

| KQ 기계/장비 |

피엔티(137400.KQ)

이제는 장비주의 시간, 아직 싸다 피엔티

반도체, 디스플레이, 핸드셋, 가전 전 영역에 이르는 복합 IT기업

동사는 2003년에 설립된 회사로 Roll to Roll 기술을 바탕으로 IT용 소재, 2차 전지의 음극 및 분리막 소재, Copper 등의 코팅 및 슬리터 장비의 제작 판매를 주요 사업으로 하고 있다. 또한, 디스플레이 소재재용 필름 및 전자전기와 소형 및 ESS용 중대형 2차 전지의 분리막/음극/양극 소재, 그리고 회로소재 및 2차 전지용 극박 등 생산하는 장비 등을 개발 및 생산하고 있다. 그러나, 최근 대부분의 수주/매출이 2차 전지 및 2차전지용 동박 장비에서 나오는 추세로 2차전지 산업과 성장의 궤를 같이한다.

[Investment Point]

전방산업의 성장성

전 세계적인 탈 탄소화 움직임에 따라 전례없이 강력한 친환경 정책이 시행되고 있다. 내연기관 차의 전기차로의 전환도 그 일환이며, 2차전지 시장을 주도하고 있다. 전기차 시장의 성장에 따른 1)2차전지 시장 성장 2) 셀 업체 성장 3) 관련 소,부장 업체의 성장이 전망된다. 소재업체 대비 주가 상승 여력이 많이 남았다는 점에서 장비 업체에 주목해야 할 것이다.

롤투롤이 견인하는 해자

동사는 롤투롤 기술을 바탕으로 기술적 해자를 유지할 뿐 아니라, 원자재 및 영업 비용의 효율화를 통해 가격적 해자 또한 보유 중이다. 에너지밀도가 중요해짐에 따라 얇아지는 동박 및 기타 모재에 고른 장력을 가해 찢어지지 않게 코팅, 압축, 절단하는 것이 중요한데 국내 기업으로는 독보적인 기술력을 보유 중에 있다. 국내 롤투롤 장비 시장 점유율은 압도적 1위로 전체 50%를 차지한다. 뿐만 아니라 일본의 히라노테크 대비 가격 경쟁력이 존재한다. 다만, 이는 저가 수주가 아닌 원자재 및 영업비용 관리 효율화에 따른 것으로 매출총이익률 및 영업이익률 면에서 동사가 히라노에 앞선다.

고객사와 함께 간다.

동사의 매출은 18년 2,567억원 19년 3,214억원, 20년 3,900억원으로 꾸준히 증가 중에 있으며, 수주잔고 역시 2018년 2048억원, 2019년 4383억원, 2020년 3561억원, 1H21 5411억원으로 국내 3사 및 각종 해외업체로부터 꾸준히 확보해 나가고 있다. 향후 동사의 국내외 주요 고객사(국내 배터리 셀 3사)의 CAPA 증설에 따른 지속적인 수주잔고 증가가 이뤄질 것으로 예상된다. 또한, SK를 중심으로 SK넥실리스의 CAPA 확대가 지속적으로 이뤄지는 추세이다. 따라서, SK넥실리스 향 동방장비 매출도 주의깊게 보아야 한다.

Valuation

1) 최근 지속적으로 영업이익률 및 당기순이익이 높아지는 추세 2) 고성장 중인 산업의 특성 3) 수주잔고를 통해 실적 예측이 가능하다는 점을 고려하여 PER 가치평가법을 사용했다. 21E 당기순이익은 582억원으로 전년 대비 약 60% 증가할 전망이다. 이에 PEER Multiple 47.1에 할인율 적용해 38%만 반영했다. 1)최근 고 PER 국면에 있는 소재 업체를 PEER 선정하여 장비주와의 갭을 보완하기 위함이며 2)PER 밴드의 16.2x 선을 최근 돌파하였기 때문에 **목표주가는 46,000원이며 상승여력 40%로 buy 의견** 제시한다.

투자 의견

BUY

목표주가

46,000 원

현재주가(10.01)

32,900 원

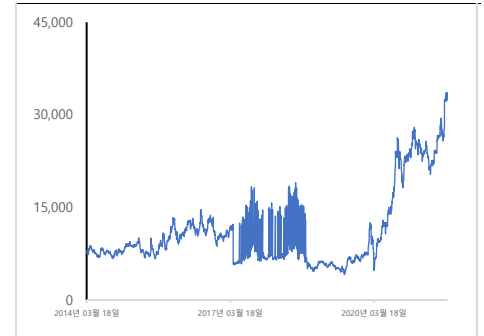
상승여력

40%

Stock Data

KOSPI(3/24)	3,019
KOSDAQ	983
시가총액	7,482억원
발행주식수(주)	22,741,198
52주 최고/최저가(원)	34,600/17,850
외국인지분율(%)	5.56%
주요주주(%)	김준섭 외 4인 17.31%
	피엔티우리사주 0.75%
주가상승률(%)	1개월 23%
	6개월 37%
	12개월 38%

Stock Price



Research Team 6

팀장	31기 강윤성	Rkddbstdjd456@gmail.com
	31기 홍원빈	qls6785@naver.com
	32기 김해린	Rinfls97@naver.com
	32기 안예린	smileahn0430@naver.com
	33기 이인복	lnbogi2017@gmail.com
	33기 정예림	Aiq0524@cau.ac.kr

기업 개요 및 재무분석

PNT 기업개요

동사는 2차 전지 전극 공정 및 전자소재 제조 설비 업체로, 롤투롤(Roll to Roll) 기술을 활용한 사업을 영위하고 있다. 롤투롤 장비는 주문방식에 의한 특수 목적용 산업장비로 고객사의 제품 및 제조공정상의 차이에 따라 다양한 형태로 주문 제작되는 특징을 가지고 있다. 현재 동사의 주요 고객사는 국내 배터리 3사(삼성SDI, LG에너지솔루션, SK이노베이션), SK넥실리스 등으로, 과거에는 일본 및 독일 장비를 사용하는 경향이 있었으나 현재는 국산화에 성공한 피엔티의 장비를 사용하는 추세이다.

최근 2차전지 시장의 성장으로 2차전지 및 2차전지용 동박 제조 장비 위주로 매출 구조가 형성되고 있다. 장기적으로 2차전지 시장의 성장이 예견되기에 향후에도 2차전지향 수주가 매출액과 연동될 전망이다. 실제 데이터를 바탕으로 확인해본 결과, 동사 전체 수주 증감액과 2차전지사업부 수주 증감액의 상관관계는 99.46%로 2차전지가 전체 수주를 주도하고 있음을 확인할 수 있었다. 실제로 피엔티 매출은 18년 2,567억원 19년 3,214억원, 20년 3,900억원으로 꾸준히 증가 중에 있으며 90%가 2차전지 장비 및 동박제조로부터 발생했다. 수주잔고 역시 2018년 2048억원, 2019년 4383억원, 2020년 3561억원, 1H21 5411억원으로 국내 배터리 셀 3사 및 각종 해외업체로부터 수주계약을 맺는 중이다. .

동사의 사업부는 2차전지 사업부, 소재사업부, 정밀 자동화 사업부로 구성되어 있으며, 사업부별 매출 비중은 2020년 기준 각각 70.48%, 19.17%, 1.71% 이다. 동사의 사업부별 제품을 좀 더 자세히 들여다보면, 동사는 2차전지 사업부에서 2차전지 핵심 소재인 음극, 양극, 분리막을 생산하는 Coating M/C, Press M/C, Slitter M/C, 노칭기 등을 생산하고 있다. 또, 소재사업부에서는 전지박(동박), 광학필름, OCA 필름 등 각종 디스플레이 소재용 특수 필름과 FPCB, MLCC 등 전자/전기 소재를 생산하는 장비 등을 생산하고 있으며, 정밀자동화 사업부에서는 Camera용 VCM Auto-Line, 웨이퍼 표면연삭장비, 반도체 및 조립공정 제조장비 등을 납품하고 있다. 동사의 매출액의 약 70%가 2차전지 사업부로부터 창출되고, 그 외 사업부 중에서도 Copper 제조 장비가 특히나 동사의 성장을 주도할 것으로 주목됨에 따라, 해당 보고서에서는 동사의 '2차전지 사업부'와 '소재 사업 중 Copper 제조장비'에 대해 보다 심도 있게 다룰 예정이다.

동사 주요 제품 현황

품목	2021년 반기 매출액	2020년 매출액	2019년 매출액	제품설명
	(비율)	(비율)	(비율)	
2차전지 사업부	126,091	274,897	270,906	소형 및 ESS용 중, 대형 2차전지의 원천 소재인 양극 음극재 및 분리막 제조장비
	68.91%	70.48%	84.29%	
소재 사업부	49,261	74,763	39,650	FPCB, MALL 등 전자소재 및 OLED용 필름 및 편광필름, Copper 제조장비
	26.92%	19.17%	24.66%	
정밀자동화 사업부	128	6,674	2,059	Camera용 VCM Auto-Line, 300mm 웨이퍼 표면연삭장비 및 반도체
	0.07%	1.71%	0.64%	조립공정 제조장비

출처: Dart, RFS Team6

피엔티 재무현황

매출액, 영업이익 가 파른 성장

매출과 영업이익

선도개발을 통한 장비 국산화를 꾸준히 진행하며 국내 물투를 장비 시장에서 1위

를 유지하고 있는 피엔티는 2020년 최대 실적을 기록하며 성장을 이어 나가고 있다. 동사의 매출액은 2018년 결산기준 2,567억, 2019년 3,214억, 2020년 3,900억원으로 잇따라 증가하고 있으며 그 중에서도 2020년 2차 전지 장비 관련 매출액은 2,749억원을 기록하면서 국내 장비업체 중에서 가장 큰 규모의 매출액을 달성했다.

