

# 아모그린텍 (125210)

**박장욱**

jangwook.park@daishin.com

**투자의견**

**N,R**

**6개월 목표주가**

**N,R**

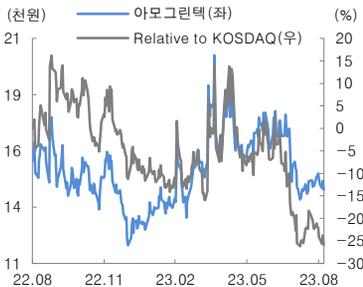
**현재주가  
(23.09.06)**

**13,740**

스몰캡업종

KOSDAQ	917.95
시가총액	2,354억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	82억원
52주 최고/최저	20,250원 / 11,800원
120일 평균거래대금	148억원
외국인지분율	2.22%
주요주주	김병규 외 10 인 47.09%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.3	-13.4	-6.4	-8.8
상대수익률	-0.3	-17.9	-16.7	-22.6



## 차별화될 Q성장에 주목

- 23년 매출액 전망. 1,689억원 -> 1,572억원 으로 추정치 하향
- 전동 기관차형 ESS 고객사 일정 지연에 따라 ESS 부문 매출 하향 조정
- 테슬라 등 생산대수 증가로 고효율 자성소재 부문의 24년도 매출 견인 전망

### 23년 실적 추정치 하향

23년 매출액 추정치 1,689억원 -> 1,572억 원으로 하향 조정  
전동 기관차형 ESS 매출 고객사의 일정 지연에 따라 매출 이연 따른 영향  
동사는 ESS 이외 테슬라 및 리비안향 고효율 자성소재 부문 영위. 전기차 가  
격인하 본격화 시작. 핵심은 전기차 판매가 하락에 따른 판매량 증가.  
동사의 주요 고객사인 테슬라는 전기차 내 주도적인 사업자인 만큼 시장 선  
점을 위한 생산량 증대 및 원가절감 동시에 진행할 것으로 예상  
전방시장의 Q 확대에 따른 매출 성장 예상. 고효율자성소재 제조업체는 동사  
포함 3개사로 CR리스크 제한적으로 판단

### 주요 고객사인 테슬라와 리비안의 자동차 생산 전망

테슬라의 생산대수 가이드는 22A:140만대 -> 23E: 180만대  
테슬라, 독일 모터쇼에서 3Q23 생산량 컨센서스 하회 전망 언급. 이는 라인  
전환 위한 공장 일시 가동 중단에 따른 것. 4Q23부터 생산량 회복 전망  
또, 동사 고객사 중 하나인 리비안의 경우, 23년도 생산량 전망을 기존  
50,000 대 -> 52,000 대로 상향 조정. 리비안의 22년 생산량은 25,000대

### 디젤 기관차도 전동화가 된다

Progress Rail향 하이브리드 전동 기관차 ESS 매출이 고객사의 일정 지연에  
따른 매출 이연 예상. 다만, 순차적으로 매출 성장 나타날 것으로 기대됨  
미국내 기관차는 22년 기준 약 4만 대, 대부분 디젤 기관차로 운행 중  
하이브리드 모델의 경우, 배터리 전동차 대비 충전 인프라 구축에 대한 부담  
적다는 장점 존재. 또, 디젤 대비 23%의 연료절감 효과 있는 것으로 알려져.

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,221	1,421	1,572	1,732	1,967
영업이익	18	88	173	225	264
세전순이익	16	78	160	199	228
총당기순이익	27	114	125	155	178
지배지분순이익	27	114	125	155	178
EPS	163	692	757	940	1,078
PER	73.1	17.1	18.8	15.2	13.2
BPS	2,548	3,388	4,160	5,115	6,209
PBR	4.7	3.5	3.4	2.8	2.3
ROE	6.6	23.3	20.1	20.3	19.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 아모그린텍, 대신증권 Research Center

# I. 주요 고객사의 생산대수는 증가 중.

## 불붙는 테슬라발 가격 인하

전기차 시장의 성장속도가 예상대비 더디게 성장함에 따라 테슬라를 필두로 한 전기차업체들의 전기차 가격 인하 경쟁이 나타나고 있다. 소비자들이 전기차 구매를 망설이게 되는 가장 큰 이유 중 하나는 자동차 가격이기 때문이다.

