

Not Rated

# 원익피앤이 (217820)

## 수주의 가치가 주가에 반영 될 때

박종운

admin@fsresearch.net

현재 주가 (10/25)	7,340원 31
시가총액	3,116억원
발행주식수	42,454천주
52 주 최고가 / 최저가	15,726 / 6,390원
60 일 일평균 거래량	595,737주
외국인 지분율	0.62%

- 수주/실적 큰 폭의 증가 기대
- 싸이클러 장비로 불륜과 수익성 개선 기대
- 벨류에이션 매력도 높음

### 주주구성

원익홀딩스 (외 5 인)	30.5%
자사주	7.8%

### 주요 자회사

	지분율
피앤이시스템즈	100.0%
테크랜드	100.0%

### 전환가능 주식수 (CB, BW 등)

없음

주요 재무 & 지표	2020	2021	2022	2023F
매출액 (억원)	666	1,764	2,888	3,050
영업이익 (억원)	68	150	39	125
영업이익률 (%)	10.2	8.5	1.4	4.1
순이익 (억원)	38	196	27	100
순이익률 (%)	5.7	11.1	0.9	3.3
EPS (원)	420	1,895	177	236
PER (배)	25.4	5.2	42.2	31.1
PBR (배)	2.6	0.8	2.8	2.4

주: 순이익은 지배주주 순이익, 23F PBR의 BPS는 23년 1분기 기준

### 지속적으로 성장하는 2차전지 장비업체

동사는 2차전지 조립, 활성화 장비 전문 업체다. 04년 에이디파워가 활성화 장비 생산업체로 설립되어 06년 피앤이솔루션으로 사명을 변경하며 2차전지 장비사업을 본격적으로 시작했다. 07년 LG화학에 활성화 장비 공급을 시작으로 09년 이후 삼성SDI와 SK이노베이션에 납품을 시작하였다. 20년 피앤이솔루션이 원익홀딩스에 편입되었으며, 21년 사명을 원익피앤이로 변경하고 21년 2차전지 조립장비 업체 엔에스 합병을 통해 활성화 공정 내 디게싱/폴딩 장비와 조립공정 내 패키징 장비까지 라인업을 확대하였다

### 수주가 늘어나는 만큼 실적은 결국 반영될 것

동사의 투자포인트는 1) 수주가 급증하고 실적이 이를 반영하면서 큰 폭의 성장이 기대되고, 2) 싸이클러 장비로 매출 증가와 함께 수익성 개선도 기대가 되며, 3) 상대적으로 경쟁사 대비 벨류에이션 매력이 있어서 주가는 그 가치를 반영해 나갈 것으로 기대된다는 점이다.

### 실적이 반영되면 벨류에이션 매력이 부각될 것

동사의 2023년 예상 매출액은 전년대비 5.5% 증가한 3,050억원, 영업 이익은 전년대비 3배 정도 증가한 125억원 수준이 될 것으로 판단된다. 재고평가손실 약 32억 반영과 일회성인 충당금 (100억 수준)의 반영으로 수익성이 악화됐지만 일회성 비용 요인이 크기 때문이며 24년 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 25%, 225% 증가한 3,800억원, 270억원의 고성장을 시현할 것으로 전망된다.

여기에 매출인식방법 때문에 상반기 500억원 수준의 매출이 하반기에 대부분 인식되면서 동사의 가치가 재평가 받을 수 있을 것으로 기대된다.



## 기업개요: 2 차전지 장비의 숨겨진 강자

동사는 2차전지 조립, 활성화 장비 전문 업체다. 04년 에이디파워가 활성화 장비 생산업체로 설립되어 06년 피앤이솔루션으로 사명을 변경하며 2차전지 장비사업을 본격적으로 시작했다.

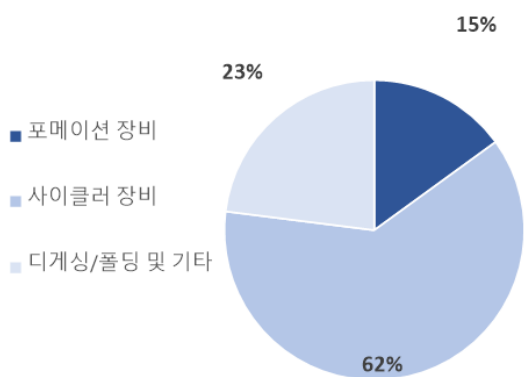
07년 LG화학에 활성화 장비 공급을 시작으로 09년 이후 삼성SDI와 SK이노베이션에 납품을 시작하였다.

20년 피앤이솔루션이 원익홀딩스에 편입되었으며, 21년 사명을 원익피앤이로 변경하고 21년 2차전지 조립장비 업체 엔에스 합병을 통해 활성화 공정 내 디게싱/폴딩 장비와 조립공정 내 패키징 장비까지 라인업을 확대하였다.

자회사는 14년 설립한 피앤이시스템즈와 피앤이이노텍이 있으며 각각 전기차 충전기 사업과 발전소 및 사업용 대용량 전원공급장치 사업을 한다. 이 중 피앤이이노텍은 20년 흡수합병을 하였다.

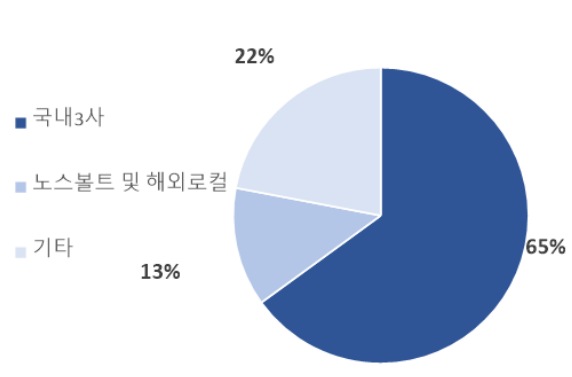
23년 예상 실적 기준 장비별 매출 비중은 포메이션 15%, 싸이클러 62%, 디게싱/폴딩 및 기타 23% 수준이며, 고객사별 비중은 국내3사가 65%, 노스볼트를 포함한 해외로컬이 13%, 기타 22% 수준이 될 것으로 보인다

[그림1] 장비별 매출 비중 (23년 예상 실적 기준)



자료: 원익피앤이

[그림2] 고객사별 매출 비중 (23년 예상 실적 기준)



자료: 원익피앤이

## 사업영역

2차전지 제조공정은 크게 파우치형 기준 전극공정, 조립공정(노칭/스태킹, 패키징, 주액) 화성공정(프리차징, 디게싱, 포메이션, 폴딩) 공정으로 나뉜다.

