유진투자증권

에너지전환

To Be or Not to Be



미드스몰캡 한병화
Tel. 02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com



미드스몰캡 팀장 박종선
Tel. 02)368-6076
jongsun.park@eugenefn.com

2019
SECTOR OUTLOOK
전기차/
재생에너지
Overweight
2018.12.03



Glossary

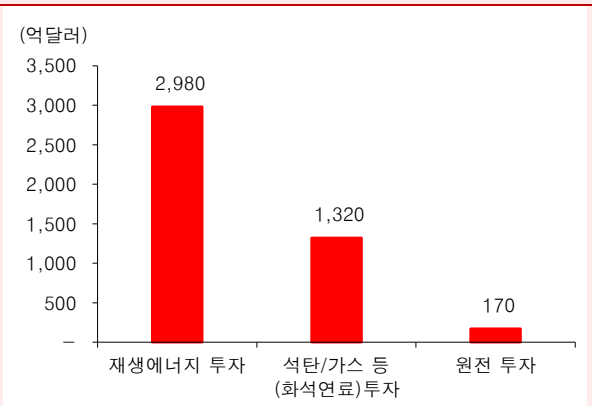
용어	정의
EV (Electric Vehicle)	배터리에 축적된 전기로 모터를 회전시켜서 구동에너지를 얻는 자동차
PHEV (Plug-in Hybrid Electric Vehicle)	하이브리드카와 전기자동차의 중간 단계로, 전기모터와 석유엔진을 함께 사용해 달리는 자동차. 차에 연결된 전기코드를 통해 외부로부터 배터리의 충전이 가능함
FCEV (Fuel Cell Electric Vehicle)	전기자동차의 일종으로 수소와 산소를 연료로 사용하여 전기화학적 작용으로 전기를 생산하는 수소 연료전지를 탑재하여 모터로 주행하는 자동차
ZEV MANDATE (Zero Emission Vehicle)	전기차 의무 판매비율 제도로 일정 규모 이상의 자동차를 판매하는 업체들이 총 판매대수 중 일정한 비율을 탄소배출이 없는 차량으로 채워야 하는 제도 현재 미국 캘리포니아가 도입했고, 뉴욕, 메사추세스, 코넷티켓 등 9개 주 도입준비 중
EVSE (Electric Vehicle Service Equipment)	전기차의 충전을 위한 충전설비
ESS (Energy Storage System)	발전소에서 과잉 생산된 전력을 저장해 두었다가 일시적으로 전력이 부족할 때 송전해 주는 저장장치. ESS를 이용하면 원하는 시간에 전력을 생산하기 어려운 태양광, 풍력 등 신재생 에너지를 미리 저장했다가 필요한 시간대에 사용할 수 있어 스마트 그리드에서 중요
LCOE (Levelized Cost Of Electricity)	균등화발전원가(LCOE, Levelised Cost of Electricity). 에너지원별 경제성을 따지는 용어로, 발전원별 단위발전비용에 원료비는 물론, 발전소 건설비, 운영비, 폐기비, 대기오염물질 및 온실가스 처리비용 등의 사회적 비용까지 포함한 가격을 의미

Summary

<보고서 작성 취지>

글로벌 에너지시장은 모든 산업 중에서 가장 격렬한 변화를 겪고 있다. 에너지전환은 이제 에너지시장을 넘어 주요 산업들에게 융합되며 또 다른 시장을 창조하고 있다. 재생에너지의 성장으로 그린화된 전력을 이용한 전기차 산업의 고성장이 좋은 사례이다. 에너지전환은 또 다른 성장의 기회를 제공하지만, 전환에 실패한 국가와 기업들에게는 경쟁에서 탈락하는 악몽이 될 것이다. 따라서 현정부의 에너지전환 정책의 성공여부가 대한민국 산업에 미치는 영향은 막중하다.

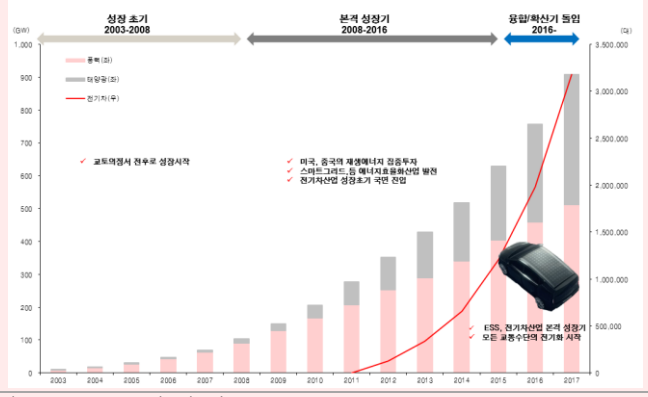
글로벌 에너지시장은 재생에너지가 장악



자료: IEA, 유진투자증권

- 2017년 투자액 기준 에너지원별 시장은 재생에너지>화석연료>원전 순이다.
- 풍력, 태양광의 재생에너지 투자액이 약 320조원으로 화석연료와 원전투자액의 두 배에 육박했다.
- 특히 원전시장은 약 19조원에 불과해 산업이 뚜렷한 쇠퇴기로 진입했음을 알 수 있다.

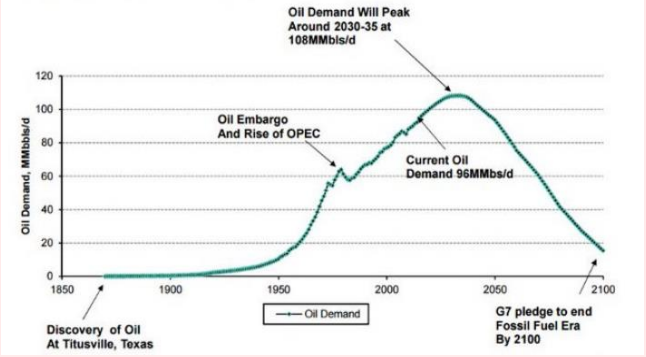
에너지전환 산업 융합국면으로 들어서



자료: Bloomberg, 유진투자증권

- 에너지전환산업은 리먼 사태 후 클린에너지 산업을 신성장동력으로 삼으려는 미국과 중국의 투자경쟁으로 본격적인 성장기에 진입했다.
- 최근에는 에너지전환산업이 다른 산업들과 융합되면서 확산국면으로 들어섰다. 대표적인 것이 전기차 산업이다. 전력의 클린화가 성과를 보인 미국, 유럽, 중국 등은 이를 바탕으로 전기차산업의 육성에 본격적으로 나서고 있는 상태이다.

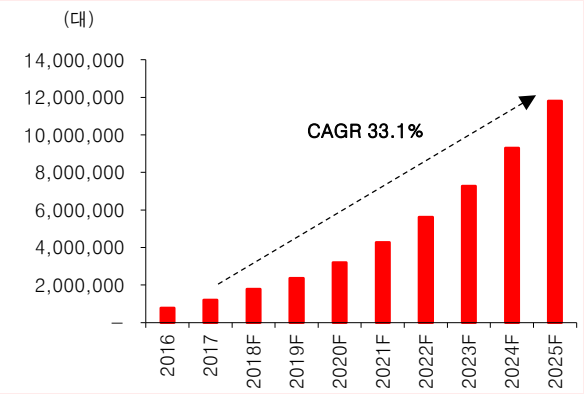
구시대 에너지원들 퇴장하며 산업전반이 변화할 것



자료: Bank of America(2018.01), 유진투자증권

- 최근 들어 원유의 Peak Demand에 대한 산업계의 준비가 본격화되고 있다.
- 원유 수요의 정점은 전기차 등 운송부문의 전기화로 2030~2040년에 도달할 것이라는 예측이 지배적이다. 이를 대비하기 위해 오일메이저들은 탐사와 개발에 쏟던 투자를 정제와 화학공장 신설에 집중할 계획이다.
- 구시대 에너지원들이 퇴장하면서 관련산업들의 부침에 선제적으로 대비하지 않으면 생존이 어려운 시대가 왔다.

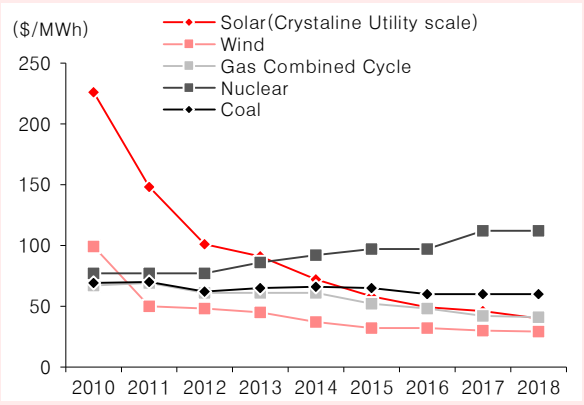
전기차의 고성장세, 내연기관차 시대의 종말 예고



자료: 유진투자증권

- 2025년까지 전기차 시장은 연평균 33% 성장할 것으로 예상되고 있다. 배터리 가격의 하락세로 내연기관차와 실질구매가격이 동일해지는 시점이 오면 수요의 증가속도는 더욱 빨라질 것이다.
- 유럽, 중국, 미국 등 주요 시장에서는 연비규제의 강화와 전기차 의무판매제도로 완성차 업체들의 전기차 개발과 판매 확대는 피할 수 없는 선택이 되고 있다.

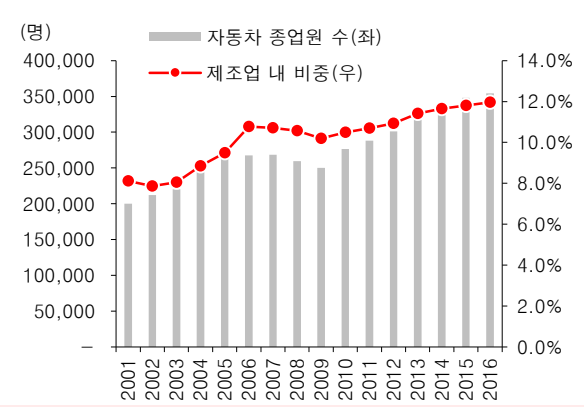
재생에너지 확보 못하면 경쟁에서 탈락하는 시대



자료: Larzard, 유진투자증권

- 유럽, 미국, 중국 등 주요 국가들에서 풍력, 태양광 등 재생에너지의 발전단가가 화석연료와 원전 대비 낮아진 상태이다. 기술발전이 활발히 진행 중이어서 향후 재생에너지와 기존의 전통에너지원과의 가격 격차는 더욱 확대될 것이다.
- 재생에너지를 이용한 제조업체들은 녹색제품이라는 마케팅 차별화에 가격경쟁력 우위까지 확보하게 되는 국면이다. 재생에너지를 확보하지 못하면 경쟁에서 탈락하는 시대가 도래했다.

국내 자동차산업, 에너지전환의 영향 선제적으로 느낄 것



자료: KAMA, 유진투자증권

- 국내 완성차 업체들의 직접 고용인원은 약 30만명이고 전후방 산업까지 포함하면 약 150만명이상이 관련되어 있다. 전기차 시대로의 전환이 늦어지면 국내 자동차산업이 고용 한파의 주축으로 자리잡을 것이다.
- 중국, 미국 등의 전기차 전문업체들에 의한 시장 잠식은 이미 시작되었고, 향후 가속화될 것으로 판단된다.
- 전기차 의무판매제도 또는 내연기관차 판매금지 등 강력한 정책드라이브가 필요한 시점이다.

대한민국 에너지전환, 더 이상 늦으면 산업전반으로 위기 확산될 것

에너지전환 위한 정책제안



- 대한민국의 에너지전환은 경쟁국들 중 가장 낮은 수준이다. 따라서 현정부가 추진중인 에너지전환 정책은 더욱 속도감있게 추진되어야 한다. 이를 위해 여러 부서와 지자체로 분산되어 있는 재생에너지관련 인허가와 규제를 하나의 컨트롤타워에서 관리하는 것이 필요하다. 또한 풍력, 태양광은 최소 복수의 제조업체들이 생존할 수 있게 지원, 육성하는 전략이 요구된다. 전기차부문은 의무판매제도 또는 내연기관차 판매금지 로드맵 발표 등 해외주요국가들의 전략을 벤치마킹 하는 것을 권유한다.
- 국내에 에너지전환과 관련된 경쟁력 있는 업체들은 단연 전기차 배터리관련주들이다. 글로벌 전기차 시장이 장기간 연평균 30% 이상 성장이 예상되고, 국내 배터리업체들의 기술과 가격경쟁력은 선두권이기 때문이다. **일진머티리얼즈(020150.KS), 상아프론테크(089980.KQ), 후성(093370.KS), 신흥에스이씨(243840.KQ)를 탑픽스로 추천한다. 재생에너지업체들 중에는 씨에스윈드(112610.KS)가 단연 돋보인다.** 해상풍력 확산과 미국시장 재진입에 따른 성장모멘텀이 중장기적으로 유지될 것으로 예상된다. 역설적이게도 씨에스윈드는 국내에 생산공장이 없고 대부분의 풍력타워 매출액이 해외에서 창출된다. 씨에스윈드가 국내에 공장을 건설할 수 있는 시점이 되면 에너지전환 정책이 어느 정도 성공했다는 것을 검증해줄 것이다.

자료: 유진투자증권

Contents

Summary 4

I. 에너지전환 시대의 개막 8
에너지전환이 타산업과 융합되며 확산기로 진입

II. 재생에너지 전성시대, 원전과 석탄은 쇠퇴의 길로 11
풍력, 태양광이 에너지시장의 주류로 부상

III. 전기차 혁명, 승자와 패자 명백히 나눌 것 18
전기차 시대, 선택이 아닌 운명으로 다가와

IV. 문재인정부의 에너지전환 정책 속도 내야 27
에너지전환 정책 반드시 필요한 시점

기업분석 31
일진머티리얼즈 (020150.KS)
상아프론테크 (089980.KQ)
후성 (093370.KS)
신흥에스이씨 (243840.KQ)
씨에스윈드(112610.KS)

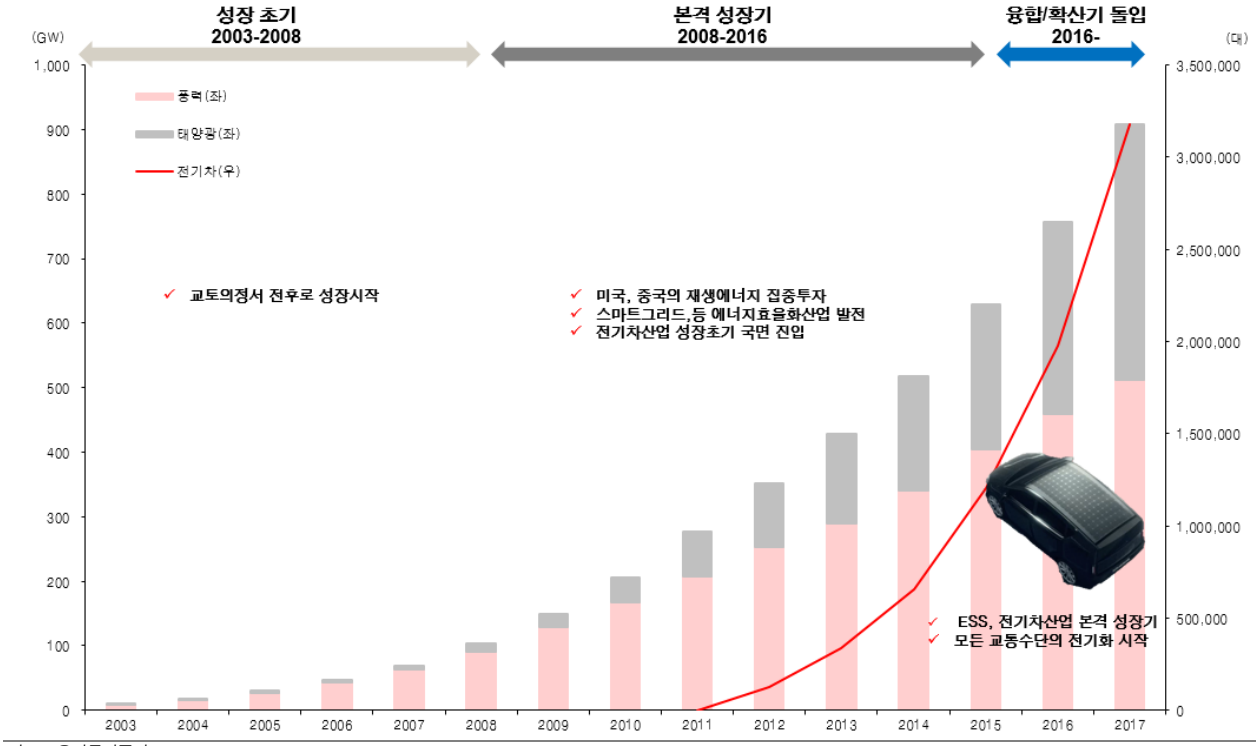
I. 에너지전환 시대의 개막

에너지전환이 타산업과 융합되며 확산기로 진입

미국과 중국의 경쟁이 재생에너지 시대 앞당겨

에너지전환시대의 주역은 풍력, 태양광 등 재생에너지이다. 2004년 교토의정서의 발효로 성장초기에 진입한 재생에너지산업은 미국과 중국의 경쟁으로 비약적으로 성장한다. 클린에너지를 주요 성장동력으로 정의한 오바마 대통령은 세금감면제도, 정부채무보증 등 각종 지원정책을 동원했다. 중국은 악화되고 있는 대기오염 등 환경문제까지 부각되며 정부주도의 재생에너지 육성정책이 같은 시기에 본격화되었다. 초기에는 해외기술을 도입해 풍력과 태양광 제조산업을 육성했고, 산업이 육성된 후에는 업체들을 지원하기 위해 중국내의 재생에너지 설치량을 급격히 확장했다. 미국과 중국의 경쟁이 재생에너지시장의 발전을 앞당긴 것이다.

도표 1 에너지전환, 성장기 거쳐 타산업과 융합하며 확산

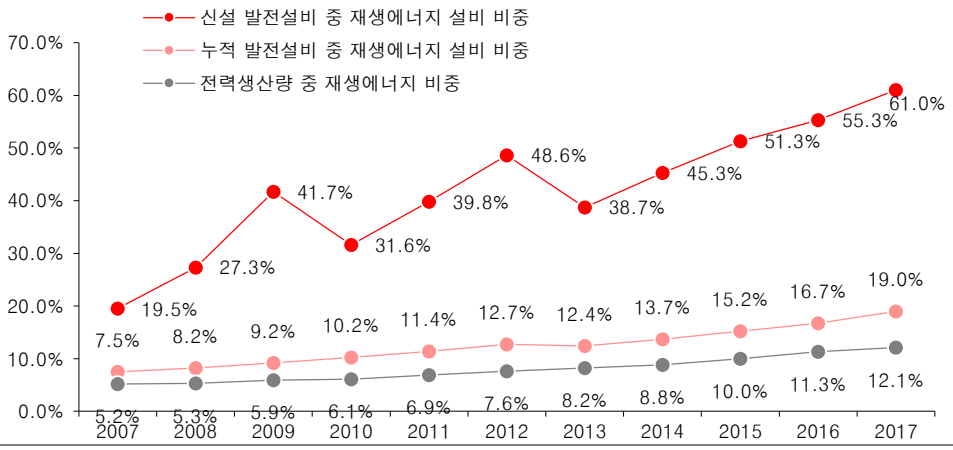


자료: 유진투자증권

에너지전환이 타산업으로 융합 확산되는 시대로

재생에너지는 이제 에너지산업내의 주류가 되었다. 전 세계 신규발전설비의 약 60% 이상이 풍력, 태양광으로 채워지고 있다. 전력의 녹색화는 기존의 제조업들과 융합되기 시작했다. 대표적인 산업이 전기차이다. 깨끗한 전기로 충전할 수 있는 시점이 빨라지면서 환경을 오염시키는 내연기관차의 전기차로의 전환요구가 소비자와 정책당국으로부터 커지고 있는 것이다. 전기차 산업의 성장은 배터리 기술향상과 제조단가의 하락을 유발하고, 이러한 선순환싸이클이 배, 비행기, 오토바이 등 모든 운송수단의 전기화를 유발하고 있다. 또한, ESS 가격이 낮아지면서 재생에너지의 간헐성 단점을 보완하면서 대부분의 제조업이 재생에너지로 운용될 수 있는 기반이 마련되고 있다. 스마트그리드, 에너지효율 향상과 관련된 신규 산업들이 블록체인, 딥러닝 등 4차산업 혁명과 결합되면서 인류의 새로운 성장동력으로 작용하는 시대가 왔다.

도표 2 **전 세계 신규발전설비 중 재생에너지 비중 60% 상회**



자료: BNEF, IDC, 유진투자증권

도표 3 배터리산업 발전이 전기 트럭의 시대 열어



자료: Tesla, 유진투자증권

도표 4 폭발적인 성장을 보이는 ESS 산업



자료: 삼성SDI, 유진투자증권

도표 5 2022년 시작할 우버의 전기비행기



자료: UBER, 유진투자증권

도표 6 노르웨이의 운항중인 전기 페리



자료: 언론 보도, 유진투자증권

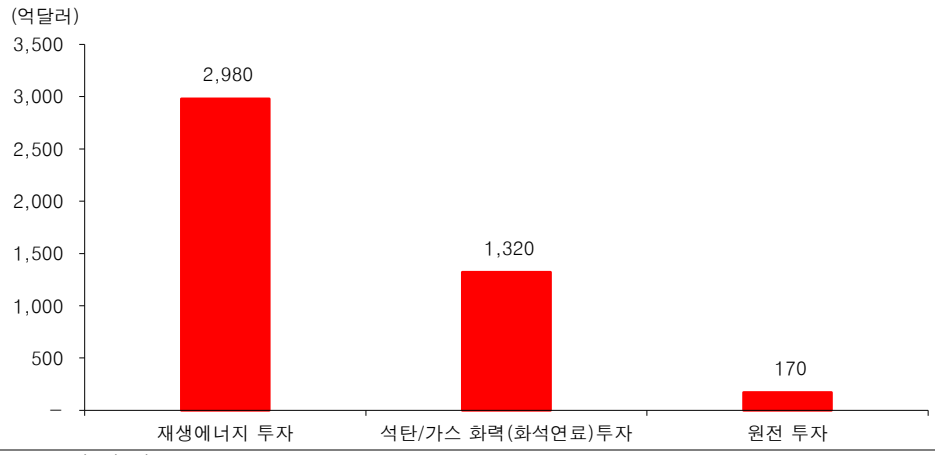
II. 재생에너지 전성시대, 원전과 석탄은 쇠퇴의 길로

풍력, 태양광이 에너지시장의 주류로 부상

재생에너지 투자액이 화석연료와 원전 합친 금액의 두 배에 달해

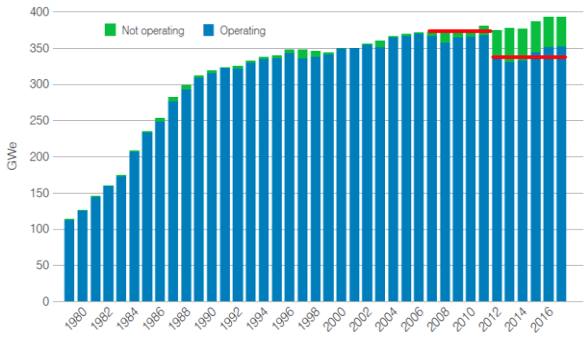
새롭게 설치되는 발전설비의 60~70%가 풍력, 태양광으로 채워지고 있다. 기술발전으로 인한 발전단가 하락추세가 지속되고 있어 석탄, 원전 등 구시대 에너지원들은 시장의 변방으로 밀려나고 있다. 2017년 기준 발전원별 에너지시장 투자액은 재생에너지가 약 320조원으로 석탄/천연가스 150조원, 원전 19조원을 압도하는 규모였다.

도표 7 압도적인 재생에너지 투자액



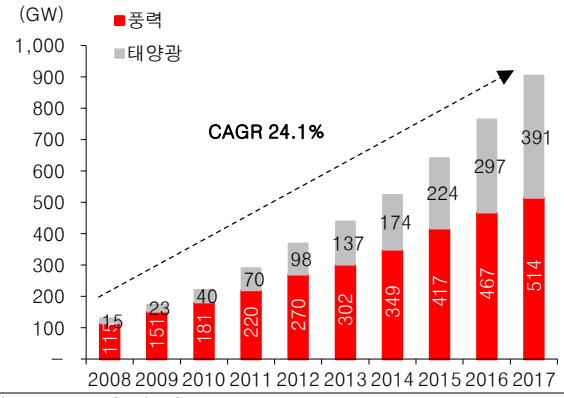
자료: IEA, 유진투자증권

도표 8 원전 설비증설 정체 상태 지속



자료: World Nuclear Association, IAEA PRIS, 유진투자증권

도표 9 급성장하는 풍력, 태양광 설비

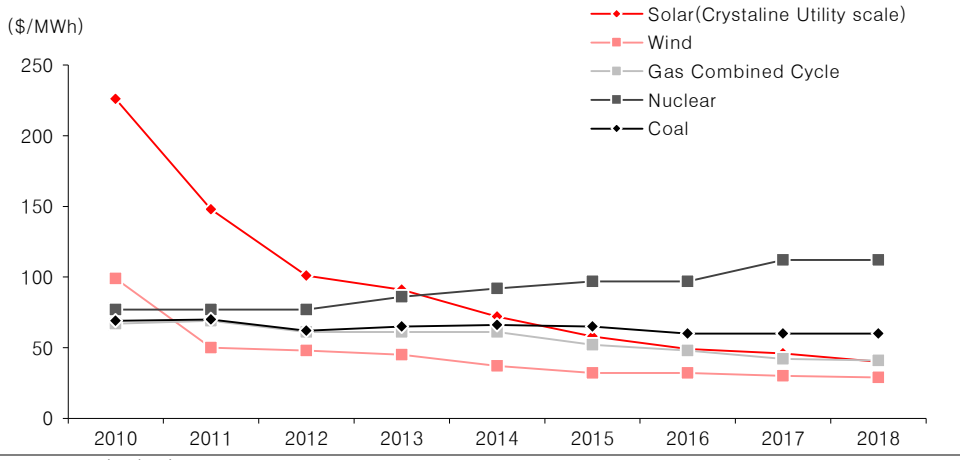


자료: IRENA, 유진투자증권

재생에너지는 점점 싸지고 구시대 에너지원들은 계속 비싸지고

육상 풍력발전기의 평균 크기는 약 2MW 수준이나 최근 들어 4MW급들이 상용화되었다. 해상풍력도 4~6MW이 주류였으나 지난 해부터 7~8MW이 주로 설치되고 있고, 2020년 이후부터는 9~12MW로 커지고 있다. 단위당 전력생산이 많아지면서 풍력발전단가의 하락은 지속된다. 태양광도 고효율 모듈의 개발경쟁으로 매년 단위당 전력생산이 증가해 발전단가의 하락은 일상이 된 지 오래다. 유럽, 미국, 중국 등 대부분의 지역에서 재생에너지의 그리드 패러티가 도달한지 수년이 지났고, 신규로 설치되는 재생에너지 발전은 전체 발전단가를 낮추는 역할까지 하고 있다. 반면 석탄, 원전 등 전통적인 에너지원은 환경과 안전기준 상승을 맞추기 위한 비용의 증가로 발전단가가 지속적으로 상승하고 있다.