동사의 주요 고객사 중 하나인 테슬라의 경우, 2Q23 전사 OPM은 9.6%로 현재 적자 수준을 벗어나지 못하고 있는 다른 전기 자동차 경쟁사들과 비교된다. 전기차 선두 기업인 테슬라가 원하는 것은 전기자동차의 빠른 보급 이후, FSD 등 소프트웨어를 통한 매출을 발생시키는 것이 목표다. 전기차 시장의 빠른 성장을 위해 단가 인하에 적극적으로 나설 수 있는 만큼 전방 고객사의 성장에 따른 매출 성장이 기대된다.

테슬라의 22년도 생산대수는 22년 약 140만 대 -> 23년 180만 대가 목표다. 24년에는 구체적인 숫자를 언급하지는 않았지만, 전기차 시장이 아직 초기이며, 주도적인 사업자인 만큼 내년에도 꾸준한 성장이 기대된다.

전방 고객사의 가격 인하를 통한 성장은 주요 공급들에 CR로 나타날 수 있다. 다만, 현재는 진출 초기 단계로써 현재 단가 인하가 큰 폭으로 이루어질 가능성은 제한적이라고 판단한다.

또, 동사는 테슬라 이외에 신규 고객사인 리비안향으로 고효율자성소재 신규 아이템 매출 성장이 기대된다. 리비안의 22년도 생산대수는 25,000대 -> 23년도 50,000대로 2배 가량 성장했다. 2Q23에서는 생산대수 전망은 50,000 -> 52,000대로 올렸다. 또, 24년에는 생산량에 대한 가이드는 없으나 생산 시설 규모는 68,000대 -> 85,000대로 생산규모가 확장될 예정이다.

표 1. 테슬라 분기별 생산량 및 인도량 (단위: 대)

생산량	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
모델 S/X	14,218	16,411	19,935	20,613	19,437	19,489
모델 3/Y	291,189	242,169	345,988	419,088	421,371	460,211
인도량	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
모델 S/X	14,724	16,162	18,672	17,147	10,695	19,225
모델 3/Y	295,324	238,533	325,158	388,131	412,180	446,915

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 테슬라 연별 생산량 가이드스 및 분기 누적기준 실제 생산량 (단위: 대)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
22, 23년 생산가이드스	1,400,000	1,400,000	1,400,000	1,400,000	180,000	180,000
누적생산량	305,407	563,987	929,910	1,369,611	440,808	920,508

자료: 대신증권 Research Center

표 3. 테슬라 캐파 현황

(단위: 대)

지역	모델명	캐파	상황
캘리포니아	모델 S / 모델 X	100,000	생산중
	모델 3 / 모델 Y	550,000	생산중
상하이	모델 3 / 모델 Y	> 750,000	생산중
베를린	모델 Y	375,000	생산중
텍사스	모델 Y	> 250,000	생산중
	사이버 트럭	-	개발중
네바다	테슬라 세미	-	시험생산
기타지역	다음 세대 모델	-	개발중
TBD	로드스터	-	개발중

자료: 대신증권 Research Center

표 4. 리비안 분기별 생산량 및 인도량

(단위: 대)

생산량	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
	2,553	4,401	7,363	10,020	9,395	13,992
인도량	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
	1,227	4,467	6,584	8,054	7,946	12,640

자료: 대신증권 Research Center

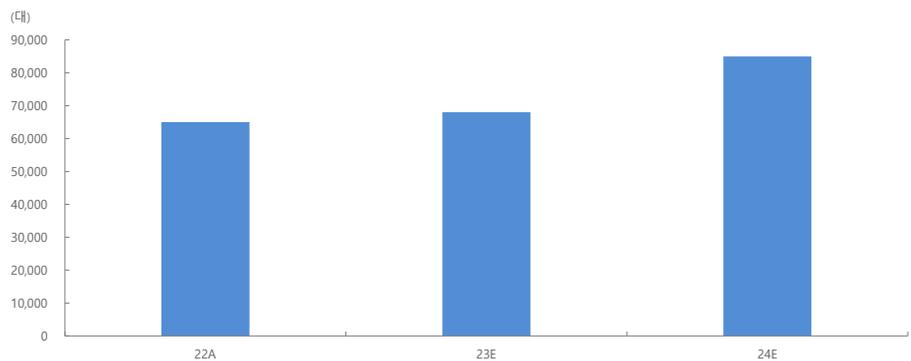
표 5. 리비안 연별 생산 가이드스 및 분기별 누적 생산량

(단위: 대)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
22, 23년 생산가이드스	25,000	25,000	25,000	25,000	50,000	52,000
누적생산량	2,553	6,954	14,317	24,337	9,395	23,387

자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 리비안 생산 가능 캐파 추이 전망



자료: Rivian, 대신증권 Research Center

## II. 기관차도 전동화 된다

### 고객사의 하이브리드 모델 개발 일정 지연

동사는 Caterpillar의 자회사인 Progress Rail로 배터리 및 하이브리드 기관차용 ESS 매출이 발생하고 있다. Progress Rail은 75개국에 기관차를 수출하고 있는 글로벌 회사다. 현재 배터리 기관차와 관련해서 5개 라인업을 보유하고 있다.

