흐름(Gross CF)	302.0	441.1	364.3	447.3	522.9
(-) 운전자본증가(감소)	(29.8)	20.4	33.1	71.0	58.6
(-) 설비투자	157.7	160.3	263.9	288.8	311.7
(+) 자산매각	2.3	6.2	(3.0)	(3.0)	(3.0)
Free Cash Flow	133.7	47.4	67.0	88.6	157.0
(-) 기타투자	0.0	0.0	(7.8)	(9.4)	(12.9)
잉여현금	133.7	47.4	74.8	98.0	169.9

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	2,001	3,331	4,493	5,890	7,210
BPS	30,792	34,205	38,454	44,072	50,930
DPS	500	500	500	500	500
Multiples(x,%)					
PER	15.6	6.9	7.2	5.5	4.5
PBR	1.0	0.7	0.8	0.7	0.6
EV/ EBITDA	6.9	3.7	3.7	2.9	2.3
배당수익율	1.6	2.2	1.5	1.5	1.5
PCR	5.0	2.4	4.1	3.4	2.9
PSR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	69.1	71.8	64.6	60.1	54.6
Net debt/Equity	8.1	9.9	6.6	2.7	n/a
Net debt/EBITDA	52.3	50.2	28.1	10.7	n/a
유동비율	178.2	162.3	170.0	178.3	191.1
이자보상배율	n/a	89.2	33.5	53.2	83.0
이자비용/매출액	0.2	0.4	0.5	0.4	0.4
자산구조					
투하자본(%)	69.7	71.6	71.3	71.0	69.1
현금+투자자산(%)	30.3	28.4	28.7	29.0	30.9
자본구조					
차입금(%)	22.3	20.3	18.7	16.9	15.1
자기자본(%)	77.7	79.7	81.3	83.1	84.9

자료: 다올투자증권

유지웅 자동차 | jwyoo@daolfn.com

화신
(010690)

—

BUY

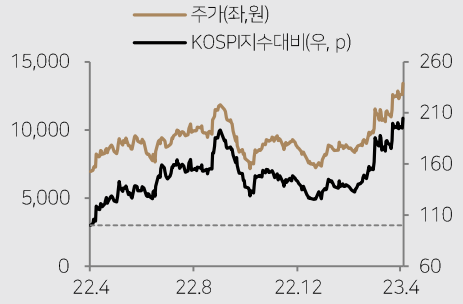
	현재	직전	변동
투자의견	BUY		
적정주가	20,000	14,000	상향
Earnings			

Stock Information	
현재가 (4/12)	14,600원
예상 주가상승률	37.0%
시가총액	5,098억원
비중(KOSDAQ내)	0.03%
발행주식수	34,920천주
52주 최저가 / 최고가	7,030 - 14,600원
3개월 일평균거래대금	132억원
외국인 지분율	5.5%
주요주주지분율(%)	
이수만 (외 14인)	19.1
국민연금공단 (외 1인)	9.0
자사주 (외 1인)	0.5

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	3.4	5.4	4.6
PBR(배)	0.7	1.2	0.9
EV/EBITDA(배)	3.8	4.1	3.5
배당수익률(%)	1.0	0.5	0.5

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	29.2	91.1	101.4	102.2
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	22.7	75.3	105.7	88.2

Price Trend



DAOL 다올투자증권

1Q23 Preview: 북미 증설 수혜 대기

Issue

1Q23 Preview 및 해외 지역 성장성 감안한 투자포인트 점검

Pitch

투자의견 BUY 유지하며, 적정주가는 20,000원으로 상향. 2023년에도 이어지는 높은 실적 가시성 및 성장성을 반영해 적정 P/E는 8.0배로 상해서 반영. 최근 발표된 배터리팩 케이스 외에도 기존 샤시 부분에서의 높은 가격 전가력을 통해 강력한 주가 모멘텀 형성 기대

Rationale

- 1Q23 매출액 및 영업이익은 각각 4,821억원(YoY +39.9%), 289억원(YoY +167%) 기대. 재료비 하락 및 완성차의 물량 증가에 따른 영업레버리지 효과 발현으로 인건비 상승분을 상쇄시키며 영업이익률은 전년동기 대비 2.9%pt 개선된 6.0% 도달 예상
- 1Q23 완성차의 Ex-Factory 볼륨 증가는 YoY +18.2% 기록했으나, EV/SUV 비중확대에 따른 알루미늄 샤시 사용 증가로 인한 부품별 뚜렷한 단가상승 시현이 동사 가파른 외형 증가의 핵심
- 한편 동사는 최근 영천 배터리팩케이스 공장 발표. 연간 매출액 총 3천억원까지 발생하는 규모로 국내 e-gmp 차종 생산분 대응. 중장기적으로 북미 지역 증설이 이뤄짐에 따라 신규수주 발생 기대
- 동사는 샤시/차체 사업 특성상 설비투자 규모가 큰 편으로, 불황기때 수익성이 낮아지는 경향이 있으나 그만큼 높은 진입장벽 보유. 따라서 주요 고객사인 완성차의 증설 싸이클이 나타날 때 최대 수혜업체가 될 수 있음. 한편 현대차그룹은 최근 2030년 EV판매목표로 364만대를 제시, 2년전 기준 대비 약 100만대 이상 판매목표치를 상향. 이 과정에서 미국의 경우 2024년을 시작으로 2030년까지 약 100만대 이상의 현지 EV생산능력을 갖출 것으로 예상되고, 총 생산능력 역시 140만대에 육박해 기존사업인 샤시뿐만 아니라 배터리팩 케이스를 포함해 거대한 성장동력으로 작용할 전망. 적극매수 시점으로 판단

Earnings Forecasts (단위: 십억원, %)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	1,086	1,237	1,690	2,134	2,401	2,611	2,794
영업이익	(11)	24	87	137	161	181	199
EBITDA	45	81	148	202	233	261	286
순이익	(54)	24	74	94	111	134	148
자산총계	823	871	1,005	1,143	1,280	1,391	1,558
자본총계	256	288	357	444	553	685	830
순차입금	283	322	307	323	294	246	177
매출증가율	(6.8)	13.9	36.7	26.3	12.5	8.8	7.0
영업이익률	(1.0)	2.0	5.2	6.4	6.7	6.9	7.1
순이익률	(5.0)	2.0	4.4	4.4	4.6	5.1	5.3
EPS증가율	적전	흑전	204.4	26.6	18.1	20.8	10.4
ROE	(19.5)	9.0	23.0	23.5	22.3	21.7	19.6

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 34: 화신 1Q23 Preview (원, 배수)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.03(E)	2023.03(E)	vs Chg	2023.03(E)	vs Con	2022.03(A)	YoY	2022.12(A)	QoQ
매출액	482.1	412.7	16.8	436.2	10.5	344.7	39.9	486.0	(0.8)
영업이익	28.9	29.3	(1.4)	27.5	5.3	10.8	166.4	24.4	18.7
지배주주순이익	18.7	22.6	(17.3)	20.0	(6.5)	25.6	(26.8)	(16.4)	흑전
OPM	6.0%	7.1%	-1.1%p	6.3%	-0.3%p	3.1%	2.8%p	5.0%	1.0%p
NIM	3.9%	5.5%	-1.6%p	4.6%	-0.7%p	7.4%	-3.5%p	-3.4%	7.2%p

Source: 다올투자증권

Fig. 35: 화신 적정주가 산정: 적정주가 20,000원으로 상향

구분	단위	금액	비고
지배주주지분 순이익	십억원	94.1	2023년 기준
EPS	원	2,690	2023년 기준
Target P/E	배	8.0	성장성 감안해 최근 3년 평균 대비 40% 할증
목표 시가총액	십억원	752	순이익*Target P/E
목표가격	**원**	**20,000**	**2023년 EPS*Target P/E**
현재가격	원	14,600	
상승여력	%	37	

Source: 다올투자증권

Fig. 36: 화신 분기별 매출 추이 및 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**345**	**402.5**	**457**	**486**	**482.1**	**509.9**	**565.8**	**576.6**	**1,690**	**2,134**	**2,401**	**2,611**
본사	188	218	243	298	284	292	333	352	947	1,260	1,432	1,558
화신인도	69	76	89	88	88	92	97	95	322	373	423	457
북경화신	11	9	19	18	16	21	23	26	57	86	89	91
화신아메리카	99	122	137	142	136	143	153	156	500	587	665	770
화신브라질	31	43	49	39	38	45	52	41	161	176	183	196
단순합계	398	468	538	552	561	593	658	671	1,955	2,482	2,791	3,072
매출원가	315	360	404	437	431	454	501	509	1,516	1,894	2,122	2,303
매출원가율(%)	91.4	89.5	88.4	89.8	89.3	89.0	88.6	88.2	89.7	88.7	88.4	88.2
판관비	19	20	23	25	23	23	29	28	87	103	118	127
판관비율(%)	5.4	4.9	5.0	5.2	4.7	4.6	5.1	4.9	5.1	4.8	4.9	4.9
영업이익	**10.9**	**22.4**	**29.8**	**24.4**	**28.9**	**32.6**	**35.6**	**39.8**	**87.4**	**137.0**	**161.1**	**181.5**
영업이익률(%)	3.1	5.6	6.5	5.0	6.0	6.4	6.3	6.9	5.2	6.4	6.7	6.9
당기순이익	25.6	22.7	42.3	-16.4	18.7	23.0	23.8	28.5	74.2	94.1	111.0	134.1
YoY(%)												
매출액	1.0	36	65	51	39.9	26.7	23.8	18.6	36.7	26.3	12.5	8.8
본사	-10.3	24	54	64	51.0	34.0	37.0	18.0	31	33.1	13.6	8.8
화신인도	14.6	50	43	62	27.0	22.0	9.0	8.0	41	15.6	13.4	8.0
북경화신	-2.6	-44	81	-2	48.1	131.1	18.3	44.2	1	49.9	3.0	3.0
화신아메리카	2.8	61	105	63	37.0	17.0	11.0	10.0	53	17.3	13.3	15.9
화신브라질	7.6	34	76	25	22.0	4.0	7.0	7.0	35	9.1	4.0	7.1
영업이익	12.1	127	1,276	894	166.6	46.0	19.6	63.4	262	56.8	17.6	12.6
당기순이익	272.3	31.1	1,551.5	흑전	-26.7	1.0	-43.7	흑전	205	26.7	18.1	20.8

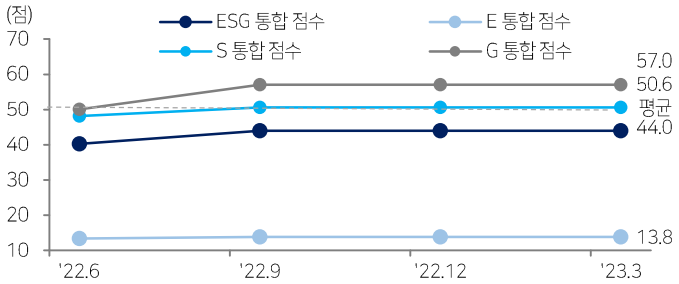
Source: 에스엠, 다올투자증권

ESG 페이지



화신 (010690) - 산업재

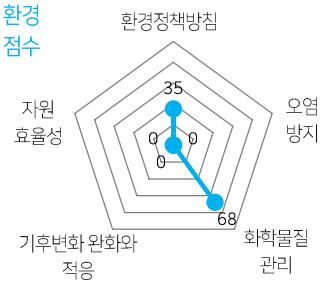
▶ ESG 통합 점수 추이



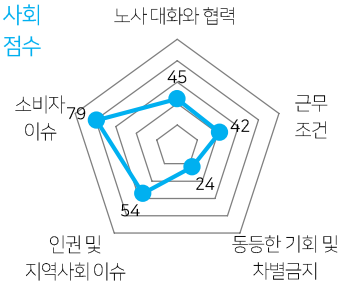
▶ ESG 성과 분석

성과분석은 기업들의 전략과 정책수준, 성과 수치 등을 나타내고 있으며, 분석을 통해 기업들의 ESG 리스크를 얼마나 잘 대비하고 있는지 알 수 있습니다.

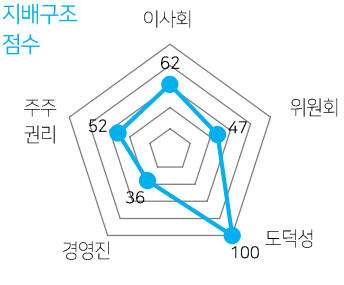
환경 점수



사회 점수

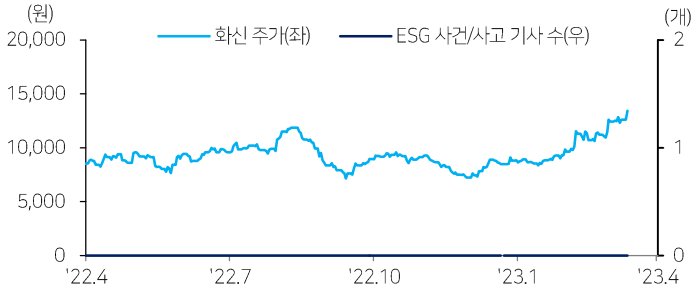


지배구조 점수



▶ 주가 & ESG 사건/사고 분석

좌측 그래프는 ESG 사건/사고의 관련기사 수를 확인 할 수 있으며 주가와 비교를 해 볼 수 있는 그래프입니다. 우측 표에서는 기업의 리스트를 산정한 점수 및 ESG 사건/사고의 분석 결과를 제공하며 데이터 트렌드를 확인하실 수 있습니다.



기간	환경 사건/사고 기사 수	사회 사건/사고 기사 수	지배구조 사건/사고 기사 수	합계
2Q22	0	0	0	0
3Q22	0	0	0	0
4Q22	0	0	0	0
1Q23	0	0	0	0

▶ 비교 분석

상대적 성과분석으로 전체 유니버스 내 순위 확인 할 수 있으며, 경쟁사와 ESG 통합 점수를 비교할 수 있습니다.