도표 10 미국의 발전원별 LCOE, 재생에너지가 제일 낮아(보조금 제외 기준)

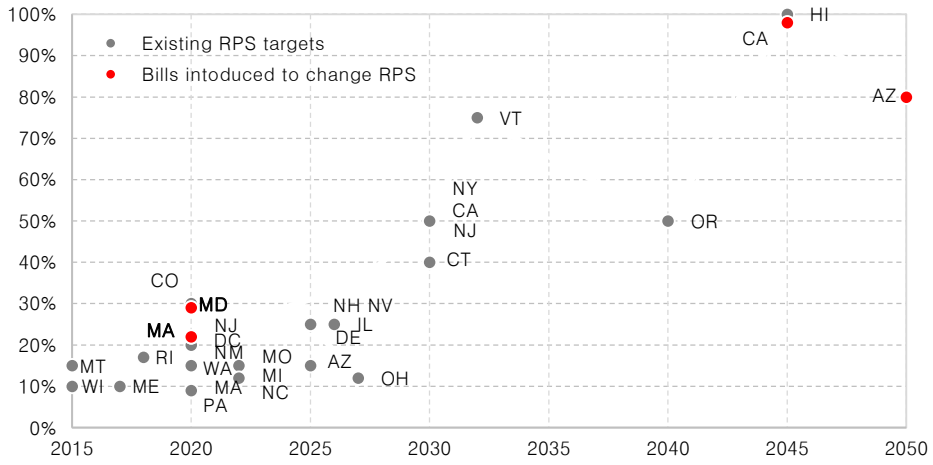


자료: Lazard, 유진투자증권

100% 클린에너지의 시대 도래

클린에너지 산업을 선도하는 캘리포니아가 2050년까지 100% 클린에너지를 달성하겠다고 발표했다. 하와이에 이어 두 번째 주이지만, 캘리포니아는 세계 5위권의 경제규모이기 때문에 글로벌 에너지시장에 미치는 영향은 매우 클 것으로 판단된다. 캘리포니아는 탄소배출권 거래제도, 전기차의무판매제도 등 친환경 정책을 가장 먼저 도입했고 이 제도들이 유럽과 중국 등에 시차를 두고 채택되고 있다. 따라서 캘리포니아의 100% 클린에너지 정책은 미국의 여타 주들뿐 아니라 유럽과 중국 등으로 확산될 것이다. 시점만 다를 뿐 에너지정책의 최종기착지는 100% 친환경에너지가 될 수 밖에 없다는 것을 캘리포니아가 선전포고한 것이다.

도표 11 캘리포니아 2045년 100% 클린에너지 선언

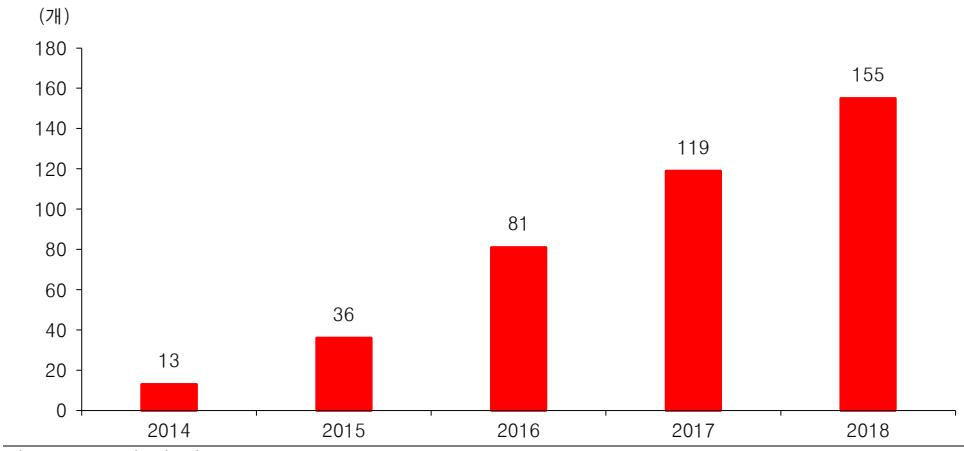


자료: BNEF, 유진투자증권

재생에너지 100% 목표로 하는 기업들의 수 지속적으로 증가

현재까지 RE100에 가입한 기업들의 숫자는 155개이다. 기업들의 재생에너지 확대를 위해 시작된 RE100에 초기에 참여한 업체들은 브랜드 이미지를 개선하기 위한 목적이 대부분이었다. 하지만 최근 들어 참여하는 업체들은 재생에너지 확대가 경제적으로 도움이 되고 미래의 기업 운영의 리스크를 낮출 수 있기 때문에 가입하고 있다. 재생에너지 발전단가가 전통에너지원 대비 낮아져 싼 전력을 에너지 가격의 변동에 상관없이 사용하게 되는 것이다. 향후에는 금융권과 정부당국들도 탄소다배출 기업들에게 투자제한이나 탄소세 등을 부과할 개연성이 높아 잠재적 리스크를 낮추기 위해서도 RE100에 참여하는 기업 수는 지속적으로 증가할 것으로 판단된다.

도표 12 100% 재생에너지 채택하는 글로벌 대기업들(RE100) 수 지속 증가



자료: RE100, 유진투자증권

도표 13 글로벌 풍력 설치량 예상

(MW)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
캐나다	935	1,599	1,871	1,506	702	341	600	1,000	1,500
미국	13,124	1,084	4,854	8,598	8,203	7,017	8,600	10,000	12,000
브라질	1,077	953	2,472	2,754	2,014	2,022	2,200	1,500	1,000
멕시코	801	380	634	714	454	478	1,100	2,000	3,000
기타 아메리카	148	282	1,277	897	1,065	556	1,700	2,000	1,000
아메리카 합계	**16,085**	**4,298**	**11,108**	**14,469**	**12,438**	**10,414**	**14,200**	**16,500**	**18,500**
독일	2,415	3,238	5,279	6,013	5,443	6,581	3,500	3,000	3,000
스페인	1,122	175	28		49	96	500	1,000	1,500
프랑스	757	631	1,042	1,073	1,561	1,694	2,000	2,000	2,000
영국	1,897	1,883	1,736	975	736	4,270	2,000	2,000	2,000
이탈리아	1,273	444	108	295	282	252	500	1,000	1,000
스웨덴	846	724	1,050	615	493	197	816	1,000	1,000
폴란드	880	894	444	1,266	682	41	1,000	1,000	1,000
루마니아	923	695	354	23	52	5	200	200	200
터키	506	646	804	956	1,387	766	1,500	1,500	1,500
덴마크	217	657	105	217	220	342	200	200	200
포르투갈	145	196	184	132	268	200	200	200	200
기타 유럽	1,763	1,848	1,724	2,240	2,753	2,401	2,500	2,500	2,500
유럽 합계	**12,744**	**12,031**	**12,858**	**13,805**	**13,926**	**16,845**	**14,916**	**15,600**	**16,100**
오스트레일리아	358	655	567	380	140	245	1,000	1,000	1,000
중국	12,960	16,088	23,196	30,753	23,370	19,500	21,000	25,000	30,000
인도	2,336	1,729	2,315	2,623	3,612	4,148	2,800	5,000	7,000
일본	88	50	130	245	196	177	350	500	700
뉴질랜드			50				100	100	100
대한민국	76	79	47	224	201	106	270	300	300
대만		43	18	14	35	10	140	140	250
필리핀			150			50	100	150	150
베트남			50			38	100	300	400
기타 아시아/태평양	50	227	51		307	418	350	400	450
아시아 합계	**15,868**	**18,871**	**26,574**	**34,240**	**27,861**	**24,692**	**26,210**	**32,890**	**40,350**
남아프리카			560	483			1,000	1,000	1,000
기타/중동	102	90	374	470			1,000	2,000	2,500
아프리카/중동 합계	**102**	**90**	**934**	**953**	**418**	**621**	**2,000**	**3,000**	**3,500**
기타	235	507	278			1			
전세계	**45,034**	**35,797**	**51,752**	**63,467**	**54,643**	**52,573**	**57,326**	**67,990**	**78,450**
성장률(%YoY)	10.8%	-20.5%	44.6%	22.6%	-13.9%	-3.8%	9.0%	18.6%	15.4%

자료: 유진투자증권

도표 14 글로벌 해상풍력 설치량 전망치

(MW)	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
캐나다										
미국		30			49		938	120	600	1,000
기타 아메리카										
아메리카 합계		**30**			**49**		**938**	**120**	**600**	**1,000**
영국	56	1,679	2,100	1,000	1,500	1,000	2,000	1,300	1,300	1,500
독일	813	1,247	500	2,300		500		700	1,100	1,000
네덜란드	691		300	300	400	700	700	700	700	1,000
스웨덴										
벨기에		165		309	478	200	200	200		
프랑스		2		300	300	300	300	300	300	300
스페인			50	50	50	50	50	50	50	50
핀란드		60								
노르웨이										
아일랜드										
덴마크		(5)	300	300	400	600				
기타 유럽						500	500	500		
유럽 합계	**1,560**	**3,148**	**3,250**	**4,559**	**3,128**	**3,850**	**3,750**	**3,750**	**3,950**	**4,350**
중국	592	1,161	1,900	3,500	3,000	3,200	3,200	3,000	2,900	3,000
대한민국	30	3		60	100	100	100	200	200	200
대만		8		120	500	600	800	1,000	1,500	2,000
일본	7	5	16	60	80	80	80	80	80	80
인도						500	1,000	1,000	1,000	1,000
기타 아시아/태평양										
아시아 합계	**629**	**1,177**	**1,916**	**3,740**	**3,680**	**4,480**	**5,180**	**5,280**	**5,680**	**6,280**
아프리카 합계										
기타										
전세계	**2,189**	**4,355**	**5,166**	**8,299**	**6,857**	**8,330**	**9,868**	**9,150**	**10,230**	**11,630**
성장률(YoY)	-34.3%	98.9%	18.6%	60.6%	-17.4%	21.5%	18.5%	-7.3%	11.8%	13.7%

자료: GWEC, 유진투자증권

도표 15 글로벌 태양광 설치량 예상

(MW)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유럽연합	16,672	11,535	7,161	7,601	6,869	7,187	8,600	9,600	10,600
독일	7,604	3,694	1,899	1,400	1,520	2,300	2,000	2,000	2,000
이탈리아	3,438	2,000	189	301	373	400	400	400	400
프랑스	1,079	672	1,029	895	559	887	1,500	1,300	1,300
스페인	276	120	21	45	55	100	300	500	500
영국	925	1,033	2,597	3,700	1,970	1,500	1,500	1,500	1,500
체코	109	42	4	1	200	200	200	200	200
벨기에	599	331	112	176	170	300	200	200	200
그리스	912	1,042	17	10	300	500	500	500	500
기타 EU국	1,730	2,601	1,293	1,073	1,722	1,000	2,000	3,000	4,000
아시아태평양	9,769	22,203	22,638	30,854	50,035	74,389	64,600	72,700	72,000
중국	3,566	12,100	9,450	15,100	34,540	53,060	40,000	43,000	35,000
일본	1,718	7,011	9,657	11,200	8,000	7,500	7,300	6,700	7,500
호주	1,038	823	799	977	839	1,500	1,500	1,500	1,500
한국	229	508	1,014	692	850	1,200	2,300	2,500	2,500
대만	104	169	228	180	300	300	500	1,000	1,500
인도	714	992	790	1,905	3,970	9,629	11,000	15,000	20,000
기타 아시아태평양	2,400	600	700	800	1,536	1,200	2,000	3,000	4,000
북아메리카	3,641	5,226	6,747	7,812	14,930	14,200	13,500	14,700	17,700
미국	3,373	4,782	6,247	7,286	14,730	13,000	12,000	13,000	16,000
캐나다	268	444	500	526	200	1,200	1,500	1,700	1,700
기타	1,013	438	2,065	731	2,000	3,000	6,000	8,000	8,000
전세계	**31,095**	**39,402**	**38,611**	**46,998**	**73,834**	**98,776**	**92,700**	**105,000**	**108,300**
증감률	2.3%	26.7%	-2.0%	21.7%	57.1%	33.8%	-6.2%	13.3%	3.1%

자료: IRENA, EPIA, 유진투자증권

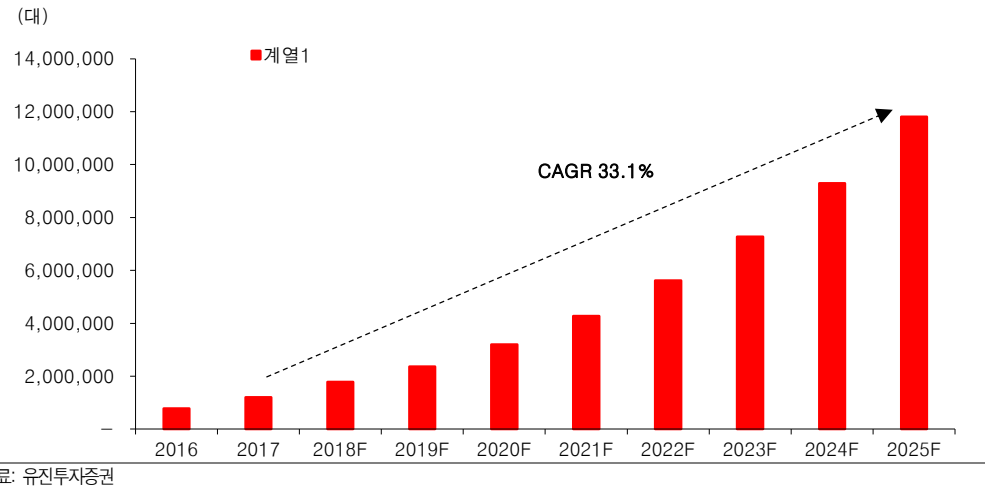
III. 전기차 혁명, 승자와 패자 명백히 나눌 것

전기차 시대, 선택이 아닌 운명으로 다가와

2025년까지 전기차 판매량 연평균 33% 성장 예상

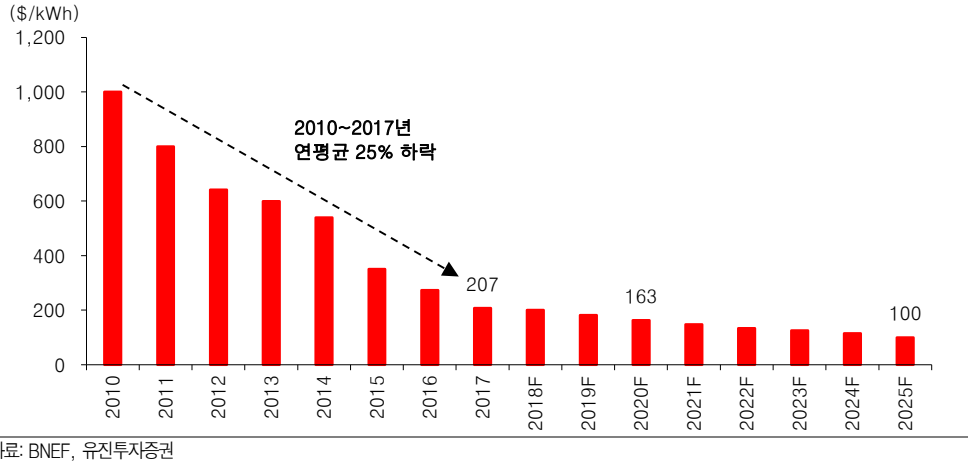
글로벌 전기차 시장은 2025년까지 연평균 33% 성장할 것으로 예상된다. 유럽의 배출가스 규제 강화와 중국과 미국 주요주들의 전기차 의무판매제도가 고성장을 견인할 것이다. 배터리 가격의 하락추세를 감안하면 늦어도 2025년이면 내연기관차와 전기차의 가격이 같아질 것으로 추정되기 때문에 2025년 이후에는 전기차 판매량이 더욱 가파르게 증가할 것이다. 2040~2050년에 내연기관차 판매금지를 목표로 하는 국가들이 증가하고 있어 내연기관차의 퇴출과 전기차의 대체는 확정된 미래라고 할 수 있다.

도표 16 글로벌 전기차 판매량 연평균 33% 증가 예상



자료: 유진투자증권

도표 17 전기차향 리튬이온 배터리 팩 가격 전망

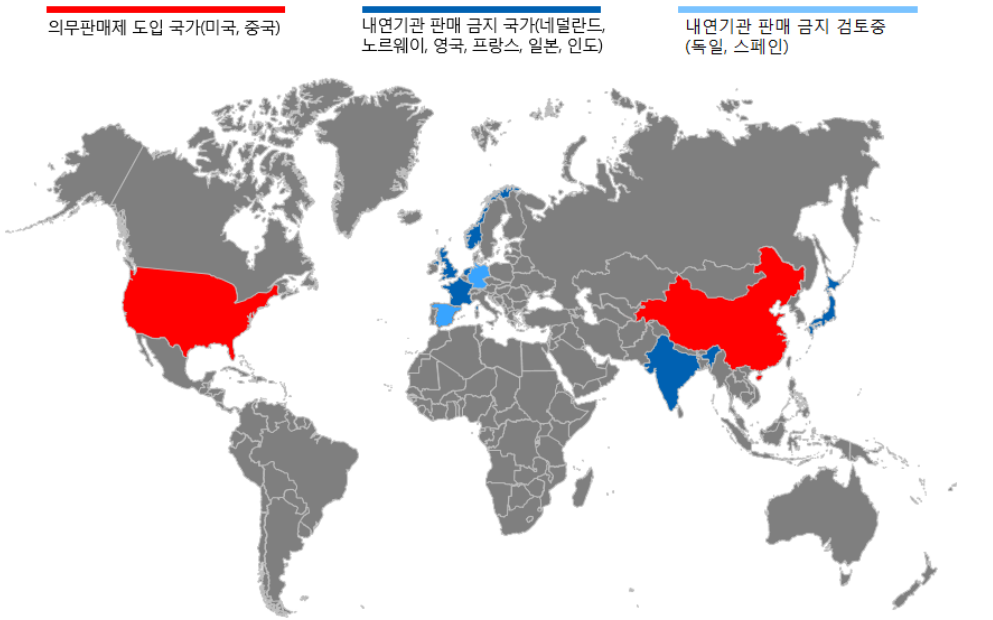


자료: BNEF, 유진투자증권

내연기관차의 종말은 국가들의 정책으로 확인

전기차 시대를 선도한 지역은 미국의 캘리포니아다. 전기차 의무판매제도를 도입해서 완성차업체들에게 강제화시켰다. 캘리포니아식 룰을 따르는 13개의 주들이 미국 전체 전기차 판매량의 60~70%를 담당하고 있어 미국은 사실상 전기차 의무판매제도가 도입된 국가라 할 수 있다. 중국은 캘리포니아식 전기차 의무판매제도를 도입해 내년부터 실행에 들어간다. 유럽의 많은 국가들은 내연기관차 판매금지 시점을 발표했다. 노르웨이, 네덜란드, 영국, 프랑스 등이 해당되고 독일, 스페인 등도 이를 검토하고 있다. 유럽은 디젤차로 인한 대기오염이 사회문제가 되고 있어 앞으로도 내연기관차에 대한 규제확대와 전기차 육성 정책이 이어질 것이다. 전 세계에서 가장 많은 내연기관차를 제조하는 일본도 올 해에 내연기관차 판매금지를 선언했다. 2050년부터 일본의 자동차 제조업체들은 위치한 국가를 막론하고 내연기관차 판매를 못하게 되었다.

도표 18 주요 자동차 시장들 전기차의무판매제와 내연기관차 판매금지 선언



자료: 유진투자증권

도표 19 캘리포니아 ZEV Program(전기차의무판매제) 주요 내용

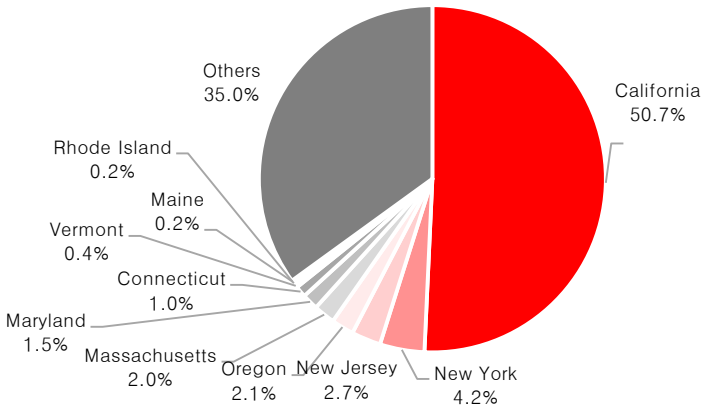
연식별(Model Year)	Minimum ZEV Floor
2018	2.0%
2019	4.0%
2020	6.0%
2021	8.0%
2022	10.0%
2023	12.0%
2024	14.0%
2025 년 이후	16.0%

정의	
ZEV	Zero Emission Vehicle(BEV, BEVx, FCV(Hydrogen fuel cell vehicle))
TZEV	Transitional Zero Emission Vehicle(PHEV, HICE(Hydrogen internal combustion engine vehicle))

주요내용
2017년까지는 60,000대 이상 판매하는 자동차 업체들만 규제 대상
2018년부터는 20,000대 이상 판매하는 자동차 업체들로 확대 적용
2018년부터는 전기자동차, 연료전지자동차, 플러그인하이브리드자동차(EV주행거리산정)로 제한하며, 하이브리드 자동차와 압축천연가스(CNG) 차량 등 저연비차량은 제외
해당연식(Model Year)의 판매대수 기준은 최근 1년을 제외한 최근 3개년 평균 판매차량 대수를 적용

자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 20 미국 전기차 판매, 60% 이상이 의무판매제 도입한 주에서 발생

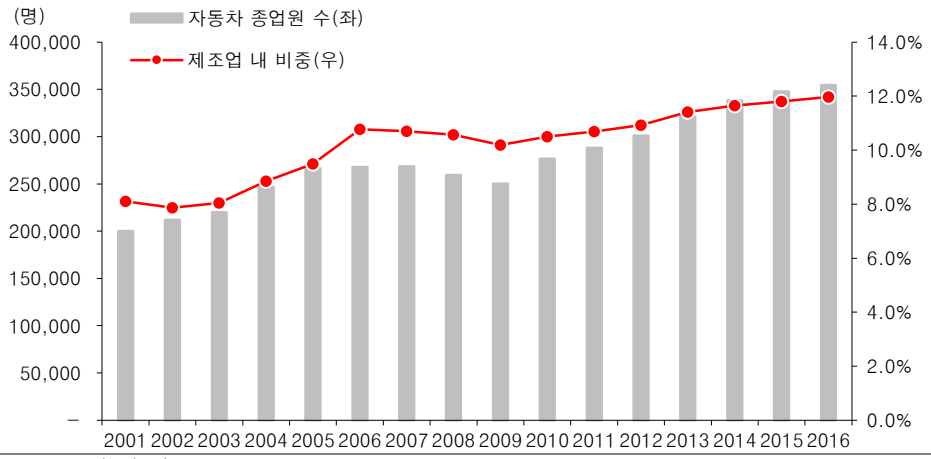


자료: Autoalliance, 유진투자증권

전기차 시대 대응 늦으면 경쟁력 도태로 피해 심각할 것

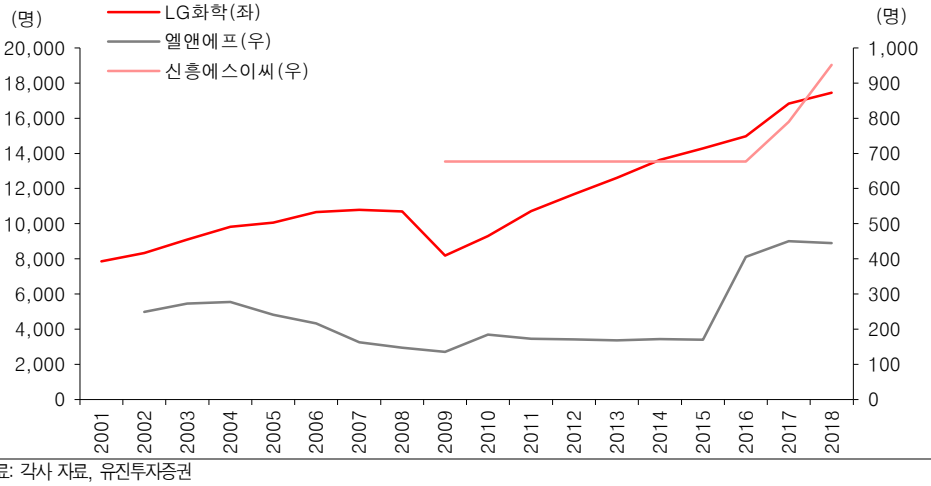
전기차는 엔진이 없기 때문에 부품수가 내연기관차 대비 40~50% 작다. 동일한 규모의 대체가 이루어져도 산업의 고용인원은 작아질 수 밖에 없다. 주유소와 차량정비업체 등 관련산업의 축소도 불가피하다. 대한민국을 예를 들면 자동차 산업은 직접 고용 인원 약 30만명으로 제조업 중 압도적으로 1위이다. 이외 직간접적으로 관련된 전후방 산업을 포함하면 약 150만명 이상의 인력이 전기차 산업의 성장으로 일자리를 위협받게 된다. 전기차 시장 초기 많은 국가들과 기업들이 전기차 확대에 주춤거렸던 이유가 기존 질서의 재편이 두려웠기 때문이다. 하지만, 이제 전기차 시대는 피할 수 없는 흐름이 되었기 때문에 오히려 역발상이 필요하다. 전기차 산업을 육성해 관련 신규 사업들을 조기에 정착시키는 것이다. 주유소를 전기차 충전소와 소비의 공간으로 만들고, 전기차를 이용한 V2G 산업을 육성할 수 있다. 배터리 스와핑과 재활용 산업의 확산도 도움이 될 것이다. 전기차 의무판매제도나 내연기관차 판매금지를 조기에 도입해 전기차와 배터리산업을 육성하는 것만이 경쟁에서 살아남을 수 있는 방법이다.