전극공정으로 전극 극판을 만들고 조립공정에서 사양에 맞게 극판을 자르고(Notching), 쌓고(Stacking), 밀봉 (Packaging)하는 과정을 거쳐 배터리의 형태가 되면 이후 화성공정에서 충방전을 통해 2차전지의 전기적 특성을 부여한다.

이 후 배터리는 사이클러를 통한 성능, 수명검사과정을 거친 다음 출하되며 중대형 전지의 경우 전수검사 후 모듈 혹은 팩단위로 공급된다

동사는 해당 공정 중 전극공정을 제외한 조립/활성화/디게싱 공정에 대한 모든 장비 라인업을 보유 중이다. 폼팩터 별로는 화성 공정은 원통과 각형, 파우치형 모든 폼팩터 대응이 가능하며 조립 및 디게싱 공정은 파우치형 대응이 가능하다

1) 조립장비: 2차전지 조립공정 중에서 파우치형 장비에 특화되어 있는 엔에스를 합병하면서 성장중이다. 파우치형에서 패키징 장비에 특화되어 있다. 엔에스의 주 고객사는 SK온이며 현재 각형, 원통형으로 장비 라인업 확대를 준비 중이다

2) 사이클러: 배터리 성능 테스트하는 장비다. 배터리의 잔존가치까지 판정이 가능하다 셀업체들이 배터리를 개발할 때 소재나 스펙이나 폼팩터를 바꾸었을 때 성능 테스트와 수명 테스트를 할 때 기본적으로 쓰인다.

자동차 OEM사들은 각자 전기차에 맞는 스펙과 주행 거리를 판단하기 위해서 셀을 개발하는데 쓰인다. 성능 검사까지 다 끝나고 개발된 배터리를 양산을 시작하면 처음에 개발했던 스펙 그대로의 성능이 나오는지에 대한 샘플링 검사를 동사 장비를 통해 진행한다. 이에 OEM사에서는 셀업체들에게 지속적으로 샘플링 개수를 늘리는 걸 요구하기 때문에 사이클러 장비의 수요는 계속 늘어나고 있다.

향후에는 2차전지 폐배터리가 나오기 시작하면 ESS용으로 재사용 할 수 있는지 보통 80% 기준으로 이하로 떨어지면 ESS용으로 재사용해 쓰다가 60% 밑으로 떨어지면 리사이클을 통해서 소재를 재활용하는 형태로 쓰인다. 이 때 80%인지 60%인지 확인하기 위해 사이클러 장비로 성능을 체크하는 방법밖에 없고 그때 reuse나 리사이클에 대한 판단을 하기 위해서 장비가 쓰일 것이다.

재활용을 할 수 있으면 셀 단위나 모듈 단위로 성능을 테스트해 본 다음 다시 팩으로 묶는데 달라질 수 있기 때문에 팩 단위로도 또 한 번 성능 검사를 할 때도 장비가 쓰인다. 검사 결과 만약 reuse가 안 되고 recycle로 가야 되면 배터리를 분해하기 위해서 안에 있는 전기를 빼내고 부수고 소재를 추출해야 하는데 배터리를 방전시키는 것도 동사 충방전 장비를 통해서 방전시킨다.

현재 국내에선 배터리를 소금물에 담가 놓는 방법으로 방전을 하는 염수방전을 한다. 염

수방전은 시간도 오래 걸리고 미주나 유럽의 경우 환경법 때문에 못하기 때문에 동사 장비를 써야 한다. 이에 폐배터리 시장에서도 쓰일 것으로 예상된다

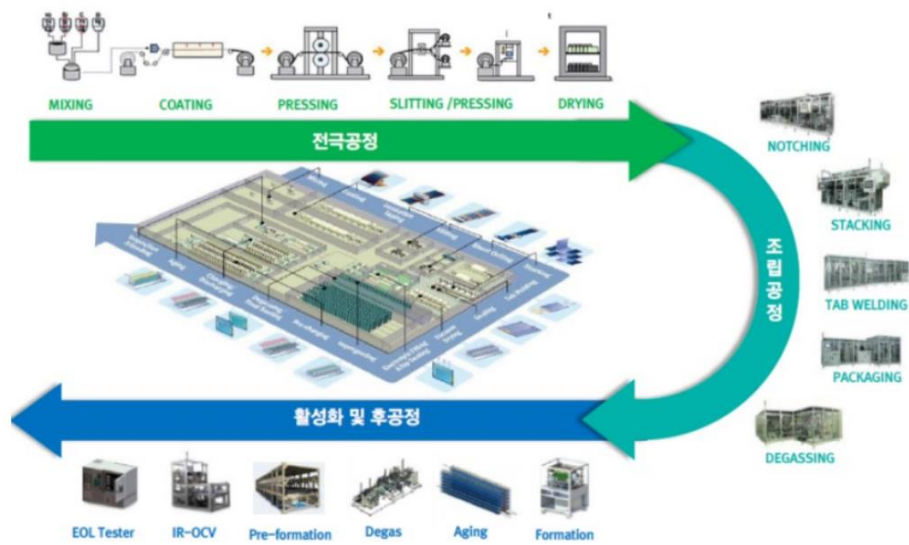
3) 활성화장비

Formation장비: 최초 충전 공정으로 방전상태의 셀을 활성화하는 장비

Folding: 도시락 모양의 파우치 타입 셀의 바깥 부분을 필요한 부분만 남기고 접는 공정

Degassing장비: 충방전후 가스불순물을 제거하는 장비

[그림 3]2 차전지 공정



자료:원익 피앤이

[그림 4] 원익피앤이 해당 공정

	조립				화성			
	노칭/스태킹	용접	패키징	주액	Pre-charging	디개싱	포메이션	폴딩
파우치			As-Is		As-Is			
각형	<i>To-Be Coverage</i>				As-Is	N/A	As-Is	N/A
원형					N/A	N/A	As-Is	N/A

자료: 원익피앤이

### 전원공급장치(PCR, Phase Control Rectifier)

원자력, 화력, 수력 발전소 등에서 전압을 자동으로 조정하여 발전기의 전압을 일정하게 유지하는 역할, 한국 전력 산하 국내 발전소에 공급한다.

