

COMPANY ANALYSIS

BUY

Stock Price

목표주가	95,500원
현재주가	68,100원
상승여력	40.2%

Stock Information

시가총액	1조 5,490억원
발행주식수	2,274만주
유동주식비율	79.8%
52주 최고가	86,100원
52주 최저가	36,550원
외국인 지분율	13.5%
KOSPI	2,559.74
KOSDAQ	882.72

Valuation Wide

Multiple	2022	2023E	2024E
P/E	16.39	19.18	13.04
MKT P/E	16.39	16.85	11.39

Share Performance

주가상승률	1M	6M	12M
절대주가(원)	0.9	56.79	51.52
상대주가(원)	141.8	60.5	54.84

Price Trend



KUVIC Research 4 Team

멘토	38기 Mentor 조준형
메일	kuvic_korea@naver.com
담장	39기 Senior 장다현
담원	39기 Senior 이재웅
	39기 Senior 최지윤

Who We Are



피엔티 (137400)

대장님의 전성기는 바로 지금!

Key Point

장비 사이클의 본격화에 따라 동사의 폭발적 수주가 기대된다. 배터리 셀 3사의 CAPA가 23년 532Gwh에서 25년 947Gwh으로 급증할 전망이다. 23년 하반기 내 19조 원 규모의 장비 발주 예정으로 올해 YoY +67.3%의 신규수주 증가세를 보일 것으로 전망하며, 턴키(Turn Key)를 앞세운 유럽 시장 진출로 20% 이상의 OPM을 달성할 것으로 예상된다.

동사는 압도적 기술력과 레퍼런스를 바탕으로 대장의 자리를 굳건히 지켜낼 것이다. 셀 3사 레퍼런스가 보증하는 기술력을 바탕으로 이번 장비 사이클의 최대 수혜주로 제시한다.

장비 사이클 이후에도 동사는 무궁무진한 성장세를 보일 것이다. 동사는 국내 유일 동박 제조 장비 생산으로 High-End 동박 트렌드를 선도해갈 것으로 판단한다. 또한, LFP 배터리 생산과 폐배터리 AI 로봇 사업 진출로 미래 먹거리 선점이 가능할 것으로 전망한다.

2024F 매출액 1조 1,180억 원(YoY +58.1%) 전망

24년 동사의 2차전지 사업부와 소재 사업부 매출액은 각각 8,619억 원(YoY +65.1%), 1,929억 원(YoY +45.1%)으로 전망하며, 영업이익은 2,010억 원(YoY +46.7%)에 육박할 것으로 전망한다. 21년부터 이어진 장비 사이클의 도래와 IRA발 북미 공장 증설 랠리가 겹침에 따라 큰 폭의 실적 성장을 이룰 것으로 판단한다. 특히, 신규 수주의 성장세가 기대되는데, 24년에는 신규 수주 2조, 25년에는 3조 원을 돌파할 것으로 예상된다. 대규모 CAPA 증설 예정에 따라 수주가 매출로 전환되는 비중도 함께 증가할 전망이다. 동사의 23~25년 OPM은 20%를 상회할 것으로 전망한다. 턴키를 통해 높은 마진율로 납품이 가능한 유럽 신규 스타트업 고객사 비중에 따라 영업이익률은 더욱 증가할 여력이 존재한다.

투자의견 'Buy', 목표주가 '95,500원'

Peer PER Valuation에 따른 멀티플 13.04배를 적용하여 목표주가 95,500원으로 매수 의견을 제시한다. 하반기 장비 사이클이 본격화됨에 따라 2차전지 장비주들의 수주 모멘텀이 이어질 전망이다. 1) 주요 고객사인 국내 셀 3사의 북미 증설 발주 및 유럽향 신규 고객사 유치, 2) 동사의 수주잔고와 향후 신규수주의 폭발적 성장세, 3) 동박 장비 사업의 공급 부족 바탕 중장기적 성장세를 고려할 시 2차전지 장비 사이클이 본격화되는 현재를 매력적 매수 타이밍으로 판단한다.

Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	390	378	418	707	1118
YoY (%)	21.50	-3.08	10.58	69.14	58.13
영업이익 (십억원)	55	54	77	137	201
YoY (%)		-1.82	42.59	77.92	46.72
영업이익률 (%)	14.18	14.40	18.61	19.38	17.98
당기순이익 (십억원)	34	53	60	108	150
EPS (원)	1,679	2,355	2,645	4,734	7,287
P/E (배)	14.56	18.60	16.39	19.18	13.04

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익

자료: KUVIC Research 4팀

CONTENTS

I. 산업분석	3
주목 못 받던 2차전지 장비? 오히려 좋아!	3
넘치는 동박 수요, 이거 못 막습니다!	5
II. 기업분석	8
사업부문 및 주요 제품	8
롤투롤 기술의 '대가'	9
중요한 건 꺾이지 않는 고객사 레퍼런스	10
사업 다각화 진행시켜!	10
주가 추이 분석	11
III. 투자 Point	12
장비 사이클은 돌아오는거야~!	12
피엔티 기술력 폼 미쳤다!	16
피엔티의 '동박'꽃 필 무렵	22
IV. 투자 Risk	27
신공장 완공 및 양산 지연	27
장비 사이클 이후의 불확실성	27
美 대선에 따른 전기차 정책 변화	28
V. Valuation	29
매출 추정 논리	29
비용 추정 논리	36
Valuation Method: Peer PER Method	38

I. 산업분석

1. 주목 못 받던 2차전지 장비? 오히려 좋아

1.1. 2차전지, 너 뭐 돼?

2차전지는 충전 및 방전이 가능한 다회용 배터리이다. 일회용 배터리에 비해 초기 비용이 많이 발생하지만 충전을 통해 훨씬 오랜 기간 사용이 가능하여 총 소요 비용을 크게 줄일 수 있다는 장점이 있다. 또한 환경에 끼치는 영향도 매우 적어 다방면에서 각광받고 있다. 2차전지는 원재료가 되는 금속에 따라 종류가 나뉘는데, 대표적으로 NCM(니켈, 코발트, 망간), NCA(니켈, 코발트, 알루미늄)이 있고 LFP(리튬 인산철) 배터리가 새롭게 떠오르고 있다. SNE 리서치의 발표에 따르면 **2차전지 제조 시장은 2030년까지 연평균 27%의 성장률을 보일 것으로 예상**이 되며, 향후 수년 간 핵심 산업이 될 것으로 보인다.

2차전지는 핸드폰, 노트북, 그리고 기타 가전제품 등 다양한 분야에서 쓰이고 있긴 하지만, 현재 2차전지 섹터의 최전방에 있는 산업은 전기차 업체들이다. 2차전지가 상용화되어 있는 가장 큰 시장으로, 전기차 산업의 전망에 따라 후방 산업들이 영향을 받고 있다. 국제에너지기구(IEA)의 자료에 따르면 **전기차 시장은 2022년~2030년 사이 연평균 30%의 성장률을 보일 것으로 전망**이 되며, 자동차 시장에서의 침투율 역시 꾸준한 성장세를 보일 것으로 예측하고 있다.

전기차 산업의 뒤에는 배터리 셀 업체와 소재 업체들이 있다. 배터리 셀 산업은 양극재, 음극재, 분리막, 전해질 등의 소재와 제조 장비를 사용하여 전기차에 들어가는 배터리를 제조하는 분야이다. 배터리 셀을 모듈로, 모듈을 팩으로 제조하여 최종적으로 전기차에 장착이 된다. 배터리 셀은 대표적으로 원통형, 각형, 파우치형으로 나뉘며 각각 대량 생산, 안정성, 경량화에 있어서 장점을 가지고 있다. 그리고 배터리 셀 산업을 받치고 있는 장비 업체들이 있는데, 이들은 셀 업체나 소재 업체에 제조 장비를 공급한다. **2차전지는 수율이 굉장히 중요하다 보니 장비 산업에 투입되는 비용과 요구되는 기술력이 매우 높다.** 마지막으로 폐배터리 산업은 사용연한을 다한 배터리를 재가공하여 원재료로 다시 활용하는 산업이다.

1.2. 2차전지 Value Chain

2차전지 산업은 기본적으로 **‘전기차 → 배터리 셀 → 배터리 소재 → 원자재’**로 이어지는 Value Chain을 가지고 있다. 장비 업체들은 대부분 배터리 셀 업체에 제조 장비를 납품하기 때문에 **장비 업체의 수주가 셀 업체들의 CAPA 증설을 따라가는** 경향을 보인다.

그림 1. 2차전지 산업 Value Chain



자료: KUVIC 리서치 4팀

전기차 시장 2030년까지
CAGR 30% 전망

배터리 셀 제조 공정은 크게 ‘전극 공정 → 조립 공정 → 활성화 공정 → 자동화 및 검사 공정’으로 구분된다.

전극 공정(극판 공정)은 음극, 양극 전극을 제조하고 활물질을 소정의 금속박에 도포하는 공정으로, 진입장벽이 비교적 높다. **조립공정**은 전극공정에서 공급된 롤 형태의 전극을 셀 제조업체가 제작하고자 하는 배터리 사양에 맞게 재단하여 적층하고 음극/양극을 용접하여 셀 규격에 맞게 포장용기에 삽입하는 공정이다. **활성화 공정(활성화 공정)**은 배터리에 특정 전압 및 전류를 패턴에 맞게 전해액을 충전한 뒤 밀봉하여 완성하고 충방전을 가하면서 전지로서의 역할을 수행할 수 있도록 활성화하는 공정이다. 마지막 **검사 공정**은 X-ray 등의 방식을 이용하여 양품을 선별하고, 셀을 모듈의 형태로 제작하기도 한다.

표 1. 공정 장비별 기업 우위

공정	코터	롤 프레스	레이저 노칭	와인딩	X-ray
기업	피엔티	씨아이에스	디아엔티	코엠	이노메트리

자료: 미래에셋증권, KUVIC 리서치 4팀

1.3. 높은 기술력과 마진의 공장: 전극 공정

그림 2. 배터리 셀 제조 공정



자료: KUVIC 리서치 4팀

핵심은 전극 공정

배터리 셀 제조 공정에서 **가장 핵심이 되는 단계는 바로 전극 공정**이다. 전극 공정을 세부적으로 살펴보면, 믹싱 공정에서는 배터리 제조에 필요한 각종 원자재들을 계량하여 투입하고 혼합한다. 이어서, 배터리 소재의 기초가 되는 활물질과 용매 등을 골고루 섞어 슬러리를 만든다. 코팅 공정에서는 코터(Coater)를 통해 구리 포일과 알루미늄 포일에 전극 슬러리를 얇고 고르게 코팅하고, 얇게 코팅된 전극들을 100도 이상의 오븐에 건조한다. 코팅과 건조가 마무리되면, 롤 프레스(Roll-Pressing) 공정에 들어가는데, 이때 두 개의 커다란 압연(Rolling) 사이로 코팅된 전극을 통과시켜 납작하게 압축한다. 전극이 납작할수록 에너지 밀도가 올라가기 때문에 매우 중요한 과정이다. 이후 슬리팅 공정에서는 압축시킨 전극을 배터리 모듈 사이즈에 따라 세로 방향으로 잘라낸다. 추가적으로 노칭 공정에서는 배터리 사이즈에 맞춰 전극을 가로 방향으로 재단하고, V자 홈과 양극(+)/음극(-) 탭을 만든다.

높은 기술 진입 장벽이 만드는 과점 시장

전극 공정 중 코팅 장비와 프레스 장비는 나노미터 단위의 두께를 제어하며 생산 속도를 높게 유지해야 하기 때문에 **기술의 진입 장벽이 전체 공정 중 가장 높다**. 또한, 앞서 언급한 생산 수율 문제에 있어서도 전극 공정의 중요도가 가장 높다. 전극 공정은 제조 과정의 가장 첫 단계에 있기 때문에 장비 교체 시 후속 공정의 시스템을 모두 새롭게 구축해야 하고, 경우에 따라서는 후속 공정의 장비 교체가 함께 수반되기도 하여 많은 비용이 발생한다. 이러한 이유로 **국내 전극 공정 장비 점유율은 피엔티, 씨아이에스, 그리고 일본의 히라노 텍시드가 대부분을 차지하고 있고, 그 중에서도 피엔티가 50% 이상일 것으로 추정된다**.

좋은 기술력이
좋은 마진을 만든다

장비 업체는 일반적으로 전방 산업에 종속되고, 국내 셀 3사의 경우 경쟁 입찰을 시키기 때문에 마진이 깎이는 경우가 많다. 하지만 우월한 기술력을 바탕으로 협상력을 높일 경우 높은 마진을 가져갈 수 있다. 전극 공정은 플레이어 수도 적고 기술적 진입장벽이 높아 마진 측면에서 장비 업체가 유리한 위치를 가져갈 수 있는 분야이다. 수주 규모에서도 전극 공정이 전체 공정 중 가장 높은 비중을 차지하기 때문에 전방 산업으로부터 가장 큰 수혜를 받을 수 있다.

1.4. 신사업? 들던 중 반가운 소식

현재 2차전지 장비 산업은 호황을 맞고 있지만, 전방 산업에 대한 의존도가 매우 높아 전기차 산업의 사이클이 가라앉을 경우 함께 하락세에 접어들 가능성이 매우 크다. 또한, 향후 배터리 셀 업체들의 CAPA 증설이 성숙기에 접어들 경우 유지보수만으로 사업을 영위하기는 제한적인 것으로 예상된다. 따라서, 장비 업체들은 지속적인 성장을 위해 장비 공급 이외의 매출원을 확보하는 것이 필수적이다.

사업 다각화가 곧
성장의 KEY!

검사 공정 업체들은 반도체 검사와 배터리 검사를 동시에 진행하면서 매출을 다각화하고 있고, 자동화 업체들은 로봇 분야로의 진출을 도모하고 있다. 피엔티는 폐배터리 협동 로봇과 LFP배터리, 씨아이에스는 전고체배터리 직접 생산을 목표로 하는 신사업 계획을 발표했다. 또한, 머지않아 사이클이 도래할 것으로 예상되는 폐배터리 산업 역시 새로운 아이টে으로써 가치가 높다. 장기적인 사업 다각화 플랜이 무엇인지와 얼마나 빠른 시일 내로 그것을 달성해낼 것인지가 좋은 장비 업체들을 선별하는 포인트가 될 것으로 보인다.

표 2. 국내 주요 배터리 장비 업체 신사업 계획

기업	신규 사업
피엔티	명성티에스 지분 인수로 분리막 장비 사업 진출, 폐배터리 협동 로봇 사업, LFP 배터리 양산 사업 진출
씨아이에스	100% 자회사 씨아이솔리드, 전고체 배터리 장비 및 소재 사업 진출
하나기술	폐배터리 완전 충전 장비, UTG 열면취 사업 진출
에이프로	전기차 충전기 및 폐배터리 사업 진출
코원테크	자회사 탐머터리얼 통해 시스템 엔지니어링 및 전극 생산 판매 사업 진출
유일에너지테크	재영텍 지분 투자로 폐배터리 사업 진출
원익피앤이	충방전 역량 기반 폐배터리 사업 진출

자료: KUVIC 리서치 4팀

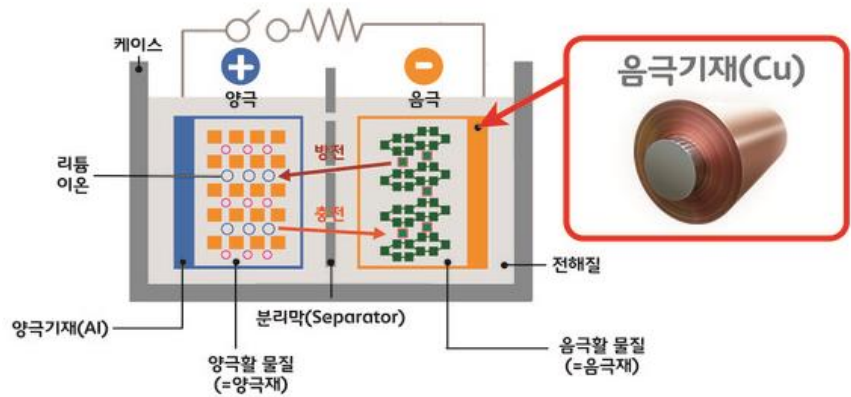
2. 넘치는 동박 수요, 이거 못 막습니다

2.1. ‘동박’사님을 아세요?

2차전지향 동박 수요
증가 추세

동박이란 구리를 얇게 펴서 만든 박막(Foil)으로, 회로기판(PCB), 반도체 소자, 안테나 등 전자재료 및 전자기기와 2차전지의 음극재 등 최첨단 산업 전반에 걸쳐 사용되고 있다. 최근에는 2차전지 산업의 폭발적 성장에 따라 2차전지향 동박 수요가 증가하는 추세이다. 2차전지는 전기화학적 반응을 통해 전지 내의 양극과 음극 사이에 이온이 이동하며 전자의 흐름을 발생시킨다. 2차전지에서 박(Foil)은 각각 양극과 음극의 집전체로, 양극 집전체로는 알루미늄박이 사용되며 음극 집전체로는 동박이 사용된다. 집전체는 전기를 모아두거나 활물질로 전류를 전달하는 각각 양극과 음극의 기동 역할을 한다. 이 때, 동박은 전자의 전달 경로를 제공하고 전극의 구조적 강도를 지지하는 역할을 하며, 표면의 균일함이 매우 중요하고 까다로운 고도의 공정제어 기술이 요구된다.

그림 3. 2차전지 구성



자료: SK이노베이션

2.2. 압연 동박 vs 전해 동박

생산비용 낮추는 전해 동박! 2차전지용 동박 방식으로 진행시켜!

