

이노메트리
(302430. KQ)

센터장 김장열
jay.kim1007@gmail.com

투자의견: Buy (Initiate)

목표주가: 37,400원 / 현재주가: 29,150원 (상승여력 +28.3%)

PM Grade

Increase

Trading Up

Short-term Reduce

투자포인트는 선명! 실행 능력만 확인되면 대세 상승 이어질 것!

포인트 1: X-ray 2차전지 검사 수요 확대 추세

이노메트리는 18년 12월 12일 상장된 X-ray 2차전지 검사기 (2차전지 극판 정렬 상태 및 수량 검사, 전자동 검사, 불량품 자동 판별 및 배출) 업체이다. 첫번째 투자포인트는 수요 전망이 좋다는 것. 2차전지 시장 성장세 전망은 두말할 필요 없는 것이고 모든 관련 종목에 대동소이한 환경이다. 그런데 동사의 주력인 전기차 2차전지 검사기는 배터리 안전성 이슈 부각으로 과거 생산라인당 1대 사용하던 검사장비를 최근에는 4대까지 채용하기 시작하는 등 수요 확대 초입으로 파악된다는 점이다. 또한, 샘플검사에서 전수 검사로 확장 가능성이 높아지고 있다는 것이다..

포인트 2: 중국 매출 > 국내, 튜브 매출 등 마진 상승 요인

18년 상반기 첫 수주를 받은 BYD향 매출 (비중 45~50%)를 포함한 중국 업체향이 60% 이상이다. 삼성, SK이노베이션등 한국 업체향이 나머지이다. 중국업체향이 마진이 더 높다. 18년 4분기부터 모색 중인 A사와의 실질적 진척 여부에 따라 중국의 또 다른 대형 고객 추가 가능성도 엿 볼 수 있다. 무엇보다 소프트웨어 개발, 설계 및 제어 기술을 바탕으로 세계 최초 TDI (라인 스캔) 방식 적용, 적층 검사 방식 개발 등의 동사의 핵심 원천 기술이 강점이다. 중국 경쟁사 대비 분당 검사 속도가 3배까지 빠르며 정확하다. 한편, 제품별 매출 비중은 대략 X-ray 전기차 2차전지 검사기 (70%), X-ray 소형 2차전지 검사기 (22%), X-ray Tube (8%)이다. 이 중 튜브는 상품매출 (인라인 장비는 2~2.5년에 1회 교환)인데 마진이 높다.

포인트 3: Stacking 공정장비, X-ray 용접 검사기 등 신성장 동력 추가

19년 하반기부터 매출이 기대되는 (빠르면 중반 전후에도?) Stacking 공정 장비는 2차전지 조립 공정 중 하나인데 생산 라인당 ~50억에 이르는 고가 장비이다 지난 1.5년간 집중 개발한 동사 제품은 수직 회전 테이블 방식으로 세계 최초 45도 검사 알고리즘을 개발했고 고속이동 운전으로 제조 시간 단축의 장점이 있다. 국내 비상장 2개 경쟁사 대비가 불가능한 2매 검출, Tab위치 검사, Inspection 검사 등 기능을 갖추고 있다. 또다른 1개 경쟁사보다는 속도가 빠르다. 용접검사기는 기존 검사 방식 (가압테스트, 3차원 비전 검사)으로 용접 두께와 내부의 가공 검출에 한계와 달리 용접라인에서 가공 및 불량.용접 깊이 검사를 수행한다. 또한 초미세 오차범위까지 불량 판정이 가능하다.

PER 25배, 목표주가 37,400원

2차전지 장비 3개 peers 18년 기준 PER 17~38배 수준이다. 19년 peers 성장한다고 가정하고, 이노메트리의 상대적 고성장 잠재력/ 높은 마진을 감안하면 19년 PER 25배 적용은 무리는 아닌 것으로 판단한다. 목표주가 37,400원/ 투자의견 BUY를 제시한다.