도표 21 대한민국의 자동차 산업 직접 종사자



자료: KAMA, 유진투자증권

도표 22 국내 배터리업체 직원수 수직 상승하고 있어

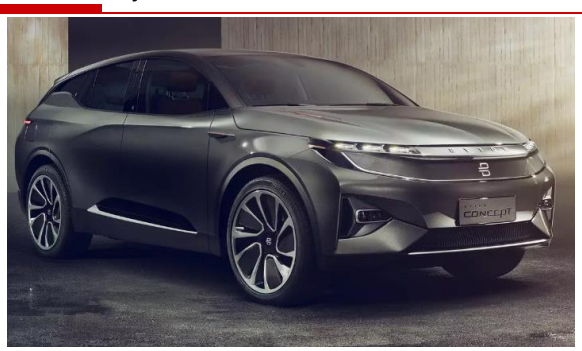


자료: 각사 자료, 유진투자증권

매력적인 전기차들의 공습 시작 자동차 시장 경쟁 치열해져

전기차 시장 초기 테슬라는 아웃사이더 정도로 취급 받았다. 하지만 올 해부터 테슬라는 미국에서 프리미엄 브랜드들 중 가장 판매가 많은 업체가 되었다. 모델3를 앞세워 중국, 유럽에 생산공장을 완공하는 2020년 이후부터는 연간 100만대 이상의 차량을 판매하는 메이저 회사로 성장할 것이다. 전기차 시대의 도래는 기존 자동차 시장의 춘추전국시대로의 진입을 의미한다. 엔진이라는 진입장벽이 철폐되면서 기술력과 자금만 확보하면 전기차 사업을 할 수 있다. 2020년 전후로 중국과 미국의 많은 전기차 스타트업들이 판매를 본격화한다. 기존의 Byton, Nio에 Rivian, SF Motors, Leap Motor 등 대규모 자금조달을 확정하고 생산시점만 조율하고 있는 업체들만 수십 개에 달한다. 기존의 완성차 업체들 중 이들과의 경쟁에서 탈락할 회사들이 나올 것으로 예상된다.

도표 23 Byton의 전기차 컨셉카



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 24 BYD의 E-Seed 컨셉카



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 25 SF motors의 전기차 SF5



자료: CNBC, 유진투자증권

도표 26 Leap motor의 전기차 LP-S01



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 27 국가별 전기차 판매 예상

(단위: 대)	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
북미 전기차 판매량	**169,339**	**217,381**	**346,256**	**431,743**	**566,532**	**753,246**	**992,139**	**1,274,168**	**1,626,112**	**2,060,643**
미국 전기차 판매량	**158,614**	**199,826**	**305,637**	**380,962**	**501,713**	**669,821**	**884,244**	**1,133,755**	**1,444,407**	**1,825,046**
%YoY	36.6%	26.0%	53.0%	24.6%	31.7%	33.5%	32.0%	28.2%	27.4%	26.4%
미국 자동차 판매량	17,464,777	17,132,023	17,902,964	18,708,597	19,550,484	20,430,256	21,349,618	22,310,350	23,314,316	24,363,460
%YoY	0.4%	-1.9%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
미국 전기차 판매 비중	**0.9%**	**1.2%**	**1.7%**	**2.0%**	**2.6%**	**3.3%**	**4.1%**	**5.1%**	**6.2%**	**7.5%**
캐나다 전기차 판매량	10,725	17,555	40,619	50,781	64,819	83,425	107,895	140,412	181,705	235,597
아시아, 대양주 전기차 판매량	**382,565**	**673,340**	**1,059,978**	**1,459,586**	**2,015,192**	**2,707,494**	**3,544,476**	**4,551,963**	**5,721,300**	**7,088,732**
중국 전기차 판매량	**351,861**	**600,174**	**976,647**	**1,355,293**	**1,874,070**	**2,529,993**	**3,320,802**	**4,269,592**	**5,364,292**	**6,632,173**
%YoY	69.7%	70.6%	62.7%	38.8%	38.3%	35.0%	31.3%	28.6%	25.6%	23.6%
중국 자동차 판매량	27,938,931	28,941,381	30,677,864	32,518,536	34,469,648	36,193,130	38,002,787	39,902,926	41,898,072	43,992,976
%YoY	13.7%	3.6%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
중국 전기차 판매 비중	**1.3%**	**2.1%**	**3.2%**	**4.2%**	**5.4%**	**7.0%**	**8.7%**	**10.7%**	**12.8%**	**15.1%**
일본 전기차 판매량	**22,375**	**55,945**	**56,026**	**67,706**	**94,985**	**121,973**	**156,786**	**201,728**	**259,784**	**334,829**
%YoY	-11.7%	150.0%	0.1%	20.8%	40.3%	28.4%	28.5%	28.7%	28.8%	28.9%
일본 자동차 판매량	4,970,266	5,234,175	5,338,859	5,445,636	5,554,548	5,665,639	5,778,952	5,894,531	6,012,422	6,132,670
%YoY	-1.5%	5.3%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
일본 전기차 판매 비중	**0.5%**	**1.1%**	**1.0%**	**1.2%**	**1.7%**	**2.2%**	**2.7%**	**3.4%**	**4.3%**	**5.5%**
한국 전기차 판매량	6,107	14,226	23,559	32,144	40,058	48,117	57,804	69,451	83,368	104,497
호주 전기차 판매량	1,810	2,111	2,478	2,929	3,512	4,238	5,145	6,285	7,722	9,539
뉴질랜드 전기차 판매량	412	884	1,269	1,515	2,567	3,173	3,939	4,907	6,135	7,694
기타 아시아 총합	8,329	17,221	27,306	36,587	46,137	55,528	66,888	80,643	97,224	121,730
유럽 전기차 판매량	**222,619**	**306,143**	**375,169**	**472,243**	**619,568**	**816,657**	**1,084,068**	**1,445,825**	**1,949,299**	**2,652,053**
%YoY	15.1%	37.5%	22.5%	25.9%	31.2%	31.8%	32.7%	33.4%	34.8%	36.1%
네덜란드	23,114	9,191	19,945	20,071	28,847	39,410	54,171	75,377	106,150	151,242
노르웨이	45,662	62,170	74,229	92,015	111,749	125,696	137,900	146,588	155,606	163,611
영국	39,283	47,263	57,112	70,038	89,914	119,393	158,315	210,047	278,981	371,369
프랑스	34,574	36,778	44,274	56,572	73,300	104,613	149,865	215,461	310,760	449,664
독일	27,404	53,562	72,518	94,157	128,283	175,275	240,741	332,329	460,969	642,329
스웨덴	13,615	20,032	28,037	37,579	48,545	62,389	80,243	101,733	129,154	163,688
스위스	6,008	8,019	10,009	13,362	17,494	22,792	31,576	43,124	59,243	82,005
덴마크	1,438	913	1,840	2,384	3,590	5,522	8,549	13,135	19,699	28,464
벨기에	9,595	14,660	13,551	17,374	22,753	29,992	39,673	52,662	69,239	91,931
스페인	4,603	7,448	9,520	12,003	16,840	24,255	35,122	50,518	73,024	104,709
오스트리아	5,237	7,227	9,120	11,603	15,128	20,283	27,080	36,583	49,576	66,320
이탈리아	3,145	4,820	9,454	12,545	20,317	30,369	45,577	68,556	104,061	159,283
포르투갈	1,970	4,237	7,073	8,817	11,509	15,113	19,823	25,681	33,347	43,363
핀란드	1,432	2,410	5,002	6,463	8,002	10,221	13,132	16,396	20,717	25,678
아일랜드	687	1,084	2,068	2,581	3,412	4,550	6,027	8,076	10,677	14,179
체코	362	494	795	1,001	1,690	2,375	3,356	4,801	6,951	10,192
아이슬랜드	862	2,881	3,243	3,716	4,400	5,209	6,217	7,482	8,878	10,372
폴란드	305	348	900	1,085	1,550	2,284	3,292	4,835	7,249	11,110
루마니아	164	297	785	941	1,165	1,447	1,801	2,247	2,810	3,522
에스토니아	100	113	128	145	166	190	219	252	291	336
기타	3,059	3,977	5,567	7,794	10,912	15,276	21,387	29,942	41,918	58,686
유럽 자동차 판매량	17,312,910	17,965,530	18,324,841	18,691,337	19,065,164	19,446,467	19,835,397	20,232,105	20,636,747	21,049,482
%YoY	4.8%	3.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
유럽 전기차 판매 비중	**1.3%**	**1.7%**	**2.0%**	**2.5%**	**3.2%**	**4.2%**	**5.5%**	**7.1%**	**9.4%**	**12.6%**
전세계 자동차 판매량	91,458,490	92,647,748	94,500,703	96,390,717	98,318,531	100,284,902	102,290,600	104,336,412	106,423,140	108,551,603
%YoY	4.6%	1.3%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
전세계 전기차 판매량	**774,384**	**1,196,864**	**1,781,404**	**2,363,573**	**3,201,291**	**4,277,396**	**5,620,683**	**7,271,956**	**9,296,712**	**11,801,428**
%YoY	40.7%	54.6%	48.8%	32.7%	35.4%	33.6%	31.4%	29.4%	27.8%	26.9%
전세계 전기차 판매 비중	**0.8%**	**1.3%**	**1.9%**	**2.5%**	**3.3%**	**4.3%**	**5.5%**	**7.0%**	**8.7%**	**10.9%**

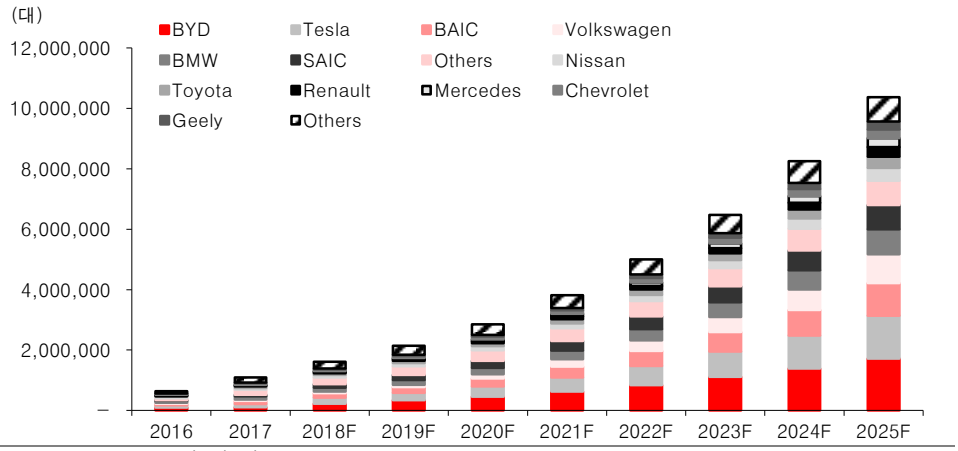
자료: EV Sales, Inside EV, 유진투자증권

도표 28 전기차 상위 브랜드별 글로벌 판매량 추정

(대)	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
BYD	100,183	113,949	227,898	341,847	458,075	627,563	840,934	1,110,033	1,387,541	1,720,551
Tesla	76,230	103,122	199,251	248,163	338,540	468,833	638,001	839,573	1,091,520	1,418,718
BAIC	46,420	104,536	144,472	187,813	270,451	362,404	489,246	650,697	845,906	1,082,759
Volkswagen	37,523	42,028	54,189	73,613	128,247	242,935	352,463	495,396	685,320	951,232
BMW	62,148	103,080	125,587	158,560	213,712	280,857	367,702	481,982	631,907	827,291
SAIC	20,017	56,149	119,784	167,698	239,808	323,740	430,574	533,912	656,712	801,189
Others	66,017	171,373	222,871	289,720	347,665	417,197	500,637	600,764	720,917	800,249
Nissan	56,498	47,689	81,883	101,759	130,040	164,991	208,867	264,666	335,582	428,377
Toyota	2,882	50,883	56,777	79,392	105,522	137,804	178,564	230,111	294,204	371,165
Renault	29,701	32,968	39,497	49,547	62,754	85,478	117,511	162,786	227,885	321,476
Mercedes	20,479	24,156	32,361	42,585	63,093	86,799	118,671	159,396	215,607	293,485
Chevrolet	32,199	50,169	51,525	67,094	87,915	115,071	148,983	187,531	232,817	284,008
Geely	17,181	23,324	30,321	39,418	60,703	83,163	113,102	152,688	203,074	268,058
JAC	18,369	25,741	43,760	56,888	87,038	109,668	137,085	171,356	212,482	254,978
Chery	20,963	27,444	41,166	53,516	76,528	99,486	129,332	159,078	194,075	234,831
Audi	15,492	14,062	15,541	21,463	30,641	42,785	59,673	82,676	116,399	164,644
Mitsubishi	32,179	25,673	38,535	46,198	56,595	69,734	85,791	105,434	128,971	158,701
Hyundai	8,779	23,319	30,899	43,839	54,511	65,783	80,177	98,667	122,562	157,547
JMC	15,598	27,831	36,180	43,416	56,007	68,329	83,361	101,700	123,057	147,669
Honda	2	2,026	14,171	27,005	43,402	56,422	73,349	91,906	115,340	144,978
Others	66,017	171,373	222,871	289,720	347,665	417,197	500,637	600,764	720,917	800,249

자료: EV Sales, Inside EV, 유진투자증권

도표 29 주요 브랜드별 전기차 예상 판매량 추이



자료: EV Sales, Inside EV, 유진투자증권

도표 30 주요 완성차 업체별 전기차 판매 목표(1)

제조사	판매 목표 및 판매 전략	Target year
Toyota	700만대의 HEV, 3만대의 FCVs(연료전지) 글로벌 판매 목표	2020
	판매 차량 대부분을 HEV, PHEV, FCV(연료전지)로	2050
	10개 이상의 순수전기차 모델 출시	2020
	Toyoya, Lexus의 전모델에서 전기차 옵션 확대	2025
	550만대의 전기차 모델 판매(100만대의 순수전기차, 수소차 포함)	2030
VW group	20개의 신규 BEV 모델 출시	2020
	16개의 전기차 공장 설립	2022
	20개 이상의 전기차 모델 출시	2025
	연간 800,000대 수준의 전기차 모델 판매 목표	2025
	Volkswagen Group: 중국시장 40만대의 전기차(PHEV, BEV) 판매	
	Audi America: 미국 내 판매 차량 25%는 플러그 채택 모델로 판매	2025
	Volkswagen Group: 50개의 신규 BEV 모델, 30개의 신규 PHEV 모델 출시	2025
	Volkswagen Group: 중국시장 150만대의 전기차(PHEV, BEV) 판매	
	Volkswagen Brand: 매년 100만대의 전기차 판매	2025
	Volkswagen Group: 매년 300만대의 전기차 판매	2025
	Volkswagen Group: 모든 차종에서 전기차 모델 판매(대략 300개)	2025
GM	2023년까지 20개의 전기차 모델 추가	2023
	2026년 연간 전기차 100만대 판매(전기차 배터리 $100/kWh 이하 목표)	2026
Renault-Nissan	르노 – 150만대의 전기차 판매	2020
	르노 – 20%의 라인업을 ZEV로 구성	2022
	르노 8개의 BEV 모델 출시(80% 수준을 3D Alliance 플랫폼 활용)	2022
	인피니티 – 전기차 모델 출시	2021
	닛산 – 100만대의 전기차 연간 판매	2022
	닛산 – 중국 파트너사와 20개의 전기차 모델 개발 완료, 40개의 전기차 및 하이브리드 모델 출시	2023
Ford	13개의 신규 전기차 라인업 (현재 판매 모델 개수의 40% 이상)	2020
	머스탱 하이브리드 출시, V8 gas engine과 동급의 엔진 개발	2020
	최소 300마일 주행가능한 Small SUV 전기차 출시	2020
	40개의 전기차 모델 출시(16개 순수 전기차, 24개 하이브리드)	2022
	2022년까지 110억달러 투자 계획(연구개발비 포함)	2022
Honda	글로벌 판매의 50%를 HEV, PHEV로 달성	2030
	글로벌 판매의 15%를 BEV로 달성	2030
	US Honda와 Acura의 2/3이상을 하이브리드, PHEV로 판매	2030
Kia	11개의 신규 BEV, PHEV, FCV 모델 출시	2020

자료: Bloomberg, 언론보도 종합, 유진투자증권

도표 31 주요 완성차 업체별 전기차 판매 목표(2)

제조사	판매 목표 및 판매 전략	Target year
BMW	미국시장 전기차 10만대 판매	2020
	판매 모델 전체에 BEV, PHEV 모델 출시	2025
	13개 신규 BEV, 12개 신규 전기차 모델 출시	2025
FCA	향후 CAPEX의 20%를 차량 전동화에 투자 계획	2022
	2022년까지 전동화 솔루션을 갖춘 30개 이상 차종 발표	2022
PSA	7개의 신규 PHEV 모델, 4개의 신규 BEV 라인업 확대	2020
Mercedes	10개의 신규 PHEV 모델 출시	2017
	8개의 신규 EV 모델 출시	2020
	1개의 상업용 EV 출시	2020
	10만대 이상 판매 달성	2020
	110억달러의 투자를 통해 2025->2022년까지 10종의 전기차 개발 계획	2022
	자동차 판매량 전체의 15~25%를 BEV로 구성	2025
Mitsubishi	3개의 신규 crossover 출시(2개의 PHEV 모델, 1개의 BEV 모델)	2020
Volvo	PHEV 모델 판매 글로벌 판매의 10% 수준 달성	2017
	전 엔트리에서 PHEV 모델 출시, 신규 소형 EV모델 출시로 2019년부터 EV 모델 판매	2019
	EV 판매 100만대 달성	2025
Tesla Motors	연간 전기차 판매량 50만대 달성	2018
	4개의 신규 BEV 모델 출시 – Model 3, Compact SUV, pick-up truck, heavy-duty truck, bus	
Geely	전체 판매량의 90%를 New Energy Vehicle로 달성(NEV-PHEV, BEV, FCV)	2020
JAC	전체 판매량의 30%를 New Energy Vehicle로 달성(NEV-PHEV, BEV, FCV)	2025
BJEV(BAIC)	20만대의 전기차 판매 달성	2020
Changan	34개의 NEV 모델 출시	2025
BYD	15만대 판매	2016
Peugeot	3개의 플러그인 하이브리드, 2개의 순수전기차 출시계획, 2019년까지 첫 모델 시판 예상	2021
Hyundai	신규 대체연료(PHEV, BEV)모델 14개 추가 예정, 현대차 혹은 기아차 브랜드로 출시할 예정(제네시스 제외)	2020
	2020년까지 인도에 10억달러 투자, 2개의 전기차 모델 선보일 예정	2020
	2025년까지 전기차 라인업 14종으로 확대 계획	2025
Mazda	2019년까지 전기차 모델 출시 예정	2019
Porsche	2022년까지 60억유로 투자해 전기차 모델 출시 예정	2022
Future Mobility	2020년 첫번째 전기차 모델 판매 목표	2020

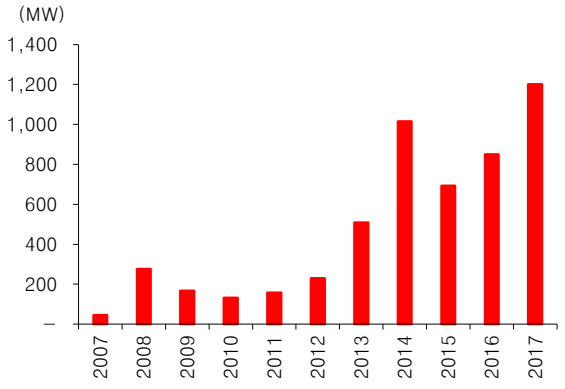
자료: Bloomberg, 언론보도 종합, 유진투자증권

IV. 문재인정부의 에너지전환 정책 속도 내야

에너지전환 정책 반드시 필요한 시점

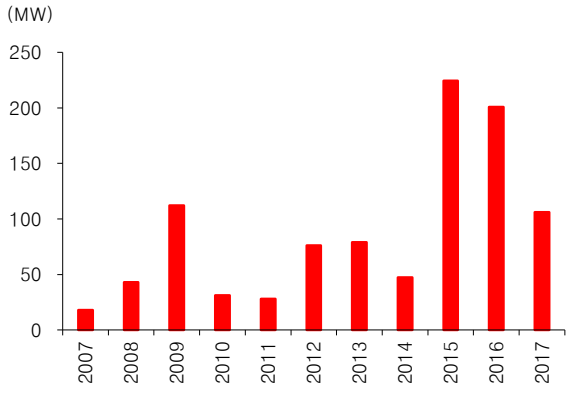
문재인정부가 우선순위로 둔 에너지전환은 지금 대한민국 산업에 반드시 필요한 정책이다. 전 세계가 10년전부터 에너지전환 산업에 집중 투자할 때 대한민국은 대응하지 못했다. MB 정부의 녹색성장 정책은 재생에너지는 뒷전이고 원전중심 정책이었고, 박근혜 정부도 뚜렷한 에너지전환 정책은 없었다. OECD 국가 중 가장 낮은 수준의 재생에너지 비중이 우리의 현주소이다. 전력의 녹색화가 늦은 국가에서 전기차산업이 발전할 수 없다. 정책의 지원정당성이 낮기 때문이다. 사실상 독점업체인 현대/기아차의 전기차 개발속도는 선두권 업체들 대비 느린 상황이다.

도표 32 국내 태양광 설치량 추이



자료: 정부부처, 유진투자증권

도표 33 미풍도 없는 국내 풍력 설치량 추이



자료: 정부부처, 유진투자증권

과거 정부 잘못된 정책으로 산업 토대 매우 취약

녹색성장이 화두였던 MB정부에서 수 많은 기업들이 풍력과 태양광산업에 뛰어들었다. 당시 해외에서도 재생에너지 산업이 성장국면에 진입할 시기였기 때문에 국내업체들의 기대는 매우 컸다. 하지만, 당시 정부는 재생에너지 산업에 대한 지원은 뒷전이고 원전에만 집중했다. 당시 추진하던 서남해 해상풍력 단지가 아직 본사업을 시작도 못했다는 것이 정책의 실패를 입증한다. 큰 손실을 보고 사업을 포기한 풍력, 태양광업체들이 속출했다. 현재 상태도 태양광은 대기업이 운영하는 2~3개업체가 명맥을 잇고 있고, 대부분의 중소기업들은 앞날이 불투명한 상태이다. 풍력도 터빈업체들 기준으로는 생존한 3개업체 중 해외업체 대비 경쟁력을 갖춘 곳은 없다. 부품업체들은 상황이 더욱 심각하다. 에너지전환이 성공한 국가들의 공통점은 해당산업을 육성시킨다는 것이다. 현정부의 정책이 성공하기 위한 가장 중요한 요소는 국내 에너지전환 업체들의 지원과 육성이다.

도표 34 국내 풍력, 생존업체들이 많지 않아

구 분	부품 · 기자재						터 빈	발 전	
	블레이드	타워 · 단조	증속기	베어링	발전기	인버터	풍력터빈	단지설계 설치시공	감시진단 계통연계
세부기술									
국내기업	~~KM~~ ~~DACC~~ ~~두하~~ 휴먼컴퍼지트	CS Wind 동국S&C 유니슨 태웅 ~~평산~~ 현진소재 ~~용현BM~~ ~~미하스코~~	효성 두산중 우림기계	~~용현BM~~ 신라정밀 ~~일진~~ CS 베어링	효성 현대중 보국전기	현대중 플라스포	두산중 ~~현대중~~ ~~삼성중~~ ~~STX조선~~ ~~대우조선~~ 유니슨 한진산업 ~~효성~~	유니슨 ~~대우조선~~ ~~STX조선~~ 삼성물산 ~~현대중~~	KERI 남동발전
해외기업	LM SGL TPI Huiteng	ATS DMI Skykon	Winergy Hansen Eshesa Rexroth Moventas Renk AG	SKF Moventas FAG Handel Kaydon	ABB Leroy Loher Elin	ABB Ingeteam Xantrex	Vestas GE Sinovel Enercon Siemens Gamesa Suzlon Dongfang	Iberdrola Eurus Endesa NUON	Mita Insensys Moog

자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 35 현재 생존한 태양광업체들도 상당수 도태위기에 있어

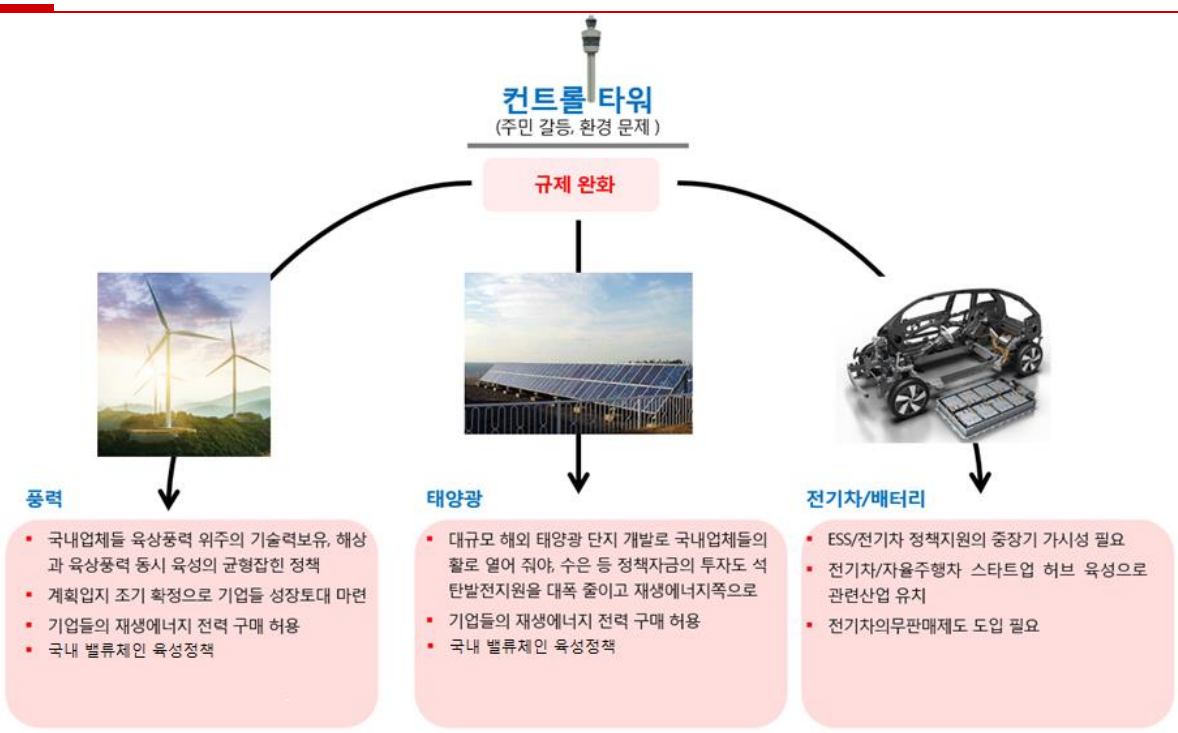


자료: 언론보도, 유진투자증권

컨트롤타워 일원화하고 규제 축소해 업체 살려야

에너지전환이 성공하기 위해서는 부서별로 분산된 컨트롤타워를 일원화하고 규제를 축소하는 것이 우선이다. 풍력, 태양광업체들에게는 안정적인 국내시장을 열어주고, 성장초기에는 해외업체들과의 경쟁으로부터 보호할 제도적 장치를 마련해주어야 한다. 해외의 대부분의 재생에너지 강국들도 자국 업체들을 보호하기 위한 국산화 비율 등을 운영하고 있다. 전기차부문도 보조금 지급으로 인한 단기 육성책에서 의무판매제도나 내연기관차 판매금지 로드맵을 도입해야 한다. 국내 신차시장이 연간 150만대 이상이기 때문에 국내에서만 안정적인 전기차 수요만 유지되어도 관련산업의 성장은 안정적일 수 있다.