### 전기차 충전기 사업

자회사 피앤이시스템즈가 사업을 한다. 현재는 매출의 대부분이 일본 무역상사 통해서 수출하고 있다. 일부분은 국내 한전이나 환경부 쪽으로 납품이 들어가고 있다. 현재 급속 충전기를 중심으로 미국 진출을 준비하고 있는데 IRA법안 때문에 55% 이상은 미국에서 생산을 해야 되서 미국 쪽에 생산 부지를 알아보고 있다. 미국 UL인증도 진행 중이며 올해 안에 끝날 것 같다. 내년부터는 본격적으로 미국에서 생산 시작하면서 리테일 판매자들이나 CPO들 상대로 영업해서 매출을 기대한다. 이르면 내년 하반기부터 내후년부터는 본격적으로 미국 쪽 매출이 나올 수 있을 걸로 기대하고 있다.

스케줄대로 되면 25년부터 100억 수준의 매출을 시작으로 5년내에 1천억 정도의 매출을 목표로 하고 있다. 미국 쪽에 경쟁력이 있을 거라 생각하는 이유는 미국에서 보조금을 줄 때 전기차 충전기가 97% 이상의 가동 시간을 갖고 있어야 보조금을 준다. 만약 보조금 받고 그 이하의 가동 시간을 가진 걸로 확인 되면 다시 환수한다.

얼마 전 한전에서 충전기에 대한 리포트가 나왔는데 지나다니다 보면 가동 시간 보면 충전기 고장 났는데 방치되어 있는 것들도 많이 있는데 그걸 조사를 해서 보고서가 나온 건데 동사 충전기가 가동되지 않는 고장 난 상태로 있는 게 0.1%밖에 안 되서 국내에서 탑 수준의 결과를 얻었다. 그걸 바탕으로 미국 쪽에 어필하면 품질 우수성이나 빠른 as 등을 통해서 경쟁력을 갖고 진입할 수 있다고 보여진다.

미국 쪽은 급속 충전기 위주로 납품하고 LS 전선과는 ODM 계약을 맺었다. 동사가 충전기를 제작하고 LS전선에서 영업을 동남아나 유럽 쪽으로 진행 중에 있어 향후 해외 진출에 대한 매출 규모는 점점 커질 것으로 판단된다.

### 고객사

동사의 주요 고객사는 SK온, LG에너지솔루션, 삼성SDI 등 국내 배터리 3사와 노스볼트이다. 동사 조립공정장비는 SK온의 파우치형 조립공정에 들어가며 활성화공정장비는 배터리 3사에 모두 공급 중이다. 동사의 활성화 장비는 원통형, 각형, 파우치형의 모든 폼팩터 대응하여 다양한 고객사에 장비를 공급 중이며, 조립공정 장비는 파우치형 대응이 가능하다.

이는 인수를 통한 장비 포트폴리오 확보 때문이다. 엔에스의 인수목적은 해외 고객사 턴키 대응/ 조립 장비 시장 진출. 인수이유는 화성 턴키를 위한 디개싱/폴딩과 조립라인 내 패키징, 미국 OEM조립 파일럿 턴키 레퍼런스 보유하고 있기 때문. 인수효과는 A사 화성 턴키 양산 수주와 일본 배터리사 패키징 수주, 미국 OEM과 파일럿 확대 논의 중인 것이다. 삼지전자의 인수목적은 삼성SDI 내 점유율 확대, 각형 포메이션 Ref. 확보. 인수이유는 삼성SDI향 Pre-charger 독점 공급 중이어서이며 인수효과는 삼성SDI 미국 JV 물량 수주와 삼성SDI 사이클러 수주 확대이다. 테크랜드의 인수목적은 각형 조립 Ref. 확보와 유럽사 턴키 요청 대응이고 인수이유는 각형 주액 및 자동화 물류/미국 OEM 각형 파일럿 조립 레퍼런스를 보유하고 있기 때문이며 인수효과는 각형 배터리사 대응력 강화와 미국 OEM과 파일럿 확대 논의 중인 점이다

### 경쟁사

포메이션 장비기준으로 중국의 항커, 크로마가 있다. 조립 장비는 엠플러스를 대표로 많은 업체가 있다. 기존 엔에스가 메이저급 회사는 경쟁사가 많고 디스플레이가 반도체 쪽이 어려울 땐 2차 전지향으로 확장하는 장비가 대개 조립 장비다. 사이클론은 국내는 에이프로가 있지만 LG엔솔향 비딩만 경쟁하며 셀 사이클론만 하기 때문에 큰 경쟁 상황은 아니다. 해외는 일본 업체 하나, 알빈, 크로마가 있는데 타겟 시장이 다르다. 대부분 높은 스펙으로 연구소용으로 한두 대 정도 납품하는 사이클론이다. 동사는 양산 장비 생산업체이다. 대량으로 쓰려면 하이엔드 급은 우리와 가격차이가 10배 이상 나서 못쓴다.

[그림 4]주요고객사



자료: 원익피앤이

[그림 5]사이클론 주요 고객사



자료: 원익피앤이

## 경쟁력

### 1) 기술경쟁력

동사는 2차 전지 공정 중 충방전을 통해 배터리를 활성화시켜주는 공정이어서 전류를 얼마나 정밀하게 제어하고 빠르게 넣었다 뺐다 하느냐가 기술의 가장 중요한 포인트다. 기존 피앤이솔루션이 두산중공업 발전소에 정류기를 납품하는 걸로 사업을 시작 했었고, 발전소 정류기는 고전압 고전류를 다루는 장비여서 그쪽 기술이 경쟁력이 있다.