Financial Data

| | 매출액 (십억원) | 영업이익 | 세전이익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | EBITDA | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) |
|-------|--------------|------|------|-----|------------|------------|--------|------------|------------------|------------|------------|
| 2016 | 16.2 | 3.7 | 3.9 | 3.2 | n/a | n/a | 3.8 | n/a | -0.6 | n/a | n/a |
| 2017 | 14.1 | 2.0 | 1.4 | 1.2 | n/a | n/a | 2.0 | n/a | -2.0 | n/a | 20.6 |
| 2018 | 30.6 | 6.7 | 7.0 | 5.2 | 1,078 | n/a | 6.8 | 23.4 | 18.3 | 5.7 | 42.7 |
| 2019E | 40.3 | 9.1 | 9.1 | 7.2 | 1,497 | n/a | 9.1 | 19.5 | 12.8 | 4.1 | 32.9 |

자료 : 이노메트리, 골든브릿지증권, K-IFRS 연결기준

***디에이테크놀로지 (196490.KQ)**

: 2차전지 장비 (Notching/Folding) 46%, 2차전지 조립공정 설비 50%, 디스플레이 검사기 4%

: 시총 2011억, 2018년 9월 누계 매출 753억, 영업이익 47억 (OPM 6.2%), 순이익 40.2억, 18년 연산 순이익 53.6억, PER 37.5배

***피앤이솔루션 (131390.KQ)**

: 2차전지 및 전기 이중층 캐피시터 (EDLC)의 활성화 (Formation) 장비 등 2차전지 후공정 장비 86%, 발전기 전원공급장치 (PCR, Phase Control Rectifier) 9%

: 시총 1799억, 18년 매출 1028억, 영업이익 118억 (OPM 11.5%), 순이익 80억, 18년 연산 순이익 103억, PER 17.5배

***엔에스 (217820.KQ)**

: 2차전지 장비 (Degassing 및 공정 라인 일체 턴키 수주) 82%, 광학 필름 포장 자동화 설비 5%

: 시총 544억, 18년 9월 누계 매출 372억, 영업이익 22억 (OPM 5.9%), 순이익 23억, 18년 연산 순이익 31억, PER 17.5배

잠재 리스크 변수는 환율 / 고객 투자 속도 / 신사업 속도

현재는 큰 이슈 아니지만 원화 강세는 불리하다. BYD 등 중국 업체향 매출 확대는 마진에 긍정적이지만 최종 수요 또는 정책 변수로 고객 투자 속도가 늦추어지면 리스크이다. Stacking 장비 등 시장 공략 과정에 경쟁사의 전략에 따라 가격 경쟁 또는 채용 속도가 늦추어질 가능성도 배제할 수는 없다. 동사의 최대주주인 넥스트아이와의 (머신 비전 기술 기반 검사장비) 시너지 효과 여부의 확인도 (고객 네트워크 공유, 넥스트아이의 외관 검사와 이노메트리의 X-ray검사의 턴키 공급?) 필요하다. 잠재 리스크는 결국 주가 상승이 지나치게 앞서 갔을 때, 실적 또는 전망이 후행으로 따라오는 사이의 간극 발생 가능성이다. 전방 산업을 밝고 신성장 동력 개발도 완료되었고 마진도 높은 편이고 큰 단점은 없는 안정적 성장이 기대되는 종목으로 총평 가능하다. 공격적인 배수 적용 또는 실적 전망 가능 여부는 19년 2분기가 분수령이 될 전망이다. So far So good이고 2차전지 소형장비주로 지속 긍정적 시각을 가질 필요가 있다.

용어

2차전지 생산공정은 크게 전극공정, 조립공정 (Packaging), 활성화 공정 (Formation), 디게싱 공정 (Degassing)으로 이루어짐. 전극공정은 양극 (Cathod), 음극 (Anode) 극판을 만드는 공정. 조립공정은 각각의 전극과 원재료를 가공 및 조립하여 완성품을 만드는 공정. 활성화 공정은 조립이 완료된 전지를 충방전하여 전기적 특성을 부여하고 전지의 품질 검사 및 선별하는 공정.

