

원준 (382840)

FS Research

JEAN PARK 연구원

hjpark@fsresearch.net

투자 의견	Not Rated
목표주가	-
현재주가(02/10)	20,400원
상승여력	-

시가총액	3,072억원
총발행주식수	15,060,573주
60일 평균 거래량	170,450주
52주 고	51,600원
52주 저	16,050원
외인지분율	0.2%
신용비율	5.0%
자본금	15억원
액면가	100원

주요주주	지분율
강숙자 외 2인	40.6%
타임에버웰릭스 신기술투자조합	10.0%
IBKS EV 신기술사업투자조합	1.7%
행사기간	미행사된 주식수

주요 자회사	지분율
ONEJOON GmbH	49.9%
ONEJOON(Zhejiang) Co., Ltd.	50.0%

FS리서치 텔레그램	FS리서치 홈페이지
	

잘 나가는 고객사와 실리콘음극재 시장 확대의 수혜

양극재 소성로, 실리콘 음극재 PK 장비 생산 기업

열처리 장비 및 솔루션 제공 기업이다. 기존 매출은 주로 양극재 열처리 장비(소성로, Roller Hearth Kiln = 이하 RHK)에서 발생하였다. RHK는 리튬과 전구체 등 원료에 고열과 가스의 정밀 제어를 통해 물성을 바꾸는 장비이다. 주요 고객사라고 할 수 있는 양극재 업체들은 사용하는 재료와 비중, 특성 등이 다르기 때문에 핵심공정인 열처리 장비는 주로 솔벤더를 유지하고 있다. 동사의 주 고객사는 포스코케미칼이다.

2020년 독일 Pusher Kiln(=PK) 장비기업 ETS(현 원준GmbH, 지분율 49.9%, 지분법이익에 반영)를 인수함으로써 실리콘 음극재 생산 라인에 들어가는 PK장비도 공급을 시작하였다.

양극재 장비 RHK, 포스코케미칼 대규모 수주 확보로 수혜 전망

주 고객사인 포스코케미칼이 셀 업체들로부터 북미지역에서 대규모 양극재 수주를 지속적으로 받고 있다. 포스코케미칼은 현재 양극재 CAPA가 약 10만톤 수준인데, 2030년까지 61만톤으로 증설할 목표임을 밝힌 바 있다. 3만톤당 RHK 설비투자 규모를 약 500억원으로 가정하면 향후 7년간 포스코케미칼이 발주할 것으로 예상되는 RHK 발주 규모는 약 8,500억원이다. 솔벤더를 유지한다면, 상당기간 대규모의 수주가 기대되는 상황이다. 동사가 지금과 같이 솔벤더를 유지할 것이라고 확언할 수는 없으나, 현재 유일한 경쟁사로 생각되는 H사의 경우 (보도에 따르면) 일본 기업으로부터 라이선스 인(License in)을 하여 생산하므로 단가를 낮추기 어려운 측면이 있다. 향후 많은 투자비가 필요한 포스코케미칼 입장에서 이원화보다는 동사와 협력관계를 유지하면서 비교적 낮은 판가로 안정적으로 장비를 조달받는 전략을 선택할 가능성이 더 높아 보인다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	929	640	621	1,400	1,600	2,500
영업이익	301	-41	123	98	218	375
영업이익률(%)	32.4	-6.5	19.8	7.0	13.6	15.0
세전이익	302	54	87	161	311	475
지배주주순이익	235	44	67	145	280	380
PER	-	-	75.5	17.1	11.0	8.1
PBR	-	-	5.3	2.3	2.2	1.8

자료: FS리서치, 텔레그램 - <https://t.me/FSResearch> 홈페이지 - <http://www.fsresearch.co.kr/>

실리콘음극재 시장 확대에 따른 수혜

실리콘음극재 장비인 PK 장비도 본격적인 성장국면에 들어선 것으로 보인다.

동사는 SK머티리얼즈그룹포틴(주)로부터 21년 12월 711억원의 실리콘음극재 생산 공정을 턴키로 수주를 받은 바 있다. 22년 3분기부터 장비공급을 시작하였고 올해 상반기 내에 공급을 완료할 예정이다. 또한 동사는 22년 12월에 SK머티리얼즈그룹포틴(주)으로부터 197억원 규모의 실리콘음극재 2라인 Early Work 계약도 공시한 바 있다. SK머티리얼즈그룹포틴(주)은 SiC방식 실리콘음극재 생산을 준비하고 있으며, 1라인 생산규모는 연 2,000톤으로 알려져 있다.

SK머티리얼즈그룹포틴(주) 외에 다른 기업들도 연달아 실리콘음극재 투자를 발표하고 있다. 대주전자재료의 경우 현재 연 2,000톤 CAPA에서 24년 연 1만톤으로 증설하고 27년 연 4만톤까지 확장한다는 계획을 밝힌 바 있다. 동사의 PK장비가 SiC 방식이 아닌 SiOx 방식에서도 레퍼런스가 있기 때문에 수주 가능성이 있다. 향후 증설에 따른 수주 가능성이 높아 보인다. 다만, SiOx 방식의 경우 턴키 수주가 아닐 수 있어 SiC방식보다는 수주규모는 작을 가능성이 높다.

동사의 주요 고객사인 포스코그룹도 2030년까지 2.5만톤의 실리콘음극재 투자 계획을 발표했다. 포스코그룹의 경우 포스코홀딩스의 자회사 포스코실리콘솔루션(구 테라테크노스)을 통해 실리콘음극재 사업을 진행해 나갈 계획이다. 방식은 SiC와 SiOx 두 가지 방식 모두 준비하고 있는 것으로 알려져 있다.