도표 36 에너지전환 위한 정책제안



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 37 문재인 정부의 에너지전환 관련 주요 공약들

신재생에너지 전력생산량 2030년까지 20%
- 태양광, 해상풍력 등 신재생에너지 개발에 적극 투자
- 2030년까지 신재생발전 전력량이 전체 전력발전량의 20%가 될 수 있는 기반 마련
- 발전사업자들의 신재생에너지 의무 공급량 비율 높임
- 소규모 발전사업자에게는 신재생에너지 설비에 대한 발전차액제도(FIT)를 한시적 지원
- 친환경에너지 펀드 조성, 개인 농가와 협동조합잉 신재생에너지 사업에 직접 참여하도록 독려
- 재생에너지 전력을 생산, 소비 및 동시에 판매할 수 있도록 에너지 신기술 확산
- 친환경 에너지에 기반한 '에너지 자립도시' 시업사업 추진

친환경 차량 비중 확대
- 경유차 감축 및 노후 경유차 교체 촉진, 전기차 친환경차 보급 확대 지원 추진
- 노선버스의 경우, 수도권, 비수도권 대도시 중심으로 임기 내 CNG버스로 전면 교체 추진
- 대형 경유 화물차, 건설장비 저감 장치 설비 의무화 및 발생 비용 보조금 지원
- 노후 오토바이(260만대) 전기오토바이로 전환 사업 지원
- 공공기관 신규구매 차량 70%를 전기/친환경차로 대체
- 친환경차 구입 보조금 확대 및 전기차 충전 인프라 조기 구축

원자력 제로
- 원전중심의 발전 정책 폐기
- 신규 원전 건설계획 백지화
- 노후 원전 수명 연장 금지 및 월성1호기 폐쇄
- 신고리 5, 6호기의 공사 중단
- 원전 위험부담 피해를 겪는 지역주민을 위한 전기요금 차등제
- 원자력 안전위원회를 대통령직속위원회로 승격

청정에너지 발전 시대
- 석탄화력발전소의 신규 건설 전면 중단
- 건설 중인 화력발전소라도 공정률 10% 미만인 경우 건설을 원점에서 검토
- 연료비 중심으로 계획되던 전력공급 방식을 국민건강을 고려한 방식으로 전면 개편
- 천연가스 발전설비 가동률을 60%까지 유지
- 석탄화력발전으로 인한 환경피해 감수 지역주민에 전기요금 차등제 시행

4차산업혁명에 대비한 에너지 생태계 구축
- 인터넷과 에너지 산업을 하나로 묶어 '플랫폼 기반 에너지시스템' 구축
- 신재생에너지 설비와 분산되어 있는 작은 규모의 발전소를 통합 관리
- 전력량을 자동으로 분석하는 인공지능 프로그램(AMI) 확대 공급
- 스마트그리드 시대로의 진입

친환경 에너지 세제 정비
- 원전, 석탄 발전용 연료의 세금은 높이고, 친환경 발전 연료 세금 감세
- 친환경 및 청정연료에 대한 지원금 강화
- 원전 사고에 대한 위험비용을 원자력 전기 원가에 반영
- 친환경자동차 구입 시 정부가 보조해주는 협력금 제도 시행

에너지 소비 산업구조 효율화
- 우리나라의 전체 소비전력 중 산업용이 55% 이상 차지
- 산업용 전기요금을 재편해 산업부분에서의 전력 과소비 방지
- 신재생발전을 통한 전력공급 지원
- 원가 부담이 산업 경쟁력에 영향을 주지 않도록 중장기적 시행

자료: 산업통상자원부, 유진투자증권



기업분석

일진머티리얼즈
BUY(유지) / TP 50,000원(유지)
경쟁에 대한 우려보다 시장 성장을 보아야 할 때

상아프론테크
BUY(유지) / TP 22,000원(유지)
수급요인으로 주가하락, 실적은 성장세 전환

후성
BUY(유지) / TP 15,000원(유지)
증설효과로 2019년 성장 가시성 높아

신흥에스이씨
BUY(유지) / TP 50,000원(유지)
증설에 바쁜 회사, 전기차 시장 성장의 바로미터

씨에스윈드
BUY(유지) / TP 45,000원(유지)
수주급증으로 중장기 실적 가시성 높아

일진머티리얼즈(020150.KS)

에너지/스몰캡 한병화
Tel. 368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

경쟁에 대한 우려보다 시장 성장을 보아야 할 때

BUY(유지)

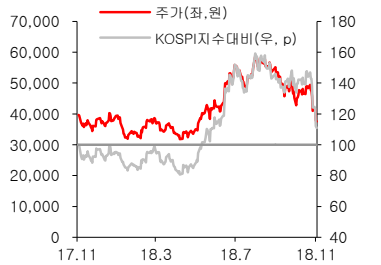
목표주가(12M, 유지)	65,000원
현재주가(11/30)	38,550원

Key Data	(기준일: 2018.11.30)
KOSPI(pt)	2,097
KOSDAQ(pt)	696
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	1,778
52주 최고/최저(원)	60,100 / 31,500
52주 일간 Beta	1.55
발행주식수(천주)	46,111
평균거래량(3M,천주)	659
평균거래대금(3M,백만원)	32,087
배당수익률(18F, %)	1.7
외국인 지분율(%)	4.5
주요주주 지분율(%)	
허재명외 3인	53.4
국민연금	7.2

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.4	-33.5	10.8	-2.9
KOSPI 대비상대수익률	-18.5	-24.4	23.7	12.4

Company vs KOSPI composite



▪ 최근 주가 급락, 동전의 한쪽 면만 바라본 결과

여타 배터리관련주들과 같이 동사의 주가도 급락한 상태이다. 주가 하락의 원인은 경쟁업체들의 증설 뉴스 때문이다. SK가 중국의 일렉포일업체에게 대규모 투자할 것으로 발표했고, 두산도 헝가리에 일렉포일 공장을 건설하고 있다. 당사는 업계의 증설 움직임을 악재로 보지 않는다. 오히려 전방수요의 증가가 그만큼 강하다는 시그널로 해석하고 있다. 더군다나 전기차용 일렉포일은 현재 전세계에서 공급능력을 가진 업체가 5~6개 수준에 불과하고 기술진입장벽이 높아 신규업체들의 진입은 제한적으로 판단된다. 기존 업체들끼리의 증설경쟁은 향후에도 지속될 것이다. 연평균 30% 이상 증가하는 수요를 소수의 업체들이 감당해야 하기 때문이다.

▪ BYD, 삼성SDI향 수요 맞춰주기도 타이트한 일정

동사는 말레이시아 공장증설을 하면서 연간 최소 1.2만톤의 일렉포일을 공급하는 계약을 이미 체결했다. 계약금도 수령해 재료조달 등 운영자금으로 사용하고 있는 것으로 판단된다. 또 다른 주고객인 BYD에게는 캐파부족으로 일렉포일 공급량을 늘려주지 못하고 있다. BYD의 올 해 판매량이 작년 대비 두 배 이상 증가하고 있는 것을 감안하면 일렉포일 업체들의 증설은 지속될 수 밖에 없다. 중국에 연산 50만대의 테슬라 공장이 건설되는 것도 동사와 같은 일렉포일 업체에게 수요보다는 공급능력 확충이 중요함을 알려준다.

▪ 내년부터 본격적인 이익성장

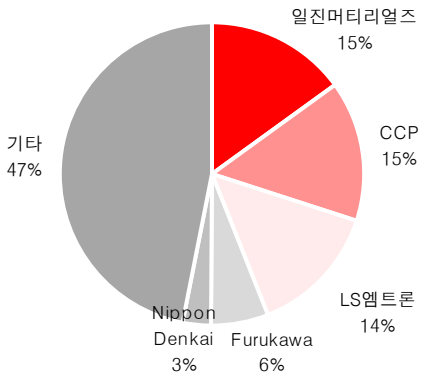
2018년은 증설효과가 나타나기 전이기 때문에 영업이익 증가율이 8%에 그칠 것이지만 2019년 동사의 영업이익 증가율은 61%에 달할 것으로 예상된다. 말레이시아 공장의 1단계 증설물량만 연간 1.2만톤에 연 매출액 증가가 약 1,600억원으로 예상되기 때문이다. 전방산업인 전기차 시장의 성장과 동사의 증설이 예상대로 진행되고 있기 때문에 목표주가도 기존의 65,000원을 유지한다. 목표주가는 2020년 동사 EPS기준 PER 32배 수준이다. 동사 가치의 핵심인 일렉포일의 증설분에 대한 계약이 2023년까지 확정되어 있어 2020년의 동사 실적을 선반영하는 것이 무리가 없다고 판단된다. 당사가 추정하는 2025년까지의 전기차 시장 성장률도 연평균 33%에 달해 전기차 관련업체들에 대한 PER도 이를 기준으로 적용한다.

도표 38 일진머티리얼즈 실적 추이 및 전망(연결기준)

(십억원)	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액(수익)	**393.4**	**399.0**	**454.0**	**499.5**	**642.5**	**777.9**
ICS(PCB용)	135.9	77.4	99.8	96.4	121.8	134.5
I2B(2차전지용)	103.1	149.9	171.9	191.8	311.4	417.9
기타	18.7	23.4	23.3	24.3	25.5	27.5
자회사	135.7	148.3	159.1	187.1	183.9	198.1
매출비중						
ICS(PCB용)	34.5%	19.4%	22.0%	19.3%	19.0%	17.3%
I2B(2차전지용)	26.2%	37.6%	37.9%	38.4%	48.5%	53.7%
기타	4.8%	5.9%	5.1%	4.9%	4.0%	3.5%
자회사	34.5%	37.2%	35.0%	37.5%	28.6%	25.5%
영업이익	**14.4**	**29.0**	**49.5**	**53.5**	**86.2**	**118.4**
별도 영업이익	6.3	21.4	46.8	44.3	78.2	104.2
자회사 영업이익	8.1	7.6	2.7	9.3	8.0	14.2
세전이익	79.3	20.3	41.6	57.2	85.0	117.7
순이익	**-63.3**	**40.6**	**42.2**	**43.6**	**68.0**	**94.2**

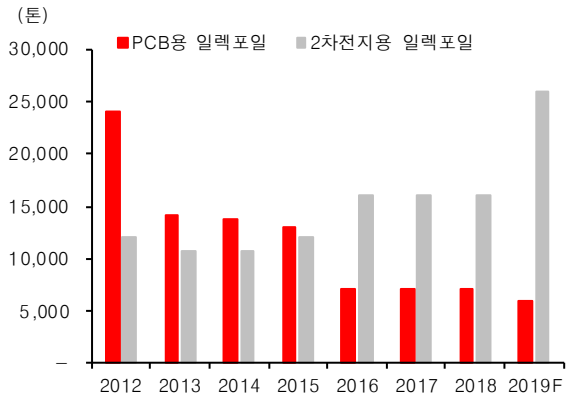
자료: 유진투자증권

도표 39 2차전지용 일렉포일 세계시장 점유율(2017년)



자료: 일진머티리얼즈, 유진투자증권

도표 40 연간 생산 Capa 추이



자료: 유진투자증권

일진머티리얼즈(020150.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	**390.8**	**650.3**	**688.6**	**754.6**	**836.3**
유동자산	147.8	394.5	388.7	451.0	533.8
현금성자산	30.1	250.1	232.0	244.8	298.7
매출채권	56.0	67.0	79.7	108.3	124.9
재고자산	51.5	58.5	57.9	78.7	90.8
비유동자산	243.0	255.8	299.9	303.6	302.5
투자자산	61.1	75.6	61.8	64.3	66.9
유형자산	176.2	175.8	233.7	234.8	230.9
기타	5.6	4.4	4.4	4.6	4.7
부채총계	**96.1**	**119.9**	**187.2**	**215.3**	**232.7**
유동부채	68.6	89.0	131.3	157.4	172.8
매입채무	43.7	52.4	71.1	96.6	111.4
유동성이자부채	10.8	7.9	5.6	5.6	5.6
기타	14.1	28.7	54.6	55.2	55.7
비유동부채	27.4	30.8	55.9	57.9	60.0
비유동기타부채	2.4	3.8	6.6	6.6	6.6
기타	25.1	27.0	49.3	51.3	53.4
자본총계	**294.7**	**530.4**	**501.4**	**539.4**	**603.6**
지배지분	286.4	530.4	501.4	539.4	603.6
자본금	19.6	23.0	23.1	23.1	23.1
자본잉여금	190.3	379.3	385.4	385.4	385.4
이익잉여금	55.8	95.9	79.5	117.6	181.8
기타	20.6	32.2	13.3	13.3	13.3
비지배지분	8.4	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**294.7**	**530.4**	**501.4**	**539.4**	**603.6**
총차입금	13.2	11.7	12.2	12.2	12.2
순차입금	(16.9)	(238.4)	(219.8)	(232.5)	(286.4)

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**399.0**	**454.0**	**499.5**	**642.5**	**777.9**
증가율(%)	1.4	13.8	10.0	28.6	21.1
매출원가	342.8	373.1	414.4	516.8	614.1
매출총이익	56.2	81.0	85.1	125.8	163.8
판매 및 일반관리비	27.2	31.4	31.9	39.6	45.4
기타영업손익	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
영업이익	**29.0**	**49.5**	**53.5**	**86.2**	**118.4**
증가율(%)	101.2	70.6	8.1	61.0	37.4
EBITDA	**51.7**	**73.1**	**79.8**	**111.0**	**146.6**
증가율(%)	(0.3)	41.5	9.1	39.1	32.0
영업외손익	**(8.7)**	**(7.9)**	**3.6**	**(1.2)**	**(0.7)**
이자수익	0.6	1.7	2.5	3.9	4.8
이자비용	0.2	0.4	1.2	1.6	1.6
지분법손익	20.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	(29.4)	(9.2)	2.3	(3.5)	(3.9)
세전순이익	**20.3**	**41.6**	**57.2**	**85.0**	**117.7**
증가율(%)	(74.3)	104.5	37.5	48.7	38.5
법인세비용	0.9	(0.7)	13.6	17.0	23.5
당기순이익	**40.6**	**42.2**	**43.6**	**68.0**	**94.2**
증가율 (%)	흑전	3.9	3.2	56.1	38.5
지배주주지분	39.3	42.2	43.1	66.8	92.9
증가율(%)	흑전	7.3	2.1	55.2	39.0
비지배지분	1.3	0.0	0.5	1.1	1.3
EPS	**971**	**984**	**934**	**1,450**	**2,015**
증가율 (%)	흑전	1.3	(5.1)	55.2	39.0
수정EPS	971	984	934	1,450	2,015
증가율 (%)	흑전	1.3	(5.1)	55.2	39.0

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	**72.9**	**61.2**	**163.8**	**71.3**	**110.9**
당기순이익	40.6	42.2	43.6	68.0	94.2
자산상각비	22.6	23.6	26.2	24.8	28.2
기타비현금성손익	(18.0)	3.3	10.0	2.0	2.1
운전자본증감	27.4	(11.1)	83.5	(23.5)	(13.5)
매출채권감소(증가)	20.6	(11.8)	(4.7)	(28.6)	(16.6)
재고자산감소(증가)	11.4	(7.0)	0.1	(20.8)	(12.1)
매입채무증가(감소)	(10.1)	4.3	10.5	25.5	14.8
기타	5.5	3.4	77.7	0.4	0.4
투자활동현금흐름	**(50.3)**	**(219.5)**	**(77.1)**	**(34.9)**	**(33.6)**
단기투자자산감소	(3.1)	(41.1)	50.9	(6.3)	(6.6)
장기투자증권감소	(15.5)	(161.7)	(7.8)	(2.1)	(2.2)
설비투자	(31.3)	(17.7)	(83.7)	(25.0)	(23.3)
유형자산처분	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
무형자산처분	(0.2)	0.4	(0.6)	(1.1)	(1.1)
재무활동현금흐름	**(23.5)**	**180.2**	**(56.6)**	**(30.0)**	**(30.0)**
차입금증가	(22.8)	(1.5)	0.0	0.0	0.0
자본증가	0.0	197.8	(56.5)	(30.0)	(30.0)
배당금지급	0.0	2.1	59.9	30.0	30.0
현금 증감	**(1.3)**	**19.7**	**29.9**	**6.4**	**47.3**
기초현금	27.9	26.5	46.2	76.1	82.5
기말현금	26.5	46.2	76.1	82.5	129.8
Gross cash flow	54.2	72.7	79.8	94.8	124.4
Gross investment	19.9	189.6	44.6	52.1	40.5
Free cash flow	**34.4**	**(116.9)**	**35.2**	**42.7**	**83.9**

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	971	984	934	1,450	2,015
BPS	7,072	11,531	10,873	11,697	13,090
DPS	50	650	650	650	650
밸류에이션(배,%)					
PER	13.9	38.9	41.3	26.6	19.1
PBR	1.9	3.3	3.5	3.3	2.9
EV/ EBITDA	10.4	20.8	19.5	13.9	10.2
배당수익율	0.4	1.7	1.7	1.7	1.7
PCR	10.1	22.6	22.3	18.7	14.3
수익성 (%)					
영업이익율	7.3	10.9	10.7	13.4	15.2
EBITDA이익율	13.0	16.1	16.0	17.3	18.8
순이익율	10.2	9.3	8.7	10.6	12.1
ROE	15.6	10.3	8.4	13.1	16.5
ROIC	11.3	15.6	17.8	28.6	37.0
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	-	-	-	-	-
유동비율	215.4	443.1	296.0	286.6	309.0
이자보상배율	-	-	-	-	-
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.9	0.7	0.9	1.0
매출채권회전율	5.7	7.4	6.8	6.8	6.7
재고자산회전율	6.5	8.3	8.6	9.4	9.2
매입채무회전율	7.1	9.4	8.1	7.7	7.5

자료: 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

상아프론테크(089980.KQ)

에너지/스몰캡 한병화
Tel. 368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

수급요인으로 주가하락, 실적은 성장세 전환

■ **기관발 수급악화가 주가 하락의 주원인, 실적 성장세 전환에 주목해야**

최근 주가하락의 가장 큰 원인은 동사 주식을 보유하고 있던 펀드가 운용사 교체로 일시에 매도물량이 출회되었기 때문이다. 3분기부터 실적이 본격적인 성장세로 전환했기 때문에 일시적인 수급요인으로 인한 투자하락세는 회복될 것으로 보인다. 3분기 동사의 영업이익은 전년동기 대비 22% 증가한데 이어 4분기에는 47억원의 영업이익을 기록해 전년동기 2억원대비 급증할 것으로 판단된다.

■ **배터리 부품 매출 증가와 적자부문 턴어라운드로 실적개선세**

동사의 배터리 부문 매출액은 16년 281억원, 17년 386억원을 기록한 데 이어 18년에는 583억원으로 51% 증가할 것으로 예상된다. 성장의 주력모멘텀이 배터리부품인 것이다. 3분기부터 발생하고 있는 이익개선세의 또 다른 원인은 디스플레이 장비부문의 흑자전환이다. 중국의 OLED 증설로 동사의 카세트 매출이 증가하면서 적자부문이 흑자로 전환된 것으로 파악된다. 2019년에도 동일한 성장세가 유지될 것으로 추정된다. 매출액과 영업이익은 각각 2,135억원, 186억원으로 올 해 대비 17%, 36% 증가할 것으로 예상된다.

■ **2019년은 또 다른 성장동력을 장착하는 원년 될 것**

동사의 대부분의 제품들은 불소수지를 기반으로 한다. 열에 강하고 가벼운 불소수지는 배터리부품부터 반도체 소재/장비 등으로 다양하게 사용된다. 불소수지 중 가장 고난도의 소재는 멤브레인이다. 흔히 고어텍스로 알려진 멤브레인은 불소수지를 최대한 얇게 가공해 다양한 필터의 영역에 사용된다. 상아프론테크는 불소수지 멤브레인을 개발해 현재 자동차용 모터보호 필터부문에 납품이 되고 있다. 다양한 업체들과 멤브레인 계약을 추진 중이어서 내년부터 가시적인 성과가 나올 것으로 판단된다. 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 22,000원을 유지한다.