특히 주목할 점은 영업이익이다. 2020년 동사의 전년대비 매출액 증가율은 21.35%, 매출원가 증가율은 8.89%로 원가율 감소를 달성함과 동시에, 판매 관리비 역시 매출액 증가에도 불구하고 전년대비 110억원 감소(YoY -37.53%)되었다. 이에 동사는 2020년 결산기준 영업이익 553억원을 달성하며 전년대비(약 14억) 3642%의 급격한 영업이익 증가율을 보여주었다. 이에 한자리 수에 머물던 동사의 영업이익률(* 2016~2019년 평균 영업이익률=3.915%) 또한 2020년 14.18%로 상승하였다.

부채비율, 호실적에 대한 반증

부채비율

한편 동사의 부채비율은 2020년 결산기준 248.63%으로 산업평균(특수목적용 기계 제조업 부채비율 평균 약 69.70%) 대비 상대적으로 높은 수준이다. 이는 동사가 급증한 수주 물량을 감당하면서 생긴 일시적 재무 불안정으로 보이나, 매출과 관련된 부채로 해석되면서 납품일정에 따라 차후 자연스럽게 해소될 것으로 전망되고 있다. 실제로 동사의 2020년 재무활동현금흐름은 (-)69억으로, 그 중 54억원을 단기차입금의 상환으로, 11억원을 장기차입금의 상환으로 지급하는 등 동사의 지불능력 및 재무안정성에 큰 문제가 없는 것으로 보인다.

또한 2020 결산기준 동사의 부채총계의 약 58%는 유동계약부채로, 동사가 계약금으로 돈을 먼저 받은 후 선수금 항목으로 처리된 계정과목이다. 즉 유동계약부채는 고객에게 받은 대가를 선 수취한 후 이 후의 재화/용역을 이전해야 하는 기업의 의무이다. 동사와 같은 장비주의 경우 이처럼 실적이 일시적으로 회계상 부채로 인식될 때가 있어 부채비율이 비정상적으로 높게 나타나는 경우가 종종 있지만, 이는 수주기업의 좋은 실적을 뒷받침하는 지표로 해석될 수 있다.

수주산업의 재무분석

부채비율 파트에서 언급했듯이 수주산업의 경우, 재화의 완성이나 용역의 제공기간이 타 산업에 비해 압도적으로 길기에, 매출인식 및 재무제표 분석에 있어서 타 산업과 차별적이고 보다 복잡한 방법이 필요하다. 회계 결산이 1년 단위로 진행됨에도 불구하고 건설, 플랜트, 조선 등의 수주산업은 1년 안에 재화를 생산하여 공급하는 것이 드물고, 발생주의 회계원칙에 따라 진행률에 맞춰 수익이 인식되기에 계약금 지급일과의 괴리가 생기기 때문이다.

지속적인 수주규모 확대

이에 따라 수주 산업의 경우 연간 수주규모를 체크하는 것이 재무분석 중에서 가장 중요하다고 볼 수 있는데, 이는 기업의 수주공시와 영업실적 전망치 트래킹을 통해 진행할 수 있다. 실제로 동사의 연도별 수주금액 추이를 보면 2차전지 사업부와 소재사업부의 수주규모는 지속해서 확대되고 있다. 특히 2차전지 사업부

는 그 증가폭이 커, 2013년 기준 기업전체 수주 금액의 약 31.5%를 차지하였지만, 현재는 1H21 기준 기업 전체 수주금액의 약 66%를 차지하고 있는 점을 확인할 수 있다. 동사의 올해 상반기 수주 역시 국내 배터리 3사를 비롯해 프랑스, 중국 등에서 추가적인 계약이 체결되어, 실적부문에서 성장을 지속할 것으로 예측되고 있다. 동사의 수주현황과 관련된 자세한 내용은 해당 보고서 '투자포인트 III'에서 보다 자세히 다룰 예정이다.

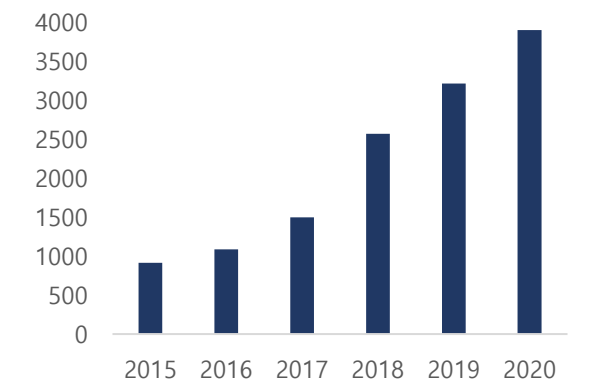
또한 수주 산업에서는 수주규모가 크다면, 저가수주로 되려 기업에 손실인 경우가 생길 수 있기에 매출 총이익의 확인 또한 필수적이다. 동사의 매출총이익의 경우 매출신장과 동시에 매출액 대비 제조원가 비중은 감소하고 있어, 2018년 190억, 2019년 308억 2020년 736억원으로 증가추세에 있음을 확인할 수 있다.

안정적 현금흐름 창출

앞에서 언급하였듯이 수주산업을 수행하는 기업들의 경우 수익인식시점과 수주 의뢰자로부터 실제로 현금을 지급받는 시점 사이에 괴리가 있기에, 수주기업의 매출액과 실제 현금흐름 사이에는 차이가 발생하게 된다. 현재 이러한 차이를 기업은 계약자산(과거 미청구공사)이라는 자산 계정과목에 계상하게 되는데, 계약자산 금액이 늘어나는 반면 실제 현금으로 유입되지 않는 분식회계의 가능성이 존재하기 때문에 수주기업의 경우 현금흐름을 살펴볼 필요가 있다. 동사의 현금흐름 역시 최근 좋은 흐름을 보여주고 있다. 동사의 영업활동현금흐름은 2019년 흑자전환 하였고 2020년 270억원의 현금을 창출해내었으며, 잉여현금흐름 또한 2020년 148억으로 흑자전환에 성공하였다. 잉여활동현금흐름의 급증이 주가 급등에 영향을 주는 지표 중 하나로 쓰인다는 점을 고려하였을 때, 이는 주목할 만한 재무성과이기도 하다.

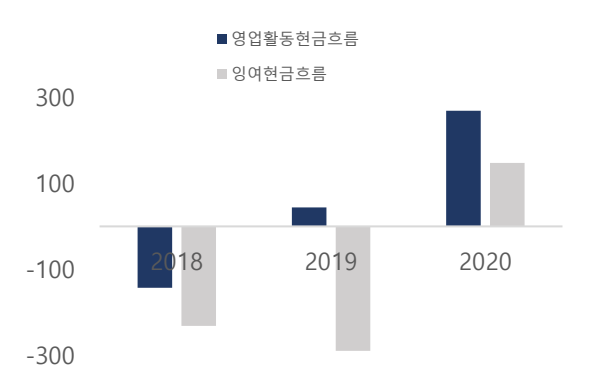
이처럼 동사는 우호적인 영업환경 내에서 양질의 신규수주가 증가하면서 지속해서 의미 있는 실적 개선이 이루어지고 있다. 또한 동사의 수주잔고는 지속해서 쌓여가고 있고, 주요 고객사가 증설을 진행하고 있는 만큼 향후 실적도 좋을 것으로 기대된다.

피엔티 매출액 추이 (단위:억원)



출처: Dart, RFS Team 6

피엔티 영업활동현금흐름, 잉여현금흐름 (단위:억원)



출처: Dart, RFS Team 6

자기주식취득 신탁계약 연장

최근 동사는 기존 2020년 8월 12일부터 2021년 8월 11일까지 예정되어 있던 자기주식취득 신탁계약을 연장했다. 2022년 8월 11일까지로, 계약목적은 주가안정 및 주주가치 제고이다. 쉽게 말해 동사가 자기 돈으로 자기 주식을 매입하겠다는 뜻으로 회사에 대한 동사의 생각을 엿볼 수 있는 대목이다. 내부 정보는 접근성의 제약이 있어 내부자만큼 많은 정보를 알기 어렵다. 회사와 관련한 많은 정보를 보유 중인 동사가 자기주식취득 신탁계약 연장을 했다는 것은 매우 긍정적으로, 쉽게 말해 동사의 주식이 현 시점 저평가하다는 판단이 수립된 결과라고 볼 수 있다. 즉 위 계약 연장은 1) 기업 스스로 자기 주식이 현재 저평가 국면에 있음을 인정한 것 2) 가격 하방에 쿠션이 생겼다는 것을 시사한다.