기업명	통합점수				통합순위			
	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G
화신	**44.0**	**13.8**	**50.6**	**57.0**	**24 / 74**	**31 / 74**	**17 / 74**	**14 / 74**
SNT 모티브	44.7	57.1	45.3	42.0	22 / 74	17 / 74	37 / 74	64 / 74
명신산업	35.5	13.8	41.6	43.8	54 / 74	31 / 74	60 / 74	61 / 74

* ESG 정보는 지속가능발전소 에서 제공합니다.

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	429.2	548.1	644.0	732.3	791.3
현금성자산	78.2	115.9	100.4	128.8	127.0
매출채권	179.7	223.8	285.6	318.3	351.4
재고자산	158.4	186.3	235.7	262.7	290.0
비유동자산	441.5	456.5	499.3	548.1	599.8
투자자산	63.6	78.4	81.5	84.8	88.3
유형자산	374.9	375.4	414.5	459.7	507.5
무형자산	3.0	2.8	3.2	3.6	4.0
자산총계	870.8	1,004.6	1,143.3	1,280.4	1,391.1
유동부채	463.0	541.2	592.0	620.2	598.8
매입채무	156.5	193.5	244.1	272.1	300.5
유동성이자부채	288.6	326.3	326.3	326.3	276.3
비유동부채	119.3	106.6	107.0	107.4	107.8
비유동이자부채	111.1	97.0	97.0	97.0	97.0
부채총계	582.3	647.8	699.0	727.6	706.6
자본금	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5
자본잉여금	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
이익잉여금	267.4	342.4	434.1	542.7	674.3
자본조정	(4.1)	(10.7)	(14.9)	(14.9)	(14.9)
자기주식	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)
자본총계	288.4	356.9	444.3	552.9	684.5
투하자본	593.4	647.7	749.9	829.4	912.1
순차입금	321.5	307.3	322.9	294.4	246.2
ROA	2.9	7.9	8.8	9.2	10.0
ROE	9.0	23.0	23.5	22.3	21.7
ROIC	3.3	11.0	15.1	15.9	16.3

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,236.6	1,690.3	2,134.4	2,400.6	2,611.5
증가율 (Y-Y,%)	13.9	36.7	26.3	12.5	8.8
영업이익	24.2	87.4	137.0	161.1	181.5
증가율 (Y-Y,%)	흑전	261.6	56.8	17.6	12.6
EBITDA	81.5	148.1	201.9	233.0	260.9
영업외손익	7.4	7.7	(15.1)	(18.8)	(9.5)
순이자수익	(11.0)	(12.5)	(19.1)	(18.8)	(9.5)
외화관련손익	21.1	21.7	4.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	31.5	95.1	121.9	142.4	171.9
당기순이익	24.4	74.2	94.1	111.0	134.1
지배기업당기순이익	24.4	74.2	93.9	110.9	134.0
증가율 (Y-Y,%)	흑전	204.5	26.7	18.1	20.8
NOPLAT	18.7	68.2	105.7	125.7	141.6
(+) Dep	57.3	60.7	64.9	71.9	79.4
(-) 운전자본투자	36.4	40.6	60.6	31.7	32.2
(-) Capex	60.1	61.2	103.8	116.7	127.0
OpFCF	(20.5)	27.1	6.2	49.1	61.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	4.8	13.2	25.3	24.7	15.6
영업이익증가율(3Yr)	n/a	255.6	n/a	88.2	27.6
EBITDA증가율(3Yr)	34.5	36.9	64.8	42.0	20.8
순이익증가율(3Yr)	n/a	123.8	n/a	65.8	21.8
영업이익률(%)	2.0	5.2	6.4	6.7	6.9
EBITDA마진(%)	6.6	8.8	9.5	9.7	10.0
순이익률 (%)	2.0	4.4	4.4	4.6	5.1

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	38.0	84.5	94.4	151.5	181.6
당기순이익	24.4	74.2	94.1	111.0	134.1
자산상각비	57.3	60.7	64.9	71.9	79.4
운전자본증감	(52.4)	(65.6)	(60.6)	(31.7)	(32.2)
매출채권감소(증가)	21.5	(49.5)	(61.8)	(32.7)	(33.2)
재고자산감소(증가)	(4.8)	(3.0)	(49.4)	(27.0)	(27.4)
매입채무증가(감소)	(44.6)	2.9	50.6	28.0	28.4
투자현금	(67.0)	(57.9)	(107.8)	(120.9)	(131.3)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	(2.8)	10.6	(0.7)	(0.7)	(0.7)
설비투자	(60.1)	(61.2)	(103.8)	(116.7)	(127.0)
유무형자산감소	5.5	0.9	(0.7)	(0.7)	(0.7)
재무현금	22.6	6.1	(2.3)	(2.3)	(52.3)
차입금증가	24.3	8.5	0.0	0.0	(50.0)
자본증가	(1.6)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
배당금지급	(1.6)	2.3	2.3	2.3	2.3
현금 증감	(0.2)	35.4	(15.7)	28.3	(1.9)
총현금흐름(Gross CF)	103.5	175.6	155.0	183.2	213.8
(-) 운전자본증가(감소)	36.4	40.6	60.6	31.7	32.2
(-) 설비투자	60.1	61.2	103.8	116.7	127.0
(+) 자산매각	5.5	0.9	(0.7)	(0.7)	(0.7)
Free Cash Flow	(16.0)	52.1	(13.3)	30.6	50.4
(-) 기타투자	2.8	(10.6)	0.7	0.7	0.7
잉여현금	(18.9)	62.8	(14.0)	29.9	49.6

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	698	2,125	2,690	3,176	3,836
BPS	8,173	10,140	12,631	15,729	19,489
DPS	70	70	70	70	70
Multiples(x,%)					
PER	11.9	3.4	5.4	4.6	3.8
PBR	1.0	0.7	1.2	0.9	0.7
EV/ EBITDA	7.5	3.8	4.1	3.5	2.9
배당수익율	0.8	1.0	0.5	0.5	0.5
PCR	2.8	1.4	3.3	2.8	2.4
PSR	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	201.9	181.5	157.3	131.6	103.2
Net debt/Equity	111.5	86.1	72.7	53.3	36.0
Net debt/EBITDA	394.7	207.6	159.9	126.3	94.4
유동비율	92.7	101.3	108.8	118.1	132.2
이자보상배율	2.2	7.0	7.2	8.6	19.0
이자비용/매출액	1.0	1.0	1.0	0.9	0.5
자산구조					
투하자본(%)	80.7	76.9	80.5	79.5	80.9
현금+투자자산(%)	19.3	23.1	19.5	20.5	19.1
자본구조					
차입금(%)	58.1	54.3	48.8	43.4	35.3
자기자본(%)	41.9	45.7	51.2	56.6	64.7

자료: 다올투자증권

덕양산업
(024900)

—

Not Rated

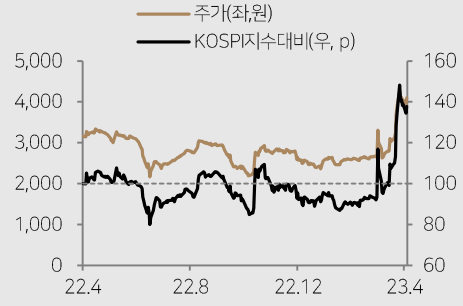
	현재	직전	변동
투자의견	Not Rated		
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (4/12)	4,185원
예상 주가상승률	N/A
시가총액	1,363억원
비중(KOSDAQ내)	0.01%
발행주식수	32,565천주
52주 최저가 / 최고가	2,165 - 4,280원
3개월 일평균거래대금	55억원
외국인 지분율	2.7%
주요주주지분율(%)	
양현석 (외 9인)	24.9
네이버 (외 1인)	8.9
국민연금공단 (외 1인)	6.3

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	17.4	4.9
PBR(배)	6.7	4.7	1.3
EV/EBITDA(배)	4.4	4.2	2.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	39.0	86.0	27.8	74.7
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	32.5	70.2	32.1	60.7

Price Trend



DAOL 다올투자증권

유지웅 자동차 | jwyoo@daolfn.com

BMA 사업을 레버리지로 미국 진출

Issue
북미 진출 현황 및 업황 점검

Pitch
동사는 내장/의장 부품을 전문으로 하는 업체로, 국내 사업장에서 발생하는 매출이 90% 이상. 매출구성은 크래쉬패드가 76%, 도어트림이 10%이며, 신규진출한 BMA(배터리 모듈 어셈블리가) 약 2% 수준의 매출 비중을 보유. 현대차그룹의 국내/미국 EV캐파가 증가함에 따라 BMA부분에서의 매출 증가 수혜 기대

Rationale
- 동사는 2015~2020년까지 중국사업 축소에 대한 부담이 가중되며 손익구조가 크게 훼손. 2020년 기록한 부채비율 820%를 기점으로 국내사업장의 매출회복이 나타나며 디레버리징 효과가 진행되고 있음
- 한편 동사가 영위하고 있는 크러쉬패드, 도어트림의 경우 현대모비스의 모듈사업과 유사한 구조로, 마진율 상승에는 제한이 있어 동사는 질적 성장을 추구하기 위해 배터리 분야에 신규로 진출
- 2022년 기준으로 BMA 관련 매출액은 약 800억원 가량 발생한 것으로 추정되며, 국내에서는 현대/기아, 해외에서는 VW향 배터리 어셈블리가 동사를 통해 공급. 해외 연결대상 법인인 덕양아메리카에서는 SK/VW향 배터리 어셈블리가 공급되고 있어 해당 매출액 약 210억원 발생
- BMA와 더불어 동사 전동화 부품에서는 ESS 조립 사업에 진출 상태. SK향으로 공급이 예상되고 있으며, 중장기적으로 완성차의 선진국 시장내 EV 에코시스템 형성에 있어 가정용 배터리, 폐배터리 재활용 등 다양한 형태의 ESS에 대한 수요가 커지고 있어 동사의 전동화 부품 사업의 외형확대에 있어 유의미한 역할을 할 것으로 기대
- 현재 주가는 2023년 기준 P/E 6배 수준으로 판단. 고객사향 가동률 증가 지속과 더불어 미국 시장을 기반으로 한 BMA 수주모멘텀 감안시 전통적인 저평가 밸류에이션을 벗어날 것으로 기대

Earnings Forecasts (단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	1,050	1,047	1,292	1,359	1,292	1,348	1,542
영업이익	2.3	4.4	3.6	-5.3	-0.5	6.3	30.7
EBITDA	18.3	20.1	22.5	14.7	21.4	31.3	57.3
순이익	-3.1	0.7	-2.1	-10.4	-5.8	6.1	15.8
자산총계	410.3	429.0	526.3	509.6	513.0	523.6	520.2
자본총계	84.3	83.2	77.3	62.6	55.8	63.8	88.4
순차입금	36.9	34.3	10.7	34.8	39.7	22.8	35.0
매출증가율	9.7	-0.3	23.4	5.2	-4.9	4.3	14.3
영업이익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS증가율	적전	흑전	적전	적지	적지	흑전	156
ROE	(1.6)	2.3	(3.8)	(31.1)	(19.4)	3.2	16.4

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 37: 덕양산업 연간 매출 추이 및 전망

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	**957**	**1,050**	**1,047**	**1,292**	**1,359**	**1,292**	**1,348**	**1,542**
본사	816	824	914	1,172	1,257	1,216	1,295	1,524
중국	141	227	139	126	114	84	62	56
미국								21
매출원가	937	1,029	1,026	1,292	1,359	1,275	1,320	1,486
매출원가율(%)	98.0	98.0	98.0	100.0	100.0	98.7	97.9	96.3
판관비	15.0	19.1	16.4	18.7	19.3	17.9	22.1	25.7
판관비율(%)	1.6	1.8	1.6	1.4	1.4	1.4	1.6	1.7
영업이익	**4.3**	**2.3**	**4.4**	**3.6**	**-5.3**	**-0.5**	**6.3**	**30.7**
영업이익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주 순이익	0.8	-3.2	0.8	-2.2	-10.5	-5.9	6.2	15.8
YoY (%)								
매출액	18	10	0	23	5	-5	4	14
영업이익	189	-47	90	-17	-247	-91	-1,348	390
지배주주 순이익		적전	흑전	적전	적지	적지	흑전	156

Source: 다올투자증권

Fig. 38: 시선은 멕시코 기가팩토리로…



Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 39: 만도 고객사별 매출액 비중(2022년 기준)



Source: Tesla, 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2016	2017	2020	2021	2022
유동자산	237.3	232.6	305.2	316.7	329.7
현금성자산	26.3	30.7	56.2	68.5	46.6
매출채권	194.5	181.2	217.2	194.0	221.9
재고자산	7.3	8.1	15.2	15.2	40.0
비유동자산	173.0	196.4	207.8	206.9	190.5
투자자산	8.3	8.7	16.8	18.9	26.2
유형자산	107.4	133.2	155.0	155.6	141.8
무형자산	57.3	54.6	36.1	32.5	22.5
자산총계	410.3	429.0	513.0	523.6	520.2
유동부채	250.0	308.9	407.5	400.1	403.2
매입채무	233.9	244.7	301.3	291.2	305.3
유동성이자부채	11.3	54.2	72.2	55.4	68.1
비유동부채	76.0	36.9	49.8	59.7	28.6
비유동이자부채	51.9	10.8	23.7	35.9	13.6
부채총계	326.0	345.8	457.3	459.8	431.8
자본금	16.3	16.3	16.3	16.3	16.3
자본잉여금	17.1	17.1	17.1	17.1	17.1
이익잉여금	7.5	8.1	(11.1)	(4.2)	15.2
자본조정	15.2	18.0	22.1	26.3	36.0
자기주식	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.3)	(0.3)
자본총계	84.3	83.2	55.8	63.8	88.4
투하자본	121.2	117.5	95.1	85.9	120.9
순차입금	36.9	34.3	39.7	22.8	35.0
ROA	(0.2)	0.3	(1.8)	0.3	2.2
ROE	(1.6)	2.3	(19.4)	3.2	16.4
ROIC	1.5	2.6	(0.4)	2.2	19.2