동박 생산방식은 크게 압연 동박과 전해 동박 방식으로 나뉜다. 압연 동박은 두 개의 롤러 사이로 구리판을 수십번 통과시켜 구리판을 얇게 만드는 동박으로, 두께가 얇아질 수록 생산비용이 증가한다는 특성을 지닌다. 반면, 전해 동박이란 구리선을 용해시킨 뒤, 전기분해를 통해 구리를 도금시켜 생산하는 동박으로, 압연 동박에 비해 낮은 생산비용으로 얇게 제작가능하다는 이점을 지닌다. 압연 동박의 높은 가격 문제를 해결하기 위해 최근에는 경량화 및 고용량이 가능한 전해 동박 방식이 많이 쓰이고 있으며, 특히 6 μ m(마이크로미터, 1 μ m는 100만분의 1m) 이하의 얇은 두께가 필요한 2차전지용 동박 제조에 주로 사용되고 있다.

그림 4. 동박 생산 공장: 전해 동박



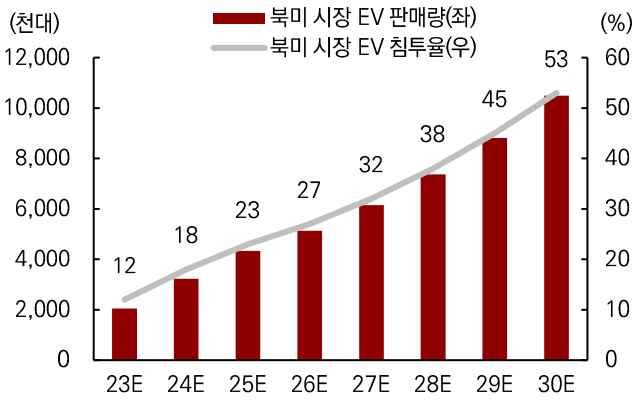
자료: 솔루스첨단소재, KUVIC 리서치 4팀

2.3. 전기차 가는데 동박 간다!

CAGR 40% 이상의 폭발적 성장이 예상되는 글로벌 배터리용 동박 시장

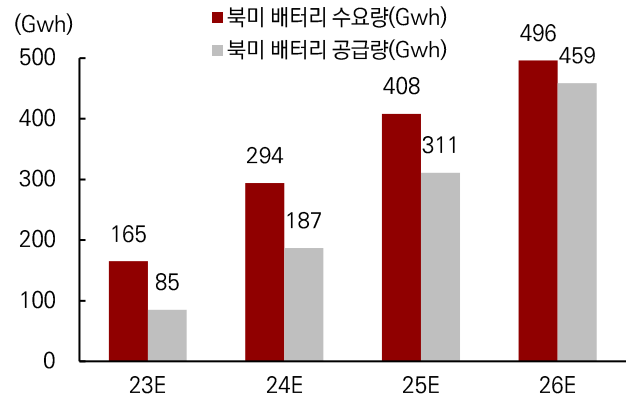
시장조사기관 SNE리서치에 따르면 글로벌 배터리용 동박 시장은 2021년 27만 톤에서 2025년 75만 톤, 약 10조원 규모로 연평균 40% 이상의 성장을 달성할 전망이다. 이 중 전기차용 동박 수요는 2025년 38만5000톤으로 약 50% 수준이다. 가장 공격적으로 증설이 발생하고 있는 북미의 EV 배터리 수요량이 2023년 165Gwh에서 2026년 496Gwh까지 늘어날 것으로 예상되며, 이를 주요 배터리 업체들의 80% 설비 가동률과 80% 수율 가정으로 실제 공급 가능 물량을 감안하여 동박 수요량으로 환산 시, 2023년 9만 9,000톤에서 2026년 27만 3,000톤으로의 가파른 성장이 전망된다. 북미 EV 단일 시장 기준으로도 동박 수요의 폭발적 성장이 예상되나, 이에 유럽과 같이 전기차 전환을 적극적으로 추진 중인 타국 EV 시장의 판매량과 침투율까지 합산하여 고려한다면, 동박 시장은 폭발적 성장을 이룰 전망이다.

그림 5. 북미 시장 EV 판매량/침투율 전망



자료: EV volumns, SNE Research, KUVIC 리서치 4팀

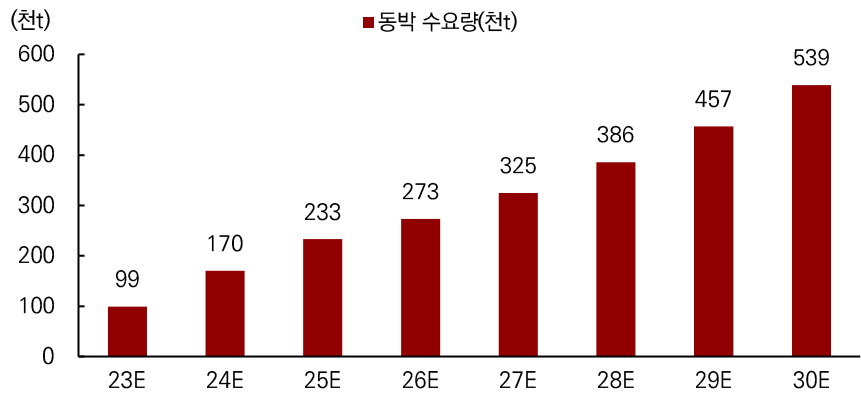
그림 6. 북미 EV 배터리 수요/공급 전망



주1) 80%의 가동률과 80%의 수율을 가정한 공급량

자료: 미래에셋증권 리서치센터, KUVIC 리서치 4팀

그림 7. 북미 EV 동박 수요량 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터, KUVIC 리서치 4팀

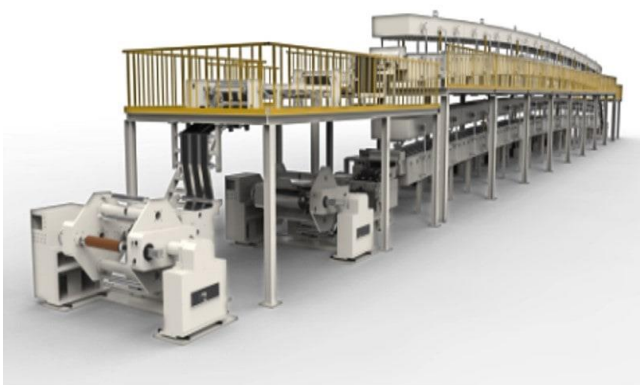
II. 기업분석

1. 사업 부문 및 주요 제품

동사는 **롤투롤(Roll-to-Roll) 기술**을 주력으로 하여 2차전지 사업부와 소재 사업부를 영위하고 있다. 2차전지 사업부에서는 양극 음극재/분리막 제조장비 및 노칭 장비를 제작하여 판매한다. 소재 사업부에서는 전지박(동박), 광학필름, OCA 필름 등 각종 디스플레이 소재용 특수 필름 및 전자/전기 소재를 생산하는 장비를 판매한다. 1H23 기준 매출 비중은 2차전지 사업부 94.5%, 소재 사업부 4.6%, 기타 사업부 0.9%으로, 2차전지 사업부 매출 비중이 압도적으로 높다.

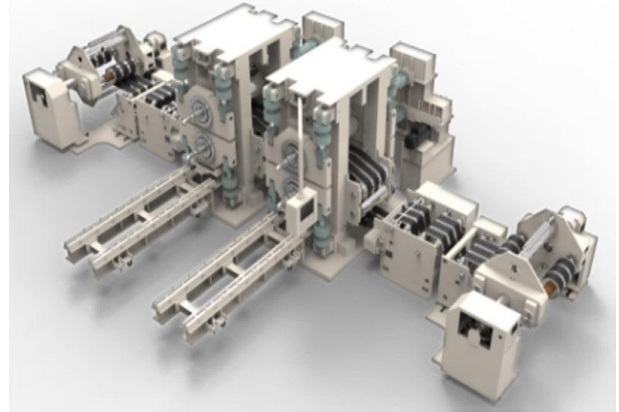
현재는 2차전지 장비 사이클의 도래로 2차전지 사업부의 매출 비중이 매우 높으나, 최근 3개년 기준 소재 사업부 매출 비중은 25% 안팎을 차지해온 당사의 주요 사업부문이다. 소재 사업부는 1) 2차전지 산업 성장에 따른 전지박 수요 급증, 2) 전자기기 소형화 및 FPCB 범용화로 롤투롤 공정의 전자 소재 적용 범위 확대, 3) 독자적 기술력 확보한 당사의 **노력으로 1H23 기준 94억원의 매출액을 달성하였다.**

그림 8. 전극 코터



자료: 피엔티 홈페이지 epnt.co.kr

그림 9. 전극 롤프레스



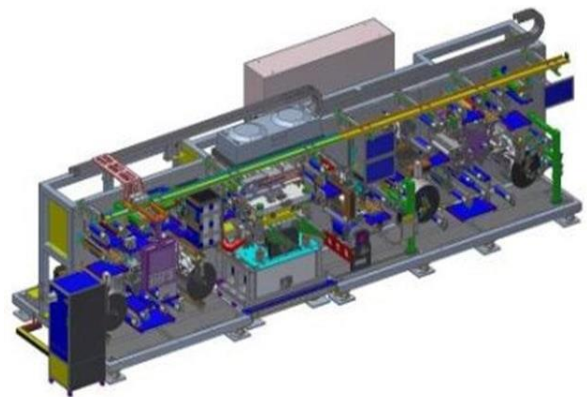
자료: 피엔티 홈페이지 epnt.co.kr

그림 10. 전극 슬리터



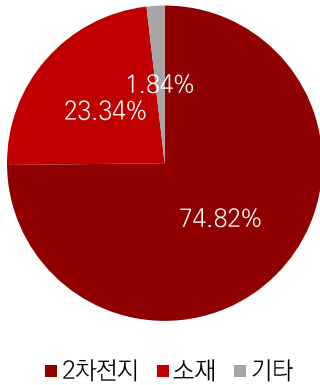
자료: 피엔티 홈페이지 epnt.co.kr

그림 11. 전극 노칭



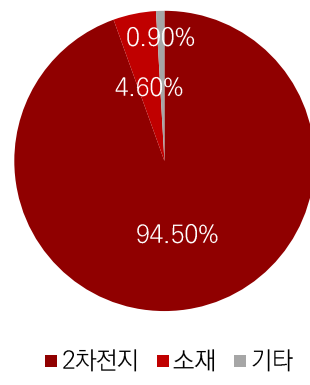
자료: 피엔티 홈페이지 epnt.co.kr

그림 12. 피엔티 FY22 매출비중



자료: 피엔티 홈페이지 epnt.co.kr

그림 13. 피엔티 1H23 매출비중

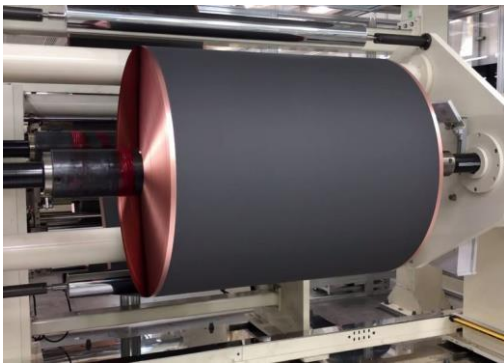


자료: 피엔티 홈페이지 epnt.co.kr

2. 롤투롤 기술의 ‘대가’

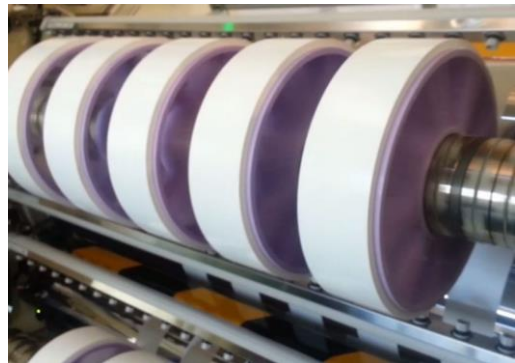
동사 기술력의 핵심은 **롤투롤 기술**로, 필름과 동박처럼 얇은 소재를 회전롤에 감으면서 특정 물질을 도포해 새로운 기능을 갖게 만드는 공법이다. 2차전지 음극, 분리막용 소재 생산에 주로 활용되는 기술로, **2차전지를 경량화·고밀도로 제작하기 위하여 필요하다**. 효율적으로 기판을 만들 수 있고, 제조 비용을 절감할 수 있어 많은 기업들이 롤투롤 기술을 제조 공정에 도입하고 있다.

그림 14. 롤투롤 컨버빙 장비: 리튬이온전지 전극



자료: 피엔티 홈페이지 epnt.co.kr

그림 15. 롤투롤 컨버빙 장비: 첨단소재



자료: 피엔티 홈페이지 epnt.co.kr

동사는 롤투롤 기술을 활용하여 배터리의 4대 핵심소재인 양극재, 음극재, 분리막, 전해액 중 3가지인 양극재, 음극재, 분리막을 제조하는 장비를 제작하고 있다. 이때 롤투롤 공정이 특수물질 코팅 및 건조(코터), 압축(프레스), 절단(슬리팅)하는 기능을 수행하는데, 그 중에서도 동사의 코터 기술력이 가장 주목받는다. 코터는 배터리 핵심 소재인 동박에 물질을 도포하는 장비로, 동박의 두께가 6마이크로미터까지 얇아지고 있는 추세여서 기술의 난이도가 상승하고 있다.

갈수록 높은 기술력이 요구되는 전극 공정, 그리고 그걸 해내는 피엔티

동사의 코터가 이러한 고난이도 기술을 구현하여 **국내 최초로 롤투롤 6 마이크로론 집전체 코팅 기술력을 보유**하게 되었다. 동박의 두께가 얇아지면 건조로를 지날 때 구겨지거나 끊길 수 있는 위험이 증가하게 되는데, 이를 방지하는 것이 코터 기술력의 핵심이다. 따라서, 롤 간격, 길이, 회전 속도 등의 미세한 차이가 경쟁력으로 이어지며, 전극 공정이 진입 장벽이 높기로 평가받는 이유이다.

맞춤 제작으로 CR 압박 탈출

롤투롤 장비는 주문제작 형식으로 **고객사의 제품과 제조공정에 따라 커스터마이징** 하여 납품한다. 따라서 초기 개발부터 마지막 납품하는 순간까지 종합적인 솔루션을 제공하는 것이 중요한데, 동사는 **셀 3사에 대한 레퍼런스**와 기술력으로 경쟁사들보다 우위에 있다고 볼 수 있다. 또한, **100% 주문제작으로 납품하기 때문에 CR (Cost Reduction) 압박에서 자유롭**다는 장점이 있다.

대형 고객사들이 줄지어 찾는 장비
맞집

3. 중요한 건 꺾이지 않는 고객사 레퍼런스

동사의 2차전지 사업부의 주요 고객사는 국내 셀 업체 3사인 LG 에너지솔루션, 삼성 SDI, SK온이 있는데, 2009년부터 해외 설비 국산화에 성공하며 LG화학(LG 에너지솔루션이 물적분할 되기 전 시기)과 삼성SDI에 납품을 시작하였고 현재까지 이어지고 있다.

또한, 동사 소재 사업부에서 납품하고 있는 주요 고객사인 SK넥실리스와 Wason과도 모두 장기간 거래를 지속해오고 있다. SK넥실리스로 사명을 변경하기 전인 LS엠트론 시절부터 당사가 독점 공급해왔으며, 현재까지 이어지고 있다. Wason과도 2009년 186억 규모 수주를 받은 이후부터 지속적으로 납품을 이어오고 있다.

4. 사업 다각화 진행시케

4.1. 사업 다각화? 거기 돈이 됩니까?

현재 동사의 매출은 2차전지 사업부에서 95% 넘게 발생하고 있지만, 장비 산업은 그 특성상 전방 산업의 사이클에 의존하기 때문에 향후 장비 사이클이 마무리되었을 때도 추가적인 수입원이 있어야 안정적인 성장을 지속할 수 있다. 따라서 장비 업체 중 사업 분야를 다각화하고자 하는 기업을 찾는 것이 중요한데, 동사는 2차전지 사업 외 소재 사업에 더해 폐배터리 사업, LFP 사업까지 진출할 계획을 가지고 있다는 점에서 경쟁력을 갖추고 있다.

4.2. 신사업: LFP 배터리, 폐배터리 재활용

동사는 내년 리튬인산철(LFP) 배터리 신사업에 진출할 계획이다. LFP 배터리는 전동 모터, 전동 오토바이, ESS 등에 들어가는 부가가치가 높은 부품으로, 최근 중국산 저가형 LFP 배터리 수요가 급증하고 있다. 이에 대응하고자 동사도 신사업으로 LFP 배터리 사업을 점 찍은 것으로 보인다. 구체적으로 내년 말부터 0.2GWh 인산철 배터리를 직접 생산하여 동사의 장비를 접목하는 턴키 방식으로 납품 예정이다. 동사의 장비는 이미 충분한 레퍼런스가 있는 만큼 턴키 방식으로 납품을 한다는 전략이 유효하게 작용할 것으로 보인다. 동사는 신사업 진출 이후 3년 안에 2차전지 시장에서 독보적 입지를 차지하는 것을 목표로 밝힌 만큼, 올해 하반기부터 내년 상반기까지 모멘텀으로 작용할 것으로 판단한다.