INVESTMENT POINT

I. 전방 산업의 호황

친환경 정책

이상 기후와 지구온난화의 문제로 온실가스의 대부분을 차지하는 이산화탄소를 줄이고자 전 세계적으로 이산화탄소 순 배출량이 0이 되는 것을 목표로 하는 탄소중립 정책을 수립했다. 정책이 본격화됨에 따라 각국에서는 친환경 규제와 더불어 전기차 산업으로 전환을 유도하기 위해 보조금 및 지원사업을 확대하고 있다.

전 세계적인 친환경 규제 및 전기차 지원 현황

미국	2050 탄소배출 순제로 달성 친환경 인프라에 2조 달러 투자 계획 자동차용 연비규제 부활, 완성차 업체당 20만대의 보조금 수령 기준 상향 예정 전기차 대당 구매 보조금도 대당 최대 7,500달러에서 1만 달러 이상으로 상향 가능성
유럽	2050년까지 탄소배출 순제로 -독일 전기차 최고 구매 보조금 대당9천유로 -프랑스 전기차 보조금 대당6천유로에서 7천유로로상향(4.5만유로이하의차에적용) -네덜란드 전기차 구매 보조금 신차4천유로/중고차2천유로
중국	2060 년 이전에 탄소배출 순제로를 달성 전기차 보조금 3,300유로, 2,400유로(각각 주행거리 400km이상, 250~400km) 전기차 구매 시 취득세 면제
일본	2050년 탄소배출 순제로 주행가능 거리에 비례해 보조금을 지급 주행거리 1km당 1000엔 기준 정부에서 최대 40만엔, 지자체에서 최대 30만엔을 지급
한국	2050년 탄소배출 순제로 전기차 12만 1000대 보급 및 전기차 충전기 3만 1500대 보급 계획 전기차 성능에 따라 보조금 산정 전기차 가격 구간별 보조금 차등화를 통한 전기차 가격 인하 유도

출처: RFS Team 6, 유진투자증권, KOTRA, 보도자료

전기차 시장과 동반 성장하는 2차전지

완성차 업체의

전기차 중심 사업개편

세계 각국의 탄소중립 선언과 관련 정책 및 보조금 지원 등으로 친환경차가 각광받고 있다. 이에 더하여 내연기관차 생산 및 판매 종식선언이 이어지고 있으며 세계 주요 자동차 생산 기업들은 전기차 중심 사업으로의 전환을 계획하고 있다.

완성차 기업의 사업 개편

Ford	2030년까지 내연기관 자동차 생산을 중단하고 전기차만 생산 2026년까지 모든 판매 차량을 전기차 및 플러그 인 하이브리드차(PHEV)로 구성
GM	2025년까지 전기차와 자율주행차에 대한 투자 규모를 270억 달러로 확대 LG 에너지솔루션과 합작해 만든 얼티엄 배터리 플랫폼 기반의 전기차를 순차적으로 출시
폭스바겐	2023년에 100만 대의 전기차를 판매한다는 목표 2029년까지 전기차 75종을 출시할 계획

커져가는 전기자동차시장

메르세데스 벤츠	2030년까지 완전한 전동화를 달성
현대차	전기차 전용 플랫폼 'E-GMP'가 적용된 아이오닉 5 출시 2024년까지 중형 세단 아이오닉 6, 대형 SUV 아이오닉 7 등 총 3종의 라인업을 갖출 계획 2025년까지 56만 대 수준의 전기차를 생산
기아차	2022년부터 전차급 신규 전기차 모델을 순차적 투입 2025년까지 총 11종의 전기차 풀라인업을 구축 2026년 전기차 연간 50만 대, 2030년 88만 대로 판매 규모 확대

출처: 보도자료, RFS Team 6

배터리 내재화는 위기가 아닌 기회!

완성차 업체의 전기차 계획 및 배터리 내재화 계획에 따라 전기차 수요 뿐만 아니라 배터리의 수요도 증가할 것으로 기대된다. SNE리서치에 따르면 글로벌 전기차 수요는 지난해 310만대에서 2030년 5180만대로 17배 성장할 것으로 전망된다. 전기차에 탑재되는 배터리(BEV, PHEV용 기준) 수요도 2020년 139GWh에서 2030년 3254GWh로 23배가량 커질 전망이다.

2차전지 산업

2차전지는 충전을 통해 재사용이 가능한 전지로서 1차전지와 구분된다. 현재 2차전지는 전력저장 및 자동차 등의 에너지 활용에 사용되는 납축전지, 황화나트륨 전지, 니켈 수소전지, 리튬 이온전지 등이 있으며 특히 리튬 이온전지가 경량화, 콤팩트화, 고밀도화의 강점으로 이차 전지 산업에서 주력 상품으로 각광받고 있다.

2차전지는 양극활물질 분말을 고분자 결합제 및 용매와 혼합해 슬러리를 만들고 이를 알루미늄 박판에 코팅, 건조해 양극 극판 시트를 제조한다. 음극도 동일한 과정을 거쳐 음극 극판 시트를 제조한다. 이후 음극/격막/양극/격막의 순서로 겹친 후 금속캔에 삽입하고, 전해액 주입, PTC(Positive Temperature Coefficient)소자, 전류 차단변을 포함한 캡 어셈블리(capassembly) 등을 조립하여 전지를 완성한다.

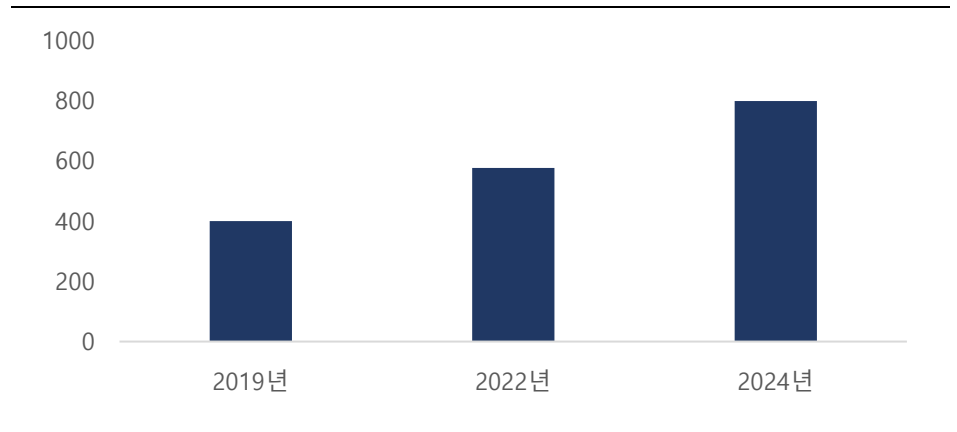
2차 전지 산업은 자체적으로 수요를 창출하기 보다는 전방 산업의 수요에 종속되며 전방 수요처는 전기차, Non IT, IT 기기, ESS이며 전기차의 비중이 절대적으로 크다.

2차전지의 수요 확대 전망

전기차 시장을 중심으로 2차 전지 수요가 확대되는 중에 있는데, 문제는 수요대비 공급이 부족한 상황으로 전세계적으로 2차전지 CAPA증설에 나서고 있는 추세이다. 실제 완성차 업체들의 목표 전기차 판매 및 공급량을 충족하기 위해서는 현재의 2차전지 생산 CAPA로는 불가능하다. 최소 지금보다 2배 더 많은 생산능력이 필요로 하므로 2차 전지 산업의 호황은 장기간 지속될 전망이다.

MarketsandMarkets(2020) 자료에 따르면, 세계 리튬 이온배터리 시장규모는 2017년 322억달러에서 2019년 400억 달러로 성장하였으며, 2019년 이후 연평균 14.85% 성장해 2024년에는 799억 달러 수준의 시장규모를 형성할 것으로 전망된다. 2차전지 시장 수요 확대에 따라 관련 밸류체인의 투자도 늘어날 전망이다. 1) 배터리 셀 업체의 CAPA 증설 2) 소부장 업체의 CAPA 증설로 이어질 전망이다.

세계 리튬 이온배터리 시장규모 (단위: 억 달러)



출처: RFS Team 6, MarketsandMarkets

특히, 이차전지 장비 국내 시장은 2018년 5,494억 원에서 연평균 31.3% 성장하여 2024년 2조 8,150억 원 규모를 형성할 것으로 전망된다. 셀 업체의 CAPA 증설이 더욱 가속화 됨에 따라 이차전지 장비 시장의 성장 속도도 보다 빨라질 전망이다. 실제 데이터를 바탕으로 분석해본 결과, 국내 배터리 셀 3사의 유형자산 중 기계장치 증감액과 동사의 매출액 간 상관관계를 계산해보았을 때 평균적으로 약 96% 상관관계를 보였다. 이를 통해 장비 업체의 경우 셀 업체의 CAPA증설이 실적에 결정적임을 알 수 있다.

최근 국내 2차전지 소재업체들의 주가가 천정부지로 오른 반면, 장비업체의 주가는 소재업체의 반의 반도 못 따라가는 상황이다. 이는 소재가 에너지 밀도와 안정성을 결정 짓기 때문으로 볼 수 있다.