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2020	2021	2022
매출액	1,050.2	1,046.5	1,292.0	1,348.2	1,542.0
증가율 (Y-Y,%)	(18.7)	(0.3)	23.5	4.4	14.4
영업이익	2.3	4.4	(0.5)	6.3	30.7
증가율 (Y-Y,%)	흑전	89.5	적전	흑전	390.1
EBITDA	18.3	20.1	21.4	31.3	57.3
영업외손익	(2.9)	(2.5)	(8.5)	(1.3)	(13.0)
순이자수익	(0.9)	(1.5)	(3.1)	(3.1)	(1.9)
외화관련손익	(0.3)	(0.4)	0.3	3.2	(3.2)
지분법손익	0.0	0.0	(3.4)	(0.0)	(0.0)
세전계속사업손익	(0.6)	1.9	(9.0)	4.9	17.7
당기순이익	(0.9)	1.3	(9.0)	1.6	11.5
지배기업당기순이익	적지	흑전	적전	흑전	617.1
증가율 (Y-Y,%)	1.7	3.1	(0.4)	2.0	19.9
NOPLAT	16.0	15.7	21.9	25.1	26.6
(+) Dep	19.0	(25.1)	(8.0)	(10.2)	44.4
(-) 운전자본투자	18.2	30.5	29.5	20.3	18.9
(-) Capex	(19.5)	13.4	0.1	17.0	(16.8)
OpFCF					
3 Yr CAGR & Margins	n/a	n/a	7.3	1.4	4.3
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	20.2	n/a
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	2.2	11.7	57.5
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	2.0	2.0	1.3	2.1	3.7
영업이익률(%)	0.2	0.4	(0.0)	0.5	2.0
EBITDA마진(%)	1.7	1.9	1.7	2.3	3.7
순이익률 (%)	(0.1)	0.1	(0.7)	0.1	0.7

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2020	2021	2022
영업현금	(4.6)	38.1	25.3	37.2	(12.1)
당기순이익	(0.9)	1.3	(9.0)	1.6	11.5
자산상각비	16.0	15.7	21.9	25.1	26.6
운전자본증감	4.5	5.2	8.6	6.5	23.5
매출채권감소(증가)	(21.2)	17.7	2.5	0.3	(67.1)
재고자산감소(증가)	(13.3)	5.3	(3.0)	27.8	(22.9)
매입채무증가(감소)	(0.7)	(1.1)	(3.6)	2.2	(26.2)
투자현금	(5.2)	7.6	(1.2)	(19.8)	5.2
단기투자자산감소	(1.9)	5.8	10.2	(9.9)	(23.2)
장기투자증권감소	(21.7)	(33.1)	(25.9)	(19.0)	(0.3)
설비투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유무형자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무현금	(18.2)	(30.5)	(29.5)	(20.3)	(18.9)
차입금증가	(2.6)	(2.0)	0.9	7.2	24.6
자본증가	(3.6)	(0.6)	14.4	(14.1)	(10.7)
배당금지급	(0.8)	(0.3)	14.4	(14.3)	(10.7)
현금 증감	(4.3)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
총현금흐름(Gross CF)	4.3	0.3	0.0	0.0	0.0
(-) 운전자본증가(감소)	(30.4)	3.9	13.8	5.3	(23.3)
(-) 설비투자	20.4	23.5	26.6	40.5	63.9
(+) 자산매각	19.0	(25.1)	(8.0)	(10.2)	44.4
Free Cash Flow	18.2	30.5	29.5	20.3	18.9
(-) 기타투자	(2.6)	(2.0)	0.9	7.2	24.6
잉여현금	(22.4)	8.0	3.2	21.7	(3.5)

주요투자지표

(원, 배)	2016	2017	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	(6)	(322)	(180)	190	485
BPS	199	203	254	706	1,905
DPS	20	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	17.4	4.9
PBR	6.3	6.1	6.7	4.7	1.3
EV/ EBITDA	2.3	5.1	4.4	4.2	2.0
배당수익율	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	1.5	2.2	2.1	2.7	1.2
PSR	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
재무건전성 (%)	0.6	0.8	1.0	1.5	0.9
부채비율	0.5	0.6	0.9	1.2	0.8
Net debt/Equity					
Net debt/EBITDA	580.8	714.6	819.8	720.9	488.2
유동비율	13.8	55.6	71.1	35.8	39.6
이자보상배율	47.5	237.0	185.1	72.8	61.1
이자비용/매출액	89.7	75.8	74.9	79.2	81.8
자산구조	1.6	n/a	n/a	2.0	16.1
투하자본(%)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2
현금+투자자산(%)					
자본구조	49.6	57.4	56.6	49.6	62.4
차입금(%)	50.4	42.6	43.4	50.4	37.6
자기자본(%)					

자료: 다올투자증권

엘앤에프
(096670)

—

BUY

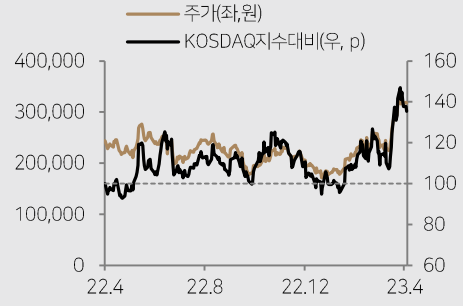
	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	380,000		유지
Earnings			하향

Stock Information	
현재가 (4/12)	295,000원
예상 주가상승률	28.8%
시가총액	106,254억원
비중(KOSDAQ내)	2.50%
발행주식수	36,018천주
52주 최저가 / 최고가	171,400 - 329,500원
3개월 일평균거래대금	3,208억원
외국인 지분율	23.1%
주요주주지분율(%)	
새로닉스 (외 15인)	23.9
자사주 (외 1인)	7.6
엘앤에프우리사주 (외 1인)	0.5

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	23.1	33.1	18.1
PBR(배)	4.9	6.8	5.0
EV/EBITDA(배)	23.9	23.5	13.2
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.2

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	25.8	51.4	28.0	70.0
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	12.9	18.8	30.5	38.9

Price Trend



DAOL 다올투자증권

전혜영 2차전지/그린인프라 I yhhy95@daolfn.com

아직도 기대할 것이 많다

Issue
1Q23E Preview 및 현황 업데이트

Pitch
1Q23E 실적은 재고 및 판가 인상 반영 시점 지연 영향으로 컨센서스 하회할 전망. 하지만 셀 업체들의 CAPA 증설 계획 대비 양극재 shortage가 예상되는 상황에서 증설 여력 및 신규 고객사로부터의 수주 가능성 높다고 판단. 적정주가 38만원 및 업종 내 최선호주 유지

Rationale
- 1Q23E 매출액 1.3조원(QoQ +6.4%, YoY +136.0%), 영업이익 622억원(OPM 4.8%, QoQ +16.9%) 전망. 환율 하락 및 리튬 사급 재계약에 따른 판가 인상 반영 시점이 1Q23에서 2Q23으로 지연되며 기존 추정치 대비 ASP 하향. 출하량은 고객사 재고조정 영향으로 전분기와 유사한 규모 예상
- 2Q23E 매출액은 1.6조원(QoQ +22.3%, YoY +85.2%), 영업이익 1,018억원(OPM 6.4%, QoQ +4.8%) 기대. 구지 2-2단계 가동률 본격 확대되며 출하량 QoQ 약 +20% 증가할 전망이며, 지연되었던 ASP 인상이 진행되며 수익성 개선도 이루어질 것으로 기대
- 최근 Tesla가 4680 배터리를 탑재한 것으로 추정되는 모델Y 판매를 시작하며, 4680 배터리 생산 램프업이 진행되고 있음을 확인. 4680 배터리에 사용되는 양극재는 3월 초 동사가 Tesla향 양극재 직납 공급계약을 맺은 물량으로 추정되어 2Q23 이후 동사의 출하량 증가에 기여할 것으로 보임
- 3/31 IRA 세부시행령 발표에 따르면 양극활물질이 구성 물질(Battery Constituent Material)로 분류됨. 따라서 국내에서 생산한 양극활물질에 대해서도 credit 적용이 가능해지며 국내 생산 CAPA가 기존 가이던스 대비 확대될 것으로 전망. 미국 증설 대비 CAPEX 부담 감소 예상되며, 증설 속도도 빨라질 것으로 기대

Earnings Forecasts (단위: 십억원, %)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	356	971	3,887	6,615	11,216	14,522	15,548
영업이익	1	44	266	430	816	1,106	1,159
EBITDA	15	65	297	492	912	1,234	1,322
지배주주순이익	(15)	(113)	270	321	587	784	824
자산총계	466	1,532	3,024	3,994	5,786	7,152	8,019
자본총계	198	635	1,285	1,583	2,153	2,921	3,728
순차입금	179	176	856	910	1,377	1,502	1,033
매출증가율	13.7	172.6	300.4	70.2	69.6	29.5	7.1
영업이익률	0.4	4.6	6.9	6.5	7.3	7.6	7.5
지배주주순이익률	(4.3)	(11.6)	6.9	4.9	5.2	5.4	5.3
EPS증가율	적지	적지	흑전	18.9	82.8	33.6	5.1
ROE	(9.3)	(27.2)	28.4	22.9	32.2	31.6	25.3

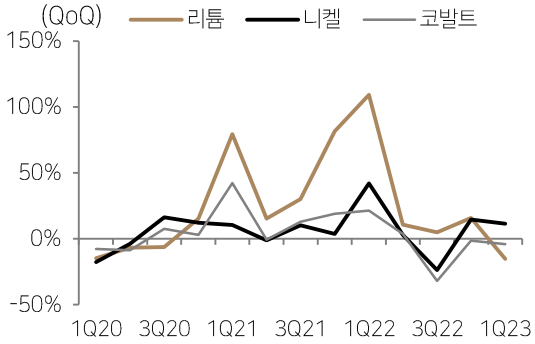
Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 40: 엘앤에프 1Q23 Preview (원, 배수)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.03(E)	2023.03(E)	vs Chg	2023.03(E)	vs Con	2022.12(A)	YoY	2022.03(A)	QoQ
매출액	1,306.5	1,454.5	(10.2)	1,403.8	(6.9)	553.6	136.0	1,228.4	6.4
영업이익	62.2	73.8	(15.7)	72.4	(14.0)	53.0	17.3	53.3	16.8
지배주주순이익	48.9	44.1	10.9	54.7	(10.6)	70.7	(30.8)	43.7	12.1
OPM	4.8%	5.1%	-0.3%p	5.2%	-0.4%p	9.6%	-4.8%p	4.3%	0.4%p
NIM	3.7%	3.0%	0.7%p	3.9%	-0.2%p	12.8%	-9.0%p	3.6%	0.2%p

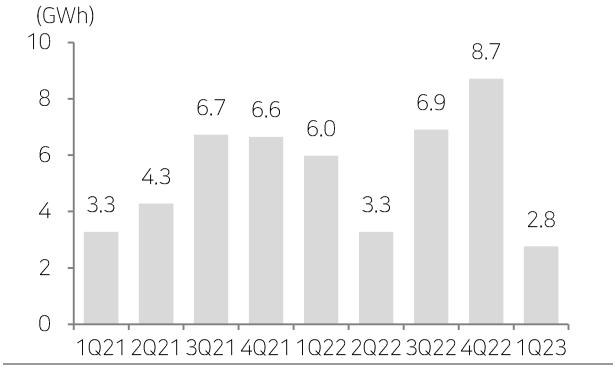
Source: 다올투자증권

Fig. 41: 분기별 광물 가격 변화 추이



Source: 자원정보서비스, 다올투자증권

Fig. 42: Tesla의 LG에너지솔루션 배터리 탑재량 추이



Source: EV volumes, 다올투자증권

Fig. 43: 엘앤에프 부문별 실적 추이 및 전망 (십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	553.6	862.8	1,242.5	1,228.4	1,306.5	1,598.2	1,711.3	1,998.8	3,887.3	6,614.7	11,215.8
YoY	283.2%	320.0%	416.2%	223.1%	136.0%	85.2%	37.7%	62.7%	300.5%	70.2%	69.6%
QoQ	45.6%	55.8%	44.0%	-1.1%	6.4%	22.3%	7.1%	16.8%			
YoY	53.1	61.3	98.7	53.2	62.2	101.8	127.8	138.5	266.3	430.4	815.7
YoY	흑전	972.0%	631.2%	88.4%	17.3%	66.1%	29.5%	160.1%	502.7%	61.6%	89.5%
QoQ	9.6%	7.1%	7.9%	4.3%	4.8%	6.4%	7.5%	6.9%	6.9%	6.5%	7.3%
세전이익	99.6	84.2	118.4	38.4	62.7	99.1	119.5	130.5	340.5	411.7	752.9
YoY(%)	흑전	흑전	흑전	흑전	-37.0%	17.6%	0.9%	240.1%	흑전	20.9%	82.8%
순이익	71.3	65.6	90.7	43.4	49.9	78.8	95.1	103.8	271.0	327.7	599.2
YoY(%)	흑전	흑전	흑전	흑전	-29.9%	20.2%	4.8%	139.0%	흑전	20.9%	82.8%

Source: 엘앤에프, 다올투자증권

Fig. 44: 엘앤에프 실적변경 (단위: 십억원, %, %p)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2023.03	2023.06	2023.09	2023.12	2023.03	2023.06	2023.09	2023.12	2023.03	2023.06	2023.09	2023.12
매출액	1,454.5	1,741.6	1,892.4	1,776.8	1,306.5	1,598.2	1,711.3	1,998.8	(10.2)	(8.2)	(9.6)	12.5
영업이익	73.8	113.3	134.8	121.6	62.2	101.8	127.8	138.5	(15.7)	(10.1)	(5.2)	13.9
영업이익률	5.1	6.5	7.1	6.8	4.8	6.4	7.5	6.9	(0.3)	(0.1)	0.3	0.1
EBITDA	97.1	139.0	164.3	154.2	75.1	115.1	143.8	157.9	(22.6)	(17.2)	(12.5)	2.4
EBITDA이익률	6.7	8.0	8.7	8.7	5.8	7.2	8.4	7.9	(0.9)	(0.8)	(0.3)	(0.8)
지배주주순이익	44.1	91.3	116.6	88.9	48.9	77.3	93.2	101.7	10.9	(15.4)	(20.1)	14.5

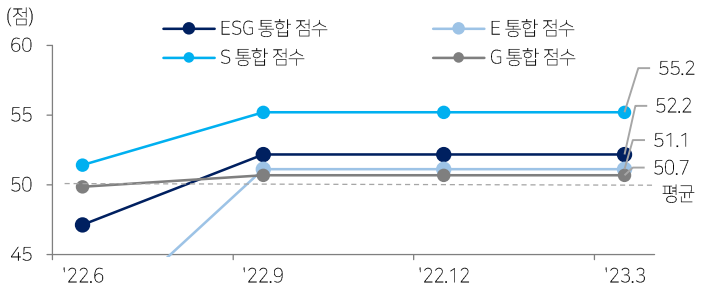
Note: K-IFRS 연결
Source: 엘앤에프, 다올투자증권

ESG 페이지



엘앤에프 (066970) - 산업재

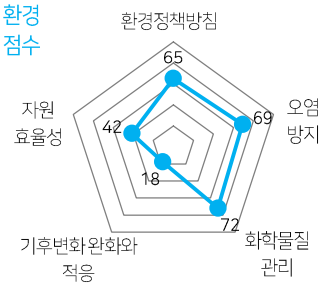
▶ ESG 통합 점수 추이



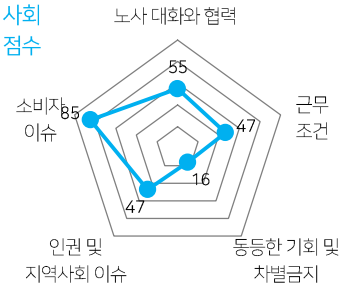
▶ ESG 성과 분석

성과분석은 기업들의 전략과 정책수준, 성과 수치 등을 나타내고 있으며, 분석을 통해 기업들의 ESG 리스크를 얼마나 잘 대비하고 있는지 알 수 있습니다.