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	22,000원
현재주가(11/30)	11,350원

Key Data (기준일: 2018.11.30)

KOSPI(pt)	2,097
KOSDAQ(pt)	696
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	162
52주 최고/최저(원)	19,500 / 10,150
52주 일간 Beta	2.27
발행주식수(천주)	14,264
평균거래량(3M,천주)	129
평균거래대금(3M,백만원)	1,797
배당수익률(18F, %)	1.0
외국인 지분율(%)	2.3
주요주주 지분율(%)	
이상원외 6인	46.4
국민연금	6.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.3	-32.4	-19.5	-17.2
KOSPI 대비상대수익률	-6.7	-18.9	0.9	-7.3

Company vs KOSPI composite

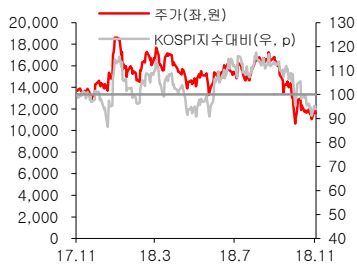
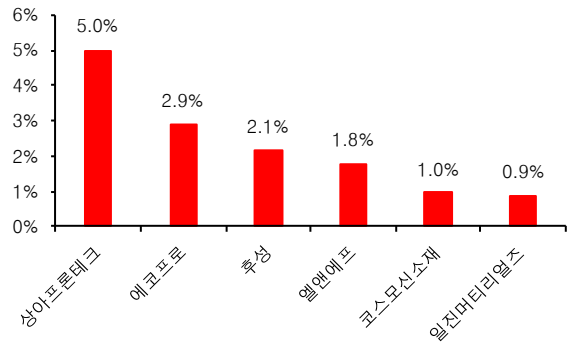


도표 41 실적 추이 및 전망

(십억원)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	**94.0**	**107.8**	**128.38**	**143.7**	**156.3**	**153.2**	**182.1**	**213.5**	**242.7**
%YoY	9.4	15.5	27.2	33.3	35.0	20.2	28.3	35.6	25.0
디스플레이 카세트	9.7	8.1	5.6	4.4	5.1	5.1	4.5	5.4	5.5
PTFE sheet	11.0	12.4	10.3	8.6	8.8	7.8	7.8	8.0	8.3
PCB 소재	19.7	19.3	23.3	22.0	22.1	22.5	22.6	24.0	24.0
OA	2.9	5.8	3.5	9.4	17.8	16.5	16.0	21.5	25.0
반도체 소재/장비	26.7	21.2	32.5	39.6	36.9	37.5	37.8	38.5	41.6
기타부품	14.7	23.2	24.5	24.4	28.1	38.6	58.3	68.8	92.5
전기차/ESS Cap Ass'y	-	2.2	1.5	2.0	2.5	2.7	4.0	5.5	6.5
의료기기	0.6	0.9	1.0	0.2	1.1	0.7	2.7	3.7	5.5
멤브레인/특수소재	0.3	0.4	0.6	1.0	0.8	1.1	2.3	3.0	9.6
매출원가	76.5	85.0	103.3	112.7	122.9	119.9	142.8	165.5	185.4
매출원가율	81.3%	78.8%	80.4%	78.4%	78.6%	78.0%	78.4%	77.5%	76.4%
판관비	12.3	15.1	19.3	20.9	24.3	22.6	25.6	29.4	32.8
영업이익	**5.3**	**7.8**	**5.8**	**10.1**	**9.1**	**10.8**	**13.7**	**18.6**	**24.5**
영업이익률(%)	5.6%	7.2%	4.5%	7.0%	5.8%	7.0%	7.5%	8.7%	10.1%
%YoY	**-25.3%**	**47.0%**	**-25.6%**	**74.6%**	**-9.7%**	**18.7%**	**26.7%**	**36.2%**	**31.3%**
영업외손익	(0.7)	0.4	(1.2)	0.1	(0.1)	(1.3)	(0.1)	(1.0)	(1.0)
세전이익	4.5	8.1	4.5	10.2	9.0	9.5	13.6	17.6	23.5
법인세비용	0.2	1.1	0.5	2.3	3.5	2.0	2.9	3.7	5.2
당기순이익	**4.4**	**7.0**	**4.0**	**7.9**	**5.5**	**7.5**	**10.7**	**13.9**	**18.3**

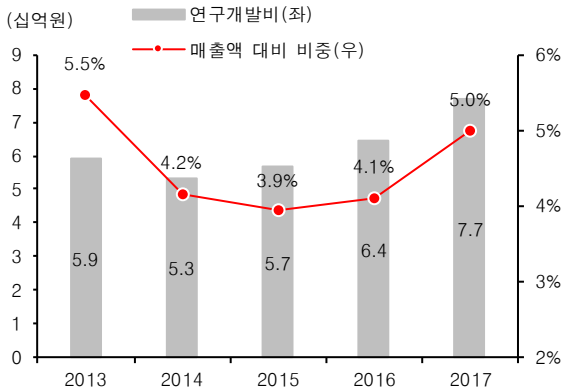
자료: 유진투자증권

도표 42 배터리관련 업체 매출액 대비 연구개발비 비중



자료: 각 사, 유진투자증권(2017년 기준)

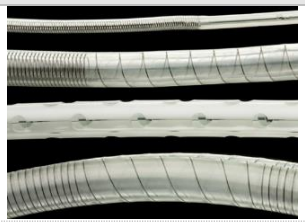
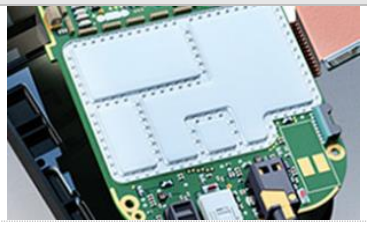
도표 43 상아프론테크의 지난 5년간 연구개발비 추이



자료: 상아프론테크, 유진투자증권

도표 44 상아프론테크의 ePTFE 멤브레인(고어텍스 멤브레인) 부문별 개발 현황

제품종류	아웃도어	반도체용 수처리 필터	자동차용 벤팅 및 모터용 필터
			
상아프론테크 개발단계	개발완료 후 납품업체 협의 중	개발완료 후 납품업체 협의 중	개발완료 테스트제품 납품
납품처	국내 아웃도어 의류업체들	국내 반도체 CMP 슬러리 업체	국내 자동차 벤더

제품종류	의료기기	전자기기 소재(방수, 차폐)
		
상아프론테크 개발단계	미개발	개발 중
납품처	의료기기 업체	국내, 중국 IT 디바이스 업체

자료: 고어, 상아프론테크, 유진투자증권(일부 제품은 고어사의 이미지를 사용)

도표 45 국내 전기차 소재/부품업체 Valuation 비교

		상아프론테크	신흥에스이씨	일진머티리얼즈	후성	엘앤에프	에코프로
국가		한국	한국	한국	한국	한국	한국
2018-11-30(현지통화)		11,350	36,350	38,550	8,220	36,200	31,250
시가총액(십억원)		161.9	238.2	1,777.6	761.2	896.2	690.3
PER (배)							
	FY17A	26.2	26.8	38.9	31.8	52.5	(125.7)
	FY18F	**15.1**	**26.5**	**41.3**	**24.3**	**37.8**	**21.7**
	FY19F	**11.6**	**14.0**	**26.6**	**19.2**	**24.1**	**16.4**
PBR (배)							
	FY17A	1.9	2.2	3.3	5.3	7.4	5.9
	FY18F	1.4	3.1	3.5	3.6	5.2	3.9
	FY19F	1.2	2.5	3.3	3.1	4.2	3.1
매출액 (십억원)							
	FY17A	153.2	133.1	454.0	248.8	403.0	329.0
	FY18F	182.1	215.5	499.5	272.8	517.3	637.8
	FY19F	213.5	294.7	642.5	344.0	672.7	894.5
영업이익 (십억원)							
	FY17A	10.8	9.9	49.5	35.5	29.4	21.8
	FY18F	13.7	13.3	53.5	44.5	33.4	55.9
	FY19F	18.6	22.1	86.2	53.6	50.1	84.1
영업이익률 (%)							
	FY17A	7.0	7.5	10.9	14.3	7.3	6.6
	FY18F	7.5	6.2	10.7	16.3	6.5	8.8
	FY19F	8.7	7.5	13.4	15.6	7.5	9.4
순이익 (십억원)							
	FY17A	7.5	5.8	42.2	28.2	20.6	(3.3)
	FY18F	10.7	9.0	43.6	29.3	24.0	38.3
	FY19F	13.9	17.0	68.0	40.1	37.4	57.7
EV/EBITDA (배)							
	FY17A	12.4	10.1	20.8	16.5	34.5	36.6
	FY18F	9.3	13.0	19.5	14.6	22.2	10.8
	FY19F	7.0	8.3	13.9	11.8	15.5	7.8
ROE (%)							
	FY17A	7.2	9.9	10.3	17.4	19.6	(1.8)
	FY18F	9.4	12.1	8.4	15.2	17.5	18.8
	FY19F	11.2	19.7	13.1	17.5	22.2	22.8

자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: 주가는 2018.11.30 종가기준, 신흥에스이씨, 상아프론테크는 당사 추정치(CB 희석전 기준)

상아프론테크(089980.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	**202.0**	**219.9**	**236.0**	**238.3**	**256.3**
유동자산	90.6	105.2	122.6	123.6	128.8
현금성자산	16.3	43.2	52.0	52.6	58.1
매출채권	42.8	39.0	39.0	39.0	44.0
재고자산	20.5	20.3	28.8	29.2	24.0
비유동자산	111.3	114.7	113.4	114.7	127.4
투자자산	7.4	8.0	9.3	9.6	10.0
유형자산	102.4	105.2	102.1	101.0	111.5
기타	1.5	1.4	2.1	4.1	6.0
부채총계	**103.6**	**110.4**	**117.7**	**108.1**	**110.0**
유동부채	77.9	81.1	93.8	84.1	85.9
매입채무	18.4	22.7	19.0	19.2	26.0
유동성이자부채	56.2	53.2	69.6	59.6	54.6
기타	3.2	5.2	5.2	5.3	5.4
비유동부채	25.7	29.3	23.9	24.0	24.1
비유동기타부채	21.5	26.3	21.6	21.6	21.6
기타	4.2	3.0	2.3	2.4	2.5
자본총계	**98.4**	**109.5**	**118.3**	**130.2**	**146.2**
지배지분	98.4	109.5	118.3	130.2	146.2
자본금	6.7	7.1	7.1	7.1	7.1
자본잉여금	24.4	29.5	29.5	29.5	29.5
이익잉여금	68.2	74.2	82.9	94.8	110.9
기타	(0.9)	(1.4)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**98.4**	**109.5**	**118.3**	**130.2**	**146.2**
총차입금	77.8	79.5	91.2	81.2	76.2
순차입금	61.5	36.3	39.1	28.5	18.1

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**156.3**	**153.2**	**182.1**	**213.5**	**242.7**
증가율(%)	8.7	(2.0)	18.8	17.2	13.7
매출원가	122.9	119.9	142.5	165.5	185.4
매출총이익	33.4	33.4	39.6	48.0	57.3
판매 및 일반관리비	24.3	22.6	25.9	29.4	32.8
기타영업손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**9.1**	**10.8**	**13.7**	**18.6**	**24.5**
증가율(%)	(9.6)	18.7	26.9	36.1	31.3
EBITDA	**16.9**	**19.4**	**21.5**	**27.3**	**33.8**
증가율(%)	(3.7)	14.6	10.9	27.0	23.5
영업외손익	**(0.1)**	**(1.3)**	**(0.1)**	**(1.0)**	**(1.0)**
이자수익	0.2	0.5	0.3	1.1	1.2
이자비용	1.5	1.9	0.0	0.0	2.3
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	1.3	0.1	(0.4)	(2.1)	0.1
세전순이익	**9.0**	**9.5**	**13.6**	**17.6**	**23.5**
증가율(%)	(11.5)	5.1	43.6	29.7	33.1
법인세비용	3.5	2.0	2.9	3.7	5.2
당기순이익	**5.5**	**7.5**	**10.7**	**13.9**	**18.3**
증가율 (%)	(30.4)	36.6	43.9	29.7	31.4
지배주주지분	5.5	7.5	10.7	13.9	18.3
증가율(%)	(30.4)	36.6	43.9	29.7	31.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	**415**	**546**	**753**	**977**	**1,284**
증가율 (%)	(33.5)	31.5	37.9	29.7	31.4
수정EPS	415	546	753	977	1,284
증가율 (%)	(33.5)	31.5	37.9	29.7	31.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	**0.5**	**23.1**	**19.4**	**22.6**	**34.7**
당기순이익	9.0	9.5	10.7	13.9	18.3
자산상각비	7.8	8.6	7.8	8.7	9.3
기타비현금성손익	(1.6)	0.1	1.1	0.1	0.1
운전자본증감	(15.4)	2.4	1.7	(0.1)	7.0
매출채권감소(증가)	(14.1)	3.2	7.4	0.0	(5.0)
재고자산감소(증가)	0.7	(1.2)	(1.6)	(0.4)	5.2
매입채무증가(감소)	1.0	2.6	(0.4)	0.3	6.8
기타	(3.0)	(2.1)	(3.7)	0.0	0.0
투자활동현금흐름	**(18.2)**	**(16.7)**	**(20.0)**	**(11.3)**	**(23.3)**
단기투자자산감소	1.0	1.9	(0.3)	(1.2)	(1.3)
장기투자증권감소	(0.2)	0.0	(0.2)	0.0	0.0
설비투자	(17.1)	(14.6)	(13.5)	(17.1)	(19.4)
유형자산처분	1.0	1.0	1.9	9.6	0.0
무형자산처분	(0.1)	(0.0)	(0.7)	(2.2)	(2.2)
재무활동현금흐름	**13.9**	**5.5**	**2.6**	**(12.0)**	**(7.3)**
차입금증가	15.4	3.9	3.9	(10.0)	(5.0)
자본증가	0.3	3.6	0.0	(2.0)	(2.3)
배당금지급	1.8	1.8	0.0	2.0	2.3
현금 증감	**(3.9)**	**11.7**	**2.0**	**(0.7)**	**4.2**
기초현금	11.7	7.8	19.6	21.6	20.9
기말현금	7.8	19.6	21.6	20.9	25.1
Gross cash flow	21.3	23.3	19.7	22.7	27.7
Gross investment	34.5	16.2	18.0	10.2	15.0
Free cash flow	**(13.2)**	**7.1**	**1.7**	**12.6**	**12.7**

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	415	546	753	977	1,284
BPS	7,398	7,676	8,292	9,129	10,253
DPS	140	140	140	160	170
밸류에이션(배,%)					
PER	21.7	26.2	15.1	11.6	8.8
PBR	1.2	1.9	1.4	1.2	1.1
EV/ EBITDA	10.7	12.4	9.3	7.0	5.3
배당수익율	1.6	1.0	1.2	1.4	1.5
PCR	5.6	8.4	8.2	7.1	5.8
수익성 (%)					
영업이익율	5.8	7.0	7.5	8.7	10.1
EBITDA이익율	10.8	12.7	11.8	12.8	13.9
순이익율	3.5	4.9	5.9	6.5	7.5
ROE	5.7	7.2	9.4	11.2	13.2
ROIC	3.7	5.6	7.1	9.3	11.8
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	62.5	33.1	33.1	21.9	12.4
유동비율	116.4	129.8	130.7	146.9	149.9
이자보상배율	6.6	7.7	-	-	23.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.7	0.8	0.9	1.0
매출채권회전율	4.0	3.7	4.7	5.5	5.8
재고자산회전율	7.5	7.5	7.4	7.4	9.1
매입채무회전율	9.5	7.4	8.7	11.2	10.7

자료: 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

후성(093370.KS)

에너지/스몰캡 한병화
Tel. 368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

증설효과로 2019년 성장 가시성 높아

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	15,000원
현재주가(11/30)	8,220원

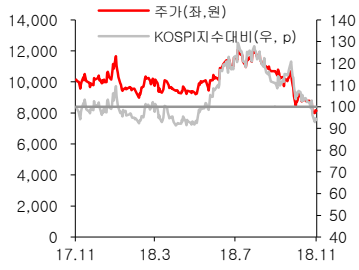
Key Data (기준일: 2018.11.30)

KOSPI(pt)	2,097
KOSDAQ(pt)	696
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	761
52주 최고/최저(원)	12,300 / 7,910
52주 일간 Beta	1.14
발행주식수(천주)	92,607
평균거래량(3M,천주)	767
평균거래대금(3M,백만원)	7,563
배당수익률(18F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	4.1
주요주주 지분율(%)	
김근수 외 8인	49.6
국민연금	8.5

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.5	-30.3	-10.7	-19.0
KOSPI대비상대수익률	-10.6	-21.2	2.3	-3.7

Company vs KOSPI composite



▪ 배터리용 소재, 반도체 특수가스 증설물량 양산 본격화

동사는 주력제품인 배터리용 전해질 첨가제 LiPF6와 반도체 식각용 특수가스 C4F6를 증설하고 있다. LiPF6는 국내에 1,800톤 공장을 보유하고 있고, 중국에서는 400톤 생산능력을 최종적으로 3,800톤 규모로 상향하고 있다. 내년초에는 중국공장의 1단계 증설로 약 2,000톤 증설이 완료된다. 2020년에 중국공장 증설이 최종적으로 완공되면 동사의 LiPF6 생산능력은 국내외 합쳐서 5,600톤까지 증가하게 된다. 반도체 특수가스인 C4F6도 현재 80톤에서 180톤으로 증설을 진행 중이고 내년 초부터 가동할 것으로 판단된다. 아직 WF6의 증설은 확정하지 않았지만 상황에 따라 증설할 가능성이 있다. 2019년에는 배터리와 반도체 소재 부문의 증설효과가 예상된다. 2019년 매출액은 3,440억원, 영업이익은 536억원으로 올 해 대비 26%, 20%의 증가할 것으로 예상한다.

▪ 진입장벽 높고 수직계열화 되어있어 안정적인 성장 가능

주력 제품인 LiPF6는 국내에서 독점인 상태이다. 반도체용 특수가스도 경쟁강도가 매우 낮다. 원재료인 불소(불화수소산)이 생산이 까다롭고, 생산공정에서 탄소배출과 오염물질을 배출하기 때문에 각 국가들이 생산을 철저히 통제하기 때문이다. 동사는 중국 공장을 통해 원재료를 직접 수급하기 때문에 시장 수요에 대응할 수 있는 체계이다. 전기차와 반도체용 불소소재와 가스 수요는 중장기 성장국면에 진입한 상태이다. 독과점인 후성의 시장지위를 감안하면 안정적인 성장이 기대된다.

▪ 단기 주가 약세 불구 펀더멘탈 약화 없어

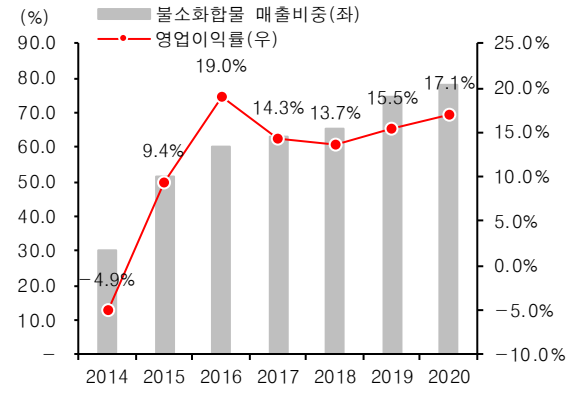
실적도 안정적이고, 반도체와 전기차용 소재의 증설도 예정대로 진행되고 있음에도 불구하고 최근 주가가 급락한 상태이다. 중국과 한국고객들의 수요증가가 생산능력 증가에 비해 큰 상태이기 때문에 후성의 실적성장은 중장기적으로 진행될 것으로 판단된다. 따라서 기존의 투자의견 BUY, 목표주가 15,000원을 유지한다. 증설 효과가 지속되는 2019년과 2020년 실적 기준 동사의 PER은 각각 35배, 28배 수준이다.

도표 46 후성 실적 추이 및 전망(연결기준)

(십억원)	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	**161.2**	**192.1**	**248.8**	**272.8**	**344.0**	**401.7**
YoY증가율	-13.8%	19.2%	29.6%	9.6%	26.1%	16.8%
냉매	78.2	76.3	91.3	94.2	86.6	87.0
불소화합물(2차전지, 반도체 가스 등)	83.0	115.8	157.4	178.6	257.4	314.7
자동차 보조매트	54.1	26.0	-	-	-	-
매출비중(%)						
냉매	48.5	39.7	36.7	34.5	25.2	21.7
불소화합물 (2차전지, 반도체 가스 등)	51.5	60.3	63.3	65.5	74.8	78.3
자동차 보조매트	33.6	13.5	-	-	-	-
영업이익	**15.2**	**36.4**	**35.5**	**44.5**	**53.6**	**69.4**
YoY증가율	흑전	139.6%	-2.6%	25.4%	20.4%	29.5%
영업이익률	9.4%	19.0%	14.3%	16.3%	15.6%	17.3%
세전이익	13.1	59.4	33.3	39.7	51.4	68.0
당기순이익	**13.7**	**61.4**	**28.2**	**29.3**	**40.1**	**53.0**

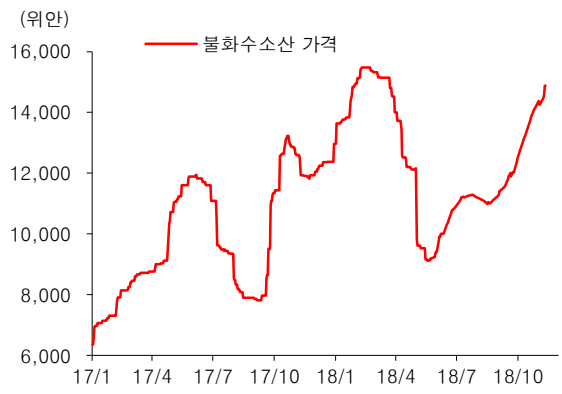
자료: 유진투자증권
참고: 부문별 매출액은 당사 추정치, 2016년 분기별 실적은 자동차 보조매트 부문을 포함함

도표 47 증설에 따른 실적 성장 속 수익성 개선 기대



자료: 유진투자증권

도표 48 불화수소산 가격 추이



자료: SunSirs, 유진투자증권

후성(093370.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	**310.9**	**316.1**	**411.8**	**460.3**	**519.7**
유동자산	123.2	107.3	136.5	183.8	261.5
현금성자산	26.9	43.2	55.3	74.3	130.6
매출채권	34.8	35.6	45.3	61.5	73.8
재고자산	21.7	26.1	33.5	45.5	54.6
비유동자산	187.7	208.8	275.2	276.6	258.2
투자자산	24.5	43.3	42.8	44.5	46.3
유형자산	159.5	162.0	228.3	228.1	208.2
기타	3.6	3.5	4.2	3.9	3.7
부채총계	**151.7**	**107.2**	**164.9**	**173.4**	**179.7**
유동부채	81.7	47.3	59.2	67.5	73.5
매입채무	19.7	22.3	25.7	34.9	41.9
유동성이자부채	39.7	20.8	29.2	28.2	27.2
기타	22.3	4.3	4.3	4.3	4.4
비유동부채	70.0	59.9	105.6	105.9	106.2
비유동기타부채	62.7	53.7	98.6	98.6	98.6
기타	7.3	6.3	7.0	7.3	7.6
자본총계	**159.2**	**208.9**	**246.9**	**287.0**	**340.0**
지배지분	147.2	176.5	208.7	248.8	301.8
자본금	46.2	46.2	46.3	46.3	46.3
자본잉여금	53.4	53.4	55.3	55.3	55.3
이익잉여금	42.5	72.0	103.0	143.1	196.1
기타	5.2	4.9	4.2	4.2	4.2
비지배지분	12.0	32.5	38.2	38.2	38.2
자본총계	**159.2**	**208.9**	**246.9**	**287.0**	**340.0**
총차입금	102.4	74.4	127.8	126.8	125.8
순차입금	75.5	31.2	72.5	52.5	(4.8)

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**192.1**	**248.8**	**272.8**	**344.0**	**401.7**
증가율(%)	19.2	29.6	9.6	26.1	16.8
매출원가	132.5	186.6	200.3	256.0	293.2
매출총이익	59.6	62.3	72.5	88.1	108.5
판매 및 일반관리비	23.2	26.8	28.0	34.5	39.2
기타영업손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
영업이익	**36.4**	**35.5**	**44.5**	**53.6**	**69.4**
증가율(%)	139.6	(2.6)	25.4	20.4	29.5
EBITDA	**54.7**	**60.8**	**59.7**	**72.0**	**109.8**
증가율(%)	84.8	11.2	(1.9)	20.5	52.6
영업외손익	**23.0**	**(2.2)**	**(4.8)**	**(2.2)**	**(1.4)**
이자수익	0.2	0.3	0.1	0.5	0.6
이자비용	3.7	2.6	2.6	2.6	2.5
지분법손익	0.1	0.5	(0.7)	0.3	0.3
기타영업손익	26.3	(0.4)	(1.6)	(0.4)	0.3
세전순이익	**59.4**	**33.3**	**39.7**	**51.4**	**68.0**
증가율(%)	352.3	(44.0)	19.3	29.3	32.3
법인세비용	(6.7)	5.1	10.4	11.3	14.9
당기순이익	**61.4**	**28.2**	**29.3**	**40.1**	**53.0**
증가율 (%)	347.8	(54.1)	3.8	36.8	32.3
지배주주지분	60.9	29.5	31.4	39.6	52.4
증가율(%)	336.7	(51.5)	6.4	26.0	32.4
비지배지분	0.6	(1.3)	(2.1)	0.5	0.6
EPS	**659**	**319**	**339**	**427**	**565**
증가율 (%)	320.8	(51.5)	6.1	26.0	32.4
수정EPS	659	319	339	427	565
증가율 (%)	320.8	(51.5)	6.1	26.0	32.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	**34.9**	**51.9**	**48.8**	**39.5**	**79.1**
당기순이익	61.4	28.2	29.3	40.1	53.0
자산상각비	18.3	25.4	15.2	18.4	40.4
기타비현금성손익	(1.4)	0.7	(3.9)	0.0	0.0
운전자본증감	(19.6)	(8.0)	14.4	(19.0)	(14.4)
매출채권감소(증가)	(6.1)	(9.0)	1.1	(16.2)	(12.3)
재고자산감소(증가)	(4.8)	(4.4)	3.3	(12.0)	(9.1)
매입채무증가(감소)	(9.5)	7.2	(0.6)	9.2	7.0
기타	0.8	(1.8)	10.5	0.0	0.0
투자활동현금흐름	**(13.3)**	**(31.6)**	**(93.8)**	**(19.5)**	**(21.8)**
단기투자자산감소	(2.5)	4.9	1.1	(0.0)	(0.1)
장기투자증권감소	0.0	(6.7)	6.4	(1.2)	(1.2)
설비투자	(9.8)	(29.6)	(99.6)	(17.9)	(20.1)
유형자산처분	0.6	0.1	0.1	0.0	0.0
무형자산처분	(0.2)	(0.0)	(1.1)	(0.1)	(0.1)
재무활동현금흐름	**(6.8)**	**(4.2)**	**57.0**	**(1.0)**	**(1.0)**
차입금증가	(7.8)	(27.6)	54.3	(1.0)	(1.0)
자본증가	0.0	23.4	1.1	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	**7.9**	**14.5**	**19.3**	**19.0**	**56.3**
기초현금	12.4	20.3	34.8	54.1	73.0
기말현금	20.3	34.8	54.1	73.0	129.3
Gross cash flow	58.5	63.4	40.6	58.5	93.5
Gross investment	30.4	44.5	80.5	38.4	36.1
Free cash flow	**28.0**	**18.9**	**(39.9)**	**20.0**	**57.3**

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	659	319	339	427	565
BPS	1,593	1,910	2,254	2,687	3,259
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	11.1	31.8	24.3	19.2	14.5
PBR	4.6	5.3	3.6	3.1	2.5
EV/ EBITDA	14.0	16.5	14.6	11.8	7.2
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	11.6	14.8	18.8	13.0	8.1
수익성 (%)					
영업이익율	19.0	14.3	16.3	15.6	17.3
EBITDA이익율	28.5	24.5	21.9	20.9	27.3
순이익율	32.0	11.3	10.7	11.6	13.2
ROE	52.7	17.4	15.2	17.5	19.3
ROIC	12.9	14.2	13.4	14.3	18.1
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	47.4	14.9	29.4	18.3	-
유동비율	150.8	226.9	230.4	272.3	355.8
이자보상배율	10.4	15.8	18.1	26.3	36.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8
매출채권회전율	4.9	7.1	6.7	6.4	5.9
재고자산회전율	8.0	10.4	9.1	8.7	8.0
매입채무회전율	7.3	11.9	11.4	11.4	10.5

자료: 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

신흥에스이씨(243840.KQ)

에너지/스몰캡 한병화
Tel. 368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

증설에 바쁜 회사, 전기차 시장 성장의 바로미터

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	50,000원
현재주가(11/30)	36,350원

▪ 국내외 공장 증설 총력전

오산, 텐진, 서안, 헝가리 등에 있는 동사의 모든 공장은 증설 중이다. 주고객인 삼성SDI의 증설 스케쥴을 따라가기 위해서는 어쩔 수 없다. 삼성SDI의 전기차 배터리향 수주는 50조원이상인 것으로 추정된다. 폭스바겐, BMW, 재규어 등과 2025년까지의 계약은 확정된 상태이다. 전기차 시장의 판매량이 연평균 30% 이상 증가하는 것을 감안하면 신흥에스이씨의 증설도 같은 속도로 이루어져야 한다.

▪ 2019년 매출, 영업이익 37%, 67% 급증 예상

증설효과로 올해보다 내년의 실적증가가 커질 것으로 예상된다. 주력 제품인 배터리 폭발방지 모듈 캡어셈블리의 월 생산능력은 올 해 대비 **118% 증가**하고 원통형 배터리 폭발방지 부품인 CID(Current Interrupt Device)의 생산능력도 **62% 증가할 것으로 추정된다.** 이에 따라 동사의 매출과 영업이익은 각각 2,947억원, 221억원으로 2018년(매출액 2,155억원, 133억원) 대비 27%, 67% 증가할 것으로 예상된다.