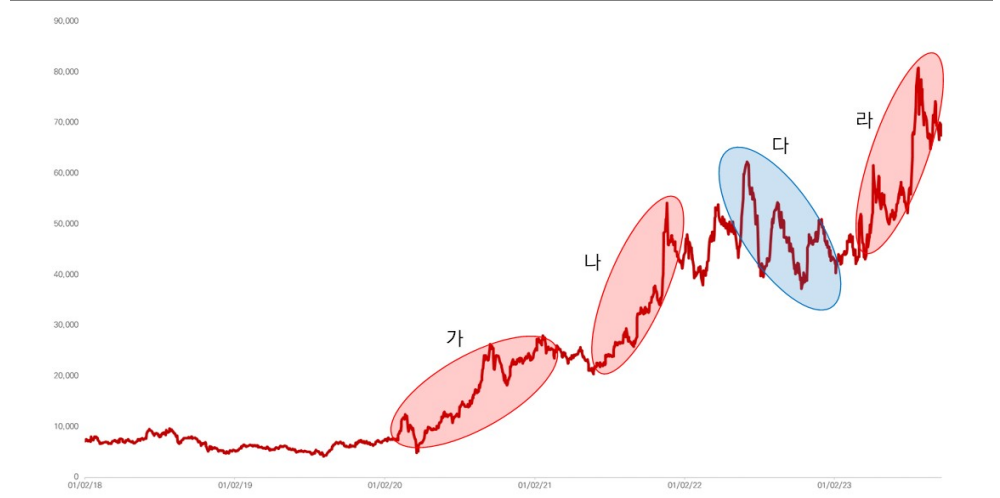
한편, 동사는 폐배터리 재활용 AI 로봇도 개발 중에 있다. 한국로봇융합연구원의 주도 하에 포스텍, 뉴로메카, 성일하이텍 등과 함께 2027년 상용화를 목표로 하고 있다. 전기차 폐배터리에서 2차전지 원료를 회수하기 위한 해체 작업을 로봇이 대체할 수 있도록 자동화 시스템을 만드는 것이 핵심이다. 2025년부터 2030년까지 연평균 30% 이상의 성장이 예상되는 폐배터리 시장을 선점하기 위한 움직임은 장기적인 성장 동력이 될 것으로 기대된다.

사업 다각화:
소재, 폐배터리, LFP

5. 주가추이 분석

5.1. 과거 추이 분석

그림 16. 피엔티 과거 주가 추이



자료: Quantwise, KUVIC 리서치 4팀

(가) 2020년 초~2021년 초: 3월 코로나19 팬데믹으로 주가가 급락했으나 빠르게 회복하였다. 8월 엔 한국판 그린 뉴딜 정책에 당사가 2차전지 테마로 분류되면서 주가가 급등한 모습을 보여준다. 더불어, FY22 매출액 +21.4% YoY, 영업이익 +3,644% YoY, 당기순이익 흑자전환 등 당사 실적이 가파른 성장세를 보이며 주가도 함께 상승했다. 2021년 초 전방산업이 적극적인 신년 투자 계획을 발표함에 따라 당사 주가가 상승했다.

(나) 2021 중~2021말: 9월 초 중국향 동박 장비 수주 공시 이후 주가가 상승하였다. 11월 초 미국 전기차 업체 리비안의 나스닥 상장과, 당사 3Q21 실적 공개 후 주가가 급등했다. 당시 3Q 수주잔고는 8,200억 원으로, 당사 연매출 3천억원 수준의 2.5배가 넘는 수주잔고를 보유하고 있었기 때문에 향후 실적에 대한 기대감이 반영된 것으로 보인다. 또한, 당사의 높은 OPM(3Q21 기준 23.6%)과 전방산업이 투자를 재개한다는 소식까지 더해져 주가가 급등하였다.

(다) 2022 초~2023 초: 인플레이션으로 인한 시장 불확실성과 전방산업의 투자 재개로 인한 수주 랠리가 공존하면서 주가가 요동쳤다. 3월에 전극공정 장비 수주와 분기별 실적을 공개한 5월, 8월, 11월에 주가의 등락 추세가 반복되었다. 특히 5월에는 삼성SDI와 스텔란티스의 JV 투자 계획이 발표되면서 주가가 급등했다. 2023 초 수주 공시가 이어지면서 상승세를 이어갔다.

(라) 2023 중~현재: 여전히 변동성 있는 추이를 보이고 있으나, 하반기 수주 랠리에 대한 기대감으로 7월에 급등한 뒤 현재 조정 중인 상태이다.

5.2. 종합 Comment

수주가 모든 것을 결정한다

과거 주가 추이를 보았을 때 당사의 주가에 영향을 미치는 요인은 크게 전방산업의 투자 계획, 당사 실적 공개, 그리고 당사 수주 공시라고 할 수 있다. 3가지 주가 트리거는 결국 '수주'라는 하나의 고리로 연결되어 있다. 전방산업의 투자 계획에 따라 장비 업체인 당사가 수주 수혜를 받을 것이라는 기대감, 실적 공개 시 수주잔고 수치를 통한 향후 실적에 대한 기대감, 수주 공시를 통한 기대감 실현 등이 주가로 반영된 것이다. 따라서, 당사가 이미 보유하고 있는 수주잔고와 향후에 추가로 받게 될 수주를 종합적으로 고려해봤을 때, 2차전지 장비 사이클이 본격화되는 현재 시점을 적절한 매수 타이밍으로 제시한다.

III. 투자 Point

1. 장비 사이클은 돌아오는 거야~!

1.1. IRA에 따른 북미 공장 증설 RUSH

1.1.1. IRA 가보자고~!

2023년 2차전지 산업의 가장 큰 이슈는 바로 미국의 IRA이다. IRA(Inflation Reduction Act, 인플레이션 감축법)는 이름에서 알 수 있듯 미국의 인플레이션 감축과 재정적자 완화를 목표로 제정된 법안이다. 주요 내용은 친환경에너지, 헬스케어 등의 분야에 재정을 투입해 미국 내 인플레이션 억제 및 기후변화에 대응하겠다는 것이다. 미국의 IRA가 국내 시장에서 이슈가 되는 이유는 미국 전기차 세액공제 적용 요건 때문이다.

그림 17. IRA 세액공제 적용조건

	세부내용	적용시기
1) 최종 조립 조건	전기차의 최종 조립이 북미(North America: 미국, 캐나다, 멕시코 3개국)에서 이루어져야 함.	2022.08.16~
2) 배터리 핵심 광물 조건	전기차에 탑재된 배터리 제조에 사용된 핵심광물은 40%이상(2023년 기준, 비율은 매년 증가) ①미국 또는 미국의 FTA 체결국에서 추출 또는 처리되거나 ②북미에서 재활용된 경우에 한해 3,750달러 상당의 세액공제 혜택을 받을 수 있음. *핵심광물: 리튬, 니켈, 망간, 코발트, 알루미늄, 흑연 등 약 50여 종	2023.01.01~
3) 배터리 부품 조건	전기차에 탑재된 배터리 제조에 사용된 주요 부품은 50% 이상(2023년 기준, 비율은 매년 증가)이 북미에서 제조 또는 조립된 경우에 한해 3,750달러 상당의 세액공제 혜택을 받을 수 있음. *주요 부품: 셀, 모듈, 전극활물질(양극재, 음극재, 음극기판), 전기적 활물질(솔벤트, 첨가제, 전해질(전해액))	2023.01.01~

자료: 산업연구원, KUVIC 리서치 4팀

북미 공장 증설은 선택이 아닌 필수

최종 조립 조건, 배터리 핵심 광물 조건, 배터리 부품 조건이 강화됨에 따라 현대차와 배터리 셀 업체들의 사업 방향성에 변화가 생겼다. 세액공제 혜택을 받기 위해서 업체들은 공통적으로 미국 내 완제품 조립 공장을 확보해야 한다. 또한, 미국 내에서 생산된 친환경 자동차 중에서 중국산 소재를 다른 방식으로 대체해야 하고, 부품 역시 북미에서 생산을 해야 한다. 즉, **배터리 셀 업체들은 북미에 공장을 증설하는 것이 필수적이게 된 것이다.**

1.1.2. 국내 배터리 3사 증설 계획

표 3. LG에너지솔루션 생산능력 전망

(Gwh)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	비고
전체 생산능력	150	225	343	353	539	
한국 오창	15	25	38	48	55	
중국 난징	80	80	115	115	115	
폴란드 브로츠와프	50	70	90	90	90	
미국 미시간	5	5	5	5	5	
미국 오하이오		45	45	45	45	GM 1공장
미국 테네시			50	50	50	GM 2공장
미국 미시간					50	GM 3공장
미국 애리조나					27	
미국					40	혼다
캐나다					50	스텔란티스
인도네시아					12	

자료: NH투자증권, KUVIC 리서치 4팀

표 4. SK온 생산능력 전망

(Gwh)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
전체 생산능력	49.5	76.8	88.5	138.5	225.5
한국 서산	5	5	5	5	20
조지아 1공장		9.8	9.8	9.8	9.8
조지아 2공장			11.7	11.7	11.7
Blue Oval SK 1공장					36
Blue Oval SK 2공장					36
헝가리 코마롬	7.5	17.5	17.5	17.5	17.5
헝가리 이반차				30	30
엔청 1공장	27	27	27	27	27
하이저우 공장	10	10	10	10	10
창저우 공장		7.5	7.5	7.5	7.5
엔청 2공장				20	20

자료: SK증권, KUVIC 리서치 4팀

표 5. 삼성SDI 생산능력 전망

(Gwh)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
전체 생산능력	50	65	100.2	125.8	182.7

자료: NH투자증권, KUVIC 리서치 4팀

2025년까지
CAPA 증가율 258%

배터리 셀 업체들과 완성차 업체들은 안정적인 수요와 공급을 확보하고 자금 조달을 용이하게 하기 위해 JV(Joint Venture, 합작법인)를 활발하게 설립하고 있다. 국내 배터리 셀 3사는 현대차, Ford, Stellantis, GM 등 여러 완성차 업체들과 함께 북미 지역 각지에 공장을 증설할 계획이다. 지금까지 발표된 바에 따르면 **배터리 3사의 CAPA는 23년 532Gwh, 24년 617Gwh, 25년 947Gwh로 증가할 전망이다.**

1.2. 2차전지 장비 Cycle은 바로 지금

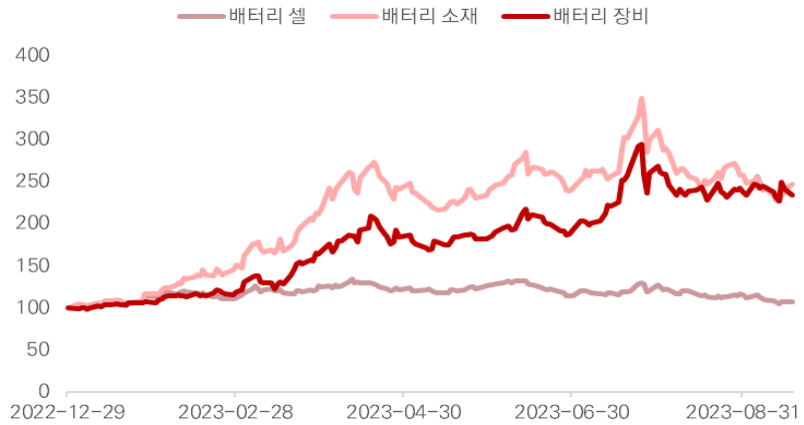
1.2.1. 우리는 지금 장비의 시대에 살고 있다

한 풀 꺾인 소재,
한창인 장비!

2차전지 섹터 내에서는 보통 **소재 산업의 주가 모멘텀이 장비 산업에 선행**한다. 2023년 상반기는 소재 업체들의 증설과 수주 확대에 따른 모멘텀을 맞이했고, 실적도 뒷받침이 되며 2차전지 섹터를 견인했다. 그러나 조정 시기를 거치고, 3분기 유럽의 수요가 둔화될 것이라는 전망이 우세하면서 고점에 비해 많이 하락하는 추세이다. 또한, 중국의 LFP 배터리가 시장을 장악하면서 **국내 소재 업체들의 입지가 줄어들고 모멘텀이 부재한 상태**이다.

반면, **장비 산업의 경우 9~10월 본격적인 수주 모멘텀을 맞이할 것으로** 예상된다. SK온의 BlueOval 2차 물량, LG엔솔의 넥스트스타에너지(스텔란티스 JV), 알티엄셀즈(GM JV) 3공장, 미시간 단독 2공장, 그리고 삼성SDI의 스타플러스에너지(스텔란티스 JV) 장비 발주가 예정되어 있다. 또한, 내년 상반기까지 SK온-현대차 JV, LG엔솔-현대차 JV, 삼성SDI-스텔란티스 JV 2차 물량, LG엔솔-혼다 JV의 발주도 남아있다. 추가적으로 유럽 시장에서의 수주 소식도 기대가 되는 상황이다. 노르웨이의 Morrow, 프랑스의 Verkor, Rivian 등이 올해 하반기 장비 투자를 할 것으로 예상된다.

그림 18. 2차전지 배터리 셀/소재/장비 주가 비교



자료: KUVIC 리서치 4팀

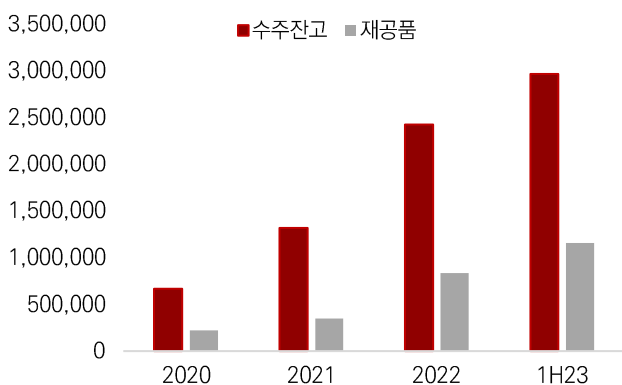
선행지표가 보여주는
장비 산업의 밝은 미래

장비 산업에서 매출의 **대표적인 선행지표로 꼽히는 것은 수주잔고, 재공품, 그리고 매출채권**이 있다. 재공품은 향후 납품할 미완성품을 의미하며 인식될 매출 증가나 매출 인식 지연 등의 이유로 재공품의 증가가 발생한다. 매출액과 재공품이 동시에 증가 추세를 보일 경우 향후 인식될 매출 규모가 커지고 있음을 의미한다. 매출채권은 기업이 제공한 상품이나 서비스에 대한 대금을 받기 위해 고객에 청구한 금액을 의미한다. 매출채권이 미수로 쌓일 경우 기업의 현금 흐름에 악영향을 미칠 수 있고, 매출채권 회전율이 높을수록 안정적인 현금 흐름을 가져가고 있다고 볼 수 있다.

주요 장비 업체들의 선행지표를 살펴보면 수주잔고와 재공품은 유사한 추세로 증가하는 동시에 매출채권은 완만하게 감소하고 있는 것을 확인할 수 있다. 이는 **향후 인식될 매출이 증가하고 있으며 매출이 인식되는 속도는 더욱 빨라지고 있다는 것**을 의미한다.

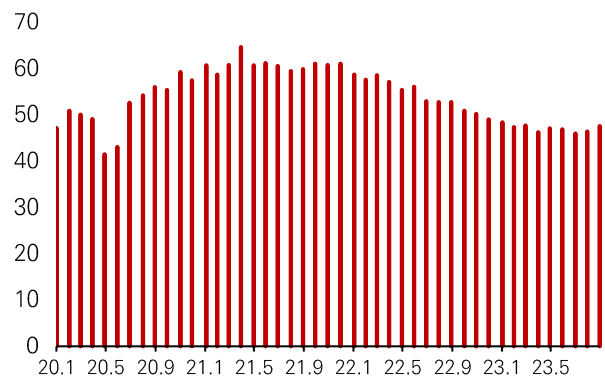
국내 셀 3사의 대규모 복미 발주가 예정되어 있다는 점을 고려할 때, 미국 경기를 평가하는 선행지표인 **미국의 제조업 구매관리자지수(PMI)**를 살펴볼 필요성이 있다. 해당 수치가 50 이상이면 경제활동 증가를, 50 미만이면 경제 활동이 축소되는 것으로 판단하는데, PMI지수는 2021년 12월 이후 꾸준한 하락세를 보이다가 최근 다시 반등 중에 있다. 미국 금리 인하가 이루어질 시 예년 수준으로 회복될 전망이다.

그림 19. 장비 업체 선행지표: 수주잔고, 재공품 추이



주1) 피엔티, 씨아이에스, 디이엔티, 디에이테크놀로지, 코윈테크 수치 합산
자료: KUVIC 리서치 4팀

그림 20. 미국 ISM 제조업 구매관리자지수(PMI)



자료: KUVIC 리서치 4팀

1.2.2. 올해가 바로 장비 설치 타이밍!

2021년은 2차전지가 본격적으로 가속 페달을 밟기 시작한 시기이다. 자동차 OEM 업체들의 대규모 배터리 발주 프로젝트가 2020년 말부터 본격화되면서 합산 발주 규모가 2021년 이전 대비 2배 이상 증가했다. **2030년까지 공격적인 EV 판매 비중 상향 목표를 달성하기 위해 이러한 대규모 발주는 지속될 전망이다**, 실제로 SK온과 LG에너지솔루션의 추정 수주잔고 역시 2020년 1,750Gwh에서 2021년 3,491Gwh까지 1년새 약 2배 가까이 증가했다.

21년 수주가 인식될 시기
= 올해 2023년!

국내 배터리 업체들은 생산 능력 구축을 위해 2024년과 2025년에 폭발적 CAPA 증설을 추진할 전망이다. 2차전지의 투자 스케줄을 고려할 때, 2024년 양산을 목표로 2021년에 수주가 이루어진 발주 물량은 부지 선정, 토지 인허가, 건설 EPC, 인력 총원 등의 과정을 거쳐 약 2년 후인 **2023년 올해가 본격적으로 장비 설치가 들어갈 시점**이다.