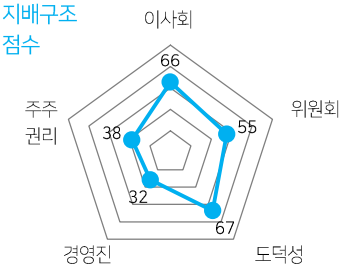
환경 점수



사회 점수



지배구조 점수



▶ 주가 & ESG 사건/사고 분석

좌측 그래프는 ESG 사건/사고의 관련기사 수를 확인 할 수 있으며 주가와 비교를 해 볼 수 있는 그래프입니다. 우측 표에서는 기업의 리스트를 산정한 점수 및 ESG 사건/사고의 분석 결과를 제공하며 데이터 트렌드를 확인하실 수 있습니다.



기간	환경 사건/사고 기사 수	사회 사건/사고 기사 수	지배구조 사건/사고 기사 수	합계
2Q22	0	0	0	0
3Q22	0	3	0	3
4Q22	0	0	0	0
1Q23	0	0	0	0

▶ 비교 분석

상대적 성과분석으로 전체 유니버스 내 순위 확인 할 수 있으며, 경쟁사와 ESG 통합 점수를 비교할 수 있습니다.

기업명	통합점수				통합순위			
	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G
포스코퓨처엠	47.5	42.7	51.9	51.7	53 / 116	62 / 116	12 / 116	65 / 116
에코프로비엠	54.1	66.3	44.6	59.2	15 / 105	8 / 105	50 / 105	16 / 105

* ESG 정보는 지속가능발전소 에서 제공합니다.

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,070.6	2,302.6	2,984.4	4,433.7	5,467.7
현금성자산	484.8	122.5	268.3	351.4	526.4
매출채권	271.7	800.6	1,139.0	1,823.5	2,126.6
재고자산	261.5	1,227.7	1,423.8	2,104.0	2,658.3
비유동자산	461.6	721.4	1,009.5	1,352.0	1,683.9
투자자산	24.9	4.2	4.3	4.5	4.7
유형자산	427.1	709.6	996.8	1,338.4	1,669.6
무형자산	9.5	7.6	8.4	9.1	9.7
자산총계	1,532.2	3,023.9	3,993.9	5,785.8	7,151.6
유동부채	398.3	1,287.5	1,960.0	2,781.0	3,078.9
매입채무	226.0	643.6	1,114.9	1,784.9	2,081.6
유동성이자부채	166.2	535.1	735.1	885.1	885.1
비유동부채	498.7	451.1	451.3	851.6	1,151.9
비유동이자부채	494.3	443.1	443.1	843.1	1,143.1
부채총계	897.0	1,738.6	2,411.3	3,632.6	4,230.8
자본금	17.4	18.0	18.0	18.0	18.0
자본잉여금	693.9	664.9	664.9	664.9	664.9
이익잉여금	(98.6)	571.6	876.1	1,446.6	2,214.3
자본조정	18.1	25.2	18.0	18.0	18.0
자기주식	(9.9)	(7.2)	(7.2)	(7.2)	(7.2)
자본총계	635.2	1,285.3	1,582.6	2,153.1	2,920.8
투하자본	807.5	2,138.4	2,489.8	3,527.0	4,419.7
순차입금	175.7	855.8	910.0	1,376.8	1,501.9
ROA	(11.2)	11.9	9.3	12.3	12.4
ROE	(27.2)	28.4	22.9	32.2	31.6
ROIC	5.4	14.4	14.8	21.6	22.2

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	970.8	3,887.3	6,614.7	11,215.8	14,521.9
증가율 (Y-Y,%)	172.6	300.4	70.2	69.6	29.5
영업이익	44.3	266.3	430.4	815.7	1,105.9
증가율 (Y-Y,%)	2,910.3	501.8	61.6	89.5	35.6
EBITDA	64.7	297.5	491.9	911.8	1,234.4
영업외손익	(169.9)	74.2	(18.6)	(62.8)	(100.2)
순이자수익	(12.1)	(16.5)	(106.1)	(151.2)	(189.5)
외화관련손익	4.1	24.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(125.6)	340.5	411.7	752.9	1,005.6
당기순이익	(112.3)	271.0	327.7	599.2	800.3
지배기업당기순이익	(113.1)	270.0	321.1	587.2	784.3
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	20.9	82.8	33.6
NOPLAT	32.1	211.9	342.5	649.1	880.1
(+) Dep	20.5	31.1	61.5	96.1	128.5
(-) 운전자본투자	227.6	1,073.9	63.6	695.1	561.1
(-) Capex	179.4	287.5	347.1	436.1	457.9
OpFCF	(354.4)	(1,118.3)	(6.7)	(386.0)	(10.4)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	24.3	131.5	164.8	126.1	55.2
영업이익증가율(3Yr)	17.9	n/a	564.0	164.2	60.7
EBITDA증가율(3Yr)	20.4	337.5	218.1	141.5	60.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	43.5
영업이익률(%)	4.6	6.9	6.5	7.3	7.6
EBITDA마진(%)	6.7	7.7	7.4	8.1	8.5
순이익률 (%)	(11.6)	7.0	5.0	5.3	5.5

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	(138.1)	(864.3)	312.0	(11.6)	352.0
당기순이익	(112.3)	271.0	327.7	599.2	800.3
자산상각비	20.5	31.1	61.5	96.1	128.5
운전자본증감	(212.7)	(1,199.1)	(63.6)	(695.1)	(561.1)
매출채권감소(증가)	(204.4)	(572.0)	(338.4)	(684.4)	(303.2)
재고자산감소(증가)	(156.3)	(967.2)	(196.1)	(680.2)	(554.3)
매입채무증가(감소)	164.3	427.8	471.3	669.9	296.7
투자현금	(413.6)	(82.1)	(349.7)	(438.7)	(460.5)
단기투자자산감소	(231.0)	207.4	(0.1)	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(179.4)	(287.5)	(347.1)	(436.1)	(457.9)
유무형자산감소	(2.2)	(1.4)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
재무현금	801.9	795.3	183.4	533.4	283.4
차입금증가	257.4	551.8	200.0	550.0	300.0
자본증가	494.3	248.0	(16.6)	(16.6)	(16.6)
배당금지급	1.2	0.0	16.6	16.6	16.6
현금 증감	250.6	(151.6)	145.7	83.1	174.8
총현금흐름(Gross CF)	79.6	350.2	375.7	683.5	913.1
(-) 운전자본증가(감소)	227.6	1,073.9	63.6	695.1	561.1
(-) 설비투자	179.4	287.5	347.1	436.1	457.9
(+) 자산매각	(2.2)	(1.4)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
Free Cash Flow	(546.7)	(931.0)	(37.7)	(450.3)	(108.6)
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
잉여현금	(546.7)	(931.0)	(37.8)	(450.4)	(108.7)

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	(3,249)	7,495	8,916	16,302	21,776
BPS	17,531	35,318	43,550	59,371	80,668
DPS	0	500	500	500	500
Multiples(x,%)					
PER	n/a	23.1	33.1	18.1	13.5
PBR	12.7	4.9	6.8	5.0	3.7
EV/ EBITDA	122.3	23.9	23.5	13.2	9.8
배당수익율	0.0	0.3	0.2	0.2	0.2
PCR	99.0	17.8	28.3	15.5	11.6
PSR	8.1	1.6	1.6	0.9	0.7
재무건전성 (%)					
부채비율	141.2	135.3	152.4	168.7	144.9
Net debt/Equity	27.7	66.6	57.5	63.9	51.4
Net debt/EBITDA	271.5	287.7	185.0	151.0	121.7
유동비율	268.8	178.8	152.3	159.4	177.6
이자보상배율	3.7	16.1	4.1	5.4	5.8
이자비용/매출액	1.4	0.5	1.6	1.4	1.4
자산구조					
투하자본(%)	61.3	94.4	90.1	90.8	89.3
현금+투자자산(%)	38.7	5.6	9.9	9.2	10.7
자본구조					
차입금(%)	51.0	43.2	42.7	44.5	41.0
자기자본(%)	49.0	56.8	57.3	55.5	59.0

자료: 다올투자증권

전혜영 2차전지/그린인프라 | yhhy95@daolfn.com

SK아이이테크놀로지
(361610)

BUY

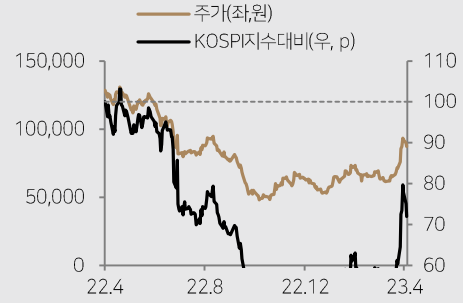
	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	110,000	91,000	상향
Earnings			

Stock Information	
현재가 (4/12)	86,000원
예상 주가상승률	27.9%
시가총액	61,316억원
비중(KOSPI내)	0.30%
발행주식수	71,298천주
52주 최저가 / 최고가	48,050 - 131,000원
3개월 일평균거래대금	574억원
외국인 지분율	7.1%
주요주주지분율(%)	
SK이노베이션 (외 5인)	61.2
국민연금공단 (외 1인)	5.0
SK아이이테크놀로지우리사주 (외 1인)	3.0

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	n/a	206.7	33.9
PBR(배)	1.7	2.8	2.6
EV/EBITDA(배)	41.0	35.5	16.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	35.9	68.3	(31.7)	62.3
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	29.3	52.5	(27.4)	48.2

Price Trend



DAOL 다올투자증권

주가 레벨업 단계 진입

Issue

1Q23E Preview 및 현황 업데이트

Pitch

적정주가 11만원(2025E EBITDA 16.2x)으로 상향하며, 투자의견 BUY 유지. 북미 증설 진행 및 매출 인식 시점이 아직 불명확하나 IRA 시행으로 인해 북미 진출은 필연적. 경쟁 업체들의 북미 진출이 제한되어 있어 신규 고객사 확보가 더 유리해졌으며, 실적도 개선되는 구간에 진입하며 주가 level-up 필요

Rationale

- 1Q23E 매출액 1,492억원(QoQ -15.9%, YoY +11.1%), 영업적자 72억원으로 컨센서스 부합하는 실적 예상. 고객사 생산 차질 영향으로 출하량이 전분기 대비 약 -16% 감소한 것으로 추정. 다만, 전분기 일회성 비용 및 재고 영향 제거되며 적자폭 축소될 전망
- 폴란드 공장 가동률은 전 분기에 이어 70% 이상 유지되고 있는 것으로 파악. 3월 이후 고객사 생산 재개되며 지연되었던 물량 출하되며 2Q23E 출하량은 QoQ +18% 증가하며 수익성도 개선되어 흑자 전환 예상
- IRA 전기차 세액공제 요건인 2028년 90%, 2029년 이후 100% 배터리 부품 북미 현지 조달 조건을 충족하기 위해서는 배터리 부품(Battery component)으로 분류된 분리막의 2028년 이후 북미 내 생산이 요구됨. 하지만 현재 미국 내 분리막 생산 시설은 전무한 것으로 파악되어 분리막 업체들의 대규모 증설 진행은 필수적
- 분리막의 경우 아직 중국 의존도가 높은데, 'Foreign Entity of concern'으로부터 소재 조달 시 보조금 대상에서 제외한다는 내용을 담고 있어 한국/일본 업체들의 분리막 수요 증가 예상됨. 동사의 한국 및 폴란드 공장의 평균 가동률은 약 50%로 추가 물량에 대해 대응 가능해 단기간 내 신규 고객사 확보가 기대됨