실리콘음극재는 기존 흑연 음극재에 비해 에너지밀도가 높아 충전속도와 주행거리를 향상시킬 수 있다. 다만 아직은 상용화 초기 단계로 고가의 차량에만 적용되고 있는 상황이다. 그러나 향후 기술진보에 따라 실리콘음극재 채택비율이 높아질 것으로 예상된다. 이에 따른 동사의 수혜 규모를 추정해 보았다. 일단 미국 시장만 한정해서 보면, 2030년까지 전체 차량의 50%를 전기차로 바꾼다는 행정 명령이 그대로 진행될 것으로 가정할 때 필요한 셀 규모는 약 500GWh이다. 필요한 음극재 규모는 흑연 음극재 기준으로 약 연 85만톤이다. 실리콘음극재가 전체 음극재 시장에서 차지하는 비중이 1%p씩 올라갈 때마다 약 8,500톤의 CAPA가 필요하다. 이때 필요한 PK 장비 수요는 약 1,150억원으로 추정된다(턴키:단일장비=3:7로 가정). 실리콘음극재가 차지하는 비중이 10%까지 확대된다고 가정하면 약 1.1조원의 시장이 동사에게 열린다고 할 수 있다. 이는 북미시장만 추정한 것이기 때문에 글로벌 시장으로 확대할 경우 더 큰 시장이다.

일본 업체 등 경쟁사가 진입할 가능성도 있으나 동사가 인수하여 자회사로 두고 있는 독일기업 ONEJOON GmbH이 현재까지는 국내에서는 유일하게 레퍼런스가 있는 기업이기 때문에 상당 규모의 시장을 갖고 올 것으로 전망한다.

현재는 독일 자회사에서 생산하기 때문에 높은 생산 비용과 운임료로 이익률이 높지 않은 것으로 보인다. 국내로 기술이전하여 생산하기 위해 준비하고 있는데, 계획보다는 시점이 지연되고 있다. 국내 생산 시, 이익률 상승 또한 기대된다.

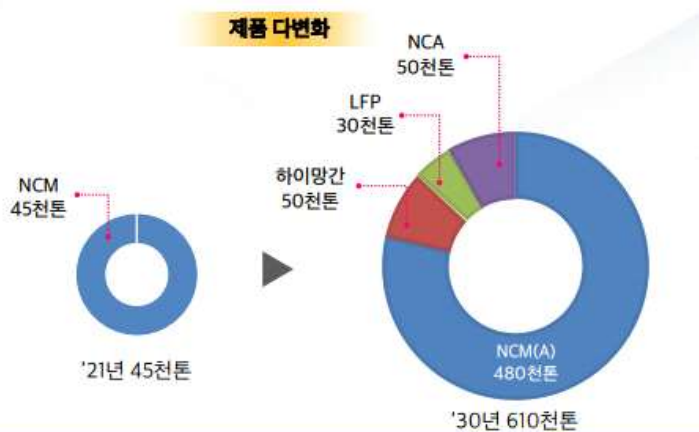
22년 3분기를 기점으로 실적은 바닥을 지난 것으로 추정

동사는 상장 이후 1) 원자재 가격 상승, 2) 불리한 환율(매출 원화 결제, 원자재 달러 매입), 3) 코로나로 인한 독일법인 생산 지연으로 인한 지분법 적자 등으로 부진할 실적을 보여왔다. 그러나 22년 3분기를 기점으로 실적은 바닥을 지난 것으로 판단된다. 포스코케미칼의 중국법인 절강포화의 증설(동사 생산, 중국 자회사 시공) 수혜, 독일법인의 실리콘음극재 PK 장비 생산 시작 등으로 인한 흑자 전환 등이 주요 원인이다. 22년 4분기와 23년에도 실적 개선이 지속될 것으로 보이는데, 1) 원자재 가격 상승을 반영한 판가 인상이 기대되며, 2) 독일, 중국법인의 지분법 손익 확대, 3) 주 고객사의 국내외 투자 확대(캐나다 퀘백 등) 등이 근거이다. 23년 매출액은 1,600억원(+14%,이하YoY), 영업이익 218억원(+122%, 지배주주순이익 280억원(+93%))을 전망한다.

24년도 매출액은 2,500억원(+56%), 영업이익 375억원(+72%), 지배주주순이익 380억원(+36%)를 전망한다. 주요 가정은 1) 실리콘음극재 턴키 시공 매출액 1,000억원, 2) 주 고객사向 양극재 RHK 매출액 1,500억원(양극재 기준 연 9만톤 증설), 3) 실리콘음극재 PK 장비 국내 생산 이다.

동사는 21년 상장 이후 아직 해소되지 않은 약 11.7%의 규모의 오버행이 있어 수급적인 측면에서 주가에 부담이 있다.

그림1. 포스코케미칼 증설 목표



자료: 포스코홀딩스

표1. 국내 기업들의 실리콘음극재 투자 계획

기업명	방식	투자계획
SK머티리얼즈포틴(주)	SiC	현재 연 4000톤 투자 중
포스코실리콘솔루션	SiC, SiOx	30년까지 연 2.5만톤
대주전자재료	SiOx	24년 연 1만톤, 27년 연 4만톤
한솔케미칼	SiOx	1라인 1400톤

자료: 보도자료

▶ Compliance Note

- 동 자료는 투자에 대한 참고자료일 뿐, 투자로 인한 손실이 발생했을 시에 FS리서치에서 책임지지 않습니다.
 - 동 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었습니다.
 - 동 자료에 언급된 내용은 신의성실하게 작성하였지만, 모든 내용이 100% 정확하다고 할 수 없습니다.
 - 당사는 자료 작성일 현재 분석대상 기업의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
-