▪ 최근 주가하락은 저가 매수기회, 목표주가 5만원 유지

예상보다 부진한 3분기 실적과 연이은 500억원의 CB 발행으로 주가가 급락했다. 실적부진의 이유는 대규모투자에 따른 단기 비용증가 때문이다. 동사의 고용인원수는 올 초 790명에서 3분기말 1,237명으로 급증했다. 또한 증설준비에 필요한 각종 소모품비용 등도 큰 폭으로 증가했다. CB발행은 주식수 희석으로 부정적이지만, 미래 가치의 상승을 위한 추가 증설을 위해 불가피한 선택으로 보인다. 신흥에스이씨는 상장 자금과 은행권 자금조달로 증설을 진행해온 상태이다. CB 완전희석을 감안해도 2019년 실적기준 동사의 PER은 17배수준에 불과하다. 전기차라는 전방산업이 연평균 30% 이상 성장하는 이상 배터리관련업체들의 적정 PER은 30배 수준이라는 의견에 변함이 없다.

Key Data (기준일: 2018.11.30)

KOSPI(pt)	2,097
KOSDAQ(pt)	696
액면가(원)	2,500
시가총액(십억원)	238
52주 최고/최저(원)	55,800 / 21,700
52주 일간 Beta	0.97
발행주식수(천주)	6,552
평균거래량(3M,천주)	51
평균거래대금(3M,백만원)	2,367
배당수익률(18F, %)	0.4
외국인 지분율(%)	2.0
주요주주 지분율(%)	
김기린 외 1인	31.7
최화봉 외 6인	31.7

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-21.3	-24.7	-6.3	46.6
KOSPI대비상대수익률	-29.3	-11.1	14.1	56.4

Company vs KOSPI composite

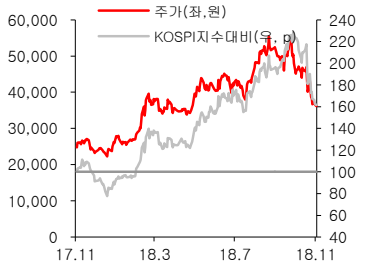
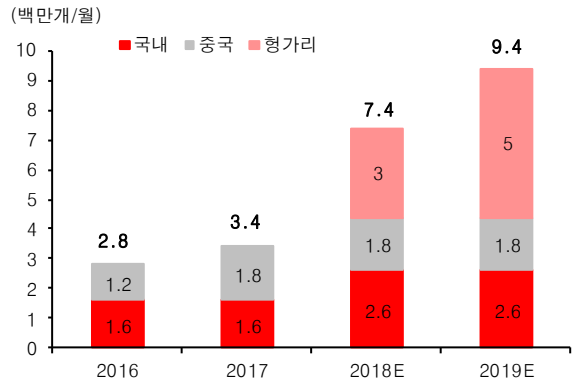


도표 49 연간실적 추정(연결기준)

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	**77.7**	**76.7**	**100.1**	**133.1**	**215.5**	**294.7**	**351.6**
yoy	*17.4%*	*-1.3%*	*30.5%*	*33.0%*	*61.8%*	*36.8%*	*19.3%*
소형 각형 Cap Ass'y	11.1	5.6	3.8	4.0	1.8	4.0	4.4
소형 원형 N-CID	23.9	22.1	27.2	29.0	45.8	58.1	74.5
중대형 각형 Cap Ass'y	41.9	47.1	62.5	91.1	157.9	212.3	247.5
중대형 각형 CAN	0.0	1.5	6.2	8.5	9.0	14.3	16.0
전지 Pack Module	0.0	0.3	0.5	0.5	0.9	1.4	2.0
기타	0.8	0.0	0.0	0.0	0.1	4.6	7.2
매출원가	65.9	67.2	84.6	111.7	187.4	255.1	303.4
매출원가율	84.8%	87.6%	84.5%	83.9%	87.0%	86.6%	86.3%
매출총이익	11.8	9.5	15.5	21.4	28.0	39.6	48.2
판매관리비	6.4	7.5	8.4	11.5	14.8	17.4	21.9
영업이익	**5.5**	**2.0**	**7.1**	**9.9**	**13.3**	**22.1**	**26.3**
영업이익률	7.0%	2.6%	7.1%	7.5%	6.2%	7.5%	7.5%
yoy	*17.4%*	*-1.3%*	*30.5%*	*39.9%*	*33.4%*	*66.9%*	*18.6%*
영업외손익	0.5	0.0	-0.8	-2.8	-1.5	-0.6	-0.7
세전이익	6.0	2.0	6.3	7.2	11.7	21.5	25.6
법인세비용	1.3	0.8	1.8	1.4	2.8	4.5	5.6
법인세율	21.3%	38.2%	28.7%	20.1%	23.5%	21.0%	22.0%
당기순이익	4.7	1.3	4.5	5.8	9.0	17.0	19.9
지배주주순이익	**4.7**	**1.3**	**4.5**	**5.8**	**9.0**	**17.0**	**19.9**

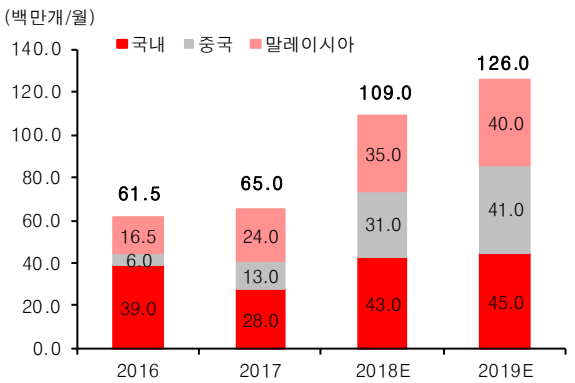
자료: 유진투자증권

도표 50 중대형 캡어셈블리 생산능력 추이



자료: 신흥에스이씨, 유진투자증권

도표 51 CID 생산능력 추이



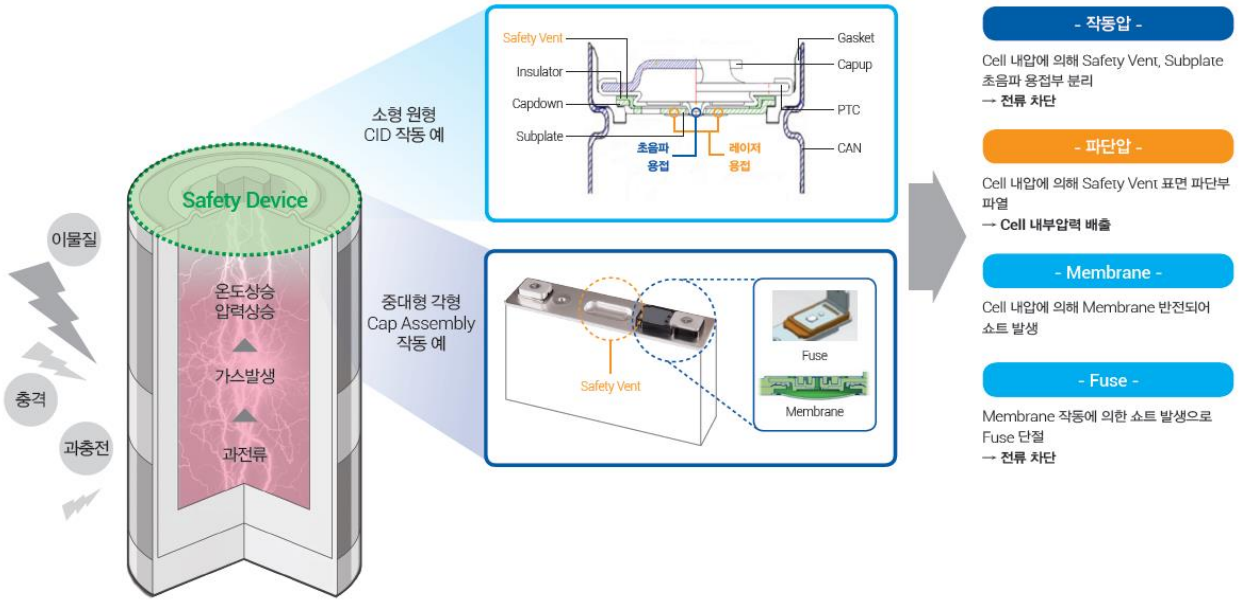
자료: 신흥에스이씨, 유진투자증권

도표 52 배터리 관련업체 중 신흥에스이씨 저평가

		신흥에스이씨	일진머티리얼즈	후성	엘앤에프	에코프로	상아프론테크
국가		한국	한국	한국	한국	한국	한국
2018-11-30(원)		36,350	38,550	8,220	36,200	31,250	11,350
시가총액(십억원)		238.2	1,777.6	761.2	896.2	690.3	161.9
PER (배)							
	FY17A	26.8	38.9	31.8	52.5	(125.7)	26.2
	FY18F	**26.5**	**41.3**	**24.3**	**37.8**	**21.7**	**15.1**
	FY19F	**14.0**	**26.6**	**19.2**	**24.1**	**16.4**	**11.6**
PBR (배)							
	FY17A	2.2	3.3	5.3	7.4	5.9	1.9
	FY18F	3.1	3.5	3.6	5.2	3.9	1.4
	FY19F	2.5	3.3	3.1	4.2	3.1	1.2
매출액 (십억원)							
	FY17A	133.1	454.0	248.8	403.0	329.0	153.2
	FY18F	215.5	499.5	272.8	517.3	637.8	182.1
	FY19F	294.7	642.5	344.0	672.7	894.5	213.5
영업이익 (십억원)							
	FY17A	9.9	49.5	35.5	29.4	21.8	10.8
	FY18F	13.3	53.5	44.5	33.4	55.9	13.7
	FY19F	22.1	86.2	53.6	50.1	84.1	18.6
영업이익률 (%)							
	FY17A	7.5	10.9	14.3	7.3	6.6	7.0
	FY18F	6.2	10.7	16.3	6.5	8.8	7.5
	FY19F	7.5	13.4	15.6	7.5	9.4	8.7
순이익 (십억원)							
	FY17A	5.8	42.2	28.2	20.6	(3.3)	7.5
	FY18F	9.0	43.6	29.3	24.0	38.3	10.7
	FY19F	17.0	68.0	40.1	37.4	57.7	13.9
EV/EBITDA (배)							
	FY17A	10.1	20.8	16.5	34.5	36.6	12.4
	FY18F	13.0	19.5	14.6	22.2	10.8	9.3
	FY19F	8.3	13.9	11.8	15.5	7.8	7.0
ROE (%)							
	FY17A	9.9	10.3	17.4	19.6	(1.8)	7.2
	FY18F	12.1	8.4	15.2	17.5	18.8	9.4
	FY19F	19.7	13.1	17.5	22.2	22.8	11.2

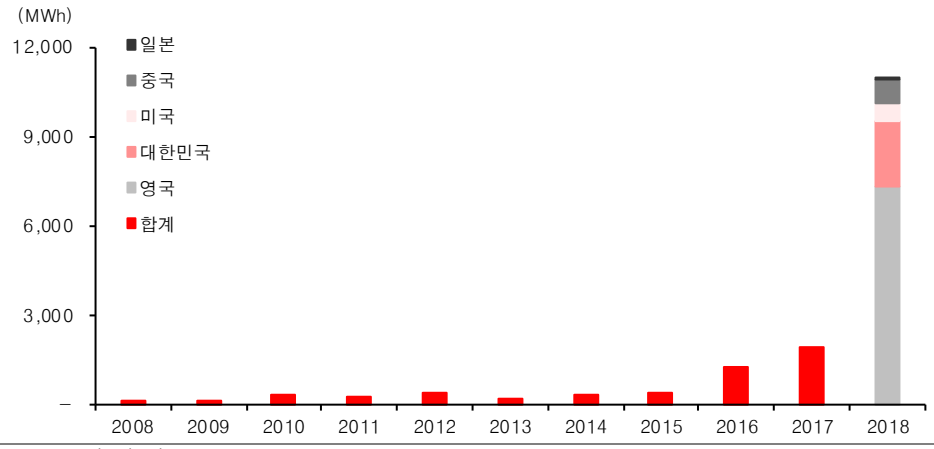
자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: 주가는 2018.11.30 종가기준, 컨센서스 기준, 상아프론테크, 신흥에스이씨는 당사 추정치

도표 53 신흥에스이씨 주요 제품의 작동원리 및 기능



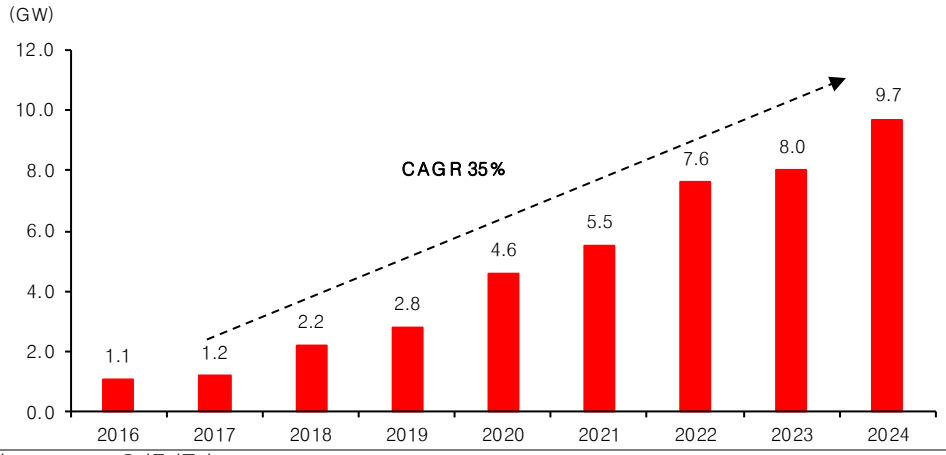
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 54 2018년 건설 중인 ESS 프로젝트 급증



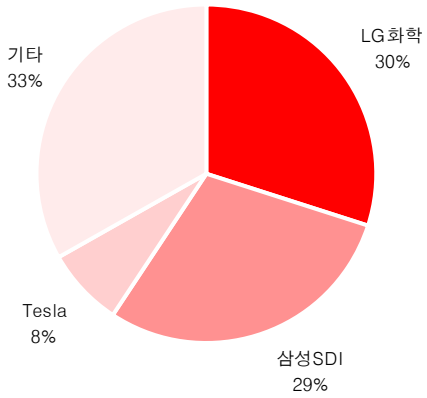
자료: BNEF, 유진투자증권

도표 55 연간 ESS 신규 설치량 전망



자료: BNEF, IDC, 유진투자증권

도표 56 ESS 시장 점유율 (2017년 3분기 누적)



자료: SNE리서치, 유진투자증권
주: 2017년 3분기 누적 기준

도표 57 국가별 전기차 판매 예상

(단위: 대)	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
북미 전기차 판매량	**169,339**	**217,381**	**346,256**	**431,743**	**566,532**	**753,246**	**992,139**	**1,274,168**	**1,626,112**	**2,060,643**
미국 전기차 판매량	**158,614**	**199,826**	**305,637**	**380,962**	**501,713**	**669,821**	**884,244**	**1,133,755**	**1,444,407**	**1,825,046**
%YoY	36.6%	26.0%	53.0%	24.6%	31.7%	33.5%	32.0%	28.2%	27.4%	26.4%
미국 자동차 판매량	17,464,777	17,132,023	17,902,964	18,708,597	19,550,484	20,430,256	21,349,618	22,310,350	23,314,316	24,363,460
%YoY	0.4%	-1.9%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
미국 전기차 판매 비중	**0.9%**	**1.2%**	**1.7%**	**2.0%**	**2.6%**	**3.3%**	**4.1%**	**5.1%**	**6.2%**	**7.5%**
캐나다 전기차 판매량	10,725	17,555	40,619	50,781	64,819	83,425	107,895	140,412	181,705	235,597
아시아, 대양주 전기차 판매량	**382,565**	**673,340**	**1,059,978**	**1,459,586**	**2,015,192**	**2,707,494**	**3,544,476**	**4,551,963**	**5,721,300**	**7,088,732**
중국 전기차 판매량	**351,861**	**600,174**	**976,647**	**1,355,293**	**1,874,070**	**2,529,993**	**3,320,802**	**4,269,592**	**5,364,292**	**6,632,173**
%YoY	69.7%	70.6%	62.7%	38.8%	38.3%	35.0%	31.3%	28.6%	25.6%	23.6%
중국 자동차 판매량	27,938,931	28,941,381	30,677,864	32,518,536	34,469,648	36,193,130	38,002,787	39,902,926	41,898,072	43,992,976
%YoY	13.7%	3.6%	6.0%	6.0%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
중국 전기차 판매 비중	**1.3%**	**2.1%**	**3.2%**	**4.2%**	**5.4%**	**7.0%**	**8.7%**	**10.7%**	**12.8%**	**15.1%**
일본 전기차 판매량	**22,375**	**55,945**	**56,026**	**67,706**	**94,985**	**121,973**	**156,786**	**201,728**	**259,784**	**334,829**
%YoY	-11.7%	150.0%	0.1%	20.8%	40.3%	28.4%	28.5%	28.7%	28.8%	28.9%
일본 자동차 판매량	4,970,266	5,234,175	5,338,859	5,445,636	5,554,548	5,665,639	5,778,952	5,894,531	6,012,422	6,132,670
%YoY	-1.5%	5.3%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
일본 전기차 판매 비중	**0.5%**	**1.1%**	**1.0%**	**1.2%**	**1.7%**	**2.2%**	**2.7%**	**3.4%**	**4.3%**	**5.5%**
한국 전기차 판매량	6,107	14,226	23,559	32,144	40,058	48,117	57,804	69,451	83,368	104,497
호주 전기차 판매량	1,810	2,111	2,478	2,929	3,512	4,238	5,145	6,285	7,722	9,539
뉴질랜드 전기차 판매량	412	884	1,269	1,515	2,567	3,173	3,939	4,907	6,135	7,694
기타 아시아 총합	8,329	17,221	27,306	36,587	46,137	55,528	66,888	80,643	97,224	121,730
유럽 전기차 판매량	**222,619**	**306,143**	**375,169**	**472,243**	**619,568**	**816,657**	**1,084,068**	**1,445,825**	**1,949,299**	**2,652,053**
%YoY	15.1%	37.5%	22.5%	25.9%	31.2%	31.8%	32.7%	33.4%	34.8%	36.1%
네덜란드	23,114	9,191	19,945	20,071	28,847	39,410	54,171	75,377	106,150	151,242
노르웨이	45,662	62,170	74,229	92,015	111,749	125,696	137,900	146,588	155,606	163,611
영국	39,283	47,263	57,112	70,038	89,914	119,393	158,315	210,047	278,981	371,369
프랑스	34,574	36,778	44,274	56,572	73,300	104,613	149,865	215,461	310,760	449,664
독일	27,404	53,562	72,518	94,157	128,283	175,275	240,741	332,329	460,969	642,329
스웨덴	13,615	20,032	28,037	37,579	48,545	62,389	80,243	101,733	129,154	163,688
스위스	6,008	8,019	10,009	13,362	17,494	22,792	31,576	43,124	59,243	82,005
덴마크	1,438	913	1,840	2,384	3,590	5,522	8,549	13,135	19,699	28,464
벨기에	9,595	14,660	13,551	17,374	22,753	29,992	39,673	52,662	69,239	91,931
스페인	4,603	7,448	9,520	12,003	16,840	24,255	35,122	50,518	73,024	104,709
오스트리아	5,237	7,227	9,120	11,603	15,128	20,283	27,080	36,583	49,576	66,320
이탈리아	3,145	4,820	9,454	12,545	20,317	30,369	45,577	68,556	104,061	159,283
포르투갈	1,970	4,237	7,073	8,817	11,509	15,113	19,823	25,681	33,347	43,363
핀란드	1,432	2,410	5,002	6,463	8,002	10,221	13,132	16,396	20,717	25,678
아일랜드	687	1,084	2,068	2,581	3,412	4,550	6,027	8,076	10,677	14,179
체코	362	494	795	1,001	1,690	2,375	3,356	4,801	6,951	10,192
아이슬랜드	862	2,881	3,243	3,716	4,400	5,209	6,217	7,482	8,878	10,372
폴란드	305	348	900	1,085	1,550	2,284	3,292	4,835	7,249	11,110
루마니아	164	297	785	941	1,165	1,447	1,801	2,247	2,810	3,522
에스토니아	100	113	128	145	166	190	219	252	291	336
기타	3,059	3,977	5,567	7,794	10,912	15,276	21,387	29,942	41,918	58,686
유럽 자동차 판매량	17,312,910	17,965,530	18,324,841	18,691,337	19,065,164	19,446,467	19,835,397	20,232,105	20,636,747	21,049,482
%YoY	4.8%	3.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
유럽 전기차 판매 비중	**1.3%**	**1.7%**	**2.0%**	**2.5%**	**3.2%**	**4.2%**	**5.5%**	**7.1%**	**9.4%**	**12.6%**
전세계 자동차 판매량	91,458,490	92,647,748	94,500,703	96,390,717	98,318,531	100,284,902	102,290,600	104,336,412	106,423,140	108,551,603
%YoY	4.6%	1.3%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
전세계 전기차 판매량	**774,384**	**1,196,864**	**1,781,404**	**2,363,573**	**3,201,291**	**4,277,396**	**5,620,683**	**7,271,956**	**9,296,712**	**11,801,428**
%YoY	40.7%	54.6%	48.8%	32.7%	35.4%	33.6%	31.4%	29.4%	27.8%	26.9%
전세계 전기차 판매 비중	**0.8%**	**1.3%**	**1.9%**	**2.5%**	**3.3%**	**4.3%**	**5.5%**	**7.0%**	**8.7%**	**10.9%**

자료: EV Sales, Inside EV, 유진투자증권

신흥에스이씨(243840.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	**99.6**	**150.9**	**224.1**	**258.3**	**290.5**
유동자산	27.4	58.7	78.1	102.9	122.2
현금성자산	9.6	26.0	28.6	42.9	53.6
매출채권	6.7	19.0	30.3	42.8	48.3
재고자산	7.2	8.7	14.1	12.0	15.0
비유동자산	72.2	92.2	145.9	155.4	168.3
투자자산	2.4	3.8	4.4	4.5	4.7
유형자산	67.9	86.5	139.6	148.9	161.6
기타	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0
부채총계	**53.7**	**81.2**	**146.0**	**163.9**	**176.8**
유동부채	30.5	45.4	99.6	112.2	117.8
매입채무	12.1	22.8	30.4	42.9	48.5
유동성이자부채	14.4	18.3	64.9	64.9	64.9
기타	4.0	4.3	4.3	4.4	4.4
비유동부채	23.2	35.7	46.5	51.7	59.0
비유동기타부채	19.1	29.8	39.6	44.6	51.6
기타	4.1	5.9	6.9	7.2	7.4
자본총계	**45.9**	**69.8**	**78.0**	**94.4**	**113.7**
지배지분	45.9	69.8	78.0	94.4	113.7
자본금	13.0	16.4	16.4	16.4	16.4
자본잉여금	3.3	18.2	18.2	18.2	18.2
이익잉여금	29.2	34.9	43.2	59.5	78.8
기타	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**45.9**	**69.8**	**78.0**	**94.4**	**113.7**
총차입금	33.5	48.1	104.5	109.5	116.5
순차입금	23.9	22.2	75.8	66.6	62.9

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	**18.7**	**7.8**	**21.5**	**33.8**	**32.8**
당기순이익	6.3	7.2	11.1	17.0	19.9
자산상각비	6.3	7.5	11.0	14.4	15.5
기타비현금성손익	0.2	(0.3)	2.9	0.3	0.3
운전자본증감	6.7	(5.3)	(0.3)	2.1	(3.0)
매출채권감소(증가)	8.7	(14.2)	(14.5)	(12.5)	(5.5)
재고자산감소(증가)	(0.8)	(1.1)	(5.6)	2.1	(3.0)
매입채무증가(감소)	(1.2)	10.5	10.8	12.6	5.6
기타	0.1	(0.6)	9.0	(0.0)	(0.0)
투자활동현금흐름	**(21.8)**	**(27.8)**	**(49.9)**	**(23.9)**	**(28.5)**
단기투자자산감소	(0.2)	(0.2)	0.2	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(21.5)	(27.7)	(50.3)	(23.6)	(28.1)
유형자산처분	0.1	0.2	0.3	0.0	0.0
무형자산처분	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
재무활동현금흐름	**9.9**	**36.3**	**30.3**	**4.3**	**6.3**
차입금증가	9.8	17.9	30.9	5.0	7.0
자본증가	0.0	18.2	0.0	(0.7)	(0.7)
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.7	0.7
현금 증감	**6.8**	**15.9**	**1.8**	**14.2**	**10.6**
기초현금	2.9	9.6	25.5	27.4	41.6
기말현금	9.6	25.5	27.4	41.6	52.2
Gross cash flow	14.0	16.9	24.9	31.7	35.8
Gross investment	14.9	33.0	50.4	21.7	31.4
Free cash flow	**(0.9)**	**(16.1)**	**(25.4)**	**9.9**	**4.3**

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**100.1**	**133.1**	**215.5**	**294.7**	**351.6**
증가율(%)	30.5	33.0	61.8	36.8	19.3
매출원가	84.6	111.7	187.4	255.1	303.4
매출총이익	15.5	21.4	28.0	39.6	48.2
판매 및 일반관리비	8.4	11.5	14.8	17.4	21.9
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**7.1**	**9.9**	**13.3**	**22.1**	**26.3**
증가율(%)	259.6	39.9	33.4	66.9	18.6
EBITDA	**13.4**	**17.5**	**24.2**	**36.5**	**41.8**
증가율(%)	105.3	30.3	38.8	50.6	14.5
영업외손익	**(0.8)**	**(2.8)**	**(1.5)**	**(0.6)**	**(0.7)**
이자수익	0.0	0.0	0.1	0.4	0.4
이자비용	0.8	1.3	1.0	2.2	2.3
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	(0.1)	(1.5)	(0.6)	1.2	1.2
세전순이익	6.3	7.2	11.7	21.5	25.6
증가율(%)	209.8	14.6	63.0	83.7	18.7
법인세비용	1.8	1.4	2.8	4.5	5.6
당기순이익	**4.5**	**5.8**	**9.0**	**17.0**	**19.9**
증가율 (%)	257.3	28.4	56.1	89.6	17.2
지배주주지분	4.5	5.8	9.0	17.0	19.9
증가율(%)	257.3	28.4	56.1	89.6	17.2
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS	**860**	**878**	**1,370**	**2,598**	**3,044**
증가율 (%)	1,686.4	2.1	56.1	89.6	17.2
수정EPS	860	878	1,370	2,598	3,044
증가율 (%)	1,686.4	2.1	56.1	89.6	17.2

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	860	878	1,370	2,598	3,044
BPS	8,810	10,647	11,908	14,406	17,350
DPS	0	100	100	100	100
밸류에이션(배,%)					
PER	-	26.8	26.5	14.0	11.9
PBR	-	2.2	3.1	2.5	2.1
EV/ EBITDA	1.8	10.1	13.0	8.3	7.2
배당수익율	0.0	0.4	0.3	0.3	0.3
PCR	-	9.1	9.5	7.5	6.7
수익성 (%)					
영업이익율	7.1	7.5	6.2	7.5	7.5
EBITDA이익율	13.4	13.1	11.3	12.4	11.9
순이익율	4.5	4.3	4.2	5.8	5.7
ROE	10.3	9.9	12.1	19.7	19.2
ROIC	7.8	9.8	8.3	11.1	12.1
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	52.0	31.8	97.2	70.5	55.3
유동비율	89.7	129.2	78.4	91.7	103.7
이자보상배율	9.1	7.6	12.7	10.2	11.4
활동성 (회)					
총자산회전율	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3
매출채권회전율	8.8	10.4	8.8	8.1	7.7
재고자산회전율	14.3	16.8	18.9	22.6	26.0
매입채무회전율	8.9	7.6	8.1	8.0	7.7

자료: 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

씨에스윈드(112610.KS)

에너지/스몰캡 한병화
Tel. 368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

수주급증으로 중장기 실적 가시성 높아

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	45,000원
현재주가(11/30)	28,650원

▪ 사상최대 수주 기록한 2018년

중장기 공급계약을 제외한 내년까지 납품이 될 수주계약 금액은 올 해 사상최고치인 약 5,500억원 이상이 될 것으로 추정된다. 미국, 호주, 유럽 등 전 세계에서 골고루 수주가 증가한 것은 더욱 긍정적이다. 2019년에는 수주액이 또 한번 사상최고치를 경신할 가능성이 높다. 미국의 보조금 효과 만료전 풍력단지 건설 수요가 2020년 큰 폭으로 증가할 것이기 때문이다.