Earnings Forecasts (단위: 십억원, %)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	469	604	586	753	1,107	1,417	1,449
영업이익	125	89	(52)	21	214	300	212
EBITDA	197	207	104	196	432	562	503
지배주주순이익	88	95	(30)	30	181	251	187
자산총계	1,992	3,185	3,497	3,951	4,714	5,027	5,230
자본총계	1,208	2,216	2,175	2,204	2,385	2,636	2,823
순차입금	151	(212)	475	809	1,163	1,298	1,291
매출증가율	78.4	28.7	(3.0)	28.5	47.0	28.1	2.3
영업이익률	26.7	14.8	(8.9)	2.8	19.4	21.2	14.6
지배주주순이익률	18.8	15.8	(5.1)	3.9	16.3	17.7	12.9
EPS증가율	(33.8)	(4.8)	적전	흑전	509.6	38.8	(25.7)
ROE	11.0	5.6	(1.4)	1.4	7.9	10.0	6.8

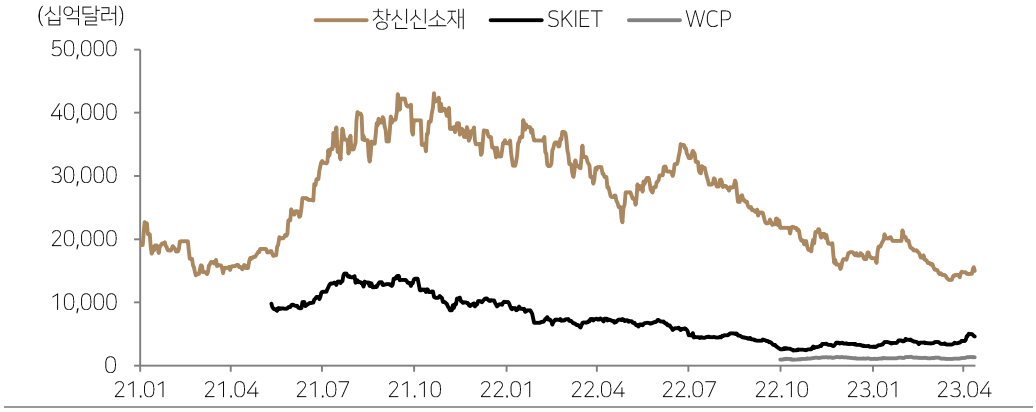
Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 45: SK아이이테크놀로지 1Q23 Preview (원, 배수)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.03(E)	2023.03(E)	vs Chg	2023.03(E)	vs Con	2022.12(A)	YoY	2022.03(A)	QoQ
매출액	149.2	166.1	(10.2)	155.9	(4.3)	134.2	11.1	177.4	(15.9)
영업이익	(7.2)	(1.2)	적지	(7.5)	적지	(7.6)	적지	(10.3)	적지
지배주주순이익	11.3	2.0	473.7	(7.7)	흑전	7.6	49.1	9.5	18.2
OPM	-4.8%	-0.7%	-4.1%p	-4.8%	0.0%p	-5.7%	0.9%p	-5.8%	1.0%p
NIM	7.6%	1.2%	6.4%p	-4.9%	12.5%p	5.6%	1.9%p	5.4%	2.2%p

Source: 다올투자증권

Fig. 1: 분리막 Peer 업체 시가총액 추이



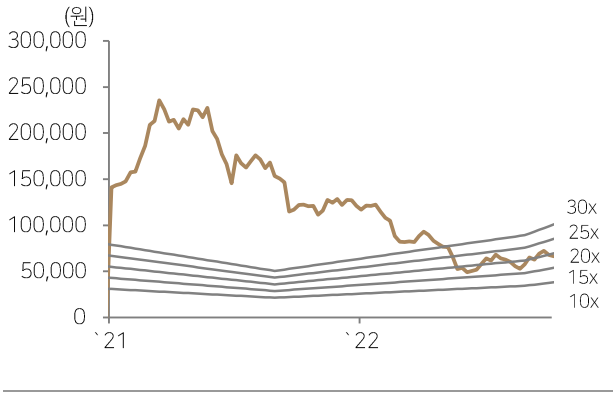
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 2: SK아이이테크놀로지 Valuation Table

(원)		
EBITDA	3,356	EBITDA
Target Multiple(x)	29.3	Yunnan Energy 2022 EV/EBITDA 20% 할인
순차입금	1,297.8	
주식 수(천주)	71,298	
적정 주가(원)	110,000	
현재 주가(원)	86,000	4/12 종가 기준
상승 여력	27.9%	

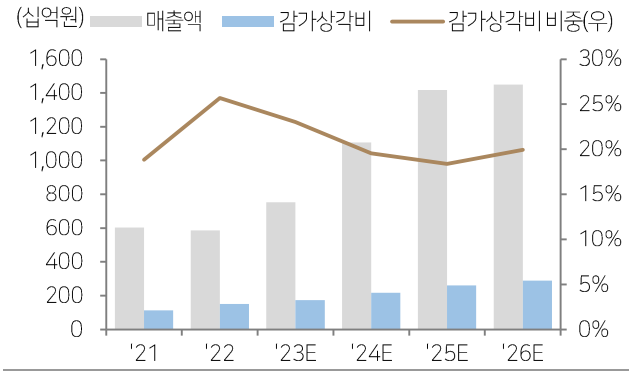
Source: 다올투자증권

Fig. 3: SK아이이테크놀로지 EV/EBITDA Band



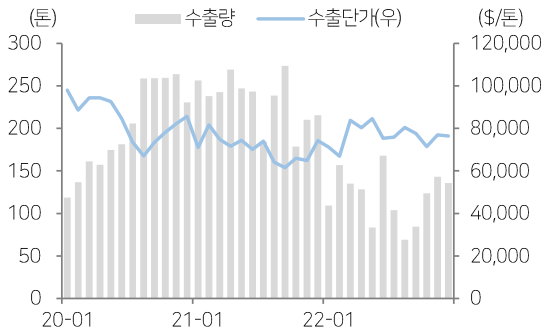
Source: 다올투자증권

Fig. 4: 매출액 대비 감가상각비 비중



Source: 다올투자증권

Fig. 5: SK아이이테크놀로지 분리막 수출 데이터



Source: KITA, 다올투자증권

Fig. 6: SK아이이테크놀로지 부문별 실적 추이 및 전망 (십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	134.2	138.9	135.3	177.4	149.2	179.5	202.6	221.4	585.8	752.7	1,106.8
LiBS	134.2	138.8	134.6	177.1	148.7	178.9	201.6	219.9	584.7	749.1	1,093.2
신규사업	0.0	0.1	0.7	0.3	0.5	0.7	1.0	1.5	1.1	3.7	13.6
YoY	-3.6%	-10.5%	-11.1%	12.8%	11.1%	29.2%	49.8%	24.8%	-3.0%	28.5%	47.0%
LiBS	-3.6%	-10.4%	-11.5%	12.6%	10.8%	28.9%	49.8%	24.1%	-3.1%	28.1%	45.9%
영업이익	-7.6	-12.4	-22.0	-10.2	-7.2	1.2	15.0	11.8	-52.2	20.9	214.4
OPM	-5.7%	-8.9%	-16.3%	-5.8%	-4.8%	0.7%	7.4%	5.3%	-8.9%	2.8%	0.0%
YoY(%)	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	924.5%
세전이익	14.1	-17.8	-20.7	-10.2	15.0	2.2	19.4	3.0	-34.6	39.5	241.0
YoY(%)	-60.5%	적전	적전	적지	6.3%	-112.2%	-193.5%	-129.1%	적전	흑전	509.6%
순이익	7.6	-21.8	-25.0	9.5	11.3	1.6	14.5	2.2	-29.7	29.7	180.8
YoY(%)	-71.1%	적전	적전	적지	49.1%	-107.5%	-158.3%	-76.7%	적전	흑전	509.6%

Source: SK아이이테크놀로지, 다올투자증권

Fig. 7: SK아이이테크놀로지 실적변경 (단위: 십억원, %, %p)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2023.03	2023.06	2023.09	2023.12	2023.03	2023.06	2023.09	2023.12	2023.03	2023.06	2023.09	2023.12
매출액	166.1	191.1	205.3	225.3	149.2	179.5	202.6	221.4	(10.2)	(6.0)	(1.3)	(1.7)
영업이익	(1.2)	17.8	30.6	21.8	(7.2)	1.2	15.0	11.8	적지	(93.0)	(50.9)	(45.7)
영업이익률	(0.7)	9.3	14.9	9.7	(4.8)	0.7	7.4	5.3	(4.1)	(8.6)	(7.5)	(4.3)
EBITDA	42.8	64.1	79.2	72.7	33.3	43.9	59.8	58.7	(22.2)	(31.6)	(24.5)	(19.2)
EBITDA이익률	25.8	33.6	38.6	32.3	22.3	24.4	29.5	26.5	(3.4)	(9.1)	(9.1)	(5.7)
지배주주순이익	2.0	18.5	20.4	16.5	11.3	1.6	14.5	2.2	473.7	(91.2)	(28.8)	(86.5)

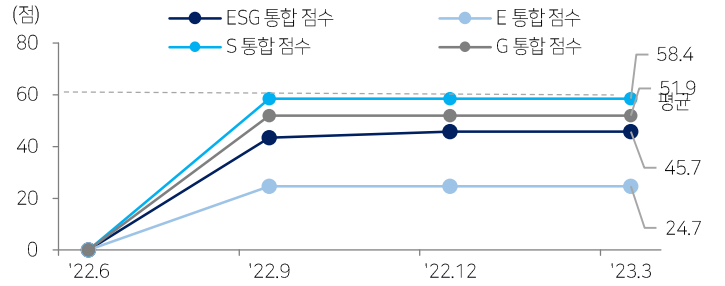
Note: K-IFRS 연결
Source: SK아이이테크놀로지, 다올투자증권

ESG 페이지



SK아이이테크놀로지 (361610) - 소재

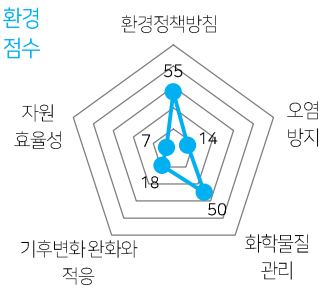
▶ ESG 통합 점수 추이

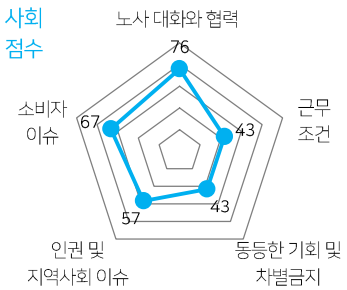


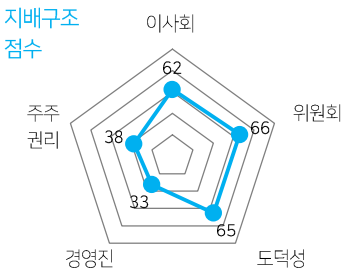
▶ ESG 성과 분석

Note: 세부 점수 0점은 분석 데이터 부족에 따른 결과

성과분석은 기업들의 전략과 정책수준, 성과 수치 등을 나타내고 있으며, 분석을 통해 기업들의 ESG 리스크를 얼마나 잘 대비하고 있는지 알 수 있습니다.







▶ 주가 & ESG 사건/사고 분석

좌측 그래프는 ESG 사건/사고의 관련기사 수를 확인 할 수 있으며 주가와 비교를 해 볼 수 있는 그래프입니다. 우측 표에서는 기업의 리스트를 산정한 점수 및 ESG 사건/사고의 분석 결과를 제공하며 데이터 트렌드를 확인하실 수 있습니다.



기간	환경 사건/사고 기사 수	사회 사건/사고 기사 수	지배구조 사건/사고 기사 수	합계
2Q22	0	0	0	0
3Q22	0	0	1	1
4Q22	0	0	0	0
1Q23	0	0	0	0

▶ 비교 분석

상대적 성과분석으로 전체 유니버스 내 순위 확인 할 수 있으며, 경쟁사와 ESG 통합 점수를 비교할 수 있습니다.

기업명	통합점수				통합순위			
	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G

* ESG 정보는 지속가능발전소 에서 제공합니다.

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,239.4	853.5	919.1	1,125.7	1,045.4
현금성자산	984.5	556.9	573.0	638.5	503.9
매출채권	123.3	138.8	152.1	223.4	250.6
재고자산	92.3	112.6	148.3	217.7	244.3
비유동자산	1,945.1	2,643.8	3,031.9	3,588.5	3,982.0
투자자산	42.6	71.3	74.2	77.2	80.4
유형자산	1,886.0	2,560.6	2,945.6	3,498.9	3,888.5
무형자산	16.5	11.9	12.0	12.4	13.1
자산총계	3,184.5	3,497.3	3,951.0	4,714.2	5,027.4
유동부채	501.0	452.5	726.4	1,088.8	1,151.0
매입채무	180.0	272.8	346.6	508.8	570.8
유동성이자부채	306.8	163.1	363.1	563.1	563.1
비유동부채	467.4	870.2	1,020.3	1,240.3	1,240.4
비유동이자부채	465.8	868.6	1,018.6	1,238.6	1,238.6
부채총계	968.3	1,322.7	1,746.6	2,329.1	2,391.4
자본금	71.3	71.3	71.3	71.3	71.3
자본잉여금	1,896.8	1,896.8	1,896.8	1,896.8	1,896.8
이익잉여금	247.0	216.9	246.5	427.3	678.2
자본조정	1.1	(10.3)	(10.3)	(10.3)	(10.3)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,216.2	2,174.7	2,204.3	2,385.1	2,636.0
투하자본	2,004.3	2,649.4	3,013.0	3,548.3	3,933.8
순차입금	(211.9)	474.7	808.7	1,163.2	1,297.8
ROA	3.7	(0.9)	0.8	4.2	5.2
ROE	5.6	(1.4)	1.4	7.9	10.0
ROIC	4.5	(1.6)	0.6	4.9	6.0