조립공정 용어

-Notching: 2차전지 양극/음극 Tab 형태를 만들기 위해 불필요한 부위를 따내기 (Notch) 위한 전단 가공

-Folding: 2차전지 전극을 분리막에 열 융합 (Laminating)시킨 후 일정 간격으로 감아 folded cell을 만드는 공정

-Stacking: 전극을 일정한 간격으로 부착하고 지그재그로 형태를 만들어 테이핑하는 공정

<기업 개요>

2008년 방사선 발생장치 판매 허가 획득 및 설립. 2010년 X-ray를 이용한 이물딜 검사단 말기 품질 테스트 특허 등록, X-ray 배터리 검사기 FDA등록. 2012년 넥스트아이 자회사로 편입. 2014년 전지 검사장치 특허 등록. 2016년 중국 닝보 중국법인 설립. 2018년 12월 12일 상장, 임직원 33명 (18년 6월말). 주요 경영진은 삼성전자 자동화 연구소, 자비스 연구소장 출신 김준보 창업자/CEO와 삼성전기 출신 김영주 기술연구소장. 주요주주는 넥스트아이 (137940.KQ, 시총 1754억, 머신 비전 기술 활용한 비전 장비업체) 40.6%, 프라핏자산운용 5.84%

[그림1] 성장 로드맵



자료: 이노메트리

[그림2] 사업영역

2차전지 검사 / 제조 장비 핵심 기술 확보

▶ 현재 사업 영역

TDR 검사기술

- ✓ 세계 최초 2차전지 분야에 TDR (2차전지) 기술 확보
- ✓ 공간 효율성 극대화 및 검사 속도 증가

각형 Cell 검사기술

- ✓ 불량 예상 부분 국부 검사 → Cell 전체 검사로 확대
- ✓ 현재 각형 Cell 라인에 표준검사 방식 채택

▶ 향후 추가 사업 영역

Stacking 검사 및 제조 기술

- ✓ 세계 최초 45도 검사 알고리즘 개발
- 당시 기술이 2차전지 검사 표준 채택
- ✓ 고속 이동 운전으로 제조시간 단축

용접 검사 기술

- ✓ 2차전지 셀이 용접 공정에서 용접 무결 이후, 용접 내부의 기공 검출 확인 기술

세계최초 개발기술로 표준검사방식 채택

머신비전 기술을 이용한 X-ray 자동 검사 핵심 기술

01 S/W 영상 처리 기술

02 S/W 알고리즘 개발 기술

03 S/W 설계 및 제어 기술

자료: 이노메트리

[그림3] 추가 성장동력: 2차전지 Stacking 제조장비

사업영역을 2차전지 검사에서 2차전지 제조 장비로 확대

▶ Stacking 제조 장비 경쟁력

- ✓ 차별화된 극한 공률 방식으로 생산 속도 향상 및 제조 시간 단축
- ✓ 2대 감지가 가능하여 분리막의 손상 최소화
- ✓ 경쟁사 대비 압도적인 성능과 가격 경쟁력으로 경쟁 무위 확보

| 검사 기능 | 이노메트리 | A사 | B사 | C사 |
|------------|-------------|----------|-----------|-------|
| 극한공률방식 | 수직회전 테이블 방식 | 직교 운동 방식 | 수평 암 회전방식 | 원주일방식 |
| 비전 분리막 감지 | ○ | ○ | ○ | ○ |
| 행위차 검사 | ○ | ○ | X | X |
| 극한 40서의 검사 | ○ | ○ | ○ | X |
| 2대 검출 | ○ | ○ | X | X |
| 빈스택션 검사 | ○ | ○ | X | X |