그림 21. 2차전지 장비 산업 사이클



자료: KVIC 리서치 4팀

1.2.3. 국내 배터리 3사 장비 발주 시점 예상

배터리 셀 업체의 공장 증설에 따라 장비 발주 역시 함께 증가할 것으로 예상되는데, 장비 발주 예상 시점은 아래와 같다.

표 6. 배터리 3사 장비 발주 계획 추정

기업	지역	규모(Gwh)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
LG엔솔	온타리오(스텔란)	45								
	미시간(GM)	45								
	미시간	20								
	애리조나	43								
	오하이오(혼다)	45								
	조지아(현대차)	35								
	양카라(포드)	43								
	지역 미정(도요타)	20								
SK온	서산	5								
	BOSK(포드)	86								
	BOSK(포드)	43								
	조지아(현대차)	25								
삼성SDI	온타리오(스텔란)	32								

자료: 미래에셋증권, KVIC 리서치 4팀

더 이상의 지연은 없을 것

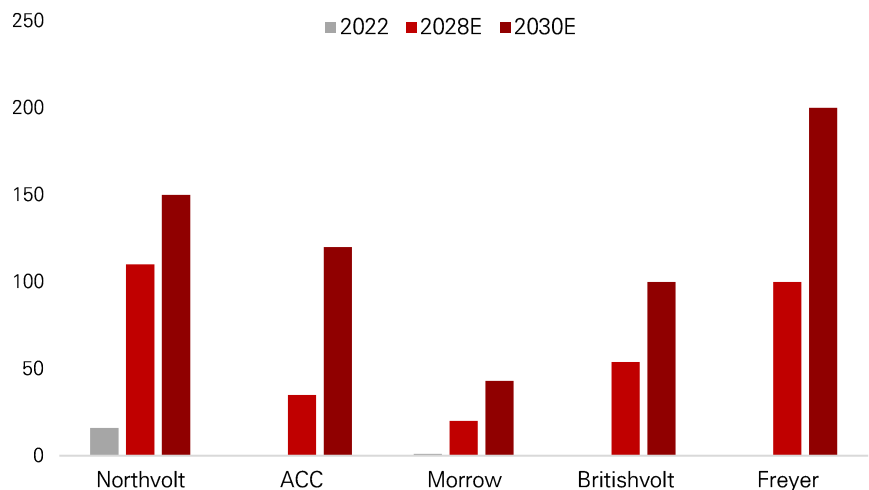
배터리 셀 업체들은 고객사인 OEM업체 생산 시설의 증설 지연으로 인해 이미 2분기에 수주 지연에 따른 출하량 조절과 재고 관리 등으로 인한 물량 축소로 어려움을 겪은 바 있다. 따라서, **올해 하반기에 추가적인 지연 가능성은 높지 않다고 판단된다.** 따라서, 예정된 시나리오대로 3~4분기 LG에너지솔루션과 SK온의 주도 하에 200Gwh 이상의 대규모 발주가 진행될 것으로 예상된다.

1.2.4. 신흥 강자 유럽

유럽의 공격적 투자 본격화

IRA로 인해 북미 시장이 메인 스트림으로 자리를 굳히고 있지만, 유럽 시장 역시 장비 업체들에게 새로운 개척지로 거듭나고 있다. 유럽이 CRMA(Critical Raw Materials Act, 핵심원자재법) 제정을 통해 배터리 스타트업에 적극적으로 지원하기 시작하면서 신규 배터리 업체들의 CAPA 증설이 빠르게 이루어지고 있다. 유럽 배터리 연합(EBA)은 2025년 400Gwh에서 2030년 950Gwh 이상의 배터리 CAPA를 확보하는 것을 목표로 제시하며 2차전지 스타트업 육성을 통한 내재화 의지를 보였다. 이에 따라 스웨덴의 Northvolt는 현재 16Gwh 수준인 CAPA를 2024년 60Gwh, 2030년 150Gwh로 늘릴 계획을 발표했고, ACC, Britishvolt, Freyer 등의 업체 역시 대규모 CAPA 증설이 예상된다.

그림 22. 유럽 신규 배터리 셀 업체 CAPA 전망



주1) 단위: Gwh
자료: KUVIC 리서치 4팀

신생 기업은 장비에 의존 피엔티의 입지는 커진다

유럽의 신생 기업들은 공정 노하우가 없는 경우가 대부분이고, 장비 업체에 대한 의존도가 매우 높다. 단순 장비 납품만으로는 일정 수준 이상의 수율을 확보할 수가 없어 장비 업체의 소프트웨어 기술력도 함께 요구하고 있다. **신규 업체들은 이러한 이유로 국내 셀 3사 납품 레퍼런스를 가지고 있고, 턴키 방식으로 납품해주는 업체를 선호한다.** 또한, 신규 스타트업들은 인력이 부족한 경우가 많아 초기 단계 운영까지도 장비 업체에게 맡기는 등 유럽 시장에서 국내 장비 업체의 입지는 점점 커지고 있다.

2. 피엔티 기술력 폼 미쳤다!

2.1. 근본은 롤투롤

2차전지 장비 산업에서 동사가 차지하는 입지는 상당하다. 롤투롤(Roll-to-Roll) 장비를 최초로 국산화에 성공하면서 일본 기업들이 점유하고 있던 M/S를 상당 부분 가져왔다. 롤투롤 기술은 필

름과 동박처럼 얇은 소재를 회전 롤에 감으면서 특정 물질을 도포해 새로운 기능을 갖게 만드는 공법이다. 2차전지 음극, 분리막용 소재 생산에 주로 활용되는 기술로, 2차전지를 경량화하고 고밀도로 제작하기 위하여 필요하다. 효율적으로 기판을 만들 수 있고, 제조 비용을 절감할 수 있어 많은 기업들이 롤투를 기술을 제조 공정에 도입하고 있다.

동사는 롤투를 기술을 활용하여 배터리의 4대 핵심소재인 양극재, 음극재, 분리막, 전해액 중 3가지(양극재, 음극재, 분리막)를 제조하는 장비를 제작하고 있다. 이때 롤투를 기술이 특수물질을 코팅 및 건조(코터), 압축(압연), 절단(슬리팅)하는 기능을 수행하는데, 그 중에서도 동사의 코팅 머신이 가장 주목받는다. 코터는 배터리 핵심 소재인 동박에 물질을 도포하는 장비로, 동박의 두께가 6 마이크로미터까지 얇아지고 있는 추세여서 기술의 난이도가 상승하고 있다. 동사의 코터가 이러한 고난이도 기술력을 구현하고 있다. 국내 최초 롤투를 6 마이크로 집전체 코팅 기술력을 보유하고 있으며 3~4 마이크로 동박 생산 장비를 SK넥실리스에 납품한 레퍼런스를 보유하고 있다. 이처럼 배터리 소재가 민감하고 얇기 때문에 롤 간격, 길이, 회전 속도 등의 미세한 차이가 경쟁력으로 이어져서 진입 장벽이 높기로 평가받는다.

뛰어난 기술력, 빠른 공급
점유율은 따라오기 마련

기존에 롤투를 기술은 일본과 유럽이 절대적인 점유율을 가지고 있었다. 그러나 동사가 최초로 국산화에 성공하며 해외 업체들에 맞먹는 기술력과 그들보다 빠른 공급을 내세워 국내에서 50% 이상의 점유율을 차지하게 되었다. 롤투를 장비는 주문 제작 형식으로 고객사의 제품과 제조공정에 따라 커스터마이징 하여 납품한다. 따라서 판박이로 찍어내는 형식이 아닌 제품 초기 개발부터 마지막 납품하는 순간까지 종합적인 솔루션을 효과적으로 제공하는 것이 중요한데, 동사가 가지고 있는 **배터리 셀 3사에 대한 레퍼런스가 동사의 기술력과 성능을 증명**해준다고 볼 수 있다.

2.2. 보여줄게, 대장의 품격

2.2.1. 경쟁사를 압도하는 기술력 끝판왕 그 자체!

씨아이에스, 티에스아이?
기술력으로는 피엔티와 경쟁이 안된다!

동사의 대표적인 경쟁사는 국내 롤투를 장비 업체 양대산맥 씨아이에스와, 같은 전극 공정 3대장으로 꼽히는 티에스아이가 있다. 해당 기업들과 동사의 기술력점수(TSS), 기술경쟁력등급(TCG), 특허평가점수(APES)에서 모두 동사가 가장 우월한 성적을 보인다는 점에서 기술적 우위를 가지고 있는 것으로 보인다.

표 7. 피엔티, 씨아이에스, 티에스아이: 기술력 지표

기업명	기술력점수(TSS)*	기술경쟁력등급(TCG)**	특허평가점수(APES)***
피엔티	79.5	A-	54.0
씨아이에스	14.3	B-	43.5
티에스아이	1.3	C-	32.9

주1) 기술력점수(TSS): 기업이 가진 특허의 규모와 기술 수준을 측정된 점수

주2) 기술경쟁력등급(TCG): 기업이 가진 특허와 동종 기술분야의 특허를 상대 비교한 등급

주3) 특허평가점수(APES): 각 기술부문별 특허 점수의 평균. 다른 특허들로부터 인용을 많이 당한 특허는 좋은 점수를 받음.

자료: FnGuide, KUVIC 리서치 4팀

장비 스펙에서도 우위 선점
이것이 너와 나의 눈높이~

전극 공정 내에서도 코팅, 압연, 슬리팅 장비를 공급하며 거의 동일한 사업을 영위하고 있는 씨아이에스와의 주요 제품 스펙을 비교해보았다. 정밀도 오차 범위는 동일하나 생산 속도는 피엔티가 약 1.5~2배 앞서고, 기재 폭은 130mm 앞서 10% 가까이 더 넓은 것을 확인할 수 있다. 특히, 코팅 장비에게 폭이 넓다는 것은 수율이 올라간다는 것과 마찬가지로 더 넓은 것을 확인할 수 있다. 특히, 동사의 코터 폭은 1450mm로 경쟁사 중 가장 넓은 편에 속한다.

표 8. 피엔티, 씨아이에스: 전극 코터 스펙

기업명	생산 속도	기재 폭	로딩 정밀도
피엔티	100m/min	1450mm	±1.5%
씨아이에스	50-70m/min	1320mm	±1.5%

자료: 각사 홈페이지, KUVIC 리서치 4팀

히라노를 제치고 LG화학에 납품한 '그' 기업 = 피엔티

전극 코터 뿐만 아니라 소재 사업부에서 제작하고 있는 동박 코터 역시 경쟁사보다 우위를 점하는 모습을 보여주고 있다. 최근 몇 년간 동박의 트렌드는 에너지의 밀도를 높이기 위해 두께를 점점 더 얇게 만드는 것이다. 동박의 두께가 얇아질수록 공정의 난이도가 상승하는데, 이를 극복한 당사의 동박 제조 장비 기술력은 이미 2020년에 LG화학의 배터리 생산 공정에 히라노를 제치고 납품한 전력에서 확인된 바 있다. LG화학에서 6마이크로미터 두께의 초극박 동박을 최초로 적용하였는데, 이때 당사의 코터 장비가 사용되었다. 롤투를 공정이 빠른 속도와 고온의 건조 온도에서 이루어지는데, 이러한 환경에서 동박이 잘 끊어지고 한다. 2020년 이전까지 히라노의 장비를 사용하던 LG화학은 동 이유로 동박이 구겨지고 끊어지는 현상을 겪었으나 당사 장비로 교체한 이후로 매끄럽게 돌아갔다.

히라노의 수급 이슈? 우리에겐 기회다!

팬데믹 기간 동안 히라노의 팹리스 사업 모델의 약점이 명확해졌다. 팬데믹 기간 동안 공급망이 붕괴되면서 수주를 받은 후 고객에게 최종적으로 도착하기까지의 리드 타임이 길어진 것이다. 이로 인한 수급 지연은 히라노와 히라노의 고객사 생산 계획에 차질을 야기할 수밖에 없었고, 이에 반해 당사는 공격적인 capa 증설로 리드타임을 정상 범위 안에서 유지할 수 있기에 확실한 강점을 지니고 있다고 판단한다.

2.2.2. 신규수주와 수주잔고는 승승장구 중!

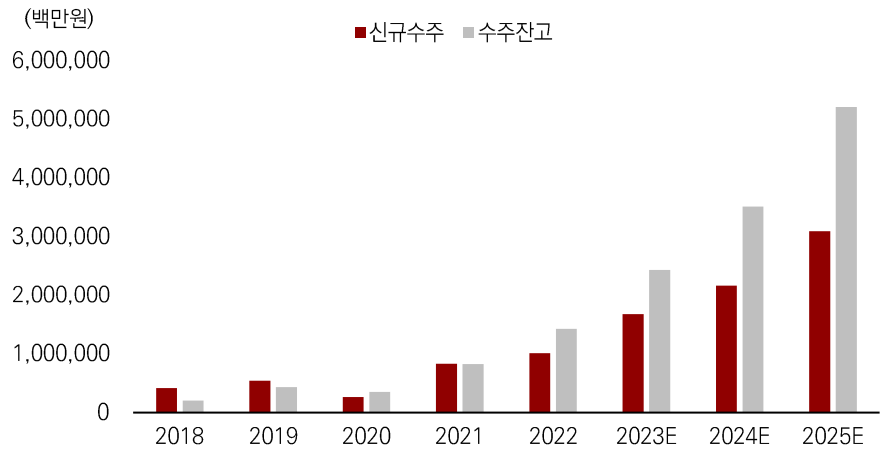
동사는 전방 산업의 성장에 힘입어 21년과 22년 신규수주가 각각 280%, 35% 증가한 바 있다. 해당 시기의 수주는 동사의 평균 공급 계약 기간을 고려했을 때 23년 하반기~24년 상반기에 매출로 반영될 것으로 예상된다. 과거 주가 추이를 살펴봤을 때 동사의 주가는 실적 발표 결과에 따라 움직였다는 것을 확인할 수 있고, 따라서, 3분기 실적 발표가 재차 주가 상승을 견인할 요인이 될 수 있을 것이다.

하반기 수주 모멘텀 신규수주와 수주잔고 모두 High~ High~

2023년 하반기부터 동사는 주요 고객사들의 투자 확대에 따른 수주 모멘텀을 다시 한번 맞이할 예정이다. SK온의 BOSK(테네시, 켄터키) 2차 물량, LG에너지솔루션의 GM JV(미시간), Stellantis JV(온타리오), Honda JV(지역 미정)의 물량 발주가 있을 것으로 예상된다. 해당 공장들의 증설 규모는 총 176Gwh로, 투자 금액으로는 약 19조 원 규모로 추정된다. 그 외에도 내년 상반기까지 LG엔솔의 애리조나 공장, 인도네시아 공장 장비 발주가 남아있다. 동사는 씨아이에스와 함께 전극 공정을 영위하는 장비 업체 중 국내 셀 3사에 모두 납품하는 유일한 기업이기에 해당 셀 3사 납품 레퍼런스를 통해 신규수주와 더불어 수주잔고가 다시 한번 폭발적인 성장을 이룰 것으로 판단한다.

배터리 3사 내에서 동사의 점유율을 통해 추정해보았을 때, 올해 동사의 신규수주는 약 67.3% 증가할 것으로 예상되며, 2024년에는 수주잔고가 2조 원을 넘어설 것으로 보인다. 올해 하반기부터 24년도 상반기에 동사가 유지할 신규수주는 25년도 매출로 인식될 가능성이 높다. 동사는 지속적으로 증가하는 수주잔고에 힘입어 25년도까지 실적 상승 랠리를 이어갈 수 있을 것으로 보인다.

그림 23. 피엔티 신규수주, 수주잔고 추이

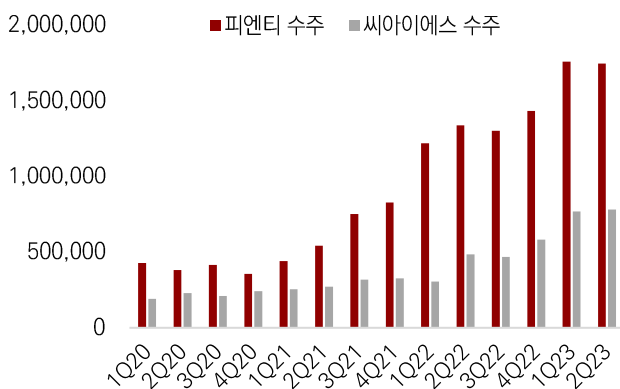


자료: QuantiWise, KUVIC 리서치 4팀

비교할 수 없는 수주의 체급

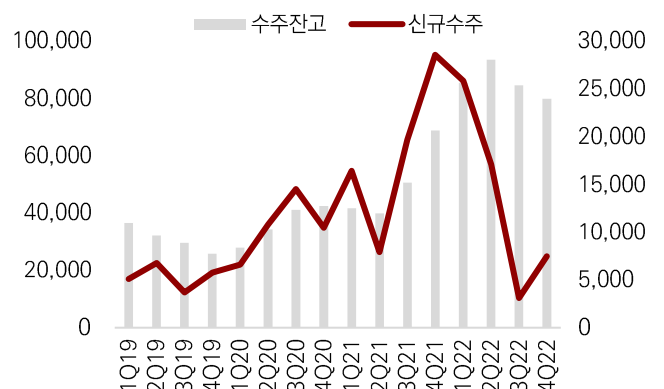
동사의 수주잔고는 경쟁사 대비 압도적이다. 히라노 텍시드의 수주잔고는 22년 말 기준 4,600억 원이고 씨아이에스의 수주잔고는 2Q23 기준 7,800억원을 기록했다. 특히 히라노의 경우 배터리 셀 업체들이 지속적으로 CAPA 증설을 하는 시기에 오히려 수주잔고와 신규수주가 감소하는 추세를 보이는데, 이는 기술력과 납기 등의 문제로 국내 업체들에게 점유율을 빼앗겼기 때문으로 판단한다.