동박이 필수불가결한 시대!

동박이란 황산구리용액을 전기 분해해 만든 두께 10 μ m 이하의 얇은 구리박을 의미한다. 동박은 원재료인 구리를 황산용액에 녹여 도금액을 제조한 후 황산 구리용액에서 구리 이온을 대형 티타늄 드럼에 전착해 만들어진다. 이후 필요에 따라 슬리팅 공정을 통해 동박 롤을 생산한다.

동박은 동박적층판(CCL · Copper Clad Laminate)을 거쳐 인쇄회로기판(PCB)에 쓰일 뿐만 아니라 2차전지의 음극 집전체로 활용된다. 동박 제조업체들의 기존 주요 고객사는 스마트폰 제조사였으나 전기차 배터리 수요가 폭발적으로 증가하며 동박 제조 업체들의 주요 고객사로 중대형 전지 배터리 업체들이 급부상했다.

2차전지 산업에서 증가하는 동박 수요

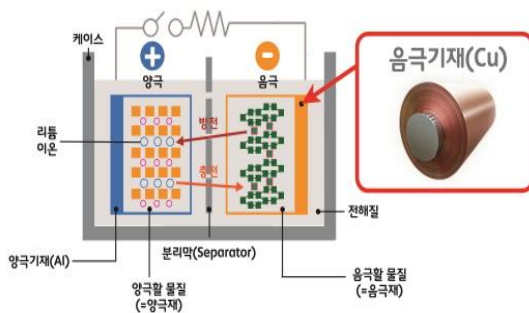
동박은 전기차 배터리의 4대 소재인 양극재, 음극재, 분리막, 전해액 중 음극재에 사용된다. 음극재의 집전체로서 전기 화학반응에 의해 발생한 전자를 모으거나 공급해 전류를 흐르게 하는 역할을 한다. 에너지 밀도 향상을 위해서는 음극재 성능 개선이 필요한데, 이에 따라, 전기차 배터리에 사용되는 동박은 얇아지고 있는 추세이다. 동박이 얇아지는만큼 더 많은 음극활물질을 도포할 수 있기 때문에 더 많은 리튬 이온을 저장할 수 있게 되어 에너지 밀도가 개선되기 때문이다.

우선, 2차전지 수요의 확대에 따라 동박의 수요도 급증하는 추세이다. 전기차 한대에 들어가는 동박의 양은 약 40kg로 전기차 시장의 확대는 자연스럽게 동박 수요의 증가로 이어질 전망이다. 이에 동박제조 장비 업체도 수혜를 볼 전망으로 동사는 국내 동박제조 1위 기업인 SK넥실리스가 동박제조 장치 독점 공급 중에 있다.

2차전지 소재별 가격은 양극재가 가장 비싸지만, 투자금액에 있어 동박은 가장 높은 투자비를 필요로 한다. 1만톤당 양극재와 음극재의 투자비는 각각 700억원, 600억원인 반면 동박은 1,300억원이다. 이처럼 높은 기술(얇은 동박 제조 능력)과 자본집약적 특성 탓에 공급자수가 제한되어 있는 실정이다. 실제로, 글로벌 주요 완성차 업체들이 거래하는 동박 제조업체는 5~6개사에 불과하다.

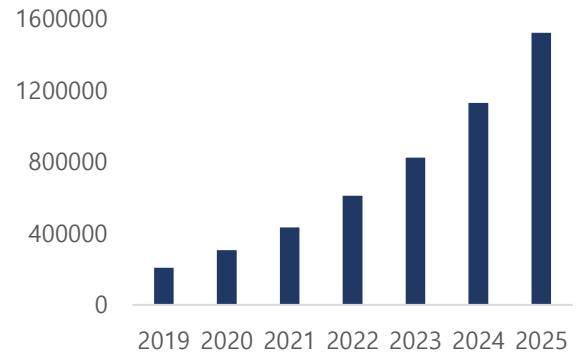
급증하는 수요에 비해 공급사가 제한되어 있으므로 주요 공급사가 관련한 수혜를 볼 전망이다. SK넥셀리스는 국내 1등 동박제조 업체로서 장비 독점 공급자 지위의 동사도 관련한 수혜를 누릴 수 있을 전망이다.

2차전지 단면도



출처: RFS Team 6, SKC, EBN

전기차 배터리용 동박 수요 전망 (단위: 톤)



출처: RFS Team 6, 하나금융투자

II. 피엔티의 기술적 해자

롤투롤 기술

롤투롤의 개념

동사가 개발하고 있는 롤투롤 공정 설비가 주목받는 이유는 해당 공정이 2차 전지 사업 내에서 활발하게 사용되고 있기 때문이다. 우선 롤투롤 기술에 대해 알아보자. 롤투롤 기술은 필름, 동박 등 얇은 소재를 회전 롤에 감으면서 특수물질 도포, 압축, 절단 등을 하는 공정을 의미한다.

필름 또는 동박(구리호일) 등 얇은 소재를 회전 롤에 감으며 새로운 물질을 더하는 이 공정은 소재로 하여금 새로운 기능을 갖게 한다. 특히 동사의 설비는 롤과 롤 사이에 알루미늄 또는 동박을 올리고 소재를 도포한 뒤 말려주는 코팅 장비, 코팅된 물질을 롤과 롤 사이에 정확한 압력으로 얇게 펴주는 롤프레스 장비 등을 중점적으로 생산하고 있다. 실제로 동사의 매출 70% 이상이 2차 전지 사업부에서 발생하고 있는 상황이다.

롤투롤, 2차 전지 분야 적용

2차 전지에서는 양극재와 음극재를 얼마나 전극에 넣을 수 있느냐가 배터리의 질을 결정한다. 그래서 각 전극에 코팅을 통해서 밀도를 높이고 변형을 최소화하기 위해 사용되는 기술이 바로 롤투롤 기술이다. 양극재의 경우 2차 전지의 음량과 출력을 결정짓는 핵심 소재로서 양극활물질, 도전재, 바인더가 혼합된 액상 형태의 혼합물을 집전체에 발라준 것을 의미한다.

음극재는 양극재에서 나온 리튬 이온을 보관하고 방출하면서 전기 에너지를 만드는 역할을 담당하고 질량당 에너지 밀도를 높이는 역할을 한다. 마지막으로 이 둘이 섞이지 않도록 물리적으로 막아주는 분리막이 존재하는데 분리막은 배터리의 안전성을 결정 짓고 미세한 구멍을 통해 리튬 이온 만이 이동할 수 있도록

전극공정에 필요한 설비
납품

한다.

동사에서는 2차 전지를 구성하고 있는 양극재, 음극재, 전해액, 분리막 중 전해액을 제외한 모든 재료 생산 설비를 공급하고 있다. 단계 위주로 살펴보면 2차 전지를 제조하는 과정에서 롤투를 전극공정, 조립공정, 총방전공정 중에서 동사는 전극공정에 필요한 설비를 납품하는 것인데 이 전극공정 과정은 크게 4가지로 나뉘지고 믹싱, 코팅, 롤 프레싱, 시팅이 바로 그것이다. 자세한 과정은 아래와 같다.

전극공정 과정

공정명	
1) Mixing	2차전지 제조공정 과정 중 전극 공정 첫 단계로 자동분말 공급장치에 의해 계량, 혼입 및 교반을 통하여 활물질, 도전재, 결합재 및 용제를 정확히 투입하여 균일한 분포를 갖는 슬러리(Slurry) 형태로 만들어 코팅 공정까지 공급하는 일련의 과정을 만드는 공정
2) Coating	롤과 롤 사이에 만들어진 양/음극 슬러리를 양극은 알루미늄박(Aluminum Foil), 음극은 구리호일(동박)(Copper Foil)을 기판(Substrate)로 하여 일정한 두께로 도포 및 건조하는 공정으로 이때 얼마나 넓고 빠르게 코팅하는지가 중요
3) Roll Pressing	접착력과 밀도증대를 위해 전극을 압착하는 공정으로 코팅된 물질을 롤과 롤 사이에 정확한 압력으로 두께를 얇게 만드는 캘린더(Calender)과정
4) Slitting	Roll Pressing 한 전극을 사용하고자 하는 크기에 맞춰 절단하는 공정

출처: RFS Team 6, 피엔티 IR

피엔티 주요 장비

각 과정에 맞추어 동사는 전극코터, 전극 슬리터, 전극 노칭기, 전극 롤프레스를 주요 장비로 꼽고 있다.

전극 코터는 코팅 과정에 사용되는 설비로 소재 위에 리튬이온전지 활물질을 코팅하고 건조하는 설비이다. 리튬이온전지의 생산성 극대화를 위해 다양한 설비를 적용하고 있으며 각 층에 길이 80m 건조로를 구성하여 생산속도를 100m/min까지 극대화할 수 있다고 알려져 있다. 또한, 설비의 위와 아래를 개방하는 구조로 설계하여 에너지 효율을 최대 30%까지 높임과 동시에 유지보수 편의성을 개선하였다고 한다.