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	603.8	585.8	752.7	1,106.8	1,417.4
증가율 (Y-Y,%)	28.7	(3.0)	28.5	47.0	28.1
영업이익	89.2	(52.3)	20.9	214.4	300.5
증가율 (Y-Y,%)	(28.8)	적전	흑전	924.5	40.1
EBITDA	206.9	103.6	195.7	432.4	562.5
영업외손익	22.4	17.7	18.6	26.6	34.1
순이자수익	(7.7)	1.9	(6.1)	(2.0)	3.3
외화관련손익	20.1	(14.5)	(7.3)	(3.6)	(1.8)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	111.6	(34.6)	39.5	241.0	334.5
당기순이익	95.4	(29.7)	29.7	180.8	250.9
지배기업당기순이익	95.4	(29.7)	29.7	180.8	250.9
증가율 (Y-Y,%)	8.2	적전	흑전	509.6	38.8
NOPLAT	76.2	(37.9)	15.7	160.8	225.3
(+) Dep	117.7	155.9	174.8	217.9	262.0
(-) 운전자본투자	124.9	(53.6)	(24.3)	(21.3)	(8.0)
(-) Capex	601.0	754.4	558.3	769.7	650.0
OpFCF	(532.0)	(582.8)	(343.5)	(369.6)	(154.7)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	30.6	17.1	22.4	34.2
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	(44.9)	34.0	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	(6.1)	(0.1)	27.9	75.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	(30.5)	23.8	n/a
영업이익률(%)	14.8	(8.9)	2.8	19.4	21.2
EBITDA마진(%)	34.3	17.7	26.0	39.1	39.7
순이익률 (%)	15.8	(5.1)	3.9	16.3	17.7

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	109.4	20.6	228.8	420.1	520.9
당기순이익	95.4	(29.7)	29.7	180.8	250.9
자산상각비	117.7	155.9	174.8	217.9	262.0
운전자본증감	(50.8)	(69.3)	24.3	21.3	8.0
매출채권감소(증가)	(36.0)	(26.3)	(13.4)	(71.2)	(27.2)
재고자산감소(증가)	(58.0)	(19.5)	(35.7)	(69.4)	(26.5)
매입채무증가(감소)	14.9	14.4	73.7	162.3	62.0
투자현금	(1,192.5)	(83.2)	(566.6)	(778.6)	(659.6)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(3.8)	(4.0)	(4.1)
장기투자증권감소	0.0	667.8	0.0	0.0	0.0
설비투자	(601.0)	(754.4)	(558.3)	(769.7)	(650.0)
유무형자산감소	(2.4)	1.4	(1.6)	(1.9)	(2.4)
재무현금	1,111.0	290.7	350.0	420.0	0.0
차입금증가	223.8	291.0	350.0	420.0	0.0
자본증가	887.2	(0.3)	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	27.5	227.0	12.2	61.5	(138.7)
총현금흐름(Gross CF)	227.8	122.4	204.5	398.8	513.0
(-) 운전자본증가(감소)	124.9	(53.6)	(24.3)	(21.3)	(8.0)
(-) 설비투자	601.0	754.4	558.3	769.7	650.0
(+) 자산매각	(2.4)	1.4	(1.6)	(1.9)	(2.4)
Free Cash Flow	(1,015.6)	(30.1)	(337.8)	(358.5)	(138.7)
(-) 기타투자	0.0	(667.8)	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(1,015.6)	637.7	(337.8)	(358.5)	(138.7)

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	1,337	(416)	416	2,536	3,519
BPS	30,852	30,334	30,749	33,279	36,787
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	125.6	n/a	206.7	33.9	24.4
PBR	5.4	1.7	2.8	2.6	2.3
EV/ EBITDA	56.9	41.0	35.5	16.9	13.2
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	52.6	30.9	30.0	15.4	12.0
PSR	19.8	6.5	8.1	5.5	4.3
재무건전성 (%)					
부채비율	43.7	60.8	79.2	97.7	90.7
Net debt/Equity	n/a	21.8	36.7	48.8	49.2
Net debt/EBITDA	n/a	458.1	413.2	269.0	230.7
유동비율	247.4	188.6	126.5	103.4	90.8
이자보상배율	11.5	27.5	3.5	106.8	n/a
이자비용/매출액	2.6	3.6	3.2	2.8	2.5
자산구조					
투하자본(%)	66.1	80.8	82.3	83.2	87.1
현금+투자자산(%)	33.9	19.2	17.7	16.8	12.9
자본구조					
차입금(%)	25.8	32.2	38.5	43.0	40.6
자기자본(%)	74.2	67.8	61.5	57.0	59.4

자료: 다올투자증권

전혜영 2차전지/그린인프라 | yhhy95@daolfn.com

더블유씨피
(393890)

—

BUY

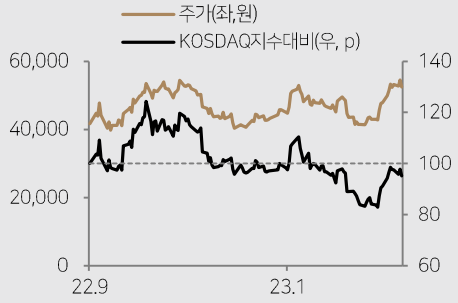
	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
적정주가	80,000		신규
Earnings			

Stock Information	
현재가 (4/12)	52,500원
예상 주가상승률	52.4%
시가총액	17,691억원
비중(KOSDAQ내)	0.42%
발행주식수	33,697천주
52주 최저가 / 최고가	39,750 - 54,500원
3개월 일평균거래대금	111억원
외국인 지분율	5.1%
주요주주지분율(%)	
W-SCOPE Corporation (외 1인)	35.9
엔피성장제6호 사모투자합자회사 (외 5인)	26.5
고동철 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	24.6	24.0	15.3
PBR(배)	1.5	1.8	1.6
EV/EBITDA(배)	11.3	13.5	11.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	20.7	24.3	n/a	30.1
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	7.8	(8.3)	n/a	(1.0)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

거북이가 더 빠를 수도 있다

Issue

신규 커버리지 개시 및 1Q23 Preview

Pitch

적정주가 8만원(2025E EBITDA 13.1x), 투자의견 BUY로 신규 커버리지 개시. 경쟁사 대비 향후 증설 규모가 작다는 이유로 할인 받고 있지만, 미국 배터리 시장 대응을 위해 동사도 신규 고객 확보 및 그에 기반한 미국 증설 발표 기대됨. 높은 수익성을 기반으로 수주 및 증설 모멘텀 이어진다면 밸류에이션 할인폭 축소되며 주가 상승 기대

Rationale

- 1Q23E 매출액 763억원(QoQ flat, YoY +39.3%), 영업이익 152억원(OPM 20.0%, YoY +361.9%) 예상. 전동공구 수요 감소로 소형 출하량 감소했으며, 전년 대비 전체적인 판가 하락에도 불구하고 EV향 수요 증가하며 전 분기와 유사한 실적 전망. 특히, 전량 동사 분리막을 사용하는 Gen5 출하량이 증가하며 동사 수익성도 견인한 것으로 보임
- IRA 세부 시행령 발표에 따라 credit을 전량 받기 위해 완성차 및 셀 업체들은 미국 내 분리막 생산 시설 확보가 급해진 상황. 현재 미국 내 분리막 증설을 발표한 업체는 LG화학-도레이 JV와 일본의 아사이카세이 뿐으로, 아직 정확한 규모는 공개되지 않았지만 미국 내 배터리 수요를 대응하기에는 매우 부족할 것으로 예상
- 따라서 국내 분리막 업체들의 미국 증설이 필수적으로 요구되는 상황으로 동사도 예외는 아님. 동사는 경쟁사 대비 CAPA 증설 계획이 더디다는 이유로 할인 받고 있지만, 오히려 미국 투자 결정은 더 빠를 수도 있을 것으로 기대. 또한, CAPEX 부담이 높은 미국 증설이기에, 장기공급계약을 통해 안정적인 매출처를 확보할 가능성이 높다고 판단

Earnings Forecasts (단위: 십억원, %)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	0	185	257	348	445	558	644
영업이익	0	40	58	81	105	122	126
EBITDA	0	73	103	142	194	243	281
지배주주순이익	0	(10)	55	74	116	151	170
자산총계	0	630	1,078	1,371	1,864	2,338	2,923
자본총계	0	406	935	1,008	1,124	1,275	1,445
순차입금	0	62	(197)	147	470	761	971
매출증가율	적지	적지	38.8	35.2	27.9	25.3	15.6
영업이익률	n/a	21.8	22.5	23.2	23.5	21.8	19.5
지배주주순이익률	n/a	(5.4)	21.5	21.2	26.0	27.0	26.4
EPS증가율	n/a	적전	흑전	33.5	56.8	30.3	12.9
ROE	n/a	n/a	8.2	7.6	10.8	12.6	12.5

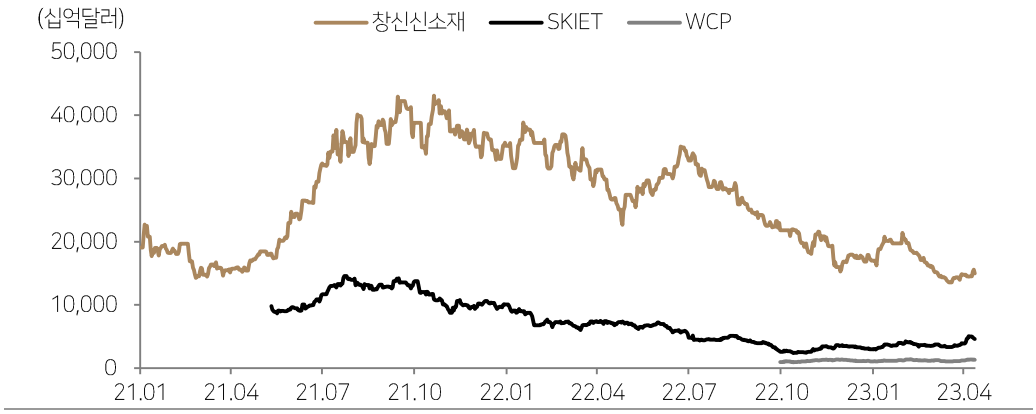
Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 8: 더블유씨피 부문별 실적 추이 및 전망 (십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	54.7	62.7	64.2	77.0	76.3	86.2	92.2	93.4	258.6	347.6	492.3
YoY					39.3%	37.4%	43.7%	21.2%		34.4%	41.7%
영업이익	3.3	14.7	18.4	22.8	15.2	20.6	23.6	21.3	59.2	79.1	108.7
OPM	6.0%	23.5%	28.7%	29.5%	20.0%	23.9%	25.6%	22.8%	22.9%	22.8%	22.1%
QoQ					361.9%	39.6%	28.4%	-6.5%		33.7%	37.5%
세전이익	4.7	21.0	28.6	7.4	18.3	26.7	31.9	17.1	61.7	94.0	147.3
YoY(%)					290.3%	26.7%	11.6%	130.4%		52.2%	56.8%
순이익	4.1	21.5	23.2	6.4	14.4	20.9	25.1	13.4	55.3	73.8	115.7
YoY(%)					247.0%	-2.6%	7.8%	109.6%		33.5%	56.8%

Source: 더블유씨피, 다올투자증권

Fig. 9: 분리막 Peer 업체 시가총액 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	214.5	477.0	364.6	457.2	537.9
현금성자산	98.2	284.3	139.7	177.1	185.4
매출채권	90.8	138.2	163.7	204.6	258.2
재고자산	24.3	50.8	57.4	71.8	90.5
비유동자산	415.5	601.2	1,006.7	1,407.2	1,800.0
투자자산	16.7	13.8	14.4	15.0	15.6
유형자산	393.9	583.2	988.2	1,388.3	1,780.4
무형자산	4.8	4.2	4.0	3.9	3.9
자산총계	630.0	1,078.2	1,371.3	1,864.4	2,337.9
유동부채	128.3	115.2	134.3	151.6	174.3
매입채무	57.6	50.1	69.2	86.5	109.1
유동성이자부채	68.4	61.7	61.7	61.7	61.7
비유동부채	96.0	28.4	228.6	588.7	888.9
비유동이자부채	91.8	25.2	225.2	585.2	885.2
부채총계	224.3	143.6	362.9	740.3	1,063.1
자본금	12.4	16.8	16.8	16.8	16.8
자본잉여금	451.5	922.5	922.5	922.5	922.5
이익잉여금	(58.1)	(2.3)	71.4	187.1	337.8
자본조정	0.0	(2.4)	(2.4)	(2.4)	(2.4)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	405.8	934.6	1,008.4	1,124.1	1,274.8
투하자본	467.9	737.2	1,155.6	1,593.9	2,036.3
순차입금	62.1	(197.4)	147.2	469.8	761.5
ROA	n/a	6.5	6.0	7.1	7.2
ROE	n/a	8.2	7.6	10.8	12.6
ROIC	n/a	8.6	6.7	6.0	5.3

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	185.5	257.5	348.0	445.0	557.5
증가율 (Y-Y,%)	적지	38.8	35.2	27.9	25.3
영업이익	40.5	58.0	80.7	104.7	121.6
증가율 (Y-Y,%)	적지	43.4	39.0	29.7	16.2
EBITDA	72.5	102.6	141.8	194.1	243.4
영업외손익	(51.3)	3.7	13.3	42.7	70.4
순이자수익	(8.7)	1.3	12.0	41.9	69.9
외화관련손익	8.4	2.3	1.1	0.6	0.3
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(10.9)	61.7	94.0	147.3	192.0
당기순이익	(10.0)	55.3	73.8	115.7	150.7
지배기업당기순이익	(10.0)	55.3	73.8	115.7	150.7
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	33.5	56.8	30.3
NOPLAT	29.3	51.9	63.3	82.2	95.5
(+) Dep	32.0	44.5	61.2	89.5	121.8
(-) 운전자본투자	56.5	82.7	13.0	38.0	49.7
(-) Capex	60.1	248.2	465.7	489.0	513.5
OpFCF	(55.3)	(234.4)	(354.3)	(355.3)	(345.9)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	33.9	29.4
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	37.3	28.0
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	38.9	33.4
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	39.7
영업이익률(%)	21.8	22.5	23.2	23.5	21.8
EBITDA마진(%)	39.1	39.8	40.8	43.6	43.7
순이익률 (%)	(5.4)	21.5	21.2	26.0	27.0