동사는 올해 하반기에 기대되었던 Progress Rail형 하이브리드 모델 매출이 고객사의 개발 일정 지연에 따라 매출도 일부 지연될 것으로 예상된다.

전동 기관차는 기존 디젤 기관차 대비해서 조용하다는 장점과 탄소배출량이 적다는 장점이 있으나, 충전 인프라 구축과 아직까지 높은 배터리 가격으로 인해서 경제성에 있어서 기존 디젤 기관차 대비해서 열위에 있다. 특히, 배터리 기관차의 경우, 무엇보다 충전 인프라 구축에 많은 비용 소모가 선제적으로 필요하다.

하이브리드 모델의 경우, 충전 인프라 구축과 관련해서 배터리 기관차 대비해서 강점이 있다. 자브레 기계공학과에서 연구한 바에 따르면, 또, 하이브리드 기관차는 일반 디젤 기관차 대비해서 약 23%의 연료절감 효과를 보인다.

그림 2. Progress Rail 보유 배터리 기반 기관차 라인업

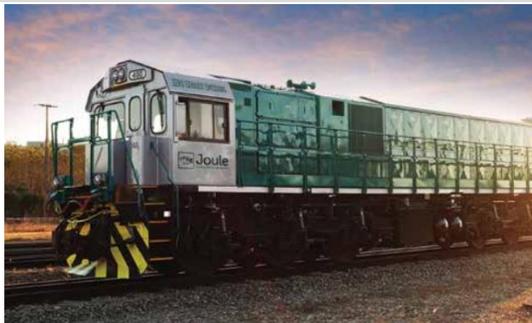
**EMD® Joule Series Technical Details**

**Features**

- New or Repower Options Available
- Low noise (<70dB) and vibration
- AC traction with individual axle control
- Regenerative braking
- Inverter-driven auxiliary equipment
- Motor-driven rotary screw air compressor

**Suitable Operations:**

- Switching/shunting yards
- Regional service
- In consist with diesel-electric locomotives



Model Name	SD70J	SD70J-BB	SD40JR	GT38JB	GT38JC
Number of Axles	6	8	6	4	6
Power for Traction	3.2 MW	5.7 MW	2.1 MW	1.5 MW	2.1 MW
<b>Tractive Effort:</b>					
Starting	200,000 lb / 890 kN	225,000 lb / 1000 kN	135,000 lb / 600 kN	87,281 lb / 388 kN	121,400 lb / 540 kN
Continuous	155,000 lb / 690 kN	180,000 lb / 800 kN	93,500 lb / 416 kN	66,050 lb / 294 kN	92,172 lb / 410 kN
Weight, Total	428,000 lb / 194 t	540,000 lb / 245 t	353,000 lb / 160 t	236,000 lb / 107 t	308,560 lb / 140 t
Axle Load (min.)	72,000 lb / 32.7 t	67,500 lb / 32.5 t	58,834 lb / 26.7 t	59,000 lb / 26.8 t	51,425 lb / 23.3 t
Wheel Arrangement	C-C	B+B-B+B	C-C	B-B	C-C
Maximum Speed	75 mph / 120 km/h	50 mph / 80 km/h	50 mph / 80 km/h	50 mph / 80 km/h	50 mph / 80 km/h
Gear Ratio	83:16	85:16	96:15	85:16	96:15
Battery Capacity (max.)	8.0 MWh	14.5 MWh	4.0 MWh	4.0 MWh	4.0 MWh
Dynamic Brake Effort (max.)	105,000 lb / 467 kN	135,000 lb / 600 kN	67,500 lb / 300 kN	59,125 lb / 263 kN	67,500 lb / 300 kN
Track Gauge	Standard	Standard, Narrow, Broad	Standard	Standard, Narrow, Broad	Standard, Narrow, Broad
<b>Dimensions</b>					
Length Over Coupler Pulling Faces	74' 3" / 22,631 mm	78' 8.9" / 24,000 mm	68' 10" / 20,980 mm	64' 7" / 19,685 mm	58' 11.5" / 17,970 mm
Truck Wheel Base	13' 4" / 4,064 mm	6' 3" / 1,905 mm	13' 7" / 4,140 mm	9' 0" / 2,743 mm	6' 4.77" / 1,950 mm