그림 24. 피엔티 vs 씨아이에스 수주잔고 추이



자료: 교보증권, KUVIC 리서치 4팀

그림 25. 히라노 텍시드 수주잔고 및 신규수주



자료: IBK투자증권, KUVIC 리서치 4팀

2.3. 최고의 장비주를 고르기 위한 매뉴얼

2.3.1. 국내 셀 3사 납품 레퍼런스 보유 업체만이 살아남는 장비의 세계

2026년 상반기 완공을 목표로 배터리 셀 업체들의 CAPEX가 대폭 증가할 것으로 예상된다. 전체 CAPEX의 40~50%가 장비 발주에 투입된다. 또한 1Gwh 당 평균 CAPEX는 1081.7억 원으로 추정이 되는데, 이를 통해 국내 배터리 셀 3사의 장비 발주액 규모는 2023년 19조 원, 2024년 4.2조 원, 2025년 16조 원 가량이 될 것으로 예상된다. 공장 부지가 넓을수록 CAPEX 중 장비 비중이 높아지는데, 미국 사이트는 한국, 유럽, 중국 등에 비해 크기 때문에 해당 실제 장비 발주액은 추정치 이상이 될 가능성이 높다.

레퍼런스가 만드는 빈익빈 부익부

장비 산업은 구조적으로 **전방 산업인 배터리 셀 산업에 대한 의존도가 매우 높고, 고객사가 누구인지에 따라 수혜를 누리는 정도가 달라진다.** 특히 2차전지 장비 산업의 경우 레퍼런스를 매우 중요하게 여긴다. 배터리 셀 업체들은 생산 수율에 민감할 수밖에 없는데, 신규 라인 구축 이후 수율을

90% 이상으로 끌어올리기까지 2년 이상의 시간이 소요된다. 또한 기존의 장비를 타사의 것으로 교체할 경우 단순히 같은 자리에 장비를 넣고 빼는 것이 아니라 새롭게 제조 공정을 구축해야 한다. 그렇기 때문에 기존에 검증된 장비 업체들과 지속적으로 관계를 이어가려는 경향이 매우 강하다. 따라서, 2차전지 장비 사이클에서 국내외 배터리 셀 고객사 레퍼런스를 확보해 놓은 업체들에 주목할 필요가 있다.

셀 3사 장기계약
→ 신규 수주 우선권

동사는 압도적인 기술력으로 셀 3사인 LG에너지솔루션, 삼성SDI, SK ON에 모두 납품하는 몇 안 되는 전극 공정 장비 업체이다. 신규 수주를 확보함에 있어 고객사의 레퍼런스는 매우 중요하게 작용한다. 더 나아가, 동사의 경우 고객사와 장기간 계약을 이어오고 있는데, 이는 곧 기술력에 대한 신뢰를 의미한다. 국내 셀 3사에 모두 납품하고 장기 계약관계를 유지 중이라는 당사의 레퍼런스를 통해, 향후에 국내 셀 업체뿐만 아니라 유럽 등 신규 셀 업체들의 수주를 새롭게 확보할 때도 최우선의 위치를 점할 것으로 판단한다.

표 9. 배터리 3사 장비 밸류체인

공정	세부공정	LG에너지솔루션	SK온	삼성SDI
전극	믹싱	티에스아이, 윤성에프앤씨	윤성에프앤씨	티에스아이, 제일엠앤에스
	코팅	피엔티, 씨아이에스	피엔티, 씨아이에스	한화모멘텀, 씨아이에스
	압연	피엔티, 씨아이에스	피엔티, 씨아이에스	피엔티, 씨아이에스, 한화기계
	슬리딩	피엔티, 씨아이에스	피엔티, 씨아이에스	피엔티, 씨아이에스, 한화기계
조립	노칭	다이엔티, 디에이테크놀로지	우원기술, 유일에너지테크	피엔티, 필에너지
	스태킹	디에이테크놀로지, 풍산시스템	우원기술, 유일에너지테크	필에너지
	와인딩	코엠, 잉허커지(중국)	-	코엠, 잉허커지(중국)
	TW/PKG	이티에스, 시스템알앤디	엠플러스, 하나기술, 토틱	MOT
화성	포메이션	에이프로, 항커(중국)	원익피앤이, 항커(중국)	갑진, 삼지전자
	디개성	엔에스	엔에스	-
	IR/OCV	-	원익피앤이	-
	사이클러	원익피앤이	원익피앤이	원익피앤이
자동화 & 검사	자동화	코원테크, 아바코	SFA, 에스엠코어, 현대무빅스, 티로보틱스	코원테크, SFA
	비전	엔시스, 브이원텍, 뷰온, 신룡, 인텍플러스	엔시스, 넥스타	디아이티, 인텍플러스
	X-ray	이노메트리	이노메트리	이노메트리
	탈철기	-	대보마그네틱	-

자료: 미래셋증권, KUVIC 리서치 4팀

2.3.2. Turn Key라고 들어는 봤나? 맞춤 제작 서비스!

2차전지 장비 산업의 핵심 트렌드는 턴키(Turn Key)이다. 턴키는 열쇠(Key)만 돌리면(Turn) 모든 설비를 바로 이용할 수 있는 상태로 인도하는 것을 말한다. 이러한 방식은 주로 노하우가 부족한 신생 업체나 규모가 작은 공장을 대상으로 진행된다.

유럽향 턴키 수주로
마진을 업그레이드

EU가 자체적으로 배터리 셀 업체를 육성하고자 전폭적인 지원을 시행함에 따라 유럽 배터리 스타트업들의 턴키 장비 수요가 크게 증가하고 있다. 이러한 턴키 트렌드로 인해 장비 업체들은 마진을 측면에서 긍정적인 전망을 가지게 되었다. 유럽 신규 고객사들은 배터리 양산 노하우가 부족하고 인력 충원이 원활히 이루어지지 않아 장비를 턴키로 발주하고 초기 운영까지 장비 업체에게 맡기고자 하는 수요가 크다. 실제로 유럽 신규 스타트업 向 수주는 대부분 턴키로 발주가 이뤄지고 있으며 마진율은 10% 수준으로 국내 고객사 대비 높아 수주 증가 시 마진을 개선이 기대된다.

턴키 장비 공급을 하는 중국의 Wuxi Lead Intelligent Equipment Co.(이하 우시리드)의 사례를 보면 전극 공정부터 화성 공정까지 턴키 구축을 하면서 노동 투입이 20% 감소하고 시운전 기간 역시 2개월이 단축되었다. 인건비와 관리비용 측면에서도 일반적인 장비 공급에 비해 큰 이점을 가지며, 단일 업체로부터 세부 공정 전체를 공급받을 경우 시스템 구축이 간편하다는 점도 턴키가

가지는 장점 중 하나이다. 2차전지 제조와 같이 높은 기술력을 요하고 장비 간의 조합에 따라 수율이 달라질 수 있는 민감한 산업의 경우 검증된 턴키 공급의 가치는 더욱 올라간다.

못하는걸 못하는 피엔티, 턴키까지!

전 세계적으로는 중국의 우시리드와 잉허커지가 전극부터 후공정까지 턴키 공급을 하고 있으나, 국내의 경우 전체 공정을 모두 커버할 수 있는 턴키 업체는 없고, 세부 공정 내에서 턴키를 하는 것이 일반적이다. 전극 공정 내에서는 피엔티와 씨아이에스가 해당 기술을 보유하고 있고, 조립은 엠플러스, 화성 공정에서는 원익피엔이가 턴키 납품이 가능하다. 예외적으로 하나기술이 일부 전극 공정부터 화성 공정까지의 턴키를 시행하고 있다. 그러나, 동사의 기술력이 가장 우수하다는 평을 받는다.

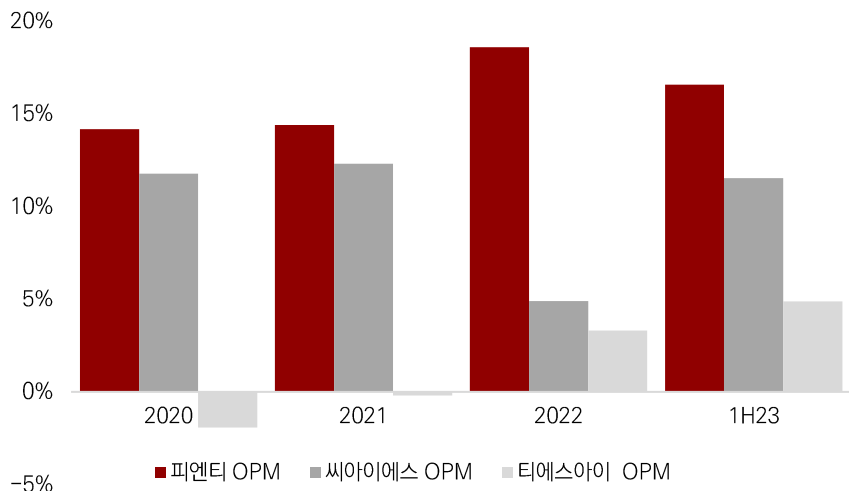
표 10. 국내 턴키 납품 업체

기업	전극 공정				조립 공정			화성 공정			자동화/검사
	믹싱	코팅	압연	슬리팅	노칭	스태킹	TW/PKG	포메이션	IR/OCV	사이클러	
피엔티											
씨아이에스											
엠플러스											
원익피엔이											
하나기술											
코원테크											
엔시스											
이노메트리											

자료: 미래에셋증권, KUVIC 리서치 4팀

동사는 턴키 역량을 바탕으로 경쟁사들을 압도하는 OPM을 보이고 있다. 분기별로 나누어 살펴볼 경우 동사의 최대 OPM은 29~34%에 달한다. 25% 이상의 OPM을 달성했던 분기의 데이터를 살펴보면 재공품이 매출로 전환되는 비중이 높다는 공통점을 가진다. 즉, 수주를 더 많이 소화할수록 OPM도 함께 개선된다는 의미이다. 향후 동사의 CAPA 증설이 예정되어 있어 수주가 매출로 연결되는 비중이 늘어날 전망이기에 OPM 역시 향상될 것으로 기대된다. 또한, 유럽 배터리 스타트업의 턴키 수요가 증가할수록 동사는 더욱 압도적인 마진율을 보일 수 있을 것이다.

그림 26. 피엔티, 씨아이에스, 티에스아이 OPM 비교



자료: QuantiWise, KUVIC 리서치 4팀

2.3.3. CAPA를 갖춘 자가 살아남는다!

향후 짧게는 3년, 길게는 7년 이상 장비 업체들의 신규 수주가 가파르게 증가할 가능성이 매우 높다. 그렇지만 수주가 곧 그 기업을 평가하는 모든 척도가 되는 것은 아니다. 수주가 일정수준을 넘어 이미 충분한 상황이라면 CAPA를 늘려 **고객사의 수요를 적기에 충족시키는 것 즉, 수주를 소화해낼 수 있는지도** 반드시 고려해야 할 요소이다. 장비 업체의 CAPA는 매출 실적과 직접적으로 연결되어 있어 실적을 결정하는 가장 핵심적인 역할을 한다.

또한, 이는 고객사와의 협상에 있어서도 고려 요소가 될 것이다. CAPA가 부족한 장비 업체는 폭발하는 수요를 빠른 시기에 납품하기 어렵게 되고, 고객사들은 해당 업체를 파트너사로 채택할 이유가 없다. 실제로 전극 공정 장비 업체인 히라노 텍시드의 경우 공급 기간이 너무 길어 국내 업체들과의 경쟁에서 밀리고 있다. 신규 수주의 증가 추세도 중요하지만, 늘어나는 수주를 소화할 능력이 있는 업체가 지금의 장비 사이클에서 가장 앞서나갈 것으로 예상된다.

동사는 2022년 신공장이 완공되어 CAPA를 기존 6,000억 원에서 1조 원 수준까지 증가시켰고, 추가적으로 수주 소화능력을 끌어올리고자 2022년에 국내 4번째 공장을 완공하여 1H23 기준 절반을 가동하기 시작했으며, 5공장도 현재 증설 중에 있다. 5공장까지 완공될 경우 총 2조원의 연간 생산 규모를 갖추게 될 예정이다. 주요 경쟁사인 Hirano의 코터 생산 능력이 충분치 못하다는 평가가 나오는 상황에서, 동사는 선제적인 대응으로 곧 닥쳐올 수주 릴레이를 비교적 원활하게 소화할 수 있을 것으로 판단한다.

수주에 맞춰 CAPA도 2조 원까지 간다

표 11. 피엔티 공장 규모

공장	연간 생산 규모	비고
국내 1공장	6,000억 원	
국내 2공장		
국내 3공장		
중국 시안 공장		증설 진행 중
국내 4공장	4,000억 원	22년 완공. 1H23 절반 가동. 증설 진행 중
국내 5공장	1조 원	증설 진행 중

자료: 피엔티, KUVIC 리서치 4팀

3사 레퍼런스, 턴키, 유럽 수주, CAPA 증설, 기술력까지? 피엔티가 대장일 수 밖에

국내 장비 업체들 중 배터리 3사 레퍼런스를 모두 보유하고 있고, 턴키 납품이 가능하여 유럽向 수주가 이루어지는 동시에 증가하는 수주에 맞춰 원활한 CAPA 증설이 이루어지고 있는 업체는 동사와 씨아이에스가 유이다. 그러나, 동사는 씨아이에스 보다, 기술력, 수주잔고, 그리고 OPM의 측면에 있어 압도적 우위를 보인다. CAPA 측면에서도 동사는 이미 1조 원 규모가 확보되어 있는 반면 씨아이에스는 현재 2,000억 원, 신공장 증설이 완료되어도 3,500억 원에 불과하다. 따라서, 국내 1위 롤투를 기술력을 바탕으로 최고의 장비주로서의 조건을 모두 갖춘 동사를 이번 장비 사이클의 최대 수혜주로 제시한다.

3. 피엔티의 ‘동박’꽃 필 무렵

3.1. 동박 시장은 결국 기술력 싸움!

3.1.1. 얇고 길고 넓은수록 좋다! High-End 동박~

세계적으로 전기차의 수요가 급증함에 따라 고품질·고성능 배터리에 대한 요구도 증가하고 있다. 이에 따라 2차전지향 동박(전지박) 공정에 요구되는 기술 수준이 상향되는 추세이다. 고품질·고성능 배터리 제조를 위해서는 “얇고(극박화)”, “넓고(광폭)”, “긴(장조장)” 동박이 필요하다.

“얇고”, “넓고”, “긴” 동박 주세요~

얇을수록 밀도 UP!
무게는 DOWN!

먼저, **배터리의 용량 증대와 경량화**를 위해서는 얇은 동박 즉, 극박이 필요하다. 동박이 얇을수록 동일한 공간에 확보하는 활물질의 양이 증가하여 탑재량이 늘어나게 되어 **출력과 에너지 밀도가 증가해 무게를 줄일 수 있고**, 양극과 음극 간의 거리 단축으로 충전 속도가 빨라져 **수명의 장기화**가 가능해진다.

High-End 동박,
경량화 트렌드의 필수품

경량화 트렌드에 대응하기 위하여 **High-End(하이엔드) 동박**에 대한 수요가 나날이 증가하고 있다. 하이엔드 동박이란 10 μ m 두께의 범용 제품과 달리 **6 μ m이하의 얇은 두께로 제작되는 동박**으로, 얇지만 강도가 강하고 길게 늘어나 배터리의 용량과 수명을 더욱 장기화시킬 수 있는 동박이다. SNE리서치는 2022년 1만 톤 수준이던 미국 하이엔드 동박 시장이 2026년 10만 톤으로 10배의 성장을 이룬 뒤, 2030년에는 34만 톤으로 가파른 성장세를 보일 것으로 예상하고 있으며 유럽의 경우에도 2022년 1만 톤 수준에서 2030년 29만 톤으로 높은 성장세를 보일 것으로 전망하고 있다.

길고 넓을수록 생산성 UP!
제조단가는 DOWN!

동박의 두께 뿐만 아니라 **길이와 폭도 핵심 기술 요소**이다. 동박은 롤 단위로 생산되는데, 동박의 길이가 길수록 고객사가 롤을 교체할 때 발생하는 **비용과 시간이 획기적으로 단축**되며 품질 유지에도 큰 도움이 된다. 또한 **광폭이 넓은 동박**을 사용할수록 동일한 시간 안에 생산할 수 있는 음극의 **면적이 증가**한다. 따라서, 동박이 넓고 길수록 고객사에서 한 번에 제조하는 전지 양이 증가하기 때문에 동박의 광폭과 장조장 기술력이 **생산성 향상과 제조단가 하락**에 있어 핵심적이다.

3.2. 높아도 너~무 높은 동박 시장 진입장벽

대규모 설비 투자
+ 고도의 기술력
= 진입장벽 ↑

2차전지를 구성하는 소재 중 동박이 차지하는 비중은 5%로 큰 비중을 차지하는 것은 아니나, 1만 톤당 투자 비용이 1,450억원으로 소재 중 **가장 높은 대규모 설비**를 필요로 한다. 이에 더해 앞서 살펴보았듯 **고도의 기술력**이 요구되고, 제품 생산까지 수 년 이상의 시간이 소요되기에 **신규 진입이 매우 어려워 진입장벽이 높은 시장**이다.