동사는 이 기술을 활용하여 2차 전지 공정 중에서 하이스펙에 정밀한 테스트 기능을 넣은 게 사이클러 장비이고 Middle/Low급으로 낮춰서 양산용으로 만든 게 포메이션 장비, 거기서 방전기 기능을 빼고 충전 기능 위주로 넣은 게 피앤이시스템즈의 충전 인프라다.

향후에 폐배터리 에프터마켓 시장에서도 완성된 배터리에 대한 성능 검사를 통해 Reuse/Recycle/소재만 추출할 건지를 판단하고 그 부분을 다시 팩으로 묶어서 한번 더 성능 검사하는 것을 동사의 사이클러 장비를 통해서 테스트할 수밖에 없어서 폐배터리 산업에서도 사용될 것이다.

결론적으로 동사 장비들의 기술적인 베이스는 동일한데 스펙이 달라지는 장비들이어서 기술적인노하우도 많이 있고 업력도 길기 때문에 기술적인 경쟁력을 충분히 가진 것으로 보여진다.

조립장비의 경쟁력은 턴키 수주가 가능하다는 데 있다. 경쟁사의 턴키 방식은 전체 물량을 받아서 외주를 주는데 반해 동사는 실제로 자체제작이 가능한 장비들이다. 이에 개별 수주도 받을 수 있고 턴키로 받을 수 있는 여러 형태의 수주가 가능해 영업적인 장점이 생긴다.

여기에 실제로 장비를 다 하게 되면 원가 구조가 개선되고 기술적 노하우도 늘게 되면서 경쟁사 대비 원가경쟁력 기술경쟁력을 더 확보할 수 있고 결국 좀 더 많은 수주를 받을 수 있다

### 2) 영업경쟁력

동사는 해외 신규 고객사를 확보하는 데 있어 고객사가 최종 엔드 유저가 있느냐를 가장 중요시 여긴다. 이는 셀업체들이 셀을 만들면 팔 수 있는 OEM사를 확보하고 있느냐는 점을 우선시한다는 것이다.

예를 들어 노스볼트는 볼보나 폭스바겐 쪽으로 셀을 납품하고 있고 엠비전은 닛

산에서 투자한 회사여서 닛산 쪽으로 셀을 납품하고 있으며 타타자동차 쪽으로도 판매한다. 베트남의 빈패스트는 자체 자동차 제조 공장이 있고, 프랑스의 베르코 같은 경우도 르노에서 투자한 회사여서 르노쪽으로 납품을 하고 있다. 파워커는 폭스바겐 자회사여서 폭스바겐도 납품하고 포드는 자체 공장으로 나간다.

이렇게 파이프라인이 확실하게 있어야 각 고객사에 맞는 스타일과 스펙으로 장비를 세팅하고 설계하고 할 수 있고 그 릴레이션십을 바탕으로 수주가 단발성이 아닌 꾸준한 증가로 이어질 수 있다. 만약 설업체를 확보하지 못해서 고객이 판매처가 없어지면 동사도 자금 수급에 대한 문제가 발생할 수도 있어서 파이프라인이 확실하게 잡혀 있는 고객사를 확보하는 것이 중요하다.

이러한 영업이 가능한 이유는 그만큼 기술적인 뒷받침이 되어야 할 수 있는 것이기에 이러한 영업원칙은 동사의 기술경쟁력을 보여주기도 한다고 판단된다.

## Capacity

동사는 수원, 평택, 군산, 오창 네곳에 공장을 보유하고 있으며 장비 제작 과정은 동사 엔지니어들이 설계를 하고 그 설계에 맞는 부품을 외부에서 조달해서 내부에서 어셈블리하고 동사 소프트웨어를 탑재한 뒤 검사를 거쳐 고객사에 납품하는 형태로 진행을 하기 때문에 타 장비사들과 마찬가지로 실제로 테스트할 수 있는 공간이 Capa다.

이에 동사가 연간 처리할 수 있는 장비의 규모는 매출로 환산하면 8천억~9천억 수준이고, 외주업체들도 현재 리스팅 되어 있는 걸 기준으로 그 정도 수준이다. 만약 수주가 갑자기 크게 증가하여 Capa를 늘려야 하면 임대공장을 빌리면 된다. 결국 외주 가공업체들과 우리가 얼마나 릴레이션십이 있느냐와 관리할 수 있느냐의 문제이다.

여기에 단가 이슈를 감안한다면 중국 업체로 외주를 늘리는 것도 수익성 개선 측면에서 진행중인 것으로 보여진다. 실제 유럽향은 중국에서 생산을 해서 테스트 해서 거기서 동사 엔지니어들이 중국에서 보내는 형태를 진행 중이다.

다만, 향후 미국 진출은 쉽지 않은 것이 장비가 크고 외주 업체들이 국내에 대부분 있어서 해외 진출은 쉽지 않다. 현재도 포메이션 장비는 국내에서 세팅한 다음 분해해서 현지에서 다시 조립해서 셋업을 한다. 이에 미국도 CS나 영업 담당 인원 수준은 가능하다.



## 투자포인트1. 급증하는 수주잔고, 급증하는 실적

동사의 최근 3년치 수주를 살펴보면 21년 3,100억 22년 4,300억, 23년 5,300억 이상의 수주가 예상되면서 23년말 기준으로 수주잔고가 7천억원 이상이 될 것으로 보인다.

이는 23년말 예상 수주 잔고를 기준으로 장비측면에서는 포메이션과 디가스&폴딩 같은 양산 설비는 물론 조립장비도 수주가 본격화 되었기 때문이다.

아이템 확장 측면에서 1) 예전에 엔에스에서 하던 디게싱/폴딩장비는 조립 공정 쪽에 많이 편입이 되다가 최근에는 활성화 공정 쪽으로 많이 적용 됨에 따라 활성화 공정은 폼팩터에 상관없이 대응이 가능해 지면서 수주를 받게 되었고, 2) 조립도 파우치형 배터리 패키지 장비 중심에서 최근에는 각형 조립장비와 조립공정 노칭/스태킹 장비로 라인업 확대 추진 중임에 따라 턴키 수주 및 매출성장률이 더욱 늘어날 전망이다.