Stacking 장비 개념도

차별화된 극한 공률부

자료: 이노메트리

[그림4] 추가 성장동력: X-ray 용접 검사 진입

부분 검사(현재)에서 완제품 검사로 사업영역 확대

▶ 2차전지 용접 검사의 중요성

- ✓ 여러개의 Pack이 설치되는 전기 자동차의 경우, Pack 내에 2차전지 셀 1개 불량으로 인해 Pack을 교체해야 하는 문제 발생

스마트폰 등 소형 IT 기기

전기 자동차

▶ 이노메트리 X-ray 용접 검사 장비 경쟁력

기존 검사 방식

- ✓ 가압 테스트로 차량 비전 검사 수행
- ✓ 용접 후에 미흡과 용접 내부의 기공 검출에는 한계

이노메트리 검사 방식

- 용접 라인에서 기공 및 미흡 불량 용접 감지 검사 수행
- 초미세 오차범위까지 불량 분할 가능
- 용접이 두께 미흡 및 기공 검출은 X-ray 검사가 유일한 수단

불량양상을 발견 한지 전까지 불규칙 및 기공 상태

자료: 이노메트리

Stock Data

| | |
|---------------|----------------|
| KOSDAQ(2/11) | 733.5pt |
| 시가총액 | 1,407억원 |
| 발행주식수 | 4,825천주 |
| 액면가 | 500원 |
| 52주 최고가 / 최저가 | 30,750/22,200원 |
| 90일 일평균거래대금 | 133억원 |
| 외국인 지분율 | 0.5% |
| 배당수익률(18.12E) | 0.0% |
| BPS(18.12E) | 5,090원 |

| 주가수익률 (%) | 1W | 1M | 6M | 1Y |
|-----------|-------|-------|-----|-----|
| 절대수익률 | -1.7% | 22.0% | - % | - % |
| 상대수익률 | -4.2% | 15.1% | - % | - % |

주주구성

| | |
|---------------|-------|
| 넥스트아이 (외 4 인) | 61.9% |
| 한국증권금융 | 5.8% |

Stock Price



| 이노메트리 목표주가 추이 | | 투자의견 변동내역 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---------------|----------------|---|--------------|--------|------------|----|------|------|--------------|-----|--|--------|------------|--------------|----------------|---------|----|---|---|
| | | <table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">일시</th> <th rowspan="2">투자의견</th> <th rowspan="2">목표가격</th> <th rowspan="2">목표가격 대상 시</th> <th colspan="2">과리율</th> </tr> <tr> <th>평균주가대비</th> <th>최고(최저)주가대비</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2019. 02. 12</td> <td>BUY (Initiate)</td> <td>37,400원</td> <td>1년</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> </tbody> </table> | | | | 일시 | 투자의견 | 목표가격 | 목표가격 대상 시 | 과리율 | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 | 2019. 02. 12 | BUY (Initiate) | 37,400원 | 1년 | - | - |
| 일시 | 투자의견 | 목표가격 | 목표가격 대상 시 | 과리율 | | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 | | | | | | | | | | | | | | |
| 2019. 02. 12 | BUY (Initiate) | 37,400원 | 1년 | - | - | | | | | | | | | | | | | | |

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:김장열)

연락처: 02-3779-3513 / Email: jay.kim1007@gmail.com

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

| 구분 | 투자등급 guide line (투자기간 6~12개월) | 투자등급 | 적용기준 (향후 12개월) | 투자 의견 비율 | 비고 |
|-----------------|----------------------------------|--------------------|-------------------|-------------|--|
| Sector (업종) | 시가총액 대비 | Overweight(비중확대) | | | |
| | 업종 비중 기준 | Neutral (중립) | | | |
| | 투자등급 3 단계 | Underweight (비중축소) | | | |
| Company (기업) | 투자등급 4 단계 | Buy (매수) | +15% 이상 | 51.3% | 투자 의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자 등급별 비중 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신) |
| | | Hold (보유) | -15% ~ +15% | 0.9% | |
| | | Sell (매도) | -15% 이하 기대 | 0.0% | |
| | | Not Rated(투자의견없음) | 등급보류 | 47.8% | |
| | | 합계 | | 100.0% | |