소수의 동박 시장 Player

현재 글로벌 완성차 업체에 공급 가능한 고품질 동박을 제작할 수 있는 기업이 전세계적으로 6개 (한국의 SKC, 롯데머티리얼즈, 중국의 Wason, 대만의 CCP, 일본의 Nippon Denkai, Furukawa) 밖에 존재하지 않는다는 점이 동박 시장의 높은 진입장벽을 보여준다. 동박을 생산하는 기업 뿐만 아니라 동박 제조에 필요한 장비를 납품하는 기업의 수도 전세계적으로 3개 밖에 존재하지 않는다. 국내에서 동박제조장비를 생산하는 업체는 동사인 피엔티가 유일하며, 해외 기업으로는 일본의 미후네와 뉴후롱이 있다.

그림 27. 2차전지 주요 소재별 원가 비중

■ 모듈 ■ 전해액 ■ 분리막 ■ 음극재 ■ 양극재 ■ 동박 ■ 알루미늄박

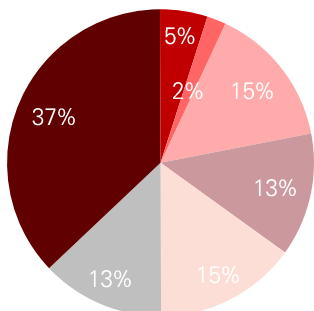
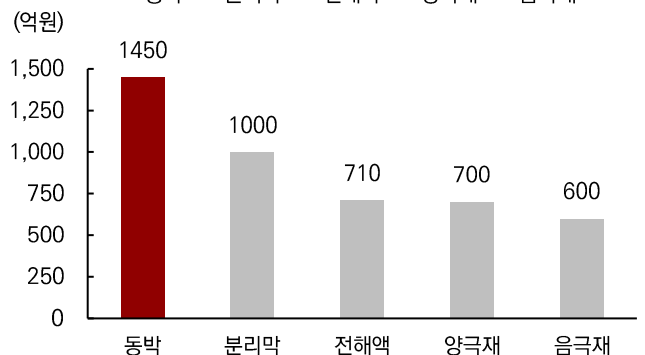


그림 28. 2차전지 주요 소재별 CAPEX

■ 동박 ■ 분리막 ■ 전해액 ■ 양극재 ■ 음극재



자료: 교보증권, KUVIC 리서치 4팀

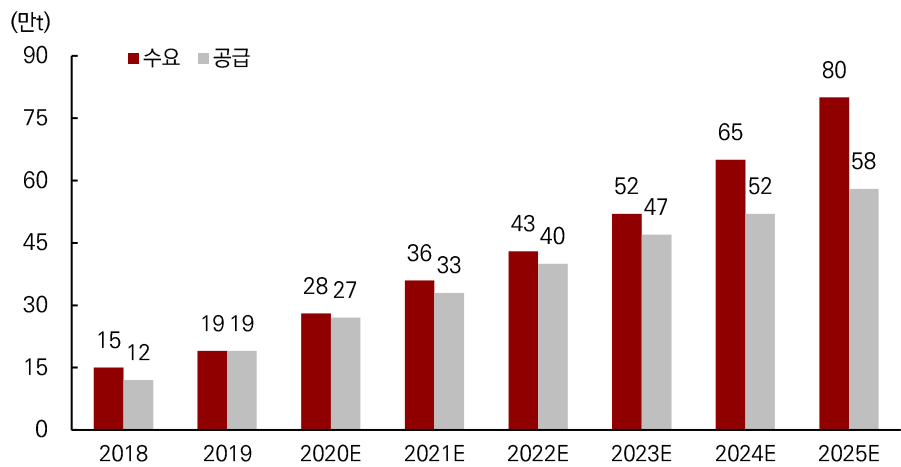
주) 1만톤당 투자 비용
자료: IBK투자증권, KUVIC 리서치 4팀

동박이 모자라~
장기화될 공급 부족 현상

3.3. 없어서 못 파는 동박: 동박 공급 부족 현상은 지속될 것

과거 동박은 흔히 4대 핵심 소재로 꼽히는 양극재, 음극재, 전해질, 분리막에 비해 주목받지 못했다. 게다가, 타 소재 대비 높은 설비 투자 비용이 요구되는 특성으로 인하여 동박 업체들의 증설과 신규 기업의 진입 속도가 2차전지 업체들의 급격한 증설 속도를 따라가지 못했다. 이렇게 동박 공급이 증가하지 않던 상황에서, 전기차에 대한 수요가 폭발적으로 증가함에 따라 동박 공급이 수요를 따라가지 못하는 공급 부족 상황이 발생했다. 앞서 살펴보았듯이, 최근 고성능 배터리 요구가 증가함에 따라 동박에 요구되는 기술 수준이 높아지고 있으며, 고품질 동박과 동박 제조 장비를 생산할 수 있는 기업이 소수 밖에 존재하지 않는다. 또한, 동박 장비 생산에 소요되는 시간이 1년 정도로 길어 CAPA 증설 속도가 빠르게 이뤄지기 어렵기에 동박의 공급 부족 상황은 장기화될 것으로 판단한다.

그림 29. 2차전지용 동박 수요/공급 전망



자료: NH투자증권 리서치본부, KUVIC 리서치 4팀

중국발 공급과잉 우려?
고품질 동박 생산과
IRA 수혜로 고민 해결!

그러나, 최근 중국의 급격한 CAPA 증설로 인하여 글로벌 범용 동박 시장에서 중국발 공급 과잉이 발생함에 따라 국내 동박 업체인 SK넥셀리스와 롯데머티리얼즈의 실적 부진을 초래한 바 있다. 이로 인해 저가 수주 경쟁에 대한 우려가 존재한다. 그러나, 중국 동박 업체의 경우 대부분이 저가 범용 동박을 생산 중에 있기에 SK넥셀리스와 롯데머티리얼즈를 비롯한 국내 동박 업체는 기술력을 앞세운 고품질 하이엔드 동박 생산을 통해 경쟁력을 키워 중국과의 격차를 벌릴 전망이다. 또한, 최근 미국 에너지부(DOE)가 발표한 '2023년 핵심 소재'에 동박의 원료인 구리가 포함되었다. 추후 IRA를 통해 동박이 핵심광물로 추가된다면, 미국 또는 미국과 FTA를 맺은 국가 내에서 동박을 생산하는 동박 업체들의 수혜가 이어질 것으로 전망한다.

동박 업체들의 CAPA는
계속 늘어날 예정

3.4. 동박 업체들의 적극적 CAPA 증설

전기차 시장의 성장에 따른 동박에 수요 증가 및 동박 공급 부족 현상이 장기화될 것으로 예상됨에 따라 주요 동박 업체들이 CAPA 증설 계획을 적극적으로 추진 중에 있으며, 신규 업체도 동박 시장의 높은 진입장벽으로 인해 기존의 동박 업체 인수를 통해 새롭게 시장에 진입하는 추세이다.

SKC의 이차전지용 동박사업 투자사인 SK넥셀리스는 스웨덴 배터리 제조사 노스볼트, 독일 배터리 제조사 바르타, 일본의 인비전AESC에 수 조원 규모의 동박을 공급하는 계약을 체결하였다. 이에 따라 올해 하반기부터 5만톤 규모의 말레이시아 공장을 가동하고 이후 24년과 25년에 걸쳐 유럽과 북미 공장 증설을 통해 2025년까지 총 연간 25만톤의 동박 생산능력을 갖출 전망이다.

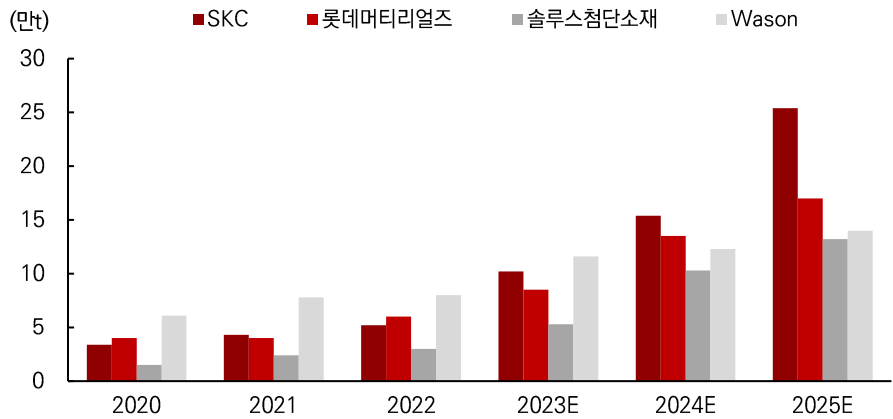
표 12. SKC 동박 CAPA 증설 계획

지역		생산규모(만t)	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	2H25
한국	전북 정읍	5.2						
아시아	말레이시아	5						
유럽	폴란드	5.2						
북미	미국	5						
중국	미국 or 캐나다	5						

자료: KUVIC 리서치 4팀

롯데에너지머티리얼즈는 스페인 몬로이치에 연간 3만톤 규모의 전기차 배터리용 하이엔드 동박을 생산하는 스마트팩토리 건설에 나선다. 글로벌 CAPA 증설을 통해 2022년 6만톤에서 2028년 24만톤까지 생산 능력을 확대할 계획이다. 솔루스첨단소재는 Circuit Foil Luxembourg의 인수를 통해 전기차 배터리용 동박 시장에 진출하였다. 유럽과 북미를 중심으로 CAPA 증설에 힘쓰는 중이며, 캐나다 1공장과 2공장, 헝가리 2공장 추가 증설을 통해 2025년까지 총 연간 13만톤의 동박 생산능력을 갖출 것으로 예상된다. SK가 30%의 지분을 확보 중인 중국의 Wason은 2025년까지 총 연간 14만톤의 동박 생산능력을 갖출 전망이다. 고려아연은 올해 하반기부터 동박 시장에 진출하여 2025년까지 총 연간 4.8만톤의 동박 생산능력을 갖출 것으로 예상된다.

그림 30. 주요 동박 업체 CAPA 전망



자료: 각 사 자료, KUVIC 리서치 4팀

3.5. High-End 동박을 만들려면 High-Tech 동박 제조 장비가 필요하지!

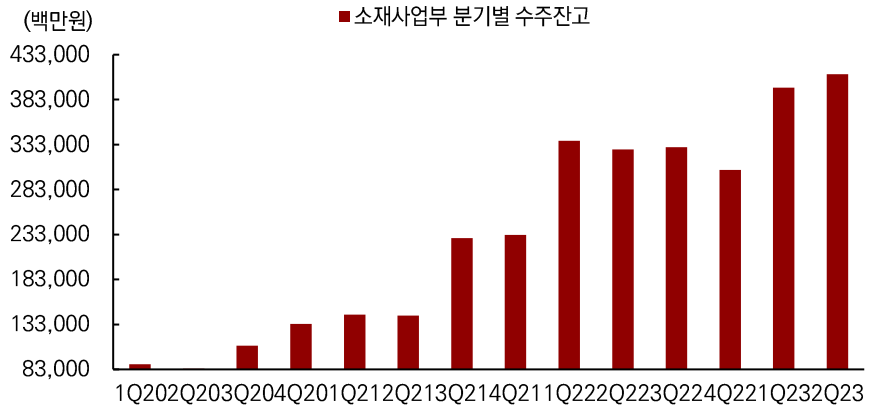
고품질 동박 생산에는
고난도 기술력 기반 장비가 필수!

얇서 얇고 넓고 긴 동박을 제조하는 것의 중요성에 대해 살펴보았다. 그렇기에, 이러한 까다로운 조건을 갖춘 고품질 동박을 제조하기 위해서는 기술력이 뛰어난 장비가 필수적이다. 경량화를 위해 동박을 얇게 만드는 것이 중요하나, 얇게 만들 수록 생산 과정 중에 동박이 접히거나, 찢어지거나, 또는 동박에 울음 또는 주름이 발생할 확률이 높아진다. 이처럼 동박 생산 과정 중 불량 발생한다면 공정 설비를 즉각 중단하고 해당 문제들을 해결한 후 설비를 재가동시켜야 하기 때문에 생산성이 저하되며, 안정적인 제품 생산이 어려워진다. 따라서, 배터리 업체들이 당면하고 있는 고성능화와 생산단가 하락의 문제가 동박 제조 장비 업체의 기술 난이도를 높이는 요소로 작용하고 있다.

- TOP-PICK = 피엔티
- 1) 롤투롤 장비 1위 기업
 - 2) 장기 계약 레퍼런스 보유
 - 3) 증가하는 수주잔고

동사 소재 사업부의 주요 제품은 동박 장비이다. 동사는 롤투롤 공정에 압도적인 기술 경쟁력을 확보하고 있는 상황에서 유일하게 국내에서 동박 제조 장비를 생산하는 기업이자, SKC, Wason 등 주요 동박 업체들과의 장기 계약 레퍼런스를 보유한 기업이다. 실제로 동사의 소재사업부 수주잔고는 지속 상승 추세에 있다.

그림 31. 피엔티 소재사업부 분기별 수주잔고



자료: QuantiWise, KUVIC 리서치 4팀

동박 시장의 성장 속 가장 빛이 날 '피엔티'

따라서, 전기차 시장의 폭발적 성장으로 동박 시장이 활황을 보일 흐름 속에서 국내에서 유일하게 동박 제조 장비를 생산해낼 수 있는 기업인 동사의 수혜는 당연해 보인다. 동사는 앞선 분석에서 살펴보았듯, 1) 고품질 동박 생산에 특화된 롤투를 장비 1위 기업으로서의 기술력 보유, 2) 주요 동박 업체와의 장기 계약관계 레퍼런스 보유, 3) 증가하는 수주잔고를 통해 전방산업의 수혜에 따른 성장성을 증명해낼 수 있는 기업이다. 그렇기에, 동박 시장의 성장에 따라 국내 롤투를 장비 1위 업체인 동사의 수혜가 가장 클 것으로 판단하여 Top-pick으로 제시한다.

IV. 투자 Risk

1. 신공장 완공 및 양산 지연

동사는 폭발적으로 증가하는 수주에 맞춰 CAPA 증설을 진행 중에 있다. 2022년 4공장이 완공되어 현재 가동 중에 있고, 2024년~2025년 사이에 5공장도 완공될 것으로 예상된다. 하지만 동사의 과거 공장 증설 이후 매출액 추이를 보면 공장 완공 이후 곧바로 생산실적이 늘어나지 않는다는 것을 확인할 수 있다. 특히 2차전지 사업부의 경우 2014년에 신공장 증설이 있었음에도 불구하고 실질적인 생산실적의 개선은 2015년부터 2019년까지 점진적으로 이루어졌다. 이는 사업 특성상 고객사마다 각기 다른 형태의 납품 계약과 제조 방식을 채택하여 기존에 유지했던 수주에 대해서는 신설 공장 장비의 시스템을 적용하기 어렵기 때문인 것으로 추정된다. 즉, 공장 증설 이후 발생하는 수주에 대해서만 본격적인 CAPA 증설의 효과가 나타난다고 볼 수 있다. 2022년에 완공되어 2023년 가동을 시작한 구미4공장의 경우에도 23년 상반기에 전체 설비의 절반만 가동이 되는 상황이었으며, 가동률 역시 턴키 방식의 공급이 증가했음을 고려하더라도 크게 감소한 수치를 보였다.

2021년부터 크게 증가한 수주를 소화함에 있어서는 공장 증설의 효과가 다소 미미할 수 있다는 점이 동사의 투자 리스크라고 판단한다. 그러나, 2023년~2025년 사이의 신규수주가 가파르게 증가할 것으로 예상되기 때문에 과거 2014년의 공장 증설 Case보다는 빠르게 생산실적 개선으로 이어질 가능성이 높다. 해당 **공장 지연 가동 리스크를 반영하고자 Case별로 공장 가동 시점과 가동 비율 등을 나누어 동사의 매출액을 추정하였다.**

2. 장비 사이클 이후의 불확실성

현재 동사를 비롯한 2차전지 장비 업체들은 21년도부터 지속되는 장비 발주 사이클의 중심에서 그 수혜를 누리고 있다. 그러나 전방 산업이 성숙기에 접어들게 되면 장비 산업 역시 지금과 같은 성장세를 유지하기는 어렵다. 2차전지 산업 전반이 20년대 후반에 다다르면서 피크 아웃할 것이라는 전망이 나오고 있는 가운데 장비 산업은 몇 차례의 장비 공급 웨이브가 끝나면 상대적으로 빠르게 하락세로 접어들 우려가 있다. 따라서 2025년까지의 사이클 이후의 전망이 불확실한 상황이다.

국내 장비 업체들이 여러 신사업에 뛰어드는 것도 이러한 이유 때문이다. 동사의 경우 LFP 배터리와 폐배터리 로봇을 넥스트 스테이지로 삼았다. 2024년 말부터 0.2Gwh LFP 배터리를 직접 생산하여 납품할 계획임을 밝혔고, 2027년 상용화를 목표로 폐배터리 재활용 AI로봇 연구개발을 진행 중에 있다.