실제로 엠비전에서 받은 게 패키징 설비인데 패키징 설비가 과거에 엔에스에서 할 때는 디게싱, 폴딩 위주로 운영하다가 최근에 엠비전에서 다시 패키징 설비를 받으면서 포트폴리오를 좀 더 다양화했다.

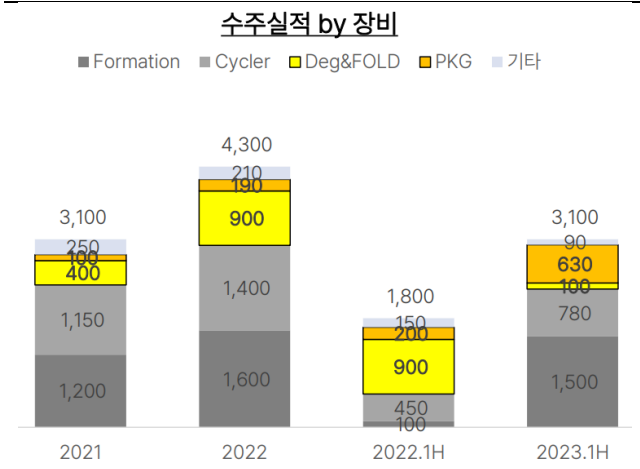
조립은 기존에 엔에스가 모든 조립 장비를 한게 아니라서 연구소 통해서 폼팩터에 따라서 맞는 장비를 기본은 용접으로부터 시작해서 각 장비를 개발하고 있는 것으로 보여진다. 개발이 끝나면 조립부터 활성화 전까지 대응이 가능하리라 판단된다.

고객사 확대 측면에서 수주가 늘어난 건 노스볼트 같은 기존 해외 고객으로부터 수주를 받은 것도 영향이 있지만 해외 로컬 고객사들의 영향이 가장 크다. 아직은 노스볼트에서 들어온 수주가 가장 많지만 해외 로컬 고객사 비중이 점점 커지고 있는 상황이다

해외 신규고객으로 올해 상반기에는 엠비전 (원래 일본계 회사였다가 중국에서 인수한 회사)에서도 패키징 조립 라인 공정을 수주 받으면서 신규 고객화 했고, 프랑스의 베르코도 화성공장 턴키 계약 맺으면서 신규 고객화 했으며, 올해말에서 내년 사이에 폭스바겐 파워코(폭스바겐의 배터리 자회사)와 포드쪽도 협의하고 있어서 추가적인 신규 고객사 가능할 것으로 기대된다.

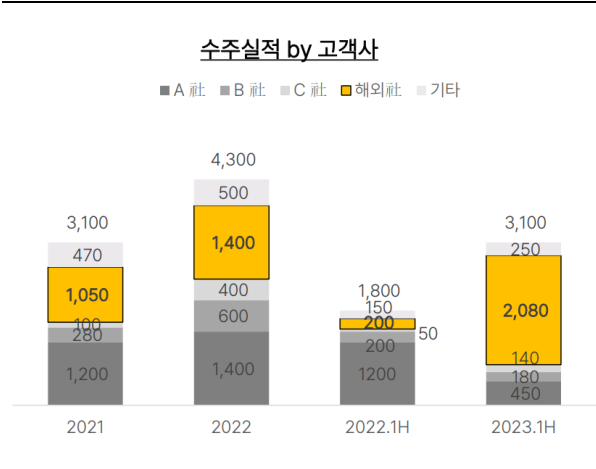
주요 고객인 국내 3사의 경우 포메이션 장비의 수주 확대가 기대된다. 동사는 19년까지는 LG에너지솔루션 위주로 대응했는데 최근 SK향 물량이 많이 늘면서 대응을 못하다가 다시 LG와 삼성SDI향으로 공동 컨셉으로 개발하는 장비가 있어서 다시 들어가기 위한 준비를 하고 있다

[그림 6] 장비별 수주실적



자료: 원익피앤이

[그림 7] 고객사별 수주실적



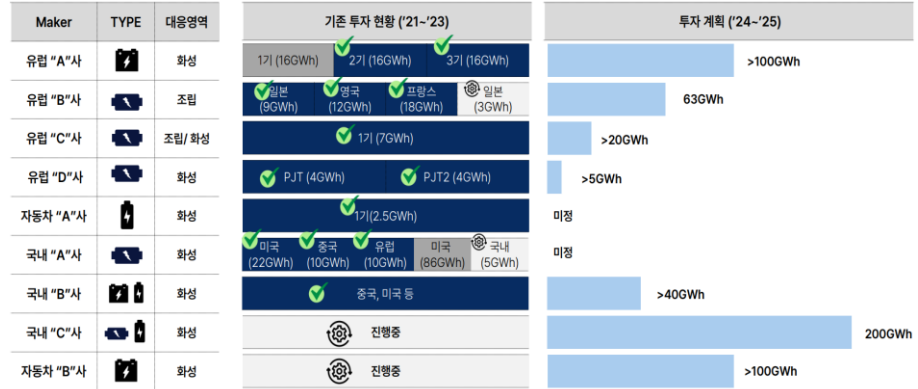
자료: 원익피앤이

여기에 24년 예상 수주도 주요 고객사별로 과거에 했던 수주 실적과 향후 그 고객사들이 어떤 투자 계획을 갖고 있는지도 유추해 보면 8천억 이상 가능할 것으로 판단된다. 실제로 PO가 나온 것은 아니지만 논의중인 계약을 감안하면 가시성이 높다고 여겨진다. 또한 올해도 그랬던 것처럼 사이클러 장비의 수주 특성이 연간 PO가 아닌 일부씩 꾸준히 나온다는 점을 감안하고, 25년부터 패배터리 시장이 본격 성장한다는 점까지 감안하면 24년 예상 수주는 증액될 가능성이 높다고 판단된다.