자료: Progress Rail, 대신증권 Research Center

## 배터리 가격 하락 → 전동화의 경제적 유인 상승

Statista에 따르면, 북미의 기관차는 약 40,000 대로 대부분 디젤 기관차인 것으로 알려져 있다. 조사기관 Research Square에 따르면, 미국내 기관차 전동화를 통해 연간 약 37백만 톤의 이산화 탄소 배출량을 줄일 수 있고, 환경과 관련한 오염비용 250 Bill의 비용을 20년간 아낄 수 있다고 한다. 또, 약 238Gwh의 전동 기관차의 배터리는 위기시 ESS용으로 사용될 수 있다.

승용차 1대당 70Kwh의 용량을 가정시, 238Gwh의 용량은 승용차 340만대에 해당하는 용량이며, 이산화탄소 370백만톤은 내연 승용차 740만대가 1년동안 배출하는 이산화탄소량과 같다.

2010 ~ 2020년 동안 배터리의 용량 밀도는 3배가 올랐으며, 배터리 팩의 가격은 87%가량 하락하였다. Research Square에 따르면, 대부분의 LFP 배터리 업체들의 2023년 셀 가격은 \$100/kWh에 도달한 상황이며, 2030년에는 \$55 ~ 65/kWh에 이를 것으로 전망된다.

Research Square의 조사에 따르면, 현재의 배터리 가격을 기준으로 전동 기관차를 6 cents/kWh에 충전하면, 충전 인프라 사용율이 50% 이상을 가정시, 디젤 기관차와 비교해서 경제성을 가진다. 현재 미국의 산업용 전기 소비 단가는 8.21 cents/kWh다.

내연 기관차 한 대당 가격은 약 \$500,000~2,000,000 으로 알려져 있다. 배터리 팩의 가격을 \$150/kWh라고 하였을 때, 4Mwh에 들어가는 배터리 비용은 약 \$60,000인 셈으로 배터리가 차지하는 비용이 상당할 것으로 추정된다.

아직까지 배터리 가격이 높은 수준이나, 배터리 가격의 순차적인 하락에 따라 기관차 시장에서도 점차 경제성이 확보됨에 따라 내연 -> 전동으로의 대체는 순차적으로 이루어질 것으로 전망한다.

### III. 실적 추정

#### 23년 매출액 1,572억원, 영업이익 173억원 전망

주요 고객사인 테슬라와 리비안의 생산대수 증가에 따라 고효율 자성소재의 실적 성장이 이어지는 가운데, Progress Rail향 ESS 향 매출이 이어짐에 따라 22년 대비 23년도의 매출 성장은 이어질 것으로 전망한다. 23년 매출액 : 1,572억원, 영업이익 173억원을 전망한다.

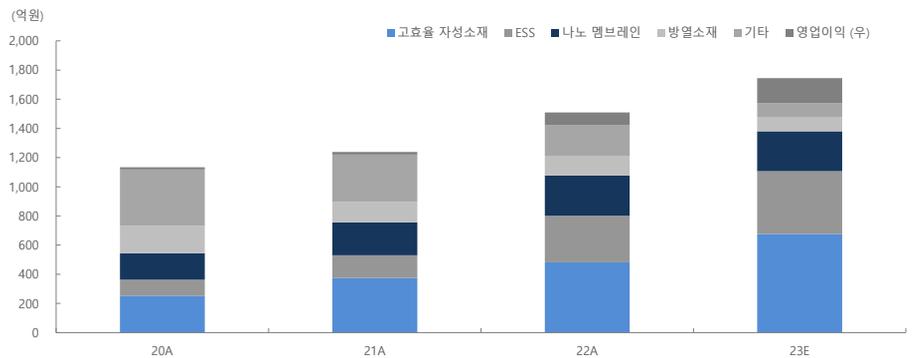
그림 3. 아모그린텍 부문별 실적 전망

(단위: 억원)

	20A	21A	22A	2Q23	23E
고효율 자성소재	252.41	374.1	482.08	267.28	676
ESS	110.54	155.72	319.08	266.34	431
나노 멤브레인	181.06	224.88	276.85	124.63	274
방열소재	189.84	141.54	135.29	45.22	94
기타	383.89	324.44	207.98	58.77	97
영업이익	15.8	17.6	88.4	80.1	173