LFP 배터리는 전기차 시장의 새로운 대세로 떠오르고 있다. LFP는 기존 삼원계 배터리의 절반 가격에 가공이 가능하다는 장점이 있어 중국의 주도 하에 빠르게 파이를 넓히는 중이다. 테슬라, 현대자동차, 폭스바겐, 메르세데스 벤츠 등이 LFP를 채택한 상황이며 이에 따라 국내에서도 LFP 생산에 대한 기대감이 커지고 있다. 폐배터리 산업 역시 상당히 밝은 전망을 보이는 분야이기 때문에 신사업으로의 성공적인 진출이 이루어진다면 **장비 사이클이 하락세로 돌아서는 시점에서도 사업부 개편을 통해 장기적인 성장을 이어갈 수 있을 것으로 보인다.**

3. 美 대선에 따른 전기차 정책 변화

바이든 정권 하에 미국은 전기차 구매 및 생산을 모두 장려하는 정책을 쏟아냈고, 대한민국을 포함한 전 세계 전기차 시장에 큰 영향을 미쳐왔다. 대표적으로 IRA 법안은 현재 북미에 우리나라 배터리 셀 업체들의 합작법인 설립과 생산설비 증설 러쉬를 불러온 중요한 이슈였다. 그러나 내년 말에 예정된 미국의 대선에서 공화당이 정권을 잡을 경우 이전 정권에서 지원해오던 전기차 관련 혜택들이 유지될지는 의문이다. 최근 7월에 미시간주에서 연설한 트럼프가 "전기차는 미국 자동차 일 자리의 절반 이상을 없애고 이미 파괴한 공급업체를 고사시킬 것"이라고 말하고 "모든 전기 자동차에 대한 추진은 미국을 죽이고 있다"며 "그것은 미시간 주를 죽이고 있으며 중국에 대한 전복적인 지지다"라고 말한 부분에서, 정권 교체 시 북미 전기차 시장이 처할 환경이 어떠한 방향으로 변화할지 예측하기 어려워졌다는 평가가 있다.

그러나, 공화당이 정권을 잡아도 기존에 확정된 법안 자체를 무효화하기는 어렵다. 또한, 소재사업 분야의 동박 사업은 여전히 과잉 수요가 지속되어 수주가 이어질 것이고, 2차전지 사업부도 자동차OEM과 유럽 등 신규 고객사들의 수주도 계속 이어질 전망이기에 해당 리스크는 동사가 선제적으로 보완하고 있는 부분으로 판단한다.

V. Valuation

1. 매출 추정 논리

1.1. 2차전지 사업부

표 13. 피엔티 2차전지 사업부 매출

(백만 원)	2023E			2024E			2025E		
	Bull	Base	Bear	Bull	Base	Bear	Bull	Base	Bear
연도별 매출	614,373	603,550	603,550	1,079,111	1,069,616	1,051,853	1,528,351	1,506,979	1,495,756

자료: KUVIC 리서치 4팀

1.1.1. 신규 수주 추정

동사의 고객사 비중은 국내 업체向과 해외 업체向이 각각 50%를 차지한다. 국내 업체의 경우 국내 배터리 셀 3사(LG엔솔, 삼성SDI, SK온)이 절대적인 비중을 차지하고, 해외 업체의 경우 중국 업체들의 비중이 높다는 것 외에는 구체적인 고객사 정보를 알기 어렵다.

신규 수주는 크게 국내 업체 向과 해외 업체 向으로 나누어 추정하였다. 국내 업체 向 매출은 배터리 셀 3사의 설비 투자 금액을 기반으로 하였으며, 해외 업체 向 매출은 고객사 데이터가 부재하여 지역별 전기차 판매량 변화 지표에 기반하여 추정하였다.

1.1.1.1. 국내 업체 向

일반적으로 배터리 셀 업체의 설비 투자 금액 중 약 40~50% 가량이 장비 발주에 투입된다. 공정별로 살펴보면 국내 배터리 셀 3사 기준 전극 공정이 장비 발주액의 27.7%, 조립 공정이 26.8%, 화성 공정이 19.5%, 자동화&검사 공정이 26%를 차지한다. 동사의 주요 사업 영역인 전극 공정 내에서는 믹싱, 코팅, 압연, 슬리팅이 각각 전체 매출의 9.9%, 12.3%, 4.7%, 0.8%를 차지한다.

표 14. 배터리 3사 전극&조립 공정 장비 발주액 중 피엔티 점유율

	2018	2019	2020	2021	2022	평균
LG엔솔	3.0%	2.0%	1.2%	3.2%	1.7%	2.2%
삼성SDI	0.8%	1.2%	0.6%	1.5%	1.7%	1.1%
SK온	18.8%	13.0%	2.8%	9.9%	4.8%	9.9%

자료: KUVIC 리서치 4팀

배터리 셀 3사의 설비 투자액 중 전극 및 조립 공정에 투입되는 장비 발주액과 동사의 신규 수주액을 비교하여 배터리 셀 3사 내에서의 점유율을 추정하였다. 향후 예상되는 설비 투자액 증가 추이에 추정된 점유율을 반영하여 동사의 국내 업체 向 신규 수주를 추정하였다. 이때 배터리 업체들의 설비 투자액은 향후 예정되어 있는 CAPA 증설 계획에 연동하여 추정하였다.

표 15. 배터리 셀 3사 설비 투자액 추정

(억 원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
LG엔솔	10,085	26,783	16,604	24,028	62,909	95,901	112,677	150,702
% of Growth	-	165.6%	-38.0%	44.7%	161.8%	52.4%	17.5%	33.7%
삼성SDI	15,896	18,001	14,653	21,377	25,949	40,001	50,221	72,937
% of Growth	-	13.2%	-18.6%	45.9%	21.4%	54.2%	25.5%	45.2%
SK온	5,506	14,138	24,894	26,904	74,786	86,179	134,868	219,586
% of Growth	-	156.8%	76.1%	8.1%	178.0%	15.2%	56.5%	62.8%
합계	31,487	58,922	56,151	72,309	163,644	222,082	297,766	443,225
% of Growth	-	87.1%	-4.7%	28.8%	126.3%	35.7%	34.1%	48.9%

자료: 각 사, KUVIC 리서치 4팀

표 16. 배터리 셀 3사 CAPA 추정

(Gwh)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
LG엔솔	35	70	100	153	225	343	403	539
% of Growth	-	100.0%	42.9%	53.0%	47.1%	52.4%	17.5%	33.7%
삼성SDI	9.5	20	30	50	65	100.2	125.8	182.7
% of Growth	-	110.5%	50.0%	66.7%	30.0%	54.2%	25.5%	45.2%
SK온	1.1	5	20	49.5	76.8	88.5	138.5	225.5
% of Growth	-	354.5%	300.0%	147.5%	55.2%	15.2%	56.5%	62.8%
합계	45.6	95	150	252.5	366.8	531.7	667.3	947.2
% of Growth	-	108.3%	57.9%	68.3%	45.3%	45.0%	25.5%	41.9%
가중치	8.72	19.5	37	70.25	105.26	140.57	190.13	283.92
% of Growth	-	123.6%	89.7%	89.9%	49.8%	33.5%	35.3%	49.3%

자료: 각 사, KUVIC 리서치 4팀

1.1.1.2. 해외 업체 向

동사의 해외 고객사는 구체적으로 공개가 되어 있지 않은 관계로 국내 업체 추정과 동일하게 설비 투자액을 연동하는 데 제한이 있다. 따라서 배터리 셀 산업의 전방 산업인 전기차 시장의 성장을 따라갈 것이라 가정하였는데, 이때 배터리 셀의 수요를 측정하는 지표로 전기차 판매량을 활용하였다.

표 17. 지역별 전기차 판매량 추정

(대)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
미국	630,000	990,000	1,127,105	1,435,158	2,298,773
% of Growth	114.3%	57.1%	13.8%	27.3%	60.2%
중국	3,250,000	5,900,000	6,300,000	6,800,000	8,500,000
% of Growth	185.1%	81.5%	6.8%	7.9%	25.0%
유럽	2,300,000	2,600,000	2,948,473	3,343,651	4,300,000
% of Growth	66.7%	13.0%	13.4%	13.4%	28.6%
기타	319,997	709,999	876,788	1,082,759	1,651,226
% of Growth	105.1%	121.9%	23.5%	23.5%	52.5%
합계	6,500,000	10,200,000	11,252,366	12,661,568	16,750,000
% of Growth	118.9%	56.9%	10.3%	12.5%	32.3%

주1) IEA, Evadoption, Statista의 예측치 평균을 사용

자료: IEA, Evadoption, Statista, KUVIC 리서치 4팀

동사의 신규 수주와 지역별 전기차 판매량 지표의 상관계수를 구했을 때, 0.903이라는 높은 수치를 확인할 수 있었다. 해외 업체 수주 중 '미국 : 중국 : 유럽'의 비율이 '1 : 7 : 2'임을 반영하여 가중평균을 대입할 경우 상관계수가 0.916까지 상승한다.

표 18. 피엔티 신규 수주와 전기차 판매량 간의 상관계수

	전기차 판매량	지역별 가중
상관계수	0.903	0.916

자료: KUVIC 리서치 4팀

1.1.1.3. 연도별 및 분기별 신규 수주 추정

표 19. 피엔티 2차전지 사업부 신규 수주

(백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
신규 수주	241,697	431,389	161,142	623,230	844,484	1,412,998	1,831,240	2,630,850
% of Growth	66.9%	78.5%	-62.6%	286.8%	35.5%	67.3%	29.6%	43.7%

자료: KUVIC 리서치 4팀

동사의 분기별 매출 비중은 특별한 계절성은 보이지 않으며 각 분기별로 유사한 비중을 보인다. 해당 분기별 신규 수주 추이를 반영하여 위의 연도별 신규 수주 추정치를 소재 사업의 분기별 신규 수주 비중에 따라 배분하였다.

1.1.2. 수주 소화율 기반 매출추정

동사의 수주 소화율은 CAPA에 따라 변화할 것이라고 가정했다. 과거 데이터를 살펴보면 2017~2018년 사이에 생산 대수가 크게 감소하였으나 해당 시점에 2차전지 생산 실적은 크게 증가하였다. 이 시기에 기존 소재 사업부 중심의 시스템에서 2차전지 사업부 위주로 대대적인 개편이 있었던 것으로 추정된다.

표 20. 피엔티 생산실적(금액) 추이

(대)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
2차전지	318	94	239	234	369	726	824	1,806	2,709	2,749	2,473	3,126
% of Growth	-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
% Share	42.6%	18.0%	30.2%	23.4%	46.2%	69.8%	56.8%	74.0%	87.2%	78.6%	68.9%	76.2%
소재	429	427	552	765	430	314	627	633	397	748	1,115	975
% of Growth		-57.6%	67.5%	-22.5%	97.2%	51.2%	-18.7%	30.4%	17.8%	-9.9%	-12.3%	10.6%
% Share	57.4%	82.0%	69.8%	76.6%	53.8%	30.2%	43.2%	26.0%	12.8%	21.4%	31.1%	23.8%

자료: 피엔티, KUVIC 리서치 4팀

한편 과거 생산실적 추이를 살펴보면 2015년, 2018년, 2019년, 그리고 2022년도에 유의미한 성장세가 나타난다. 동사의 마지막 공장 증설은 2014년이었는데, 이 두가지 데이터를 비교하였을 때 공장 증설이 곧바로 CAPA 확장으로 이어지지 않는다는 것을 유추할 수 있다. 2022년에 완공되어 23년도 상반기에 가동을 시작한 동사의 구미4공장 역시 전체 시설의 절반만 가동하고 있는 상황이다.

2023년 이후에는 구미4공장 가동률 증가와 구미5공장 완공 등 CAPA 확대를 기대할 수 있는 요소들이 있다. 기존 6,000억 원 수준이었던 CAPA가 2022년 구미4공장 완공에 따라 1조 원 규모로 증가하였으며, 구미5공장 완공 시 2조 원까지 확대될 전망이다. 동사의 이러한 CAPA 확대 이후의 수주 소화율을 파악하기 위해 생산실적의 향상이 있었던 4개년(2015, 2018, 2019, 2022) 중 신규 수주 증가율이 2023년도 추정치와 매우 유사한 2018년의 지표를 토대로 수주 소화율을 추정하였다.

신규 수주의 성장과 수주 소화율의 성장이 동시에 일어났던 2017~2018년 사이의 데이터를 살펴보면 CAPA는 3,407억 원에서 4,443억 원으로 30.4% 성장했다. 같은 시기에 신규 수주는 66.9% 상승했고, 그 결과 수주 소화율은 5.4%가 감소했다. 해당 수치에 2023~2025년 CAPA 증설 전망을 Case별로 나누어 적용하였다. 기초 수주잔고와 전기 수주소화율을 곱하여 Case별 연간 매출액을 추정하였고, 이후 2차전지 사업부의 평균 분기별 매출 비중(1Q: 23%, 2Q: 27%, 3Q: 23%, 4Q: 27%)에 따라 분기별 매출액을 산출하였다.

표 21. 피엔티 CAPA Bull/Base/Bear Case

Bull	23년 CAPA 1조원, 24년 상반기부터 구미5공장 절반 가동하여 24년 CAPA 1조5천억원, 25년 CAPA 2조원 가정
Base	23년 CAPA 8,000억원, 24년 상반기부터 구미5공장 1/4 가동하여 24년 CAPA 1조2500억원, 25년 CAPA 1조5천억원 가정
Bear	23년 CAPA 8,000억원, 25년 상반기부터 구미5공장 가동하여 24년 CAPA 1조원, 25년 CAPA 1조 2500억원 가정

자료: KUVIC 리서치 4팀

표 22. 피엔티 2차전지 사업부 전기 수주소화율

(억원,%)	2022	2023E			2024E			2025E		
		Bull	Base	Bear	Bull	Base	Bear	Bull	Base	Bear
CAPA	6,000	10,000	8,000	8,000	15,000	12,500	10,000	20,000	15,000	12,500
% of Growth		66.7%	33.3%	33.3%	50.0%	56.3%	25.0%	33.3%	20.0%	25.0%
수주소화율	52.7%	49.5%	46.4%	46.4%	45.1%	42.7%	40.1%	39.7%	36.6%	34.8%
% of Growth		-6.0%	-11.9%	-11.9%	-9.0%	-7.8%	-13.4%	-11.9%	-14.3%	-13.4%

자료: KUVIC 리서치 4팀

표 23. 피엔티 2차전지 사업부 분기별 매출(Bull Case)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
분기초 수주잔고	1,125,436	1,360,363	1,331,491	1,691,140	1,981,089	2,267,043	2,444,460	2,716,727	2,919,087	3,358,135	3,646,415	4,066,430
신규 수주	336,132	56,822	530,423	489,621	488,941	417,523	479,785	444,991	702,437	599,834	689,283	639,296
매출 반영된 수주	101,205	85,694	170,775	199,672	202,987	240,106	207,517	242,632	263,389	311,554	269,268	314,831
분기말 수주잔고	1,360,363	1,331,491	1,691,140	1,981,089	2,267,043	2,444,460	2,716,727	2,919,087	3,358,135	3,646,415	4,066,430	4,390,895
전체 수주소화율	6.9%	6.0%	9.2%	9.2%	8.2%	8.9%	7.1%	7.7%	7.3%	7.9%	6.2%	6.7%
전분기 수주소화율	9.0%	6.3%	12.8%	11.8%	10.2%	10.6%	8.5%	8.9%	9.0%	9.3%	7.4%	7.7%
전년도 수주소화율	49.5%				45.1%				39.7%			

자료: KUVIC 리서치 4팀

표 24. 피엔티 2차전지 사업부 분기별 매출(Base Case)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
분기초 수주잔고	1,125,436	1,360,363	1,331,491	1,707,450	2,016,470	2,309,537	2,495,366	2,774,904	2,985,765	3,439,722	3,745,638	4,180,895
신규 수주	336,132	56,822	530,423	489,621	488,941	417,523	479,785	444,991	702,437	599,834	689,283	639,296
매출 반영된 수주	101,205	85,694	154,464	180,601	195,875	231,693	200,246	234,131	248,480	293,918	254,025	297,010
분기말 수주잔고	1,360,363	1,331,491	1,707,450	2,016,470	2,309,537	2,495,366	2,774,904	2,985,765	3,439,722	3,745,638	4,180,895	4,523,182
전체 수주소화율	6.9%	6.0%	8.3%	8.2%	7.8%	8.5%	6.7%	7.3%	6.7%	7.3%	5.7%	6.2%
전분기 수주소화율	9.0%	6.3%	11.6%	10.6%	9.7%	10.0%	8.0%	8.4%	8.3%	8.5%	6.8%	7.1%
전년도 수주소화율	46.4%				42.7%				36.6%			

자료: KUVIC 리서치 4팀

표 25. 피엔티 2차전지 사업부 분기별 매출(Bear Case)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
분기초 수주잔고	1,125,436	1,360,363	1,331,491	1,707,450	2,016,470	2,321,430	2,521,327	2,813,024	3,038,101	3,500,572	3,816,559	4,260,521
신규 수주	336,132	56,822	530,423	489,621	488,941	417,523	479,785	444,991	702,437	599,834	689,283	639,296
매출 반영된 수주	101,205	85,694	154,464	180,601	183,982	217,625	188,088	219,915	239,965	283,847	245,321	286,832
분기말 수주잔고	1,360,363	1,331,491	1,707,450	2,016,470	2,321,430	2,521,327	2,813,024	3,038,101	3,500,572	3,816,559	4,260,521	4,612,985
전체 수주소화율	6.9%	6.0%	8.3%	8.2%	7.3%	7.9%	6.3%	6.7%	6.4%	6.9%	5.4%	5.9%
전분기 수주소화율	9.0%	6.3%	11.6%	10.6%	9.1%	9.4%	7.5%	7.8%	7.9%	8.1%	6.4%	6.7%
전년도 수주소화율	46.4%				40.1%				34.8%			

자료: KUVIC 리서치 4팀

1.2. 소재 사업부

표 26. 피엔티 소재 사업부 매출

(백만 원)	2023E			2024E			2025E		
	Bull	Base	Bear	Bull	Base	Bear	Bull	Base	Bear
연도별 매출	166,109	146,972	146,972	271,929	241,745	200,513	360,243	306,115	269,920

자료: KUVIC 리서치 4팀

1.2.1. 신규 수주 추정

동사의 소재 사업부는 동박, 광학필름, OCA 필름 등 각종 디스플레이 소재용 특수 필름 및 전자/전기 소재를 생산하는 장비 등을 생산하는 사업부이다. 이 중 동박 관련 설비가 전체 소재 사업부 매출의 약 85%를 차지하며, 2022년 1분기 말 기준, 동사의 소재 사업부 수주 잔고는 동박 60%, 디스플레이 30%, 기타 10%로 구성되어 있다. 동사의 동박 사업 주요 고객사는 2022년 기준 국내의 경우 SK넥실리스(41.9%)와 고려아연(3.7%)이며 국외의 경우 Wason 등 중국 업체(54.5%)이다. 동사의 주요 고객사의 가중 CAPA와 신규 수주 간의 상관관계수가 0.72로 양의 상관관계에 있다고 판단하여, 동사의 주요 동박 고객사 비중을 추정 후 해당 업체들의 CAPA 증설 계획을 반영하여 신규 수주액을 추정하였다.