1. 유럽 A사의 경우 1기 라인을 중국업체가 가져갔다 수율문제/장비의 품질 이슈가 많이 발생해서 2기, 3기 라인은 동사가 수주했다. 여기서 향후 100기가 이상에 투자가 계속 내년 내후년에 예정되어 있어서 양산장비 수주가 기대된다.
2. 유럽 B사는 동사가 계속 일본, 영국, 프랑스의 사이트들을 수주 받았고 내년 이후부터는 60기가 이상 투자가 예상되어 지속적으로 수주 들어올 걸로 예상된다
3. 자동차B사는 내년 상반기 정도 PO나올 가능성이 높다. 자회사인 파워코도 100기가 이상 투자를 계획하고 있어 상당한 규모의 수주가 예상된다.

다만 수주 규모는 고객사가 물류 라인까지 주느냐 활성화 구조만 주느냐에 따라 차이가 많이 날 수 있다. 일반적인 2차전지 투자의 경우 한 사이트(공장 하나)에는 거의 원밴더로 받는다.

[그림 8] 향후 수주계획



자료: 원익피앤이

큰 폭의 수주증가에 따라 실적도 큰 폭의 성장이 전망된다.

원래 2차전지 장비업체들의 매출인식 기간이 길지만 동사는 동종업계에 비해 더 보수적이다. 경쟁사들은 인도 기준으로 80~90%을 매출을 인식하고 나머지는 설치하고 셋업하고 검수하는 과정에서 10~20% 정도를 진행률로 매출을 잡고 있다. 하지만 동사의 경우 장비를 납품하고 고객사에서 테스트하고 잘 운영되는지 확인한 다음 검수가 끝나면 100% 매출로 인식한다.

수주부터 매출인식까지 기간이 사이클러 장비의 경우 대략 1.5년 나머지 포메이션 장비 등은 2년가까이 걸린다.

이에 따라 실제로 동사가 21년, 22년 각각 3,100억원, 4,300억원의 수주를 받았음에도 상반기 매출이 500억원대 수준밖에 반영되지 않았다.

나머지 2,500억원 가까운 매출이 하반기 인식되는데 그나마도 4분기에 몰릴 것으로 전망된다.

이에 따라 동사의 가치는 하반기에 매출이 급증하는 모습을 보이면서 제자리를 찾을 것으로 보여진다.

## 투자포인트2. 사이클러의 외형성장과 수익성 개선효과에 주목

동사의 사이클러 장비는 국내에서도 글로벌에서도 독점적인 지위를 갖고 있다. LG엔솔에서 사용하는 사이클러 장비의 70%는 동사 장비를 쓰고 있다. 30%는 에이프로라는 업체인데 동사와 동일한 장비로 셀 사이클러를 쓰고 있다. 동사는 모듈/팩/셀 사이클러, 에이프로는 셀 사이클러만 제작한다.

삼성SDI, SK, 노스볼트, 현대차그룹은 동사가 독점이다. 글로벌에서도 사이클러를 많이 쓰고 있는 업체는 대부분 우리 장비를 쓴다. 동사보다 훨씬 정밀하고, 좋은 사이클러 장비가 있지만 가격이 10배 이상 비싸서 배터리를 개발하고 성능을 테스트할 때는 그 정도 스펙까지는 필요 없어서 동사의 장비를 쓴다.

고객사별로 살펴보면 LG 엔솔/삼성SDI향 수주는 매년 각각 수백억 규모 수준이다. 해외 로컬에서도 양산을 원활하게 하고 있는 회사가 노스볼트 말고는 거의 없다. 그래서 사이클러가 계속 들어가고 있는 신생 배터리사는 많지만 실제로 양산을 많이 하고 OEM업체에 지속적으로 납품하고 하는 회사는 거의 없다.

성일하이텍 같은 국내 폐배터리 업체들은 아직은 배터리팩을 구하지 못해서 폐배터리 시장이 개화되지 않았다.

이에 따라 사이클러 장비는 R&D용이어서 규모가 작거나 포메이션처럼 매년 성장하는 게 아니라 안정적인 성장 수준의 수주라고 생각 하지만 현재 사이클러의 수주 물량도 포메이션 장비에 근접하고 오히려 계속 늘어나고 있다

동사의 사이클러 장비는 다음과 같은 이유로 큰 폭의 성장이 기대된다

1) 배터리 신생업체의 등장, 폼팩터의 다양화, 소재 변경에 따른 R&D 수요가 급증하고 있다. 배터리를 개발할 때 소재에 대한 변화가 있으면 계속 그거에 대해서 성능 검사를 해야 되는데 동사 장비는 고객사에서 요구하는 스펙에 맞춰서 커스터마이징 되는 장비여서 소재 스펙에 변화가 생겨서 개발하는 배터리에 변화가 있으면 사이클러에 대한 수요가 계속 발생을 한다

2) OEM 요구로 충방전 검사 시장이 열리고 있다. R&D 용뿐 아니라 양산 끝단에서도 처음에 개발했던 배터리 스펙이 그대로 나오는지 샘플링을 통해서 성능 평가 검사를 한다. 그 당시 셀 업체 들이 생산량의 1%~2% 수준의 샘플링을 했었는데 최근 OEM사들이 비중을 높이기를 계속 요구해서 현재는 3%~ 5%까지 늘어난 상황이다. 이에 동사 사이클러 장비를 지속적으로 늘려야하는 실정이다. PowerCo/노스볼트는 연간 천억 규모 테스트 외주 예정 및 일부 시행 중이다.

3) 국내는 이번 달부터 발효가 되 시행된 정부 정책은 폐배터리를 분해해서 다시 패키징을

한 후 ESS용으로 쓰려면 팩을 분해해서 모듈 단위로 성능이나 전수 검사를 하고 그 결과를 정부에 제출하면 인증마크 찍어주고 다시 팩으로 묶어서 ESS로 재사용할 수 있게 해주겠다 라는 것이다.