▪ 해상풍력 시장의 메이저업체로 성장한 것이 제대로 평가되어야

올해 동사가 수주한 해상풍력 프로젝트는 규모는 현재까지 약 4,900억원에 육박한다. 영국, 베트남, 대만에 해상풍력용 타워를 제조할 수 있는 설비를 보유하고 있다. 유럽중심의 해상풍력은 대만과 중국으로 확대되고 최근 미국과 일본으로도 시장이 열리고 있다. 시장 확대의 주원인은 발전단가의 하락이다. 터빈부터 부품과 구조물까지 대량생산 체제가 확립되면서 규모의 경제로 인한 해상풍력 발전단가의 하락은 향후에도 지속될 것이다. 씨에스윈드는 해상풍력용 타워공장을 세 곳이나 확보해 글로벌 최대의 규모로 성장하고 있다. 품질과 가격을 동시에 충족해줄 업체가 제한적이라서 동사의 해상풍력발 성장은 길게 진행될 것이다.

▪ 중장기 실적 성장 가시성 높아

올 해 확보한 수주에 내년도 스팟성 매출까지 합치면 2019년 동사의 매출과 영업이익(매출액 5,906억원, 영업이익 503억원) 달성가능성은 매우 높다고 판단된다. 2020년에는 미국시장과 해상풍력, 2021년부터는 해상풍력향 매출만으로도 큰 폭의 성장이 유지될 것으로 판단된다. 동사의 가장 큰 장점은 다양한 지역에 생산거점을 확보하고 있다는 것이다. 육해상 풍력 모두 수요처의 다변화가 이루어지고 있어 타워 생산업체들에게 글로벌 네트워크를 확보하는 것이 경쟁력의 급선무이다. 전세계 약 200개 이상의 타워업체 중 글로벌 생산체계를 보유한 업체는 5~6개에 불과하다. 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 45,000원을 유지한다.

Key Data (기준일: 2018.11.30)

KOSPI(pt)	2,097
KOSDAQ(pt)	696
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	495
52주 최고/최저(원)	40,350 / 23,300
52주 일간 Beta	0.83
발행주식수(천주)	17,286
평균거래량(3M,천주)	71
평균거래대금(3M,백만원)	2,227
배당수익률(18F, %)	1.3
외국인 지분율(%)	8.1
주요주주 지분율(%)	
김성권 외 20인	51.5
삼성액티브자산운용	5.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.7	-3.2	-2.1	21.7
KOSPI대비상대수익률	-4.8	5.9	10.9	37.0

Company vs KOSPI composite

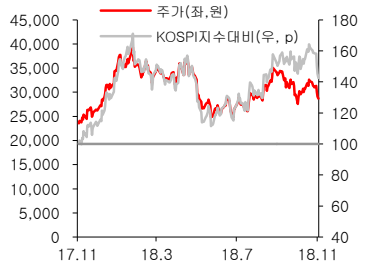


도표 58 씨에스윈드 연간 실적 추정

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	**329.2**	**297.1**	**311.2**	**312.2**	**504.2**	**590.6**	**680.9**
증가율	*11.0%*	*-9.7%*	*4.7%*	*0.3%*	*61.5%*	*17.1%*	*15.3%*
캐나다 법인	267.2	186.4	60.1	82.2	5.0	5.0	5.0
베트남법인	16.6	39.1	133.6	99.3	228.2	284.3	321.2
중국법인	32.9	22.2	39.3	58.4	75.0	76.2	77.6
영국법인	-	-	28.0	17.0	65.0	78.3	90.8
말레이시아법인	-	-	-	11.4	65.0	66.8	67.3
PT 대경 인다	-	10.1	5.0	-	-	-	-
기타	-	18.5	24.7	16.4	15.0	20.0	18.0
매출원가	229.0	231.2	291.3	238.3	416.7	491.2	566.9
매출원가율	69.5%	77.8%	93.6%	76.3%	82.6%	83.2%	83.3%
판관비	31.5	29.5	43.6	38.5	47.5	49.1	53.2
판관비율	9.6%	9.9%	14.0%	12.3%	9.4%	8.3%	7.8%
영업이익	**68.8**	**36.4**	**(23.7)**	**35.4**	**40.0**	**50.3**	**60.8**
영업이익률	20.9%	12.3%	-7.6%	11.3%	7.9%	8.5%	8.9%
영업외손익	(7.2)	(10.6)	6.9	6.5	(1.8)	3.4	3.7
세전이익	61.7	25.8	(16.8)	41.9	38.2	53.7	64.5
법인세	4.5	4.4	0.4	2.9	4.0	9.7	12.9
법인세율	7.3%	17.1%	-2.6%	7.0%	10.6%	18.0%	20.0%
당기순이익	**57.1**	**21.4**	**(17.2)**	**39.0**	**34.2**	**44.0**	**51.6**

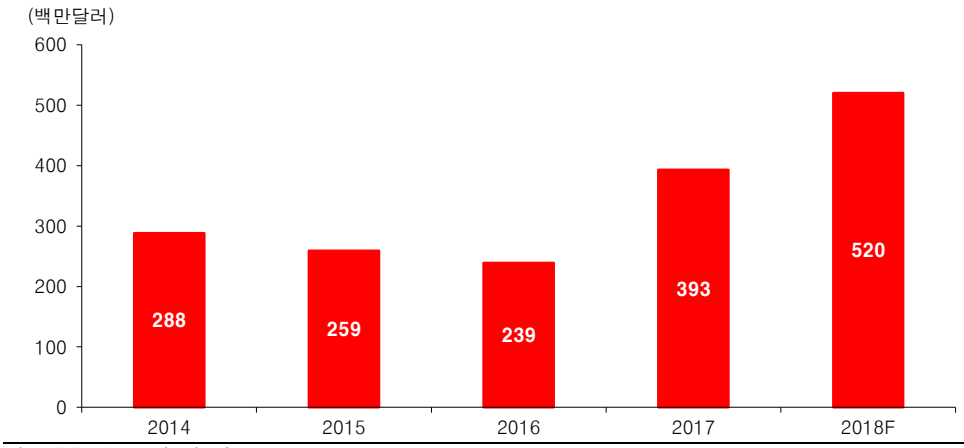
자료: 씨에스윈드, 유진투자증권

도표 59 씨에스윈드 해상풍력 타워 수주

프로젝트	금액	생산
Walney	EUR 2,725,107	영국공장
Beatice	EUR 8,185,608	영국공장
Hornsea1	GBP 37,076,800	영국공장
East Anglia	GBP 18,648,630	영국공장
Formosa I	USD 625,554	베트남공장
Rentel	USD 8,377,416	베트남공장
Hornsea1	USD 63,391,410	베트남공장
대만	USD 188,500,000	대만공장
대만	KRW 213,000,000,000	대만공장
대만	KRW 98,600,000,000	대만공장

자료: 씨에스윈드, 유진투자증권

도표 60 씨에스윈드 수주 급증세



자료: 씨에스윈드, 유진투자증권

도표 61 대만 풍력발전 프로젝트 진행 상황

#	Sponsors	Project	Status (2 February 2018)
1	Ai Gui Wind Energy One	Xinbei	Under preliminary EPA review
2	EOLFI	Taihai Taoyuan (W1N)	
3	Fuhai Wind Farm Corp Ltd.	Fuhai Demonstration	Preliminary EPA approval obtained
4	Asia Cement	Zhufeng	
5	Swancor & Macquarie	Hai Neng	
6		Hai Ding I	
7		Hai Ding II	
8		Hai Ding III	
9	Ørsted	Southeast Greater Changhua	
10		Northeast Greater Changhua	
11		Southwest Greater Changhua	
12		Northwest Greater Changhua	
13	China Steel Corporation	Power Generation Offshore Wind	
14	Taipower	TPC Demonstration	
15	wpd	Taoxin	
16		Yunlin	
17		Taoyuan	
18	Swancor, Macquarie & Ørsted	Formosa	Final EPA approval obtained
19	Yushan & Northland Power Inc.	Hai Long II	
20		Hai Long III	
21	Copenhagen Infrastructure Partners	Changhua Changfang	
22		Xidao – TGC	
23	Lealea	Site No. 27	
24		Site No. 28	
25	Fofang Wind Power Generation	Changhua Fofang	

자료: Bureau of Energy, 유진투자증권

도표 62 글로벌 해상풍력 설치량 전망치(영국, 대만, 네덜란드의 목표 상향 반영)

(MW)	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
캐나다										
미국		30			49		938	120	600	1,000
기타 아메리카										
아메리카 합계		**30**			**49**		**938**	**120**	**600**	**1,000**
영국	56	1,679	2,100	1,000	1,500	1,000	2,000	1,300	1,300	1,500
독일	813	1,247	500	2,300		500		700	1,100	1,000
네덜란드	691		300	300	400	700	700	700	700	1,000
스웨덴										
벨기에		165		309	478	200	200	200		
프랑스		2		300	300	300	300	300	300	300
스페인			50	50	50	50	50	50	50	50
핀란드		60								
노르웨이										
아일랜드										
덴마크		(5)	300	300	400	600				
기타 유럽						500	500	500		
유럽 합계	**1,560**	**3,148**	**3,250**	**4,559**	**3,128**	**3,850**	**3,750**	**3,750**	**3,950**	**4,350**
중국	592	1,161	1,900	3,500	3,000	3,200	3,200	3,000	2,900	3,000
대한민국	30	3		60	100	100	100	200	200	200
대만		8		120	500	600	800	1,000	1,500	2,000
일본	7	5	16	60	80	80	80	80	80	80
인도						500	1,000	1,000	1,000	1,000
기타 아시아/태평양										
아시아 합계	**629**	**1,177**	**1,916**	**3,740**	**3,680**	**4,480**	**5,180**	**5,280**	**5,680**	**6,280**
아프리카 합계										
기타										
전세계	**2,189**	**4,355**	**5,166**	**8,299**	**6,857**	**8,330**	**9,868**	**9,150**	**10,230**	**11,630**
성장률(YoY)	-34.3%	98.9%	18.6%	60.6%	-17.4%	21.5%	18.5%	-7.3%	11.8%	13.7%

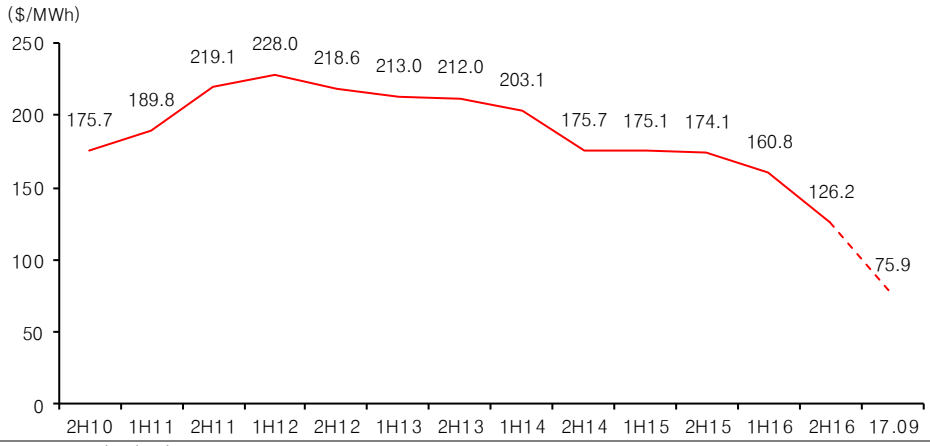
자료: GWEC, 유진투자증권

도표 63 영국 내 해상풍력 프로젝트 현황

Project	Current Phase	MW	Number of Turbines	Grid Connection	Avg. Water Depth(m)	Distance to Shore(Km)
Dudgeon	Construction	402	67	HVAC	18-27	35
Race Bank	Construction	573	91	HVAC	4-22	32
Galloper	Construction	336	56	HVAC	27-36	27
Beatrice	Construction	588	84	HVAC	45	18.4
Walney Extension	Construction	<660	<90	HVAC	30	56
Rampion	Construction	400	116	HVAC	30	17
Hywind	Construction	30	5		100	25
Aberdeen Bay(EOWDC)	Consented	100	11		25	3
Moray Firth - East Dev Area 1	Consented	504	46-62	HVAC	42	22
Neart na Goithe	Consented	450	56-64	HVAC	50	20
East Anglia 1	**Consented**	**714**	**102**	**HVAC**		**43**
Inch Cape	Consented	750	95-110		50	22
Dogger Bank Creyke Beck A	Consented	<1200	<200	HVDC	27	150
Dogger Bank Creyke Beck B	Consented	<1200	<400	HVDC	27	140
Hornsea - Project 1	**Consented**	**1218**	**174**	**HVAC**	**30**	**120**
Hornsea - Project 2	**Consented**	**1386**	**<300**	**HVAC**	**35**	**120**
Firth of Forth 1 - Alpha & Bravo	Consented	1050	<150		55	40
Blyth Offshore Wind Demo	Consented	40	5	DNO	37	6
Dogger Bank Teeside A	Consented	<1200	<200	HVDC	27	215
Dogger Bank Teeside B	Consented	<1200	<200	HVDC	27	180
Triton Knoll	Consented	900	75-150	HVAC	18	40
Kincardine	Consented	48	8		60-80	15
Dounreay Tri	Consented	10	2		60-90	7
Hornsea - Project 3	Planning	2400			30-40	120
East Anglia Offshore Wind 3	Planning	1200	100-172		34-54	75
Moray Firth - Western Dev Area	Development	750	<90		34-54	22.5
Firth of Forth Phase 2	Development	1800			55	50
Firth of Forth Phase 3	Development	800			55	50
East Anglia 1 North	Development	600-800	circa 115		33-59	
East Anglia 2	Development	600-800	circa 115		30-72	31
Norfols Vanguard	Development	<1800	90-257		36	67-98
Thanet Extension	Development	<340	<34		22	14
Hornsea - Project 4	Development	1000			55	50
Norfolk Boreas	Development	TBC				
Islay	On Hold	690			40	19

자료: RenewableUK, 유진투자증권

도표 64 글로벌 해상풍력 발전단가 급락 중



자료: BNEF, 유진투자증권

도표 65 영국현지 주요 해상풍력 프로젝트 추진사항 및 씨에스윈드 영국 공장 위치



자료: 영국정부, 유진투자증권

도표 66 글로벌 풍력 설치량 예상

(MW)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
캐나다	935	1,599	1,871	1,506	702	341	600	1,000	1,500
미국	13,124	1,084	4,854	8,598	8,203	7,017	8,600	10,000	12,000
브라질	1,077	953	2,472	2,754	2,014	2,022	2,200	1,500	1,000
멕시코	801	380	634	714	454	478	1,100	2,000	3,000
기타 아메리카	148	282	1,277	897	1,065	556	1,700	2,000	1,000
아메리카 합계	**16,085**	**4,298**	**11,108**	**14,469**	**12,438**	**10,414**	**14,200**	**16,500**	**18,500**
독일	2,415	3,238	5,279	6,013	5,443	6,581	3,500	3,000	3,000
스페인	1,122	175	28		49	96	500	1,000	1,500
프랑스	757	631	1,042	1,073	1,561	1,694	2,000	2,000	2,000
영국	1,897	1,883	1,736	975	736	4,270	2,000	2,000	2,000
이탈리아	1,273	444	108	295	282	252	500	1,000	1,000
스웨덴	846	724	1,050	615	493	197	816	1,000	1,000
폴란드	880	894	444	1,266	682	41	1,000	1,000	1,000
루마니아	923	695	354	23	52	5	200	200	200
터키	506	646	804	956	1,387	766	1,500	1,500	1,500
덴마크	217	657	105	217	220	342	200	200	200
포르투갈	145	196	184	132	268	200	200	200	200
기타 유럽	1,763	1,848	1,724	2,240	2,753	2,401	2,500	2,500	2,500
유럽 합계	**12,744**	**12,031**	**12,858**	**13,805**	**13,926**	**16,845**	**14,916**	**15,600**	**16,100**
오스트레일리아	358	655	567	380	140	245	1,000	1,000	1,000
중국	12,960	16,088	23,196	30,753	23,370	19,500	21,000	25,000	30,000
인도	2,336	1,729	2,315	2,623	3,612	4,148	2,800	5,000	7,000
일본	88	50	130	245	196	177	350	500	700
뉴질랜드			50				100	100	100
대한민국	76	79	47	224	201	106	270	300	300
대만		43	18	14	35	10	140	140	250
필리핀			150			50	100	150	150
베트남			50			38	100	300	400
기타 아시아/태평양	50	227	51		307	418	350	400	450
아시아 합계	**15,868**	**18,871**	**26,574**	**34,240**	**27,861**	**24,692**	**26,210**	**32,890**	**40,350**
남아프리카			560	483			1,000	1,000	1,000
기타/중동	102	90	374	470			1,000	2,000	2,500
아프리카/중동 합계	**102**	**90**	**934**	**953**	**418**	**621**	**2,000**	**3,000**	**3,500**
기타	235	507	278			1			
전 세계	**45,034**	**35,797**	**51,752**	**63,467**	**54,643**	**52,573**	**57,326**	**67,990**	**78,450**
성장률(%YoY)	10.8%	-20.5%	44.6%	22.6%	-13.9%	-3.8%	9.0%	18.6%	15.4%

자료: 유진투자증권

씨에스윈드(112610.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	**385.7**	**387.9**	**536.9**	**579.3**	**624.4**
유동자산	229.6	215.9	292.2	322.1	352.6
현금성자산	77.3	51.6	120.4	143.2	166.7
매출채권	80.7	90.4	95.0	101.0	106.0
재고자산	54.1	65.1	68.0	69.0	71.0
비유동자산	156.1	172.1	244.6	257.3	271.7
투자자산	34.9	20.4	22.3	23.2	24.1
유형자산	118.8	149.2	192.9	199.0	208.4
기타	2.4	2.5	29.4	35.0	39.2
부채총계	**87.1**	**86.1**	**175.2**	**179.8**	**179.3**
유동부채	81.1	80.9	133.5	137.8	137.1
매입채무	28.3	19.2	23.0	27.0	26.0
유동성이자부채	15.4	32.1	80.7	80.7	80.7
기타	37.4	29.6	29.9	30.2	30.5
비유동부채	6.0	5.1	41.7	41.9	42.2
비유동이자부채	1.6	0.1	35.6	35.6	35.6
기타	4.4	5.0	6.1	6.3	6.6
자본총계	**298.6**	**301.9**	**361.7**	**399.6**	**445.1**
지배지분	298.4	301.7	345.8	383.7	429.2
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	174.2	174.2	182.1	182.1	182.1
이익잉여금	134.9	170.4	198.8	236.7	282.2
기타	(19.3)	(51.5)	(43.8)	(43.8)	(43.8)
비지배지분	0.2	0.2	15.8	15.8	15.8
자본총계	**298.6**	**301.9**	**361.7**	**399.6**	**445.1**
총차입금	17.0	32.2	116.3	116.3	116.3
순차입금	(60.3)	(19.4)	(4.2)	(26.9)	(50.4)

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**311.2**	**312.2**	**504.2**	**590.6**	**680.9**
증가율(%)	4.7	0.3	61.5	17.1	15.3
매출원가	291.3	238.3	416.7	491.2	566.9
매출총이익	**20.0**	**73.9**	**87.5**	**99.4**	**114.0**
판매 및 일반관리비	43.6	38.5	47.5	49.1	53.2
기타영업손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**(23.7)**	**35.4**	**40.0**	**50.3**	**60.8**
증가율(%)	적전	흑전	13.1	25.6	20.9
EBITDA	**(8.7)**	**49.8**	**62.0**	**80.7**	**93.5**
증가율(%)	적전	흑전	24.5	30.2	15.8
영업외손익	**6.9**	**6.5**	**(1.8)**	**3.4**	**3.7**
이자수익	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
이자비용	0.9	1.1	2.3	1.4	1.3
지분법손익	(0.2)	0.0	(0.7)	(0.8)	(0.8)
기타영업손익	7.4	7.2	0.7	5.0	5.2
세전순이익	**(16.8)**	**41.9**	**38.2**	**53.7**	**64.5**
증가율(%)	적전	흑전	(8.7)	40.5	20.2
법인세비용	0.4	2.9	4.0	9.7	12.9
당기순이익	**(17.2)**	**39.0**	**34.2**	**44.0**	**51.6**
증가율(%)	적전	흑전	(12.3)	28.8	17.2
지배주주지분	(17.3)	38.9	34.0	44.0	51.5
증가율(%)	적전	흑전	(12.8)	29.5	17.2
비지배지분	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1
EPS(원)	**(999)**	**2,253**	**1,964**	**2,543**	**2,982**
증가율(%)	적전	흑전	(12.8)	29.5	17.2
수정EPS(원)	(999)	2,253	1,964	2,543	2,982
증가율(%)	적전	흑전	(12.8)	29.5	17.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업현금	**48.1**	**(0.9)**	**100.4**	**72.7**	**77.5**
당기순이익	(17.2)	39.0	34.2	44.0	51.6
자산상각비	15.0	14.4	22.0	30.5	32.7
기타비현금성손익	3.9	5.5	2.1	1.0	1.0
운전자본증감	35.1	(53.4)	40.1	(2.8)	(7.8)
매출채권감소(증가)	3.5	(33.7)	12.5	(6.0)	(5.0)
재고자산감소(증가)	35.1	(16.4)	11.2	(1.0)	(2.0)
매입채무증가(감소)	(5.0)	4.7	27.1	4.0	(1.0)
기타	1.5	(8.0)	(10.6)	0.2	0.2
투자현금	**(35.3)**	**(14.4)**	**(75.7)**	**(44.6)**	**(48.8)**
단기투자자산감소	(2.4)	(0.4)	(11.6)	(0.8)	(0.8)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.4)	(0.8)	(0.8)
설비투자	(16.0)	(36.7)	(22.5)	(26.6)	(30.6)
유형자산처분	1.1	1.3	0.3	0.0	0.0
무형자산처분	(0.4)	(1.1)	(12.4)	(15.6)	(15.6)
재무현금	**(9.5)**	**7.7**	**35.5**	**(6.1)**	**(6.1)**
차입금증가	3.7	13.4	41.3	0.0	0.0
자본증가	(4.9)	(3.2)	(5.5)	(6.1)	(6.1)
배당금지급	4.9	3.2	5.5	6.1	6.1
현금 증감	3.1	(11.2)	56.6	22.0	22.7
기초현금	53.0	56.1	44.9	101.5	123.5
기말현금	56.1	44.9	101.5	123.5	146.2
Gross Cash flow	(3.4)	53.6	58.3	75.5	85.3
Gross Investment	(2.1)	67.3	24.1	46.7	55.8
Free Cash Flow	**(1.3)**	**(13.7)**	**34.2**	**28.8**	**29.5**

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(999)	2,253	1,964	2,543	2,982
BPS	17,265	17,454	20,005	22,198	24,830
DPS	200	350	350	350	350
밸류에이션(배,%)					
PER	-	11.6	16.0	12.3	10.5
PBR	1.0	1.5	1.6	1.4	1.3
EV/ EBITDA	-	8.7	8.7	6.4	5.3
배당수익율	1.1	1.3	1.1	1.1	1.1
PCR	-	8.4	9.3	7.2	6.4
수익성(%)					
영업이익율	(7.6)	11.3	7.9	8.5	8.9
EBITDA이익율	(2.8)	16.0	12.3	13.7	13.7
순이익율	(5.5)	12.5	6.8	7.5	7.6
ROE	(5.5)	13.0	10.5	12.1	12.7
ROIC	(6.7)	12.7	11.2	11.3	12.7
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(20.2)	(6.4)	(1.2)	(6.7)	(11.3)
유동비율	283.3	266.7	218.8	233.7	257.1
이자보상배율	(25.8)	31.6	17.2	36.0	45.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.8	1.1	1.1	1.1
매출채권회전율	4.1	3.6	5.4	6.0	6.6
재고자산회전율	4.7	5.2	7.6	8.6	9.7
매입채무회전율	11.1	13.1	23.9	23.6	25.7