전극 슬리터는 공정을 통해 코팅된 부분을 원하는 폭에 맞춰서 자를 수 있는 설비이다. 미세한 오류를 극복하기 위해 ‘블록 나이프 카트리지 유닛’이라는 기술을 적용하고 있으며 공정 중 이물질이 섞이지 않도록 이를 차단하는 오일크리닝 유닛, 터보브러시, 석션, 마그네틱바 등의 기술을 적용하였다. 전극의 일부가 잘린 후에도 익스펜딩 프리션 샤프트를 설치하여 절단면이 일정한 장력으로 나머지 공정을 거칠 수 있도록 하고 있다.

전극 코터



출처: 피엔티 IR

전극 슬리터

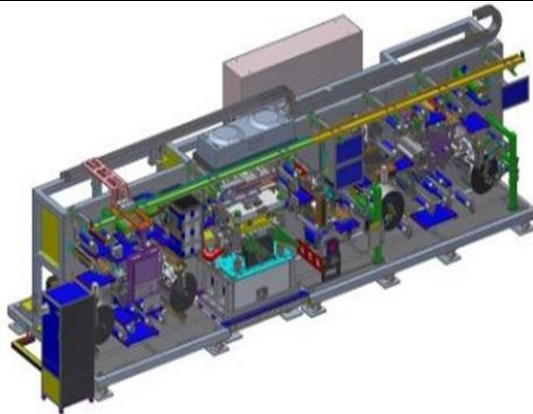


출처: 피엔티 IR

전극 노칭기는 코팅된 전극 부분에서 양극, 음극 활물질이 도포되지 않은 빈 공간 무지부를 자르는 노칭 공정을 담당한다. 즉, 동판을 가로 방향으로 자르고 전극 시트로 만드는 설비이다. 동사에서는 노칭기 설비를 국내 대기업에 납품한 실적을 보유하고 있다. 배터리에 맞는 단일 극판 형태로 잘라내면서 다양한 배터리 모양에 맞는 형태가 형성되고 잘라낸 부분들을 접착할 때 도움을 주기 위해 소량의 무지부를 남겨 놓는다.

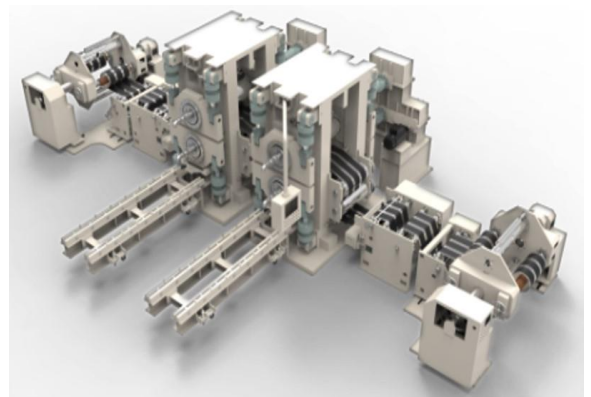
전극 롤프레스는 코팅된 소재를 일정한 두께로 압축하는 역할을 한다. 이 공정에서 가장 중요한 것은 메인 롤 사이의 틈을 정밀하게 제어하고 전체 단면에 동일한 압력이 가해지도록 하는 것인 것 피엔티의 경우 '유입 서보 제어 시스템'이라는 기술을 도입하여 하부 롤의 위치를 제어하고 있다. 동사의 보도자료에 따르면 이 기술로 1um(마이크로미터) 이내의 정밀성을 갖추게 되었다고 하며 높은 압연율로 스프링백 현상(물체가 외력을 받아 변형된 후 원래의 형상으로 돌아가는 현상)을 방지할 수 있다고 한다.

전극 노칭기



출처: 피엔티 IR

전극 롤프레스



출처: 피엔티 IR

롤투를 설비, 넓은 생산 공간 확보가 필요

견고한 진입 장벽 구축

앞서 언급한 것과 같이 롤투를 설비들은 대부분 큰 공간을 필요로 하므로 우선 1)충분한 생산 공간이 확보되지 않은 상황에서는 생산이 어렵다. 2) 뿐만 아니라, 코터 장비의 경우 모재가 찢어지지 않을 정도의 일정한 장력을 가해 빠르게 소재 물질을 코팅할 수 있어야 한다. 3) 롤투를 공정 중에서 롤투를 설비가 소재를 가공하는 시간 동안 소재는 물질의 이송을 멈춘 상태로 있어야 한다. 그렇지 않으면 모재에 도포된 소재가 주위로 흐르는 등 소재가 불균일하게 도포되는 문제점들이 발생하기 때문이다. 또한, 정지와 이송을 반복하면서 롤투를 시스템이 겪는 장력의 변화 범위는 제어범위를 벗어날 수 있는 위험성을 지니고 있을 뿐만 아니라, 충분한 장력이 유지되지 못하여 소재의 이송방향과 수직방향으로 예측 불가능하게 발생하는 소재의 움직임으로 오차가 증폭될 수 있는 문제점이 있다. 미세한 오류 하나로도 동판 전체를 폐기해야 할 정도로 균일하게 물질을 도포하는 것이 어려운 편이다. 소재의 번짐 우려로 소재가 마를 때까지 정지시킨 후 재가동하는 것은 생산효율을 떨어트린다.

생산 효율의 개선을 위해서는 장력제어 시스템을 통해 모재에 도포된 소재가 번져 흘러내리지 않도록 잘 제어해주는 기술을 바탕으로 빠르게 코팅을 할 수 있어야 한다. 동사는 지속적인 연구개발을 통해 효율적 생산을 위한 기술 개발에 성공했다. 해당 기술은 전극 코팅 장비의 분당 생산속도를 빠르게 하는 기술로, 생산 속도는 80m/min이다. 이는 유수의 경쟁 업체 대비 가장 빠른 수준으로 동사가 보유한 기술적 해자이다.

이렇듯, 2차 전지 전극 공정 특히 코팅장비의 경우 높은 수준의 기술력을 요구한다. 동사의 경우 가장 제조하기 어렵다고 알려진 파우치형 전극 코팅장비에 있어 동사는 국내에서 독점적인 위치를 차지하고 있다. 2025년 파우치형 배터리가 전체 배터리 셀 시장의 50%를 차지할 것으로 전망되는 자료들을 참고하였을 때 동사는 기술적 해자를 바탕으로 지속적인 초과 이익을 달성할 수 있을 전망이다.

글로벌 시장에서의 지위 확보

동사가 현재 보유하고 있는 롤투를 기술은 해외 기업들 위주로 커지고 있던 시장이었다. 하지만 지속적인 연구개발과 원가 절감을 통해 동사는 동사만의 경쟁력을 확보하고 있다. 특히 배터리 조립공정 내 대부분의 공정을 독자적으로 납품 받을 수 있는 국내의 유일한 업체라는 점 또한 주목할 만하다. 이를 반영하듯 국내 시장에서도 동사는 롤투를 설비 시장의 50%를 차지하고 있다.

이처럼 동사는 높은 수준의 기술력을 바탕으로 고객사를 확보함과 동시에 가격적인 측면에서도 경쟁력을 확보하고 있다. 동사는 타 기업대비 저렴한 제조단가를 기반으로 장비를 제작하여, 실제로 수입장비의 약 80%내외의 가격으로 장비를 납품하는 등 주고객사에 저가공급 Merit를 주고 있다. 그러나, 박리다매 식의 저가 공급이 아니라는 점에 주목해야한다.

동사와 히라노의 2020년 결산기준 매출이익률과 영업이익률을 비교해보면, 히라노는 9.92%, 6.14%, 동사는 약 18.87% ,14.18%로, 동사의 제품이 히라노 제품 대비 20%저렴하게 판매되는 등 가격경쟁력을 갖췄음에도 경쟁사 대비 우월한 이익률을 기록하고 있음을 알 수 있다.

이에 실제로 동사는 과거 장비산업의 선두 두자였던 히라노로부터 점유율을 키워 나가고 있다. 이는 동사와 히라노의 연간 수주잔액 비교를 통해 더욱 직관적으로 확인해볼 수 있는데, 2013년 결산기준 히라노의 수주잔액은 6,845백만엔으로 원화기준 약 724억원, 동사의 수주잔액(2차전지 사업부)은 약 153억원이었던 반면, 현재 2021년 상반기 히라노의 수주잔액은 30,049백만엔으로 원화기준 약 3,183억원, 동사는 약 3,966억원으로 2차전지 장비 시장이 성장함에 따라 점차 히라노의 장비시장 내 점유율이 줄어들고, 그 점

유율이 동시에 옮겨가는 모습을 볼 수 있다. 이처럼 동사는 현재 높은 기술력과 가격경쟁력을 바탕으로 차세대 글로벌 대표 장비업체로서 그 지위를 보다 공고히 해 나갈 것으로 예측된다.

III. 확실한 미래, 장기초호황 도래

투자포인트1에서도 언급했지만, 전 세계적인 탈 탄소 움직임으로 내연기관 차의 전기차로의 전환이 정책과 규제에 확정된 상황이다. 전례 없는 일로 전 세계에 존재하는 모든 내연기관 자동차의 수가 전기차로 전환이 되어야 하는 만큼 관련 투자도 크게 그리고 꾸준히 집행되어야 한다.