이에 따라 일반적으로 배터리 팩 하나에 모듈이 20개~ 30개 정도 들어가는데 작년 기준 국내 전기차가 10만대 정도 판매된 걸 가정하면 200만개~300만개의 모듈이 나온다. 거기서 나온 폐배터리를 다시 쓰려고 성능 테스트를 하려면 사이클러 장비가 그만큼 필요하다. 과거에는 프로그래밍을 통해서 성능을 테스트 했었는데 정부 정책으로 사이클러 장비로 성능 테스트 데이터를 제출하게 했다. 배터리 재활용이 코스트를 낮추기 위해서 하는 건데 사이클러 장비가 비싸서 가성비가 안 나오니까 그 비용을 정부에서 보조금을 지급할지 등은 논의 하겠지만 정부의 입장은 배터리 화재 사고 이후 모듈자체를 다 분해해서 셀 별로 전수 검사를 해서 화재도 있었기 때문에 안정성이 입증된 것만 유통을 할 수 있게 하려는 것이다. 물론 지금은 정책 초기 단계여서 향후에 샘플 테스트로 바뀔 수는 있겠지만 안정성이 아직 검증이 안 된 상태이기 때문에 당분간 동사의 수혜는 이어 질 것 같다. 실제로 1~2년 전에 ESS 화재로 사업이 거의 안 되고 있다. 그런 이유로 정부에서는 비용이 많이 들어가겠지만 안정성이 더 중요해서 규제도 나오고 한 것이어서 동사에게 수혜가 될 가능성이 높아 보인다

4) 향후 사이클러의 진정한 성장은 폐배터리 사업과 벨리데이터 센터가 될 것으로 보여진다.

사이클러 장비가 제조보다 폐배터리 시장에서 더 파워풀 한 성장을 보일 것으로 보는 이유는 배터리 신규 생산은 어느 정도 스테이بل하게 제품이 나온다고 보니 샘플을 전수조사하지만 reuse나 리사이클의 경우는 다르기 때문이다.

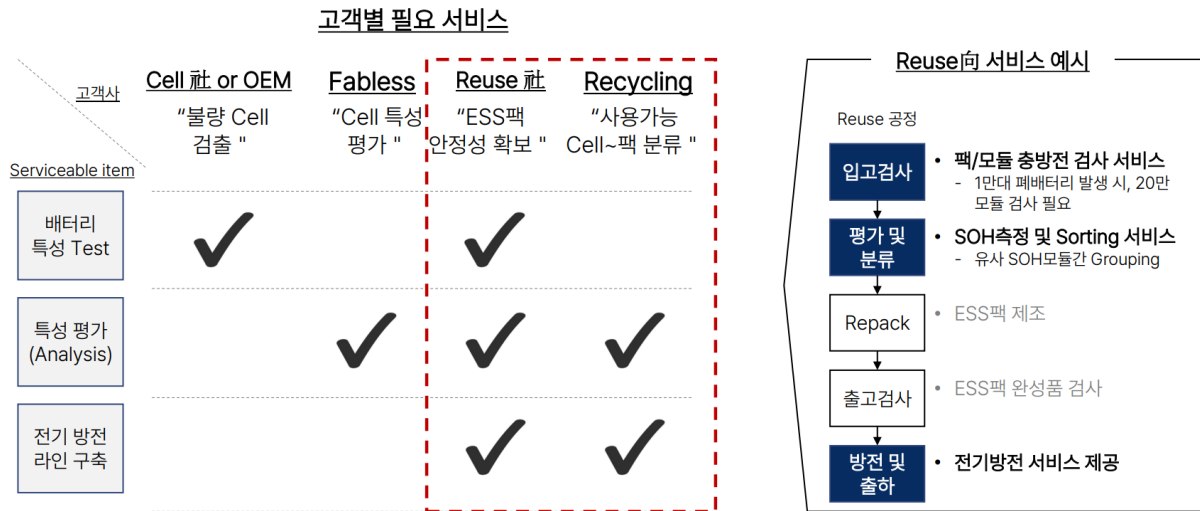
제조에서는 셀/모듈 검사만 샘플만 전수검사로 리사이클은 셀/팩/모듈 전수검사로 한다. 예를 들어 1시간에 100개가 훨씬 많이 나오기 때문에 100개가 나온다. 그런데 1%를 할 거다. reuse는 이미 썼던 거기 때문에 어떤 거는 망가졌을 거 어떤 거는 좋은 점이 남아 있다 보니 다 Case by case 라서 100% 전수 조사해야 한다.

EV용 배터리 하나에 팩 2개씩 모듈은 20개. 모듈은 사이클론 하나에 한 두개 씩 정도 테스트한다. 팩 하나에 모듈이 20개가 들어가는데 모듈 사이클러가 2개까지만에 안 된다면 모듈 사이클러가 최소 팩 하나에 10대가 필요하다. 문제는 팩을 100개 받아왔다고 해서 동시에 테스트를 돌리지는 않는다. 자기가 몇 개를 받아들 수 있는 능력이 되느냐를 감안해서 Capa를 정한다. 어쨌든 중요한 기준은 팩 하나를 하는데 10대 정도는 필요하다. 동시에 할 경우에는 10개 이상은 필요하다

실제로 OEM사에서 셀업체들에게 지속적으로 양산 이후 샘플링 개수를 늘리기를 요구하고 있고 셀업체들은 사이클러를 계속 투자해야 하는데 공장 부지와 투자비용에 대한 부담이 늘어감에 따라 동사에게 직접 샘플링한 배터리를 셀업체가 보내주면 동사가 테스트를 대행 해주는 일종의 대행센터인 벨리데이터 센터 대한 문의가 오가고 있다. 이러한 벨리데이션 센터까지 생기게 될 지는 모르지만 중요한 건 그만큼 사이클러의 수요가 폭발적으로 늘 수 있다는 걸 반증한다.

향후 검사 대행 업체까지 하게 된다면 2차전지 나머지 검사마저 비용절감과 생산 효율성 차원에서 동사가 턴키로 수주 받을 수 있는 여지도 생길 수 있다. 실제 반도체 후공정 업체들은 패키징만 하거나 테스트만 하던 업체들이 패키징과 테스트를 다 맡는 경우가 있었다  
 여기에 사이클러의 경우 다른 양산장비보다 영업이익률을 측면에서 4~5배 수준으로 높기 때문에 매출 증대에 따른 수익성 개선 효과도 기대된다.