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

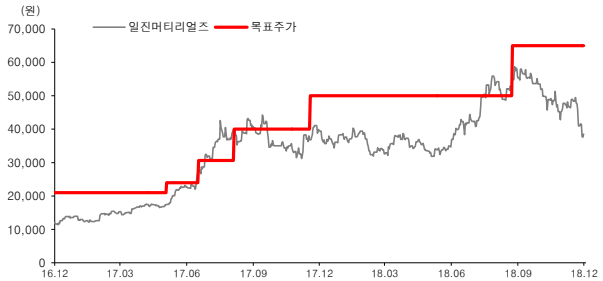
		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	90%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	10%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2018.9.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2016-12-05	Buy	21,000	1년	-29.1	-9.0
2016-12-16	Buy	21,000	1년	-28.2	-9.0
2017-01-06	Buy	21,000	1년	-26.9	-9.0
2017-01-16	Buy	21,000	1년	-25.8	-9.0
2017-02-02	Buy	21,000	1년	-23.5	-9.0
2017-02-06	Buy	21,000	1년	-23.3	-9.0
2017-02-16	Buy	21,000	1년	-22.2	-9.0
2017-03-17	Buy	21,000	1년	-18.6	-9.0
2017-03-28	Buy	21,000	1년	-18.0	-9.0
2017-03-29	Buy	21,000	1년	-17.9	-9.0
2017-04-03	Buy	21,000	1년	-17.7	-9.0
2017-04-04	Buy	21,000	1년	-17.7	-9.0
2017-04-17	Buy	21,000	1년	-17.9	-9.0
2017-04-18	Buy	21,000	1년	-17.9	-9.0
2017-05-02	Buy	21,000	1년	-13.3	-9.0
2017-05-02	Buy	21,000	1년	-13.3	-9.0
2017-05-10	Buy	21,000	1년	-3.1	19.6
2017-05-11	Buy	24,000	1년	-3.1	19.6
2017-05-25	Buy	24,000	1년	0.5	19.6
2017-06-05	Buy	24,000	1년	4.2	19.6
2017-06-08	Buy	24,000	1년	5.7	19.6
2017-06-12	Buy	24,000	1년	9.1	19.6
2017-06-15	Buy	24,000	1년	14.9	11.0
2017-06-19	Buy	24,000	1년	15.3	11.0
2017-06-20	Buy	24,000	1년	19.6	19.6
2017-06-22	Buy	30,600	1년	19.3	39.1
2017-08-14	Buy	40,000	1년	-6.3	10.6
2017-08-24	Buy	40,000	1년	-7.1	-21.9
2017-09-07	Buy	40,000	1년	-8.6	10.6
2017-09-11	Buy	40,000	1년	-8.9	-21.9
2017-09-21	Buy	40,000	1년	-11.5	2.8
2017-10-10	Buy	40,000	1년	-11.5	2.8
2017-11-27	Buy	50,000	1년	-21.3	11.8
2017-12-01	Buy	50,000	1년	-21.3	11.8
2017-12-18	Buy	50,000	1년	-20.9	11.8
2018-01-02	Buy	50,000	1년	-20.6	11.8
2018-01-29	Buy	50,000	1년	-20.2	11.8
2018-02-05	Buy	50,000	1년	-20.0	11.8
2018-02-19	Buy	50,000	1년	-19.2	11.8
2018-03-02	Buy	50,000	1년	-18.2	11.8
2018-03-12	Buy	50,000	1년	-17.6	11.8

일진머티리얼즈(020150.KS) 주가 및 목표주가 추이

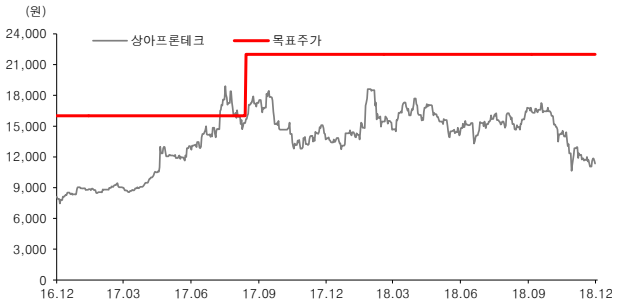


2018-03-15	Buy	50,000	1년	-17.3	11.8
2018-03-29	Buy	50,000	1년	-16.6	11.8
2018-04-02	Buy	50,000	1년	-16.4	11.8
2018-04-04	Buy	50,000	1년	-16.2	11.8
2018-04-05	Buy	50,000	1년	-16.0	11.8
2018-04-12	Buy	50,000	1년	-15.2	11.8
2018-04-23	Buy	50,000	1년	-14.1	11.8
2018-04-25	Buy	50,000	1년	-13.7	11.8
2018-05-03	Buy	50,000	1년	-12.4	11.8
2018-05-08	Buy	50,000	1년	-11.7	11.8
2018-05-21	Buy	50,000	1년	-8.8	11.8
2018-05-24	Buy	50,000	1년	-8.1	11.8
2018-06-07	Buy	50,000	1년	-4.8	11.8
2018-06-21	Buy	50,000	1년	-2.1	11.8
2018-06-27	Buy	50,000	1년	-0.8	11.8
2018-07-02	Buy	50,000	1년	0.3	11.8
2018-07-10	Buy	50,000	1년	3.4	11.8
2018-07-12	Buy	50,000	1년	3.8	11.8
2018-08-06	Buy	50,000	1년	2.2	-2.6
2018-08-24	Buy	65,000	1년	-22.8	-9.7
2018-08-27	Buy	65,000	1년	-23.0	-10.3
2018-08-30	Buy	65,000	1년	-23.6	-10.8
2018-09-07	Buy	65,000	1년	-24.8	-11.1
2018-09-27	Buy	65,000	1년	-27.4	-17.7
2018-10-02	Buy	65,000	1년	-28.1	-20.0
2018-10-04	Buy	65,000	1년	-28.3	-21.1
2018-10-17	Buy	65,000	1년	-29.1	-21.1
2018-10-29	Buy	65,000	1년	-29.7	-23.9
2018-11-08	Buy	65,000	1년	-30.5	-23.9
2018-11-12	Buy	65,000	1년	-30.8	-23.9
2018-11-19	Buy	65,000	1년	-34.5	-26.5
2018-11-26	Buy	65,000	1년	-40.1	-36.3
2018-12-03	Buy	65,000	1년		

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2016-12-16	Buy	16,000	1년	-26.9	18.1
2017-01-06	Buy	16,000	1년	-25.1	18.1
2017-01-16	Buy	16,000	1년	-24.3	18.1
2017-01-17	Buy	16,000	1년	-24.1	18.1
2017-02-06	Buy	16,000	1년	-22.2	18.1
2017-02-16	Buy	16,000	1년	-20.8	18.1
2017-02-24	Buy	16,000	1년	-19.7	18.1
2017-03-17	Buy	16,000	1년	-16.3	18.1
2017-03-28	Buy	16,000	1년	-14.4	18.1
2017-03-29	Buy	16,000	1년	-14.1	18.1
2017-04-03	Buy	16,000	1년	-13.3	18.1
2017-04-04	Buy	16,000	1년	-13.0	18.1
2017-04-17	Buy	16,000	1년	-10.5	18.1
2017-04-18	Buy	16,000	1년	-10.2	18.1
2017-04-20	Buy	16,000	1년	-9.8	18.1
2017-05-02	Buy	16,000	1년	-8.7	18.1
2017-05-02	Buy	16,000	1년	-8.7	18.1
2017-05-10	Buy	16,000	1년	-8.1	18.1
2017-05-16	Buy	16,000	1년	-7.1	18.1
2017-05-25	Buy	16,000	1년	-4.9	18.1
2017-06-05	Buy	16,000	1년	-3.1	18.1
2017-06-08	Buy	16,000	1년	-2.5	18.1
2017-06-12	Buy	16,000	1년	-1.9	18.1
2017-06-15	Buy	16,000	1년	-0.9	18.1
2017-06-19	Buy	16,000	1년	-0.4	18.1
2017-06-20	Buy	16,000	1년	-0.2	18.1
2017-06-22	Buy	16,000	1년	0.2	18.1
2017-08-22	Buy	22,000	1년	-30.3	-15.5
2017-08-24	Buy	22,000	1년	-30.4	-15.5

상아프론테크(089980.KQ) 주가 및 목표주가 추이

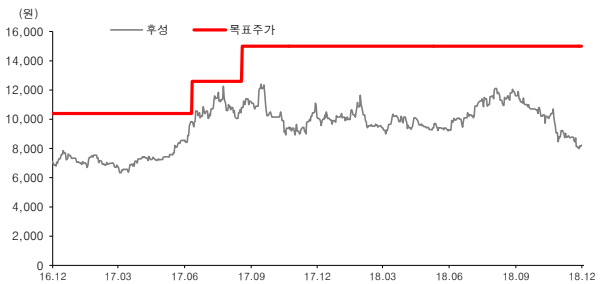


2017-09-01	Buy	22,000	1년	-30.5	-15.5
2017-09-07	Buy	22,000	1년	-30.5	-15.5
2017-09-11	Buy	22,000	1년	-30.5	-15.5
2017-09-21	Buy	22,000	1년	-30.7	-15.5
2017-10-10	Buy	22,000	1년	-30.5	-15.5
2017-11-27	Buy	22,000	1년	-31.4	-15.5
2017-12-01	Buy	22,000	1년	-31.4	-15.5
2017-12-18	Buy	22,000	1년	-31.1	-15.5
2018-01-02	Buy	22,000	1년	-30.8	-15.5
2018-01-29	Buy	22,000	1년	-30.9	-15.5
2018-01-29	Buy	22,000	1년	-30.9	-15.5
2018-02-05	Buy	22,000	1년	-31.2	-19.5
2018-02-19	Buy	22,000	1년	-31.4	-19.5
2018-03-02	Buy	22,000	1년	-31.4	-19.5
2018-03-15	Buy	22,000	1년	-31.6	-19.5
2018-03-29	Buy	22,000	1년	-32.1	-19.5
2018-04-02	Buy	22,000	1년	-32.2	-21.6
2018-04-04	Buy	22,000	1년	-32.3	-21.6
2018-04-05	Buy	22,000	1년	-32.4	-21.6
2018-04-12	Buy	22,000	1년	-32.5	-21.6
2018-04-23	Buy	22,000	1년	-33.0	-21.6
2018-04-25	Buy	22,000	1년	-33.1	-21.6
2018-05-03	Buy	22,000	1년	-33.3	-21.6
2018-05-08	Buy	22,000	1년	-33.3	-21.6
2018-05-16	Buy	22,000	1년	-33.4	-21.6
2018-05-21	Buy	22,000	1년	-33.4	-21.6
2018-05-24	Buy	22,000	1년	-33.4	-21.6
2018-06-07	Buy	22,000	1년	-33.4	-21.6
2018-06-21	Buy	22,000	1년	-33.3	-21.6
2018-06-27	Buy	22,000	1년	-33.3	-21.6
2018-07-02	Buy	22,000	1년	-33.4	-21.6
2018-07-10	Buy	22,000	1년	-33.6	-21.6
2018-07-12	Buy	22,000	1년	-33.7	-21.6
2018-08-06	Buy	22,000	1년	-34.7	-21.6
2018-08-16	Buy	22,000	1년	-35.1	-21.6
2018-08-27	Buy	22,000	1년	-35.7	-21.6
2018-08-30	Buy	22,000	1년	-36.2	-21.6
2018-09-07	Buy	22,000	1년	-37.5	-21.6
2018-09-27	Buy	22,000	1년	-40.9	-25.2
2018-10-02	Buy	22,000	1년	-42.0	-27.5
2018-10-04	Buy	22,000	1년	-42.4	-31.1
2018-10-17	Buy	22,000	1년	-44.4	-34.5
2018-10-29	Buy	22,000	1년	-45.9	-41.1
2018-11-08	Buy	22,000	1년	-46.8	-44.5
2018-11-12	Buy	22,000	1년	-47.0	-45.5
2018-11-19	Buy	22,000	1년	-47.4	-46.1
2018-11-26	Buy	22,000	1년	-46.5	-46.1
2018-12-03	Buy	22,000	1년		

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2016-12-05	Buy	10,400	1년	-28.5	1.4
2016-12-16	Buy	10,400	1년	-28.5	1.4
2017-01-06	Buy	10,400	1년	-28.3	1.4
2017-01-16	Buy	10,400	1년	-28.0	1.4
2017-02-06	Buy	10,400	1년	-27.6	1.4
2017-02-13	Buy	10,400	1년	-27.3	1.4
2017-02-16	Buy	10,400	1년	-27.1	1.4
2017-03-17	Buy	10,400	1년	-24.2	1.4
2017-03-28	Buy	10,400	1년	-23.0	1.4
2017-03-29	Buy	10,400	1년	-22.9	1.4
2017-04-03	Buy	10,400	1년	-22.5	1.4
2017-04-04	Buy	10,400	1년	-22.4	1.4
2017-04-17	Buy	10,400	1년	-20.7	1.4
2017-04-18	Buy	10,400	1년	-20.5	1.4

후성(093370.KS) 주가 및 목표주가 추이



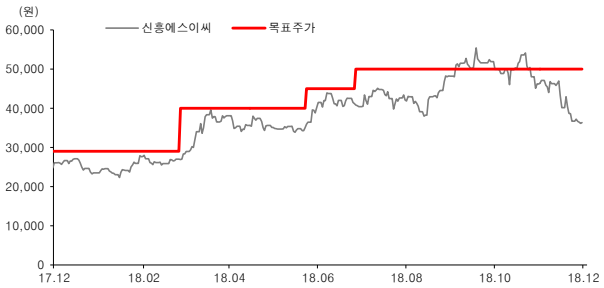
2017-05-02	Buy	10,400	1년	-17.6	1.4
2017-05-02	Buy	10,400	1년	-17.6	1.4
2017-05-10	Buy	10,400	1년	-16.3	1.4
2017-05-25	Buy	10,400	1년	-11.2	1.4
2017-06-05	Buy	10,400	1년	-5.7	1.4
2017-06-08	Buy	10,400	1년	-5.1	1.4
2017-06-12	Buy	10,400	1년	-4.6	1.4
2017-06-15	Buy	10,400	1년	1.4	1.4
2017-06-19	Buy	12,600	1년	-14.3	-2.8
2017-06-19	Buy	12,600	1년	-14.3	-2.8
2017-06-20	Buy	12,600	1년	-14.2	-2.8
2017-06-22	Buy	12,600	1년	-14.0	-2.8
2017-08-02	Buy	12,600	1년	-15.8	-10.7
2017-08-24	Buy	15,000	1년	-32.1	-17.3
2017-08-24	Buy	15,000	1년	-32.1	-17.3
2017-09-07	Buy	15,000	1년	-31.9	-17.3
2017-09-11	Buy	15,000	1년	-31.9	-17.3
2017-09-21	Buy	15,000	1년	-32.1	-19.3
2017-10-10	Buy	15,000	1년	-32.1	-19.3
2017-11-27	Buy	15,000	1년	-32.4	-19.3
2017-11-28	Buy	15,000	1년	-32.5	-19.3
2017-12-01	Buy	15,000	1년	-32.6	-19.3
2017-12-18	Buy	15,000	1년	-32.6	-19.3
2018-01-02	Buy	15,000	1년	-32.5	-19.3
2018-01-29	Buy	15,000	1년	-32.7	-19.3
2018-02-05	Buy	15,000	1년	-32.8	-19.3
2018-02-19	Buy	15,000	1년	-32.6	-19.3
2018-03-02	Buy	15,000	1년	-32.5	-19.3
2018-03-15	Buy	15,000	1년	-32.3	-19.3
2018-03-29	Buy	15,000	1년	-32.2	-19.3
2018-04-02	Buy	15,000	1년	-32.2	-19.3
2018-04-04	Buy	15,000	1년	-32.2	-19.3
2018-04-05	Buy	15,000	1년	-32.2	-19.3
2018-04-12	Buy	15,000	1년	-32.0	-19.3
2018-04-23	Buy	15,000	1년	-31.9	-19.3
2018-04-25	Buy	15,000	1년	-31.8	-19.3
2018-05-03	Buy	15,000	1년	-31.7	-19.3
2018-05-08	Buy	15,000	1년	-31.6	-19.3
2018-05-21	Buy	15,000	1년	-31.2	-19.3
2018-05-24	Buy	15,000	1년	-31.1	-19.3
2018-06-07	Buy	15,000	1년	-30.7	-19.3
2018-06-21	Buy	15,000	1년	-30.4	-19.3
2018-06-27	Buy	15,000	1년	-30.3	-19.3
2018-07-02	Buy	15,000	1년	-30.3	-19.3
2018-07-10	Buy	15,000	1년	-30.3	-19.3
2018-07-12	Buy	15,000	1년	-30.4	-19.3
2018-08-06	Buy	15,000	1년	-31.8	-19.7
2018-08-27	Buy	15,000	1년	-33.7	-20.7
2018-08-30	Buy	15,000	1년	-34.4	-20.7
2018-09-07	Buy	15,000	1년	-35.6	-23.7
2018-09-27	Buy	15,000	1년	-37.8	-28.0
2018-10-02	Buy	15,000	1년	-38.5	-28.7
2018-10-04	Buy	15,000	1년	-38.7	-28.7
2018-10-17	Buy	15,000	1년	-40.3	-28.7
2018-10-29	Buy	15,000	1년	-42.3	-38.5
2018-11-08	Buy	15,000	1년	-43.3	-40.9
2018-11-12	Buy	15,000	1년	-43.6	-41.2
2018-11-19	Buy	15,000	1년	-44.9	-41.9
2018-11-26	Buy	15,000	1년	-46.0	-45.5
2018-12-03	Buy	15,000	1년		

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2017-09-26	Buy	29,000	1년	-17.4	-3.4
2017-10-10	Buy	29,000	1년	-17.0	-3.4
2017-10-11	Buy	29,000	1년	-17.0	-3.4

신흥에스이씨(243840.KQ) 주가 및 목표주가 추이

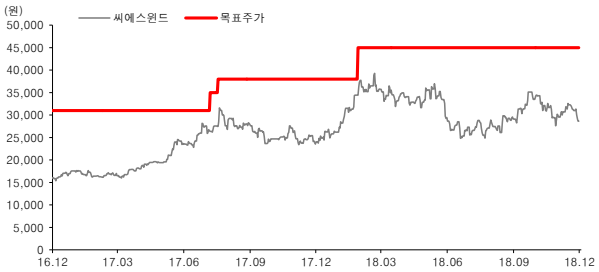
2017-11-27	Buy	29,000	1년	-12.1	-3.4
2017-12-01	Buy	29,000	1년	-12.0	-3.4
2017-12-18	Buy	29,000	1년	-12.7	-3.4
2018-01-02	Buy	29,000	1년	-11.9	-3.4
2018-01-29	Buy	29,000	1년	-8.1	-3.4
2018-01-29	Buy	29,000	1년	-8.1	-3.4
2018-02-05	Buy	29,000	1년	-9.0	-6.9
2018-02-19	Buy	29,000	1년	-7.5	-6.9
2018-02-28	Buy	40,000	1년	-11.5	-1.0
2018-03-02	Buy	40,000	1년	-11.2	-1.0
2018-03-15	Buy	40,000	1년	-10.1	-1.0
2018-03-29	Buy	40,000	1년	-11.2	-4.8
2018-04-02	Buy	40,000	1년	-11.6	-5.0
2018-04-04	Buy	40,000	1년	-11.7	-5.0
2018-04-05	Buy	40,000	1년	-11.6	-5.0
2018-04-12	Buy	40,000	1년	-11.4	-5.0
2018-04-23	Buy	40,000	1년	-12.6	-8.9
2018-04-25	Buy	40,000	1년	-12.5	-8.9
2018-05-03	Buy	40,000	1년	-12.6	-8.9
2018-05-08	Buy	40,000	1년	-12.5	-8.9
2018-05-21	Buy	40,000	1년	-10.5	-8.9
2018-05-24	Buy	40,000	1년	-8.9	-8.9
2018-05-28	Buy	45,000	1년	-8.2	-2.4
2018-06-07	Buy	45,000	1년	-7.8	-2.8
2018-06-21	Buy	45,000	1년	-8.5	-5.6
2018-06-27	Buy	45,000	1년	-9.9	-9.7
2018-07-02	Buy	50,000	1년	-8.6	10.8
2018-07-02	Buy	50,000	1년	-8.6	10.8
2018-07-10	Buy	50,000	1년	-8.3	10.8
2018-07-12	Buy	50,000	1년	-8.2	10.8
2018-08-06	Buy	50,000	1년	-6.8	10.8
2018-08-16	Buy	50,000	1년	-5.5	10.8
2018-08-27	Buy	50,000	1년	-4.8	10.8
2018-08-30	Buy	50,000	1년	-4.8	10.8
2018-09-07	Buy	50,000	1년	-5.4	-27.7
2018-09-27	Buy	50,000	1년	-7.8	-27.7
2018-10-02	Buy	50,000	1년	-8.5	8.2
2018-10-04	Buy	50,000	1년	-8.7	8.2
2018-10-17	Buy	50,000	1년	-10.7	-27.7
2018-10-29	Buy	50,000	1년	-14.7	-5.8
2018-11-08	Buy	50,000	1년	-18.3	-6.1
2018-11-12	Buy	50,000	1년	-19.9	-6.1
2018-11-19	Buy	50,000	1년	-24.8	-19.1
2018-11-19	Buy	50,000	1년	-24.8	-19.1
2018-11-26	Buy	50,000	1년	-27.2	-26.7
2018-12-03	Buy	50,000	1년		



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2017-03-24	Buy	31,000	1년	-27.7	-9.2
2017-03-27	Buy	31,000	1년	-27.5	-9.2
2017-03-29	Buy	31,000	1년	-27.1	-9.2
2017-04-03	Buy	31,000	1년	-26.5	-9.2
2017-04-10	Buy	31,000	1년	-25.4	-9.2
2017-05-02	Buy	31,000	1년	-21.5	-9.2
2017-05-04	Buy	31,000	1년	-21.2	-9.2
2017-05-04	Buy	31,000	1년	-21.2	-9.2
2017-05-10	Buy	31,000	1년	-20.6	-9.2
2017-05-18	Buy	31,000	1년	-19.2	-9.2
2017-05-24	Buy	31,000	1년	-18.9	-9.2
2017-05-30	Buy	31,000	1년	-18.3	-9.2
2017-06-02	Buy	31,000	1년	-17.6	-9.2
2017-06-07	Buy	31,000	1년	-17.1	-9.2
2017-06-07	Buy	31,000	1년	-17.1	-9.2
2017-06-08	Buy	31,000	1년	-16.9	-9.2
2017-06-12	Buy	31,000	1년	-16.2	-9.2
2017-06-19	Buy	31,000	1년	-14.1	-9.2
2017-06-26	Buy	31,000	1년	-13.5	-9.4
2017-06-29	Buy	31,000	1년	-14.5	-11.1
2017-07-03	Buy	31,000	1년	-14.7	-13.4
2017-07-12	Buy	35,000	1년	-17.4	-9.7
2017-07-20	Buy	35,000	1년	-12.8	-11.3
2017-07-25	Buy	38,000	1년	-29.4	-4.5
2017-07-28	Buy	38,000	1년	-29.5	-4.5
2017-07-31	Buy	38,000	1년	-29.5	-4.5
2017-08-02	Buy	38,000	1년	-29.6	-4.5
2017-08-03	Buy	38,000	1년	-29.7	-4.5
2017-09-12	Buy	38,000	1년	-30.2	-4.5
2017-09-25	Buy	38,000	1년	-29.9	-4.5
2017-09-27	Buy	38,000	1년	-29.8	-4.5
2017-10-11	Buy	38,000	1년	-29.5	-4.5
2017-10-16	Buy	38,000	1년	-29.3	-4.5
2017-10-25	Buy	38,000	1년	-28.9	-4.5
2017-10-31	Buy	38,000	1년	-28.9	-4.5
2017-12-18	Buy	38,000	1년	-21.4	-4.5
2018-01-02	Buy	38,000	1년	-17.2	-4.5
2018-01-12	Buy	38,000	1년	-13.5	-4.5
2018-01-19	Buy	38,000	1년	-9.7	-4.5
2018-01-30	Buy	45,000	1년	-30.4	-12.7
2018-02-02	Buy	45,000	1년	-30.6	-12.7
2018-02-12	Buy	45,000	1년	-30.9	-12.7
2018-02-19	Buy	45,000	1년	-31.1	-12.7
2018-02-21	Buy	45,000	1년	-31.3	-17.9
2018-02-22	Buy	45,000	1년	-31.4	-17.9
2018-03-05	Buy	45,000	1년	-31.7	-17.9
2018-03-22	Buy	45,000	1년	-32.3	-17.9
2018-03-28	Buy	45,000	1년	-32.5	-17.9
2018-04-02	Buy	45,000	1년	-32.7	-17.9
2018-04-04	Buy	45,000	1년	-32.8	-17.9
2018-04-12	Buy	45,000	1년	-33.0	-17.9
2018-04-27	Buy	45,000	1년	-33.5	-17.9
2018-05-16	Buy	45,000	1년	-34.4	-21.7
2018-05-21	Buy	45,000	1년	-34.7	-22.0
2018-06-11	Buy	45,000	1년	-34.8	-22.0
2018-07-02	Buy	45,000	1년	-33.9	-22.0
2018-07-24	Buy	45,000	1년	-32.7	-22.0
2018-07-30	Buy	45,000	1년	-32.4	-22.0
2018-08-16	Buy	45,000	1년	-31.2	-22.0
2018-08-17	Buy	45,000	1년	-31.2	-22.0
2018-08-30	Buy	45,000	1년	-30.6	-22.0
2018-09-10	Buy	45,000	1년	-30.1	-22.0
2018-09-21	Buy	45,000	1년	-30.4	-23.4

씨에스윈드(112610.KS) 주가 및 목표주가 추이



2018-10-18	Buy	45,000	1년	-32.0	-27.6	
2018-11-08	Buy	45,000	1년	-30.8	-27.6	
2018-11-15	Buy	45,000	1년	-31.4	-28.2	
2018-12-03	Buy	45,000	1년			