자료: 대신증권 Research Center

그림 4. 아모그린텍 부문별 실적 전망



자료: 아모그린텍, 대신증권 Research Center

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,221	1,421	1,572	1,732	1,957
매출원가	1,026	1,127	1,196	1,316	1,487
매출총이익	195	294	376	416	470
판매비와관리비	177	205	203	191	206
영업이익	18	88	173	225	264
영업이익률	1.4	6.2	11.0	13.0	13.5
EBITDA	75	153	250	317	371
영업외손익	-2	-11	-13	-26	-36
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	13	38	33	33	33
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-22	-55	-52	-66	-76
외환관련손실	5	35	22	22	22
기타	7	6	6	6	6
법인세비용차감전순손익	16	78	160	199	228
법인세비용	11	37	-35	-44	-50
계속사업순손익	27	114	125	155	178
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	27	114	125	155	178
당기순이익률	2.2	8.0	7.9	9.0	9.1
비배분순이익	0	0	0	0	0
지배분순이익	27	114	125	155	178
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	25	25	25	25
포괄순이익	26	139	150	180	203
비배분포괄이익	0	0	0	0	0
지배분포괄이익	26	139	0	0	0

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	163	692	757	940	1,078
PER	73.1	17.1	18.8	15.2	13.2
BPS	2,548	3,388	4,160	5,115	6,209
PBR	4.7	3.5	3.4	2.8	2.3
EBITDAPS	456	930	1,514	1,925	2,247
EV/EBITDA	30.1	15.7	11.6	9.3	8.0
SPS	7,399	8,616	9,531	10,499	11,864
PSR	1.6	1.4	1.5	1.4	1.2
CFPS	695	1,276	1,809	2,219	2,542
DPS	0	0	0	0	0

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	9.2	16.4	10.6	10.2	13.0
영업이익 증가율	11.7	400.6	95.7	30.2	17.3
순이익 증가율	145.5	325.2	9.5	24.1	14.6
수익성					
ROC	4.3	14.0	11.5	12.7	13.0
ROA	1.6	6.9	11.0	11.7	11.3
ROE	6.6	23.3	20.1	20.3	19.0
안정성					
부채비율	171.9	156.1	151.6	151.0	147.9
순차입금비율	71.9	81.4	79.6	70.5	60.6
이자보상배율	1.6	4.6	5.9	5.3	5.0

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	615	628	743	969	1,240
현금및현금성자산	108	69	132	303	497
매출채권 및 기타채권	297	294	324	357	402
재고자산	176	192	213	234	265
기타유동자산	34	73	74	75	76
비유동자산	528	803	983	1,148	1,299
유형자산	403	634	830	1,009	1,171
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	124	169	153	140	128
자산총계	1,143	1,431	1,726	2,118	2,539
유동부채	542	591	583	641	706
매입채무 및 기타채무	227	229	244	261	285
차입금	246	286	327	368	409
유동성채무	67	65	0	0	0
기타유동부채	3	12	12	12	12
비유동부채	181	281	457	633	809
차입금	100	214	394	574	754
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	81	67	63	59	55
부채총계	723	873	1,040	1,274	1,515
자배지분	420	559	686	844	1,024
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	480	480	480	480	480
이익잉여금	-182	-63	62	217	395
기타지분변동	39	59	62	64	67
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	420	559	686	844	1,024
순차입금	302	455	547	595	621

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	5	129	194	237	259
당기순이익	27	114	125	155	178
비현금항목의 가감	88	96	173	211	241
감가상각비	58	65	77	92	107
외환손익	-2	7	-8	-8	-8
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	32	24	105	127	143
자산부채의 증감	-100	-64	-42	-44	-59
기타현금흐름	-9	-18	-63	-85	-101
투자활동 현금흐름	-113	-326	-260	-260	-260
투자자산	-9	-5	0	0	0
유형자산	-132	-259	-259	-259	-259
기타	27	-62	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	51	159	162	227	227
단기차입금	35	41	41	41	41
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	68	180	180	180	180
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-52	-62	-58	6	6
현금의 증감	-55	-39	63	171	193
기초 현금	163	108	69	132	303
기말 현금	108	69	132	303	497
NOPLAT	30	130	135	176	206
FCF	-76	-95	-45	11	55

자료: 아모그린텍, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박장욱)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### 아모그린텍(125210) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자
투자의견
목표주가
과리율(평균%)
과리율(최대/최소%)
제시일자
투자의견
목표주가
과리율(평균%)
과리율(최대/최소%)
제시일자
투자의견
목표주가
과리율(평균%)
과리율(최대/최소%)
제시일자
투자의견
목표주가
과리율(평균%)
과리율(최대/최소%)

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20230905)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	91.6%	8.4%	0.0%

**산업 투자의견**

- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상