2차전지 시장에서 국내 기업의 위치는 독보적인 위치로 지난해 2차전지 수주잔고 10위 권내 국내 배터리 셀 3사 LGES, SDI, SKI가 모두 포진되어 있었다. LGES와 SKI의 경우 전체 2,3등으로 LFP 배터리가 아닌 NCA, NMC 배터리로 한정해보았을 때 LGES, SKI 는 각각 1, 2 등에 위치한다.

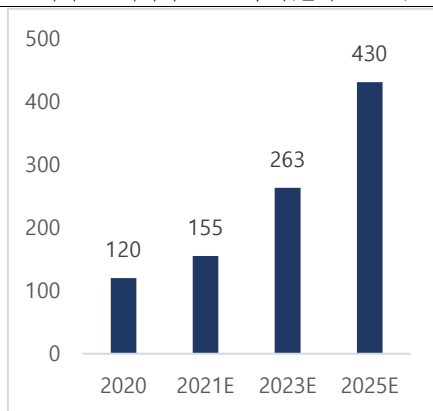
소재업체도 마찬가지로 전세계 소재 생산 설비 중 약 40%가 국내 업체들의 생산 설비로 셀 시장에 이어 소재 시장도 장악하고 있다고 볼 수 있다. 더욱이, 국내 배터리 3사와 국내 소재 업체간 JV가 늘어남에 따라 2차전지 시장에 있어서 대한민국의 위상은 보다 높아질 전망이다.

앞서 말했듯 2차전지 수요에 비해 공급이 부족한 상황으로 셀, 소재, 장비 업체 모두 설비 투자에 박차를 가하는 중이다. 장비의 경우 주문방식을 통해 수주계약을 맺는 방식으로 소재 업체와 마찬가지로 전방 고객사들의 CAPA 확대가 필수적이다.

주요 고객사 CAPA현황 및 증설계획

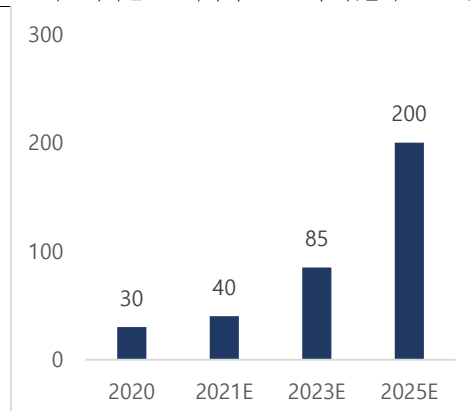
동사의 고객사 비중은 국내 배터리 3사(LG화학, 삼성SDI, SK이노베이션) 80%, 중국 10%, 유럽 10% 이다. 현재 배터리 셀 업체의 주요 관심사는 과 수요로 인해 공급자가 누릴 수 있는 초과이익을 빠르게 얻는데 있다. 관련 CAPA를 지속적으로 늘리고 있으며, 매출원가 비중을 낮추기 위해 지속적으로 R&D에 투자하고 있다. 본 보고서는 2차전지 장비 업체인 피엔티를 다루는 보고서로 피엔티 실적에 보다 결정적일 CAPA 측면에서 주요 고객사들의 현황 및 증설 계획을 살펴보도록 하겠다.

LG화학 EV배터리 CAPA추이(단위 : GWh)



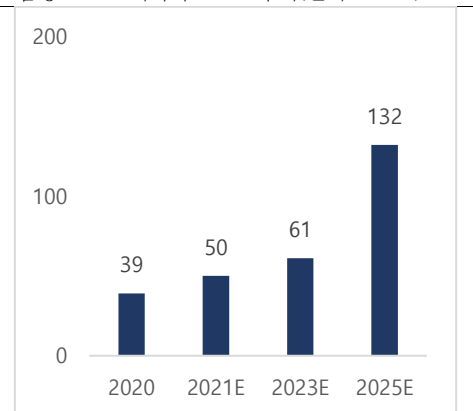
출처: LG화학 가이던스, RFS Team 6

SK이노베이션 EV배터리 CAPA추이(단위 : GWh)



출처: sk이노베이션, RFS Team 6

삼성SDI EV배터리 CAPA추이(단위 : GWh)



출처: 하이투자증권 추정, RFS Team 36

LG 화학

LG화학의 전기차 배터리 수주잔고는 180조원으로 글로벌 배터리사 탑 수준이다.

이미 수주한 프로젝트를 빠르게 매출 실현하고 있지만 미국, 유럽 고객사를 중심으로 기존 프로젝트를 증량하거나 신규프로젝트를 수주하고 있다. 테슬라, GM, 폭스바겐, 현대차 등 주요 완성차 업체를 고객사로 두고 있어 수요기반도 탄탄하다. 이에 증가하는 수주물량을 안정적으로 공급하고 글로벌 2차전지 MS를 확대하고자 배터리 생산공장을 증설하고 있다.

LG화학 CAPA증설계획

유럽 MS 확대	폴란드 브로츠와프 1공장 capa (현재 70GWh -> '23년까지 100GWh 증설) 유럽 2공장 설립도 추진 - 부지 선정 중
GM과 합작사 설립	JV(얼티엄셀즈) 미국 오하이오주에 1공장(35GWh규모) 건설 중 동일 규모 제2합작 배터리 공장 추가 건설 예정
현대차와 합작 공장 설립	인도네시아에 배터리 합작공장 설립 계획 발표 LG화학, 현대차 양사가 약 1조 1700억 원 투자해 연내 착공 예정
인도네시아 공장 건설	올해 10월, 인도네시아에 배터리 2공장 건설 예정(현대차와 별개)

출처: RFS Team 6,

SK 이노베이션

현재 SK이노베이션의 배터리 CAPA는 40GWh이다. 연간 60만대 분량의 전기차에 배터리를 탑재할 수 있는 규모다. 그러나 현재 CAPA로는 SK이노베이션은 수주 물량을 감당할 수 없는 실정이다.

수주 잔고는 2021년 8월 기준 130조 원에 달하고 이는 생산량 기준으로 1000GWh에 달한다. 또한 현대기아, 폭스바겐 등 여러 OEM과 맺은 장기계약 물량을 공급해야 한다. 이에 SK이노베이션은 배터리 CAPA를 2023년 85GWh 규모로 증설을, 2025년까지 200GWh 규모로 확대한다.

SK이노베이션 CAPA증설계획

포드와 합작사 설립	· JV(BlueOvalSK)에 총 10조원 투자해 미국에 2개 배터리 공장(총 130GWh 규모) 건설 예정
공격적 투자 채비	· 배터리 사업부 분사 -> SK온 · 자금 마련하여 배터리 생산시설 확대 예정

출처: RFS Team 6,

삼성 SDI

삼성 SDI 또한 미국 전기차 업체 리비안에 원통형 배터리 공급 계약하는 안정적인 수주잔고를 유지하고 있으며 헝가리와 미국 배터리 공장 증설을 통해 현재 캐파 대비 향후 급속히 생산 능력을 증대할 것으로 예상 된다.

삼성SDI CAPA 증설계획

배터리 capa 확대 스피드업	· 텐진,시안(중국), 헝가리 괴드 등에 배터리셀 공장 운영 중 ·올해 1조원을 투자 -> 헝가리 괴드 공장의 중대형 각형 배터리 생산 라인 4기 증설 중
---------------------	--

출처: RFS Team 6,

SK넥실리스

SK넥실리스는 전기차 배터리의 필수 소재인 '동박'을 만드는 회사로 전 세계 동박 시장에서 약 15%의 점유율을 확보하고 있다. 전기차 배터리에 들어갈 동박의 수요 증가로 SK넥실리스는 현재 4만 3000t 캐파에서 2025년까지 20만t 캐파(세계 최대 규모)까지 늘릴 계획이다. 동사는 SK넥실리스에 동박제조장비를 독점 납품 중에 있다.

SK넥실리스 CAPA 증설계획

동박 제조시설 확충	· 정읍 6공장 증설(9000t 규모) · 말레이시아에 첫 해외공장 구축 착수 - 연간 5만t 규모, 2023년 가동 예정 · 지난 5월, 유럽에 5만t 규모 생산거점 구축 계획 - 폴란드서 2024년 완공 목표 투자 협의 중
---------------	--

출처: RFS Team 6,

동사 수주전망 및 생산능력 향상

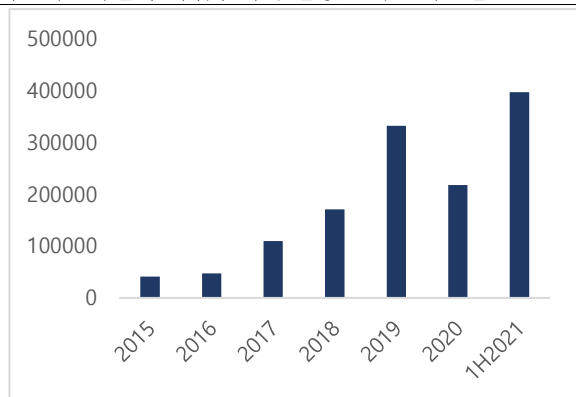
동사 수주현황

전방 고객사들의 CAPA 증설로 인해 동사의 2차전지 및 동박 장비 향 수주잔고가 빠르게 증가하고 있다. 1) 전극공정 롤투를 장비를 만드는 국내 기업은 피엔티가 압도적이며, 2)일본 히라노대비 가격경쟁력이 존재하기 때문이다.