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	85.7	33.7	122.0	167.3	222.9
당기순이익	(10.0)	55.3	73.8	115.7	150.7
자산상각비	32.0	44.5	61.2	89.5	121.8
운전자본증감	9.7	(81.3)	(13.0)	(38.0)	(49.7)
매출채권감소(증가)	7.2	(32.5)	(25.5)	(40.9)	(53.6)
재고자산감소(증가)	(10.2)	(26.4)	(6.6)	(14.3)	(18.8)
매입채무증가(감소)	9.6	(17.3)	19.1	17.3	22.6
투자현금	(40.8)	(245.3)	(466.6)	(490.0)	(514.5)
단기투자자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(60.1)	(248.2)	(465.7)	(489.0)	(513.5)
유무형자산감소	6.3	3.3	(0.3)	(0.4)	(0.5)
재무현금	41.8	401.4	200.0	360.0	300.0
차입금증가	41.8	(13.7)	200.0	360.0	300.0
자본증가	0.0	415.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	86.7	186.2	(144.6)	37.3	8.4
총현금흐름(Gross CF)	82.2	118.7	135.0	205.3	272.6
(-) 운전자본증가(감소)	56.5	82.7	13.0	38.0	49.7
(-) 설비투자	60.1	248.2	465.7	489.0	513.5
(+) 자산매각	6.3	3.3	(0.3)	(0.4)	(0.5)
Free Cash Flow	51.1	(207.8)	(344.6)	(322.7)	(291.6)
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	51.1	(207.8)	(344.6)	(322.7)	(291.6)

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	(403)	1,640	2,189	3,432	4,473
BPS	16,231	27,612	29,806	33,241	37,714
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	24.6	24.0	15.3	11.7
PBR	n/a	1.5	1.8	1.6	1.4
EV/ EBITDA	0.9	11.3	13.5	11.5	10.4
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	11.5	13.1	8.6	6.5
PSR	n/a	5.3	5.1	4.0	3.2
재무건전성 (%)					
부채비율	55.3	15.4	36.0	65.9	83.4
Net debt/Equity	15.3	n/a	14.6	41.8	59.7
Net debt/EBITDA	85.7	n/a	103.7	242.0	312.8
유동비율	167.2	414.3	271.5	301.6	308.7
이자보상배율	4.6	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	4.9	0.3	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	80.3	71.2	88.2	89.2	91.0
현금+투자자산(%)	19.7	28.8	11.8	10.8	9.0
자본구조					
차입금(%)	28.3	8.5	22.1	36.5	42.6
자기자본(%)	71.7	91.5	77.9	63.5	57.4

자료: 다올투자증권

천보
(278280)

—

BUY

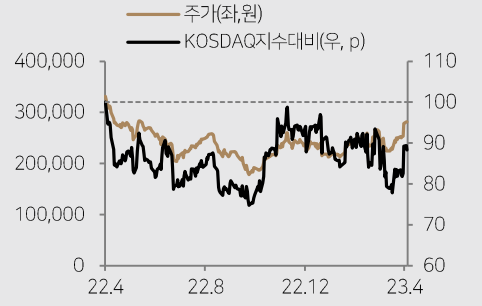
	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	350,000		유지
Earnings			

Stock Information	
현재가 (4/12)	264,000원
예상 주가상승률	32.6%
시가총액	26,400억원
비중(KOSDAQ내)	0.63%
발행주식수	10,000천주
52주 최저가 / 최고가	178,300 - 312,600원
3개월 일평균거래대금	394억원
외국인 지분율	7.1%
주요주주지분율(%)	
이상율 (외 12인)	55.4
자사주 (외 1인)	0.7
김삼수 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	58.4	82.2	33.9
PBR(배)	6.4	7.3	6.1
EV/EBITDA(배)	30.5	33.7	18.6
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.2

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	12.1	41.2	(14.4)	20.9
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(0.8)	8.6	(11.8)	(10.2)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

전혜영 2차전지/그린인프라 I yhhy95@daolfn.com

고객사의 선택지는 단 하나, it's me!

Issue
1Q23E Preview 및 현황 점검

Pitch
1Q23 중국 전기차 시장 부진으로 컨센서스 하회하는 실적 예상되지만, 2H23 이후 증설 물량 반영 및 신규 고객사향 출하량 증가하며 실적 성장 기대. IRA 시행으로 비중국산 전해질/첨가제 수요 증가하고 있어 현재 유일하게 납품 가능한 동사에 멀티플 할증 부여도 가능하다고 판단. 투자의견 BUY, 업종 최선호주 유지

Rationale
- 1Q23E 매출액 726억원(QoQ -13.7%, YoY -23.0%), 영업이익 104억원(OPM 14.3%, QoQ -6.2%) 전망. 중국 전기차 판매 부진에 따른 출하량 감소와 리튬 가격 및 LiPF6 가격 하락에 따른 ASP 하락으로 전 분기 대비 부진한 실적 예상
- 2Q23부터 순차적으로 P전해질, F전해질, 첨가제(FEC, VC) 공장 신규 가동되며 출하량 증가 기대. 다만, 신규 공장 가동으로 단기 초기 비용 부담 있겠으나 공정 개선, 원료 변화 등으로 수익성 개선 이끌 전망(OPM 1Q23E 14.3%→4Q23E 18.1%)
- 현재 1,000t 규모의 LiFSI(F전해질) 생산 CAPA를 연말 10,000t으로 확대할 계획. 기존 계획은 2023년 말 6,000t이었으나 고객사 요청으로 증설 규모 확대한 것으로 파악. 증설로 인한 신규 물량들은 대부분 중국외 고객사로 납품될 계획으로 안정적인 출하량 유지될 전망
- 한편, IRA 세부시행령에 따르면 전해질 및 첨가제는 배터리 부품(Battery component)가 아닌 핵심 광물(Critical Mineral)로 분류되며 FTA 체결국에서 채굴/가공된 것을 사용할 수 있게 되었음. 즉, 한국 공장 생산품들을 사용하더라도 크레딧 적용 대상이 될 수 있음을 의미. 미국 증설 리스크 해소 및 중국산 전해질 사용 불가로 동사의 반사 수혜 기대

Earnings Forecasts (단위: 십억원, %)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	155	272	329	402	768	1,147	2,092
영업이익	30	51	56	67	132	188	365
EBITDA	41	67	76	90	175	252	482
지배주주순이익	27	44	37	32	78	120	251
자산총계	261	404	819	1,116	1,471	1,837	2,485
자본총계	225	306	395	418	491	605	852
순차입금	(35)	11	119	382	620	794	984
매출증가율	14.9	74.7	21.1	22.3	90.9	49.4	82.5
영업이익률	19.4	18.6	17.2	16.6	17.2	16.4	17.4
지배주주순이익률	17.6	16.1	11.4	8.0	10.1	10.4	12.0
EPS증가율	18.7	60.1	(14.6)	(14.1)	142.3	53.7	110.2
ROE	12.6	18.9	13.6	10.1	21.5	26.8	41.3

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 10: 천보 1Q23 Preview (원, 배수)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.03(E)	2023.03(E)	vs Chg	2023.03(E)	vs Con	2022.12(A)	YoY	2022.03(A)	QoQ
매출액	72.6	104.7	(30.6)	79.5	(8.7)	94.3	(23.0)	84.2	(13.7)
영업이익	10.4	19.7	(47.3)	11.7	(11.0)	18.0	(42.5)	11.1	(6.2)
지배주주순이익	5.6	13.9	(59.2)	9.7	(41.5)	12.2	(53.8)	(4.6)	흑전
OPM	14.3%	18.8%	-4.5%p	14.7%	-0.4%p	19.1%	-4.8%p	13.1%	1.2%p
NIM	7.8%	13.2%	-5.5%p	12.1%	-4.4%p	13.0%	-5.2%p	-5.5%	13.3%p

Source: 다올투자증권

Fig. 11: 천보 제품별 증설 전망 (만톤)

제품명	제품설명	'22	'23E	'24E	'25E
LiFSI	F전해질	1,000	10,000	15,000	35,000
FEC	첨가제	-	4,000	4,000	7,000
VC	첨가제	-	4,000	7,000	10,000
ESA	첨가제	-	-	3,000	3,000
$LiPO_2F_2$	P전해질	2,000	3,000	4,000	5,000
LiBOB	B전해질	500	500	1,000	1,000
D-1(22%)		1,200	1,200	1,200	1,200
D-2(22%)		-	1,200		1,200
TDT	첨가제	200	200	600	800
합계		4,900	22,900	37,000	64,200

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 12: 천보 부문별 실적 추이 및 전망 (십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	94.3	65.8	84.6	84.2	72.6	92.4	106.2	130.9	328.9	402.1	767.5
2차전지소재	65.3	36.8	64.4	64.1	53.8	73.0	85.5	109.4	230.6	321.7	680.5
전자소재	22.7	20.5	15.0	15.1	14.0	14.2	15.5	16.3	73.2	60.1	66.0
기타	6.3	8.6	5.2	5.0	4.7	5.2	5.2	5.1	25.0	20.3	21.0
YoY	92.1%	8.9%	14.6%	-4.6%	-23.0%	40.4%	25.5%	55.5%	21.1%	22.3%	90.9%
2차전지소재	114.0%	-1.8%	21.6%	0.3%	-17.6%	98.6%	32.7%	70.6%	24.8%	39.5%	111.5%
전자소재	51.1%	23.2%	-10.8%	-21.8%	-38.1%	-30.7%	3.6%	8.4%	8.1%	-17.9%	10.0%
기타	77.4%	33.9%	27.7%	-1.7%	-25.2%	-39.4%	0.6%	3.4%	31.2%	-19.0%	3.4%
영업이익	18.0	12.0	15.3	11.1	10.4	15.2	17.6	23.7	56.5	66.9	132.3
OPM	19.1%	18.3%	18.1%	13.1%	14.3%	16.4%	16.6%	18.1%	17.2%	16.6%	17.2%
YoY	51.4%	-38.7%	-15.0%	-8.2%	-32.4%	37.3%	70.1%	56.2%	11.5%	18.5%	97.7%
세전이익	17.4	14.7	21.3	-17.4	8.4	16.2	19.7	3.3	36.1	47.6	115.2
YoY	55.3%	51.0%	43.0%	적전	-52.0%	9.8%	-7.5%	흑전	-34.3%	31.8%	142.3%
순이익	13.5	14.4	19.0	-4.1	6.3	12.1	14.8	2.5	42.8	35.7	86.4
YoY	38.2%	68.9%	46.1%	적전	-53.5%	-15.7%	-22.2%	흑전	-10.8%	-16.7%	142.3%

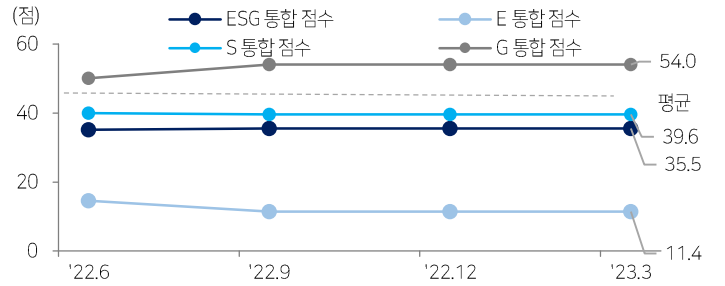
Source: 다올투자증권

ESG 페이지



천보 (278280) - 소재

▶ ESG 통합 점수 추이

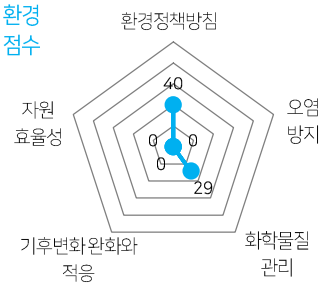


▶ ESG 성과 분석

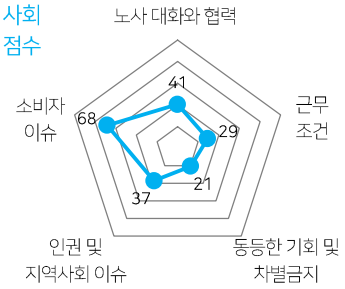
Note: 세부 점수 0점은 분석 데이터 부족에 따른 결과

성과분석은 기업들의 전략과 정책수준, 성과 수치 등을 나타내고 있으며, 분석을 통해 기업들의 ESG 리스크를 얼마나 잘 대비하고 있는지 알 수 있습니다.

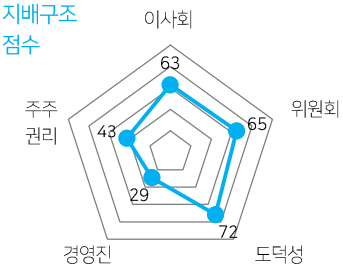
환경 점수



사회 점수



지배구조 점수



▶ 주가 & ESG 사건/사고 분석

좌측 그래프는 ESG 사건/사고의 관련기사 수를 확인 할 수 있으며 주가와 비교를 해 볼 수 있는 그래프입니다. 우측 표에서는 기업의 리스트를 산정한 점수 및 ESG 사건/사고의 분석 결과를 제공하며 데이터 트렌드를 확인하실 수 있습니다.



기간	환경 사건/사고 기사 수	사회 사건/사고 기사 수	지배구조 사건/사고 기사 수	합계
2Q22	0	0	0	0
3Q22	0	0	0	0
4Q22	0	0	0	0
1Q23	0	0	0	0

▶ 비교 분석

상대적 성과분석으로 전체 유니버스 내 순위 확인 할 수 있으며, 경쟁사와 ESG 통합 점수를 비교할 수 있습니다.

기업명	통합점수				통합순위			
	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G
후성	47.0	46.7	42.5	50.1	56 / 116	43 / 116	67 / 116	77 / 116
동화기업	47.9	44.9	41.7	54.4	50 / 116	55 / 116	73 / 116	50 / 116
솔브레인	32.4	14.4	37.4	45.0	110 / 116	92 / 116	106 / 116	105 / 116
에코프로	35.6	13.6	45.4	50.7	107 / 108	50 / 108	38 / 108	76 / 108

* ESG 정보는 지속가능발전소 에서 제공합니다.