[그림 9] 서비스



자료: 원익피앤이

### 투자포인트3. 2차전지 장비업체 중 가장 매력적인 벨류에이션

추가적인 측면에서 동사는 큰 폭의 수주 증가가 실적 증가로 이어지며 벨류에이션 매력력이 높아지고 있다. 올해 동사는 총당금 같은 일회성 비용 때문에 이익률이 낮아지지만 현재의 수주규모 감안 시 내년도부터는 이익률이 정상화되면서 경쟁사들 대비 벨류에이션 매력도가 높아진다.

특히 앞서 언급한 동사의 기술적, 영업적 경쟁력과 수주규모, 장비의 경쟁력 감안 시 수주는 중장기 적으로도 성장의 가시성이 높다고 판단된다. 이에 현주가는 저평가 국면이라고 여겨진다.

### 수주 추이 및 전망

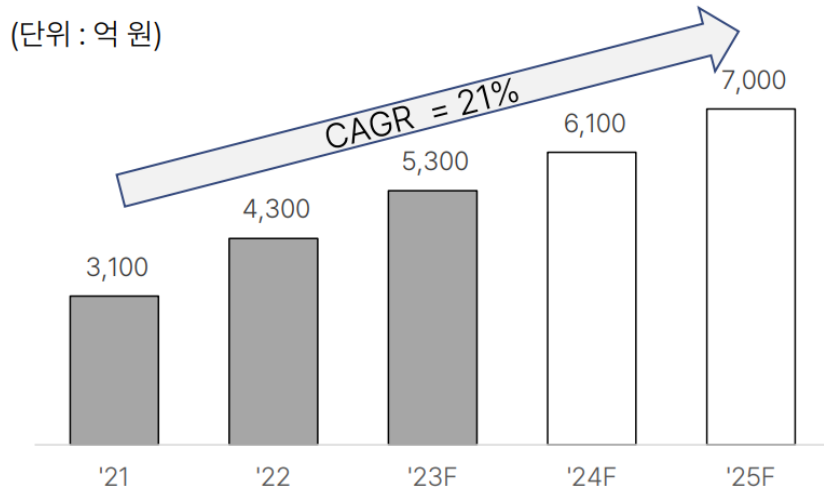
동사의 수주잔고의 특징은 아래 표에서와 같이 M&A를 바탕으로 조립/활성화 공정 내에서 폭넓은 장비 포트폴리오와 Captive 고객사를 확보한 뒤 기술적, 영업적 경쟁력을 바탕으로 신규고객을 넓히면서 중장기적으로 수주에 대한 가시성을 높였다는 데 있다

이에 따라 23년말 기준 수주잔고는 7천억원을 넘을 것으로 추정되며 24년도 역시 현재 고객사들의 투자 스케줄 감안 시 8천억 이상의 수주가 가능할 것으로 보여진다.

특히 사이클러의 경우 다른 장비들과 달리 연간 PO가 아닌 필요한 때마다 PO를 준다는 점과 25년부터 본격 개화될 폐배터리 시장을 감안하면 사이클러의 수주는 지금도 그렇듯 점차 큰 폭으로 늘면서 비중을 높여 나갈 것으로 기대된다.

이에 국내 셀 메이커 3사 외에 유럽 노스볼트 향 활성화공정 장비 수주 이력이 있으며, 최근에는 Envision AESC 유럽 공장 향 패키징 장비, 프랑스 셀메이커 Verkor 향 활성화 장비 수주에 성공하며 유럽 고객사 향 수주가 확대되는 추세이다.

[그림 10]수주 추이 및 전망



자료: 원익피앤이

### 실적추이 및 전망

22년 매출액은 전년대비 63.7% 증가한 2,888억원, 영업이익은 전년대비 73.6% 감소한 39억원을 기록하였다. 매출액 증가는 엔에스와의 합병에 따른 매출액 합산 효과, SK온 및 노스볼트 향 장비 매출 증가에 따른 것이다. 영업이익은 기존 원익 피앤이의 저가수주 물량 매출 반영과 엔에스의 재고평가손실 반영 때문이다.

올해는 상대적으로 수익성이 좋은 수주 분 (제품은 사이클로, 고객사는 노스볼트 등)이 매출로 인식되기 때문이며, 그럼에도 재고평가손실 약 32억 반영과 일회성인 총당금 (100억 수준)의 반영으로 예상 매출액은 전년대비 % 증가한 3,050억원, 영업 이익은 전년대비 3배 정도 증가한 125억원 수준이 될 것으로 판단된다

다만 22년~23년 신규 수주분을 감안하면 24년 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 25%, 225% 증가한 3,800억원, 270억원의 고성장을 시험할 것으로 예상된다

피앤이시스템즈는 올해 매출 180억과 영업이익 10억 손실이 예상된다. 10억 손실은 국내 사업이 단가가 안맞아 손실을 지속하고 있기 때문이다. 다만 올해까지는 대부분 매출이 일본 향(매출비중 80%)이 되겠지만 내년부터 미국 쪽 매출이 시작된다면 손실을 만회해 나갈 것으로 보여진다.

이에 따라 24년에는 미국 향 매출이 100억 나오면서 매출 280억원, 영업이익은 소폭의 적자 수준이 예상된다.

향후 미국향 매출은 25년 190억원 26년 350억원에서 28년에 1천억원 수준으로 계획되어 있는데 25년까지는 손실이 나는 수준이지만 26년부터는 10~20억 정도 이익이 나면서 턴어라운드 할 수 있을 것으로 전망된다.



- 
- 본 자료에 수록된 내용은 신의성실하게 작성하였지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 증권투자자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
  - 본 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다.
  - 당사는 공표일 현재 해당 회사의 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
  - 본 자료는 매수, 매도의 의견을 전달하는 것이 아닌 단순 정보제공을 목적으로 하고 있기 때문에 해당 주식 매수에 따른 손실 발생시 이에 대한 책임을 지지 않습니다.