지난 2분기의 경우 수주잔고는 2차전지 장비 4,000억원, 동박장비 2,000억 원이다. 이는 전체 수주잔고의 90%에 해당하며 역시 2차전지 및 동박장비가 동사의 성장을 주도하고 있음을 알 수 있다.

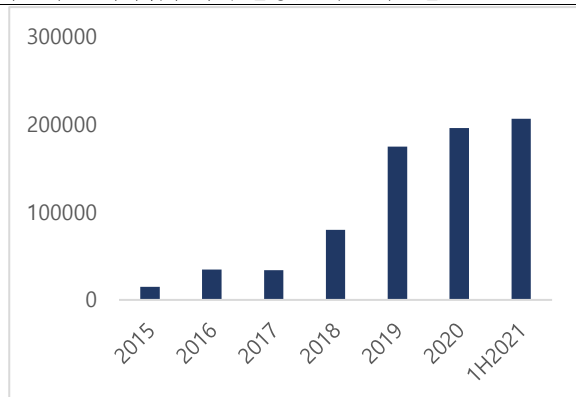
동사는 2분기 수주잔고가 그 다음 매출액으로 연결되는 동향을 보여(리드타임이 약 1년 정도 뒀을 감안하면) 내년 매출액 약 4,600억 원을 넘어설 전망이다. 실제 데이터로 검증해본 결과 전전년 하반기 ~ 전년도 상반기까지의 수주증감액, 전년도 상반기의 수주잔고와 매출액 간 상관관계는 각각 91%, 94%로 수주 잔고만 본다면 내년 매출액 6,000억도 무리는 아닐 것이다. 내년 예상 매출액 4,600억원은 수주잔고는 충분한데, 생산 설비가 부족한 탓으로 연 5,000억 규모의 구미 4공장이 내년 3분기부터 가동됨에 따라 공장 가동 램프업 기간에 맞춰 보다 빠르게 수주실적이 매출로 시현될 전망이다.

피엔티 2차전지 사업부 수주현황(단위 : 백만원)



출처 : RFS Team 1

피엔티 소재사업부 수주현황(단위 : 백만원)



출처 : RFS Team 1

수주의 글로벌화

프랑스 '사프트'와 공급 계약 체결

올해 5월 동사는 프랑스 '사프트'(프랑스 에너지 기업인 토탈 산하의 배터리 기업)로부터 수 백억원 규모의 전극공정 장비 수주에 성공했다. 양극과 음극용 장비 모두 공급할 예정이며 2021년 올해 하반기부터 프랑스 남부 보르도 지방의 네르삭에 마련될 파일럿 라인(6GWh 규모)에 쓰인다. 앞으로 진행될 양산용 장비도 모두 동사가 수주할 가능성이 높아(전극공정 장비는 파일럿 라인과 양산 라인 그대로 가져가는 경우가 많다) 향후 수주액 증가가 예상된다.

사프트는 2025년까지 50억 유로를 투자해서 64GWh까지 증설한다는 구체적인 로드맵을 발표하였다. 동사가 양산 라인에도 장비를 공급할 가능성이 높으며 그럴 경우 올해 수주받은 규모의 약 10배 정도의 수주를 기대할 수 있을 것이다.

중국, 베트남 등지로 뻗어 나가는 입지

동사는 2021년 9월, 중국 'Nanjing Longxin Electronic Technology'와 505억원 규모의 동박 제조장비 공급 계약(계약기간 2021.09.06 - 2023.05.15)을 체결했다. 이는 지난해 연결 기준 매출액의 12.96%에 해당하는 수준이다.

또한 동사는 빈페스트(베트남의 유일한 완성차 제조업체)와 공급 계약을 진행했으며 빈페스트의 2.5GWh 규모 생산공장에 믹싱기에서 만들어진 슬러리를 코팅하는 코터 장비와 이를 압연하는 롤프레스 장비 등을 공급할 예정이다.

이처럼 국내 기업 뿐 아니라 세계 여러 기업들에 주문을 받기 시작했다는 것은 동사에 분명 긍정적인 것이다. 아직은 그 비중이 국내 배터리 3사 등에 미치지 못하는 못하지만 물꼬를 트기 시작했다는 것만으로도 의미가 있다. 해외로부터 동사의 기술력과 가격경쟁력을 입증받은 사례로 국내 배터리 셀 3사가 히라노의 장비를 점진적으로 동사의 제품으로 대체했다는 사실을 고려한다면 향후 지속적인 공급계약도 가능할 수 있을 전망이다.

동사 CAPA 증설 계획

완성차 업체 공급을 위해 전방 배터리 고객사와 동박 생산 관련 고객사의 생산량 확대 및 공장 증설 계획으로 수혜 환경이 조성돼 수년간 외형성장을 이어나갈 전망이다. 현재 수주잔고가 6000억 원이 남아있는 상황에서 가동률이 92.57%에 달하며 향후 예상되는 수주증가에 생산능력 대폭 확충에 나서고 있다.

동사는 올해 7월, 배터리 장비 생산시설을 갖추고 수주 물량에 대응하고자 일본 아사히피디글라스 구미공장 부지 6만 6000㎡를 매입했다. 정확한 생산 capa는 알려지지 않았으나 내년 완공을 앞둔 구미 4공장의 부지가 3만 3천평으로 연간 5,000억원 규모의 매출 시현이 가능하다는 점을 고려했을 때, 3,200억원의 매출 시현이 가능할 전망이다. 다만 발표된 공장 건설 계획이 존재하지 않아 이번 피엔티 밸류에이션에서는 해당 부지에 매입에 따른 효과를 반영하지 않았다.

앞서 언급했듯, 동사는 2022년까지 구미 국가산업단지에 10만6038㎡ 부지, 건축 7만2976㎡에 2차전지 및 반도체 생산장비 제조용 구미 4공장도 건설 중에 있다. 연간 5,000억원 규모의 매출 시현이 가능할 전망이다. 기존 구미 1~3공장과 더불어 연간 9,000억원에서 1조원의 매출 시현이 가능할 전망이다.

종합해보면, 수주잔고의 경우 동사의 현재 생산 능력으로는 감당하지 못할 정도로 빠르게 쌓이고 있는 중이며, 이를 염두에 둔 동사는 CAPA 확대에 박차를 가하는 중이다. 구미 4공장의 경우 22년 3분기부터 가동이 가능할 전망으로 공장 램프업 기간을 고려해 22년에는 10% 가동, 23년에는 50% 가동, 24년에는 100% 가동을 전제로 매출액에 반영하였다.

동사의 CAPA 확대로 영업일수가 줄어들게 되는 효과가 나타나는데 이에 주요 고객사들은 더 빨리 주문한 물건을 받아볼 수 있게 되어 향후 동사의 전극장비 점유율 확대가 기대된다.

IV. Valuation

Estimate

투자포인트 3에서 언급했듯, 동사의 수주잔고는 1년의 리드타임을 갖는다. 전전년도 하반기부터 전년도 상반기까지의 수주잔액이 올해의 매출로 인식되는 추세 속에 있다. 실제 상관관계 분석을 통해 살펴본 결과, 전전년 하반기 ~ 전년도 상반기까지의 수주증감액, 전년도 상반기의 수주잔고와 매출액 간 상관관계는 각각 91%, 94%였다. 이러한 사실을 시작으로 매출액 추정을 하고자 한다.

동사의 CAPA 증설 추정

동사는 현재 구미 1~3공장을 통해 연간 약 4,400억원의 매출을 시현할 수 있는 생산 능력을 보유 중에 있다. 내년 2분기 완공 예정인 구미 4공장은 연간 5,000억원 규모로 22년 3분기 가동률 10%, 23년 50%, 24년 100%를 가정하여 생산 능력 및 실적을 계산했다. 따라서, 2022년에는 연간 4883억원, 23년에는 6,883억원, 2024년에는 약 9,440규모의 매출액 시현이 가능해질 전망이다. 아사히피디글라스 공장 부지 매입 건은 매출액의 보수적 추정을 위해 반영하지 않았다, 아직 단순 공장 부지 매입 단계이기 때문이다.

또한, 확인해야할 것은 생산부문 인원과 수주 증감액 간 상관관계이다. 0.92의 상관관계로 수주가 증가함에 따라 생산부문 인원이 많이 고용됨을 알 수 있다. 1H21의 경우 수주 증가에 맞춰 고용할 수 없는 특징 탓에 최대 생산능력의 1H2021 가동률 94.92를 곱해 시현 가능 매출액을 구했다.

주요고객사들의 CAPA 증설

주요 기업들의 CAPA 증설 계획은 투자포인트 3에 나와있는 내용과 같다. 배터리 셀 3사의 기계장치 증감 추이, SKC(백실리스의 지배회사)의 유형자산 증감추이들과 동사의 매출액을 상관관계 분석했을 때 0.9x 수준의 상관관계도가 나온다. 이를 통해 다시 한번 동사의 매출액, 수주는 전방 고객사의 CAPA에 달려 있음을 알 수 있었다.