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	226.9	439.4	538.8	706.3	893.0
현금성자산	61.7	266.0	272.5	284.6	331.2
매출채권	59.5	60.8	101.0	182.3	248.9
재고자산	62.1	86.1	138.5	212.3	285.5
비유동자산	176.9	379.2	576.9	765.1	943.5
투자자산	27.5	36.5	38.0	39.6	41.2
유형자산	148.2	341.6	536.8	722.5	898.3
무형자산	1.2	1.1	2.1	3.0	4.0
자산총계	403.7	818.7	1,115.7	1,471.4	1,836.5
유동부채	67.3	148.4	352.4	385.3	635.8
매입채무	13.9	36.9	40.8	73.7	104.2
유동성이자부채	43.5	110.4	310.4	310.4	530.4
비유동부채	30.4	275.4	345.4	595.4	595.4
비유동이자부채	29.5	274.5	344.5	594.5	594.5
부채총계	97.7	423.8	697.8	980.7	1,231.2
자본금	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
자본잉여금	101.2	124.5	124.5	124.5	124.5
이익잉여금	183.4	218.6	245.7	318.5	433.1
자본조정	(4.9)	(5.0)	(9.1)	(9.1)	(9.1)
자기주식	(4.1)	(4.1)	(4.1)	(4.1)	(4.1)
자본총계	306.1	394.8	417.9	490.7	605.3
투하자본	309.4	503.3	789.5	1,099.7	1,387.3
순차입금	11.2	118.9	382.4	620.3	793.7
ROA	14.5	7.0	3.7	6.7	8.0
ROE	18.9	13.6	10.1	21.5	26.8
ROIC	17.8	10.1	7.8	10.5	11.3

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	271.6	328.9	402.1	767.5	1,146.7
증가율 (Y-Y,%)	74.7	21.1	22.3	90.9	49.4
영업이익	50.6	56.5	66.9	132.3	187.9
증가율 (Y-Y,%)	68.0	11.5	18.5	97.7	42.0
EBITDA	66.8	75.5	89.6	175.5	252.3
영업외손익	4.3	(20.4)	(19.4)	(17.1)	(10.8)
순이자수익	(0.5)	(4.1)	(7.5)	(5.4)	0.9
외화관련손익	1.9	(1.3)	(0.7)	(0.3)	(0.2)
지분법손익	(0.2)	0.7	2.1	2.1	2.1
세전계속사업손익	54.9	36.1	47.6	115.2	177.1
당기순이익	48.0	42.8	35.7	86.4	132.8
지배기업당기순이익	43.8	37.4	32.1	77.8	119.6
증가율 (Y-Y,%)	75.4	(10.8)	(16.7)	142.3	53.7
NOPLAT	44.2	40.9	50.2	99.2	140.9
(+) Dep	16.2	19.0	22.7	43.1	64.4
(-) 운전자본투자	70.8	(5.8)	88.9	122.5	109.6
(-) Capex	52.8	198.0	217.8	228.7	240.1
OpFCF	(63.2)	(132.2)	(233.8)	(208.8)	(144.4)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	31.3	34.4	37.3	41.4	51.6
영업이익증가율(3Yr)	23.3	27.6	30.5	37.7	49.3
EBITDA증가율(3Yr)	23.9	28.1	29.4	38.0	49.5
순이익증가율(3Yr)	28.5	22.9	9.2	21.6	45.8
영업이익률(%)	18.6	17.2	16.6	17.2	16.4
EBITDA마진(%)	24.6	23.0	22.3	22.9	22.0
순이익률 (%)	17.7	13.0	8.9	11.3	11.6

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	(14.3)	65.6	(40.2)	(3.6)	72.3
당기순이익	48.0	42.8	35.7	86.4	132.8
자산상각비	16.2	19.0	22.7	43.1	64.4
운전자본증감	(83.7)	(6.4)	(88.9)	(122.5)	(109.6)
매출채권감소(증가)	(20.9)	5.8	(40.2)	(81.3)	(66.6)
재고자산감소(증가)	(26.2)	(24.2)	(52.4)	(73.8)	(73.2)
매입채무증가(감소)	(0.8)	(1.7)	4.0	32.9	30.5
투자현금	(48.5)	(374.2)	(226.5)	(237.8)	(249.6)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(8.2)	(8.5)	(8.8)
장기투자증권감소	(5.4)	(2.0)	1.6	1.6	1.6
설비투자	(52.8)	(198.0)	(217.8)	(228.7)	(240.1)
유무형자산감소	(0.0)	0.1	(1.1)	(1.1)	(1.1)
재무현금	84.1	341.6	265.0	245.0	215.0
차입금증가	9.4	304.9	270.0	250.0	220.0
자본증가	23.0	(3.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
배당금지급	3.0	3.0	5.0	5.0	5.0
현금 증감	21.9	29.4	(1.7)	3.6	37.7
총현금흐름(Gross CF)	71.5	81.6	48.6	118.9	181.9
(-) 운전자본증가(감소)	70.8	(5.8)	88.9	122.5	109.6
(-) 설비투자	52.8	198.0	217.8	228.7	240.1
(+) 자산매각	(0.0)	0.1	(1.1)	(1.1)	(1.1)
Free Cash Flow	(60.6)	(299.0)	(266.7)	(241.4)	(177.3)
(-) 기타투자	5.4	2.0	(1.6)	(1.6)	(1.6)
잉여현금	(66.0)	(301.0)	(265.1)	(239.8)	(175.7)

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	4,377	3,736	3,210	7,779	11,956
BPS	28,361	34,198	36,409	43,593	54,955
DPS	300	500	500	500	500
Multiples(x,%)					
PER	79.6	58.4	82.2	33.9	22.1
PBR	12.3	6.4	7.3	6.1	4.8
EV/ EBITDA	52.4	30.5	33.7	18.6	13.6
배당수익율	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	48.8	26.8	54.3	22.2	14.5
PSR	12.8	6.6	6.6	3.4	2.3
재무건전성 (%)					
부채비율	31.9	107.3	167.0	199.8	203.4
Net debt/Equity	3.7	30.1	91.5	126.4	131.1
Net debt/EBITDA	16.8	157.5	426.9	353.5	314.6
유동비율	337.2	296.1	152.9	183.3	140.5
이자보상배율	101.6	13.7	9.0	24.6	n/a
이자비용/매출액	0.3	3.3	4.7	3.8	3.1
자산구조					
투하자본(%)	77.6	62.5	71.8	77.2	78.8
현금+투자자산(%)	22.4	37.5	28.2	22.8	21.2
자본구조					
차입금(%)	19.3	49.4	61.0	64.8	65.0
자기자본(%)	80.7	50.6	39.0	35.2	35.0

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 95.1%	HOLD : 4.9%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

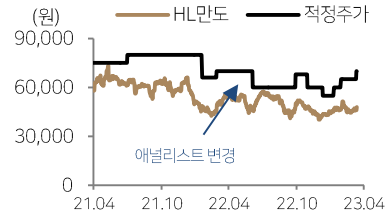
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상~+50% 미만.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· REDUCE: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
· SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단.
적정주가 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

HL만도 (204320)



일자	애널리스트 변경	2022.02.21	2022.03.29	2022.04.06	2022.07.07	2022.08.01
투자의견		BUY	STRONG BUY	BUY	BUY	HOLD
적정주가		66,000원	70,000원	70,000원	60,000원	60,000원
일자	2022.09.29	2022.10.28	2022.11.29	2023.01.09	2023.02.10	2023.02.27
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	60,000원	68,000원	60,000원	55,000원	60,000원	65,000원
일자	2023.04.12					
투자의견	BUY					
적정주가	70,000원					

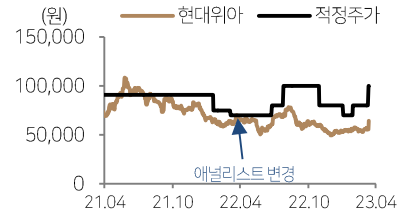
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.10.28	68,000원	49,875원	52,100원	-26.65	-23.38
2022.11.29	60,000원	44,454원	48,500원	-25.91	-19.17
2023.01.09	55,000원	44,407원	46,700원	-19.26	-15.09
2023.02.10	60,000원	46,895원	47,750원	-21.84	-20.42
2023.02.27	65,000원	46,642원	51,400원	-28.24	-20.92
2023.04.13	70,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 4월 12일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

현대위아 (011210)



일자	애널리스트 변경	2022.02.21	2022.04.06	2022.07.07	2022.07.27	2022.08.29
투자의견		HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY
적정주가		75,000원	70,000원	70,000원	80,000원	100,000원
일자	2022.10.21	2022.11.29	2023.02.01	2023.02.27	2023.04.13	
투자의견	STRONG BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	
적정주가	80,000원	80,000원	70,000원	80,000원	100,000원	
일자						
투자의견						
적정주가						

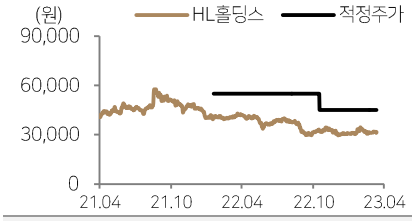
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.07.27	80,000원	69,250원	71,500원	-13.44	-10.63
2022.08.29	100,000원	64,887원	78,400원	-35.11	-21.6
2022.11.29	80,000원	53,983원	60,500원	-32.52	-24.38
2023.02.01	70,000원	54,572원	56,300원	-22.04	-19.57
2023.02.27	80,000원	55,661원	64,400원	-30.42	-19.5
2023.04.13	100,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 4월 12일)
** 괴리율 적용 산식: (적정주가 - 적정주가) / 적정주가

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

HL홀딩스 (060980)



일자	커버리지	2022.02.21	2022.11.16
투자의견	개시	BUY	BUY
적정주가		55,000원	45,000원
일자			
투자의견			
적정주가			
일자			
투자의견			
적정주가			

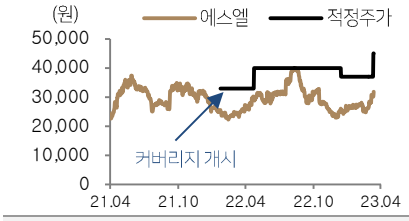
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.02.21	55,000원	37,738원	42,950원	-31.39	-21.91
2022.11.16	45,000원	31,700원	34,450원	-29.56	-23.44

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 4월 12일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

에스엘 (005850)



일자	커버리지	2022.02.21	2022.05.23	2023.01.13	2023.04.13
투자의견	개시	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가		33,000원	40,000원	37,000원	45,000원
일자					
투자의견					
적정주가					
일자					
투자의견					
적정주가					

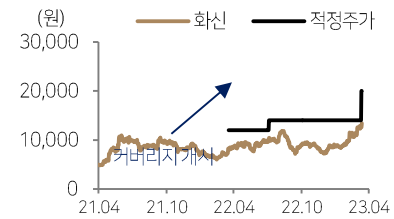
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.02.21	33,000원	25,067원	30,150원	-24.04	-8.64
2022.05.23	40,000원	30,489원	40,000원	-23.78	0
2023.01.13	37,000원	26,810원	31,850원	-27.54	-13.92
2023.04.13	45,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 4월 12일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

화신 (010690)



일자	커버리지	2022.04.25	2022.08.03	2022.10.21	2023.04.13
투자의견	개시	BUY	BUY	STRONG BUY	BUY
적정주가		12,000원	14,000원	14,000원	20,000원
일자					
투자의견					
적정주가					
일자					
투자의견					
적정주가					

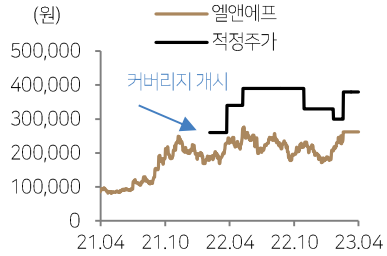
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.08.03	14,000원	9,771원	11,850원	-30.21	-15.36
2023.04.13	20,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 4월 12일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

엘앤에프 (066970)



일자	커버리지 개시	2022.02.16	2022.04.06	2022.05.23	2022.08.17	2022.11.10
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가		260,000원	340,000원	390,000원	390,000원	330,000원
일자	2023.02.01	2023.03.02				
투자의견	BUY	BUY				
적정주가	300,000원	380,000원				

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.02.16	260,000원	195,412원	230,300원	-24.84	-11.42
2022.04.06	340,000원	232,781원	273,400원	-31.54	-19.59
2022.05.23	390,000원	224,247원	276,600원	-42.5	-29.08
2022.11.10	330,000원	198,905원	231,800원	-39.73	29.76
2023.02.01	300,000원	229,947원	250,500원	-23.35	-16.5
2023.03.02	380,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 4월 12일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

SK아이이테크놀로지 (361610)



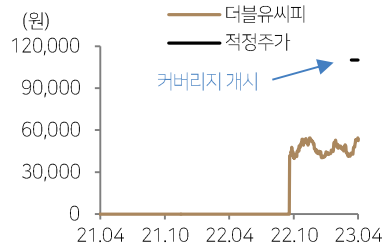
일자	2023.02.01	2023.04.13
투자의견	BUY	BUY
적정주가	91,000원	110,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2023.02.01	91,000원	69,451원	93,300원	-23.58	2.53
2023.04.13	110,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 4월 12일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

더블유씨피 (393890)



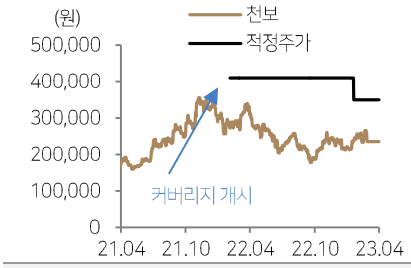
일자	2023.04.13
투자의견	BUY
적정주가	80,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2023.04.13	80,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 4월 12일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

천보 (278280)



일자	2020.12.23	커버리지	2022.02.16	2023.02.01
투자의견	커버리지	개시	BUY	BUY
적정주가	제외		410,000원	350,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.02.16	410,000원	246,028원	339,900원	-39.99	-17.1
2023.02.01	350,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 4월 12일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.