따라서, 주요 전방 고객사의 CAPA 증설 증감률 추이를 수주 증감률로 활용하고자 한다.

P와 Q의 추정

수주산업 형태의 사업 구조 탓에 정확하게 P와 Q를 구분할 수 없었다. 프로젝트, 수주 건 별로 금액이 서로 상이했기 때문이다. 추정 과정에서 다음 두가지를 고민하게 되었는데, 이는 1) P, Q 구분 없이 단순 성장률을 바탕으로 한 매출액 추정의 비용-편익 2) 건별 금액은 상이하지만 부문별 매출액을 부문별 프로젝트, 수주 건수로 나눠 P, Q를 구분했을 때의 비용-편익이다.

1)과 2)의 경우 모두 오차, 오류를 포함할 가능성이 있긴 하지만, 2)의 논리로 추정하게 되는 경우 건별 프로젝트 규모가 커지면 프로젝트, 수주 건수가 줄어드는 등 P, Q 가정에 의한 오차가 서로 상쇄될 수 있음을 알게 되어 2) 방식으로 추정했다

매출액에 영향을 주는 수주 단위는 반기 단위로 이에 반기별 프로젝트 수, 규모를 구분했다. 이를 통해 각 반기별 평균 프로젝트 수와 규모를 확인할 수 있었다.

P

우선 21년도 하반기 P의 경우, 상반기 가격과 직전 최고가의 평균치를 준용했다. 직전 최고가의 경우 2H16~1H17 대비 수주 증감률이 크게 된 2H2017~1H2018이다. 당 기간 실적은 19년도에 시현되었다.

평균치를 준용한 이유는 2H2018~1H2019의 수주잔고가 전년대비 크게 증가했기 때문으로 역사적 최고 가격인 19년 상반기 가격과 21년도 상반기 가격의 평균을 21년도 하반기 평균 프로젝트 규모로 준용했다. 수요가 공급을 압도하는 상황에서 21년 상반기보다 가격이 낮아진다는 것은 상식적으로 받아들이기 힘든 부분이라 평균액을 우선적으로 사용하였고, 2022년도 이후 평균 프로젝트 규모의 경우 같은 논리로 1,770,902천원으로 고정했다. 당 금액 1,770,902천원은 21년도 상반기 부문별 수주금액에서 프로젝트수로 나누어 구한 평균 프로젝트 가격이다.

P 추정에 있어 부문별로 따로 추정해줬으며, 21년 하반기 2차전지 사업부의 P 경우 863,809천원, 소재사업부의 경우 300,165천원이다.

Q

21년 매출액의 경우 2H19~1H20의 수주 잔고가 매출액으로 시현될 전망이다. 20년 상반기 기준 전체 수주잔고는 4,515억원으로 동사가 활용가능한 CAPA의 범주를 넘어선다 따라서 이후 설명할 최대 생산능력을 고려했을 때 4,120억원의 매출이 시현될 수 있을 전망이다. 따라서 위 매출을 수주실적 비중을 곱해 부문별 예상 매출액을 계산한 뒤 앞서 구한 평균 프로젝트 가격으로 나누어 평균 프로젝트 수를 도출해 낼 수 있다. 이렇게 구한 3Q21 Q는 2차전지, 소재사업부 각각 364, 161건이다.

앞서 22년도 이후의 P를 고정했으니 향후 수주금액만 알면 동사 CAPA에 맞게 시현될 매출액을 추정할 수 있을 것이다. 이를 P로 나누면 Q가 나온다.

우선 올해 상반기의 수주잔고는 내년 매출액으로 인식될 예정이다. 다만, 3Q22부터는 구미4공장도 가동될 예정으로 시현가능한 매출액이 4,500억원까지 늘어날 수 있다.

수주잔고의 증가

주요 전방 고객사의 CAPA 투자를 동사의 수주 증감율로 사용하기로 했기 때문에 연도별 CAGR을 이용해

21년, 22년, 23년, 24년까지의 수주잔고 증감액을 추정할 수 있었다.

시험가능한 매출액 규모 대비 수주 잔고 증감액이 훨씬 크기 때문에 시험가능한 매출액 100%를 매출로 인식했다.

2차전지 사업부, 소재사업부 외 기타 사업부의 경우 1) 역사적으로 전체 매출액 비중에서 10% 내외를 차지한다는 점 2) 총매출액에서 2차전지, 소재사업부 매출액을 제거했을 때 매출액 비중이 10% 내외라는 점을 고려하여 단순 이동평균하여 추정했다. 본 보고서의 방점은 2차전지사업부와 동박 장비에 방점이 있기에 무시해도 좋다고 판단했다.

매출액 추정

앞서 구한 수주잔고를 1년 늦게 매출 인식시켜 매출액을 계산할 수 있다. 단, 생산 능력대비 수주 증감액이 더 크기 때문에 생산 능력만큼만을 매출액으로 추정했다.

매출원가 추정

매출원가의 경우, 1) 매출액과의 상관관계가 높을 뿐 아니라 2) 사업보고서에서도 알 수 있듯, 제조원가 및 영업비용 효율화를 통해 지속적으로 낮아지는 추세속에 있다. 매출원가와 매출액 추세선 그래프의 기울기는 0.7466으로 매출액 1원당 0.7466원의 매출원가가 발생한다는 뜻이다. 보수적 추정을 위해 위 기울기를 확일적으로 적용해 매출원가를 추정하였다.

수주 장비 산업의 특성상 프로젝트 수가 많아져 제품의 다각화가 이뤄지면 지속적인 매출원가 하락의 움직임이 나타남을 사업보고서에서 확인할 수 있었는데, 엄밀한 추정이 어려워 보수적 수치인 0.7466을 이용해 추정했다.

판관비 추정

인건비의 경우 국내 21년도 실질임금 상승률을 사용했다. 유,무형자산감각상각비의 경우 구미 4공장 건설에 따른 감가상각비 증가를 반영하기 위해 최근 4분기 감가상각비를 이동평균하여 추정하였고, 나머지 비용항목들의 경우 사업보고서 및 반기보고서 상 특이점이 존재하지 않아 평균 추정하였다.

당기순이익 추정

영업외손익 항목에서도 특정한 추세를 발견할 수 없었다. 평균 추정하여 추정하였다.

Valuation

1) 최근 지속적으로 영업이익률 및 당기순이익이 좋아지는 추세 2) 고성장 중인 산업의 특성 3) 수주잔고를 통해 실적 예측이 가능하다는 점 4) 2차전지 섹터 내 소재업체로 시선이 쏠려 소재업체 대비 낮은 Multiple을 받고 있다는 점을 들어 고려하여 PER 가치평가법을 사용했다

추정치에 따르면 21E 당기순이익은 582억원으로 전년대비 약 60% 증가할 전망이다. 이에 PEER Multiple 47.1에 할인율 적용해 38%만 반영했다. 1)최근 고 PER 국면에 있는 소재 업체를 PEER 선정하였기 때문에 장비주와의 갭이 발생하는데 이를 보완하기 위해 할인율 적용하였으며 2)PER 밴드의 16.2x 선을 최근 돌파하였기 때문으로 **목표주가는 46,000원이며 상승여력 40%으로 buy 의견** 제시한다. 추가적으로, 24년까지의 매출액, 당기순이익을 고려한다면 현재의 Multiple 18배는 매우 낮은 수준이다. 1) 전방 산업과의 연관성이 뚜렷하며 전방 고객사들의 CAPA 증설이 활발하며 2) 산업 전체가 성장하고 있고 3) 동사 역시 공격적으로 CAPA를 늘리고 있다는 점을 들어 다시 한번 Buy의견 내고 글을 마친다.

피엔티(137400.KQ) PER Valuation Sheet					
피엔티 P/E Valuation					
구분		단위	비고		
21E 당기순이익		58,213,982 (천 원)	(A)		
22E 당기순이익		63,209,098 (천 원)	(A)'		
23E 당기순이익		114,517,102 (천 원)	(A)''		
24E 당기순이익		161,270,793 (천 원)	(A)'''		
Target P/E		18.0 (배)	(B) 동사 21E PER 컨센서스		
적정 기업가치		1,047,653,822 (천 원)	(C)=(A)×(B)		
		1,137,431,711 (천 원)	(C)'=(A)'×(B)		
		2,060,706,245 (천 원)	(C)''=(A)''×(B)		
		2,902,027,057 (천 원)	(C)'''=(A)'''×(B)		
유통주식수		22,741,198 (주)	(D)		
적정주가		46,069 원	(E)=(C)÷(D)		
적정주가		50,016 원	(E)'=(C)'÷(D)		
적정주가		90,616 원	(E)''=(C)''÷(D)		
적정주가		127,611 원	(E)'''=(C)'''÷(D)		
목표주가		46,000 원	12개월 목표주가		
		57,300 원	22년 목표 주가		
		90,600 원	23년 목표 주가		
		127,600 원	24년 목표 주가		
현재주가		32,900 원	21.10.01 기준 동가		
상승여력		40 %			
상승여력		74 %			
상승여력		175 %			
상승여력		288 %			