SKC의 자회사인 SK넥실리스의 경우 동사가 독점적으로 전량 공급하고 있는 핵심 고객사로, 2024년 이후 노스볼트, 바르타, 인비전AESC에 대규모로 동박을 공급하는 계약을 체결하였다. SKC의 성공적 증설을 통한 대규모 수주 소화 여부가 동사의 신규 수주에 영향을 미치기 때문에, SKC가 증설 계획의 지연 없이 증설을 통한 대규모 수주를 소화할 수 경우를 Bull Case, 1년의 증설 계획 지연이 발생하는 경우를 Bear Case로 설정하고 Bull과 Bear Case의 평균을 Base Case로 설정하였다.

표 27. 피엔티 동박 사업 주요 고객사 Bull Case CAPA

(만t)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
SKC	1.9	2.0	3.4	4.3	5.2	10.2	15.4	25.4
% of Growth		5.3%	70.0%	26.5%	20.9%	96.2%	51.0%	64.9%
고려아연	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3	2.2	3.0	4.8
% of Growth						69.2%	36.4%	60.0%
Wason	1.5	2.3	6.1	7.8	8.0	11.6	12.3	14.0
% of Growth		53.3%	165.2%	27.9%	2.6%	45.0%	6.0%	13.8%
합계	3.4	4.3	9.5	12.1	14.5	24.0	30.7	44.2
% of Growth		26.5%	120.9%	27.4%	19.8%	65.5%	27.9%	44.0%
가중치	1.7	2.2	4.9	6.2	6.7	10.7	13.3	18.4
% of Growth		28.9%	125.6%	27.4%	8.3%	58.3%	24.3%	39.1%

주1) 가중 CAPA 지표는 피엔티의 고객사 비중에 따라 산출한 가중평균

자료: KUVIC 리서치 4팀

표 28. 피엔티 동박 사업 주요 고객사 Bear Case CAPA

(만)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
SKC	1.9	2.0	3.4	4.3	5.2	5.2	10.2	15.4
% of Growth		5.3%	70.0%	26.5%	20.9%	0.0%	96.2%	51.0%
고려아연	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3	2.2	3.0	4.8
% of Growth						69.2%	36.4%	60.0%
Wason	1.5	2.3	6.1	7.8	8.0	11.6	12.3	14.0
% of Growth		53.3%	165.2%	27.9%	2.6%	45.0%	6.0%	13.8%
합계	3.4	4.3	9.5	12.1	14.5	19.0	25.5	34.2
% of Growth		26.5%	120.9%	27.4%	19.8%	31.0%	34.2%	34.1%
가중치	1.7	2.2	4.9	6.2	6.7	8.6	11.1	14.2
% of Growth		28.9%	125.6%	27.4%	8.3%	27.2%	29.2%	28.6%

주1) 가중 CAPA 지표는 피엔티의 고객사 비중에 따라 산출한 가중평균
 자료: KUVIC 리서치 4팀

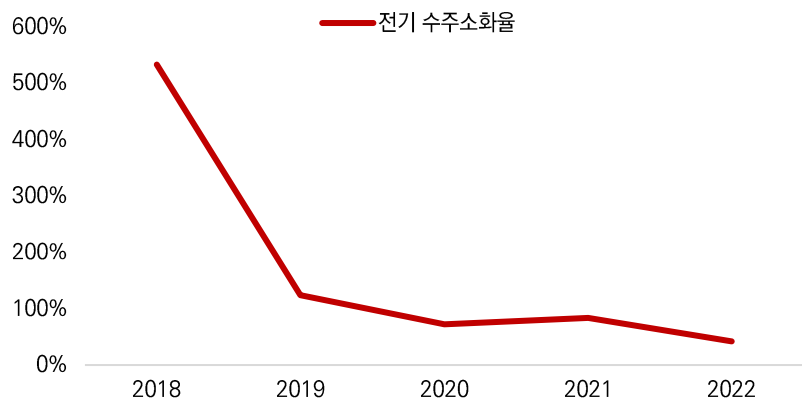
동사는 통상적으로 상반기(1분기와 2분기)에 소재 사업부문 신규 수주액이 가장 낮고 하반기(3분기와 4분기)에 신규 수주액이 가장 높다. 해당 분기별 신규 수주 추이를 반영하여 위의 연도별 신규 수주 추정치를 소재 사업의 분기별 신규 수주 비중에 따라 배분하였다.

1.2.2. 수주소화율 기반 매출 추정

동사는 인도 기준으로 설치 세팅 이후 100% 매출을 인식한다. 이 때, 당기의 매출은 기초의 수주 잔고 중 몇 %를 소화했는지에 따라 계산되는데, 2020년 이후 코로나 19로 인하여 인력 출장 및 해운 운송이 지연되며 실적 반영이 늦어지고 고객사들의 공장 설립이 예상 대비 늦어지는 등의 사유로 수주 이후 납품 및 대금 수취까지의 기간인 리드타임이 장기화되었다. 리드타임 장기화와 함께 신규 수주가 증가함에 따라 2020년부터 기초 수주잔고를 매출로 소화해내는 전기 수주소화율이 감소하는 양상을 보였다.

$$\text{전기 수주소화율(\%)} = (\text{기초 수주잔고} / \text{당기 매출 반영 수주액}) \times 100$$

그림 32. 피엔티 소재 사업부 전기 수주소화율 추이



자료: KUVIC 리서치 4팀

전기 수주소화율이 증가하기 위해서는 급증한 신규 수주를 소화할 수 있도록 공장 가동 증가 및 증설이 수반되어야 한다. 동사는 2022년 말까지 절반만 가동되던 구미 4공장을 올해 상반기부터 전체 가동하고, 2024년 상반기부터 추가적 구미 5공장 증설 및 가동을 통해 연간 2조 원대 규모의 장비 수주를 소화할 수 있을 전망이다. 따라서, 동사는 CAPA 증설을 통해 신규 수주를 소화해내기에 충분할 것으로 판단한다. 또한, 코로나와 관련한 운송 지연 등의 이슈도 글로벌 차원에서 코로나 규제가 완화되고 있기에 올해 하반기부터 점차 해소되어 전기 수주소화율이 증가할 것으로

전망한다.

연간 1,500억 규모의 국내 1공장만 가동되었던 2012년 동사의 전기 수주소화율은 98.6%였으나, 공장 증설에 따라 2013년 국내 2공장과 3공장을 가동하고 2014년 중국 시안 공장을 가동하며 생산능력이 연간 6,000억 수준으로 증가하자 전기 수주소화율이 231%로 급증하였다. 이 당시, 2012년에서 2014년까지 연간 생산규모가 300% 증가함에 따라 전기 수주소화율은 134.7% 증가하였다. 동사는 2022년 말 국내 4공장을 완공한 후 절반을 가동하여 올해 2023년 상반기부터 전체 가동을 할 예정이며, 2024년 상반기부터는 새롭게 국내 5공장을 가동할 예정이다. 따라서, 2022년 연간 6,000억 생산규모 수준에서 공장 증설에 따라 연간 생산규모 수준이 증가함에 따라 전기 수주소화율이 증가할 것으로 판단한다.

이를 바탕으로 과거 CAPA 증가분에 따른 전기 수주소화율 증가 비율을 활용하여 2023년부터 2025년까지의 예상 CAPA에 따른 수주 소화율을 기준으로 Bull/Base/Bear Case를 설정하여 전기 수주소화율을 산출하였다. 기초 수주잔고와 전기 수주소화율을 곱하여 Case별 연간 매출액을 추정하였으며, 이후 소재 사업의 평균 분기별 매출 비중(1Q: 29%, 2Q: 26%, 3Q: 17%, 4Q: 29%)에 따라 분기별 매출액을 추산하였다.

표 29. 피엔티 공장 생산규모

지역		생산규모(억원)	2012	2013	2014	...	1H23	2H23	1H24
국내	1공장	1,500							
	2공장	1,500							
	3공장	1,500							
	4공장	4,000							
	5공장	10,000							
중국	시안	1,500							

주1) 제1공장의 연간 생산규모 1500억원으로 가정

주2) 국내 4공장(구미)의 경우 22년 완공되어 1H23 절반 가동, 연간 200Gwh규모로 증설 진행 중

주3) 국내 5공장(구미)의 경우 가동 시점 불명확하여 해당 공장 가동 시점 기준으로 Case 나누어 매출 추정 진행

자료: KUVIC 리서치 4팀

표 30. 피엔티 소재 사업부 전기 수주소화율

(억원,%)	2022	2023E			2024E			2025E		
		Bull	Base	Bear	Bull	Base	Bear	Bull	Base	Bear
CAPA	6,000	10,000	8,000	8,000	15,000	12,500	10,000	20,000	15,000	12,500
% of Growth		66.7%	33.3%	33.3%	50.0%	56.3%	25.0%	33.3%	20.0%	25.0%
수주소화율	41.9%	54.5%	48.2%	48.2%	66.7%	60.4%	53.6%	76.7%	65.8%	59.7%
% of Growth		29.9%	15.0%	15.0%	22.5%	25.3%	11.2%	15.0%	9.0%	11.2%

자료: KUVIC 리서치 4팀

표 31. 피엔티 소재 사업부 분기별 매출(Bull Case)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
분기초 수주잔고	304,754	396,400	411,378	440,973	407,411	386,456	357,284	446,297	469,446	445,484	409,503	536,285
신규 수주	93,658	22,093	87,179	65,836	57,631	40,430	134,404	101,499	80,146	56,226	186,914	141,154
매출 반영된 수주	2,012	7,115	57,585	99,397	78,586	69,602	45,391	78,350	104,108	92,206	60,133	103,795
분기말 수주잔고	396,400	411,378	440,973	407,411	386,456	357,284	446,297	469,446	445,484	409,503	536,285	573,643
전체 수주소화율	0.5%	1.7%	11.6%	19.6%	16.9%	16.3%	9.2%	14.3%	18.9%	18.4%	10.1%	15.3%
전분기 수주소화율	0.7%	1.8%	14.0%	22.5%	19.3%	18.0%	12.7%	17.6%	22.2%	20.7%	14.7%	19.4%
전년도 수주소화율	54.5%				66.7%				76.7%			

자료: KUVIC 리서치 4팀

표 32. 피엔티 소재 사업부 분기별 매출(Base Case)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
분기초 수주잔고	304,754	396,400	411,378	432,967	400,176	383,211	358,444	441,458	464,968	447,547	419,035	533,624
신규 수주	93,658	22,093	72,154	54,489	52,898	37,110	123,366	93,163	71,044	49,840	165,687	125,124
매출 반영된 수주	2,012	7,115	50,565	87,280	69,863	61,876	40,353	69,653	88,466	78,352	51,098	88,200
분기말 수주잔고	396,400	411,378	432,967	400,176	383,211	358,444	441,458	464,968	447,547	419,035	533,624	570,548
전체 수주소화율	0.5%	1.7%	10.5%	17.9%	15.4%	14.7%	8.4%	13.0%	16.5%	15.8%	8.7%	13.4%
전분기 수주소화율	0.7%	1.8%	12.3%	20.2%	17.5%	16.1%	11.3%	15.8%	19.0%	17.5%	12.2%	16.5%
전년도 수주소화율	48.2%				60.4%				65.8%			

자료: KUVIC 리서치 4팀

표 33. 피엔티 소재 사업부 분기별 매출(Bear Case)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
분기초 수주잔고	304,754	396,400	411,378	417,942	373,804	364,021	346,488	425,346	452,401	436,338	410,705	510,109
신규 수주	93,658	22,093	57,128	43,142	48,165	33,789	112,328	84,828	61,942	43,455	144,460	109,093
매출 반영된 수주	2,012	7,115	50,565	87,280	57,947	51,322	33,470	57,773	78,005	69,088	45,056	77,771
분기말 수주잔고	396,400	411,378	417,942	373,804	364,021	346,488	425,346	452,401	436,338	410,705	510,109	541,432
전체 수주소화율	0.5%	1.7%	10.8%	18.9%	13.7%	12.9%	7.3%	11.3%	15.2%	14.4%	8.1%	12.6%
전분기 수주소화율	0.7%	1.8%	12.3%	20.9%	15.5%	14.1%	9.7%	13.6%	17.2%	15.8%	11.0%	15.2%
전년도 수주소화율	48.2%				53.6%				59.7%			

자료: KUVIC 리서치 4팀

2. 비용 추정 논리

2.1. 매출원가

2.1.1. 변동비

재공품과 원재료 관련 비용은 동사가 수주를 받고 이를 이행하는 과정에서 생기는 재고자산 관련 비용이고, 지급수수료도 매출과 연동하여 증가하는 특성을 보이기 때문에 3가지 비용 항목을 매출에 연동하여 추정하였다.

표 34. 피엔티 변동 매출원가 추정치

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
재공품의 변동	(127,795)	(148,002)	(131,956)	(60,091)	(110,970)	(216,765)	(142,091)	(62,218)	(143,343)	(282,145)	(184,508)	(80,881)
원재료 및 소모품	197,558	202,158	256,497	249,236	283,429	385,328	276,196	258,058	366,111	501,548	358,647	335,465
지급수수료	36	120	77	96	100	188	83	99	129	245	108	129
기타비용	4,849	6,465	3,941	4,017	4,782	5,041	4,485	4,829	4,782	5,041	4,602	5,302

자료: KUVIC 리서치 4팀

2.1.2. 고정비

인건비는 5개년(2019-2023) 평균 최저임금상승률 5.08%이 유지된다고 가정하여 추정하였다. 감가상각비와 무형자산상각비는 내용연수와 상각방법을 고려하여 별도 추정하였다. 이외 비용은 3개년 평균으로 추정하였다.

표 35. 피엔티 고정 매출원가 추정치

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
종업원급여	3,598	4,794	4,854	4,916	4,979	5,042	5,106	5,171	5,236	5,303	5,370	5,438
복리후생비	853	721	730	739	748	758	768	777	787	797	807	818
여비교통비	994	1,762	1,035	1,759	898	1,420	1,035	1,759	898	1,420	1,035	1,511
감가상각비	722	937	1,797	2,016	2,926	3,019	3,085	3,129	4,853	4,443	4,127	3,884
무형자산상각비	22	22	27	26	42	40	38	36	45	41	38	35
지급임차료	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2

자료: KUVIC 리서치 4팀

2.2. 판매비와 관리비

2.2.1. 변동비

지급수수료는 앞서 매출원가에서 변동비로 분류했듯 변동비로 분류하였고, 대손상각비는 매출채권이 증가함에 따라 함께 연동되므로 변동비로 분류하였다. 운반비, 기타, 하자보수비, 수도광열비도 당사의 매출이 증가할 때 함께 증가하므로 변동비로 분류하였다.

표 36. 피엔티 변동 판매비와 관리비 추정치

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
지급수수료	653	840	1,502	1,469	1,643	2,198	1,779	1,699	2,019	3,016	2,257	2,237
대손상각비	539	897	768	3,827	5,102	4,694	1,827	5,779	3,928	6,245	3,170	5,742
운반비	256	366	324	485	473	828	391	566	719	1,227	484	768
기타	802	454	1,923	2,502	2,258	2,259	2,271	2,977	2,940	2,983	2,640	4,078
하자보수비	(211)	101	1,538	(244)	383	1,067	481	155	136	2,298	1,350	(1,388)
수도광열비	53	55	22	37	80	68	29	46	122	110	37	65

자료: KUVIC 리서치 4팀

2.2.2. 고정비

급여는 매출원가의 급여와 동일한 논리를 적용하였다. 감가상각비, 무형자산상각비는 별도 추정하여 매출원가와 판관비 비율로 배분하였다. 이외 비용은 직접 추정의 어려움과 중요도를 고려하여 3개년 평균 수준을 유지한다고 가정하였다.

표 37. 피엔티 고정 판매비와 관리비 추정치

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
급여	2,256	3,912	3,962	4,013	4,063	4,115	4,167	4,220	4,274	4,328	4,383	4,439
퇴직급여	108	97	79	80	80	74	79	80	88	83	89	93
복리후생비	346	404	203	184	249	170	203	184	263	262	237	205
여비교통비	226	288	558	(222)	334	523	558	(222)	220	303	427	(117)
수도광열비	53	55	11	15	33	6	11	15	39	24	14	17
세금과공과	332	354	347	115	181	169	347	115	216	216	380	115
지급임차료	151	50	62	79	109	42	62	79	133	53	84	89
감가상각비	326	419	26	25	28	27	26	25	29	27	26	24
무형자산상각비	34	4	575	565	618	601	585	570	641	612	588	565
차량유지비	105	107	95	94	84	86	95	94	88	109	102	104
운반비	256	366	154	202	193	183	154	202	229	293	185	211
하자보수비	(211)	101	776	50	136	224	776	50	30	558	731	(304)
기타	802	454	861	1,033	900	839	861	1,033	924	811	956	1,107

자료: KUVIC 리서치 4팀

3. Valuation Method: Peer PER Method

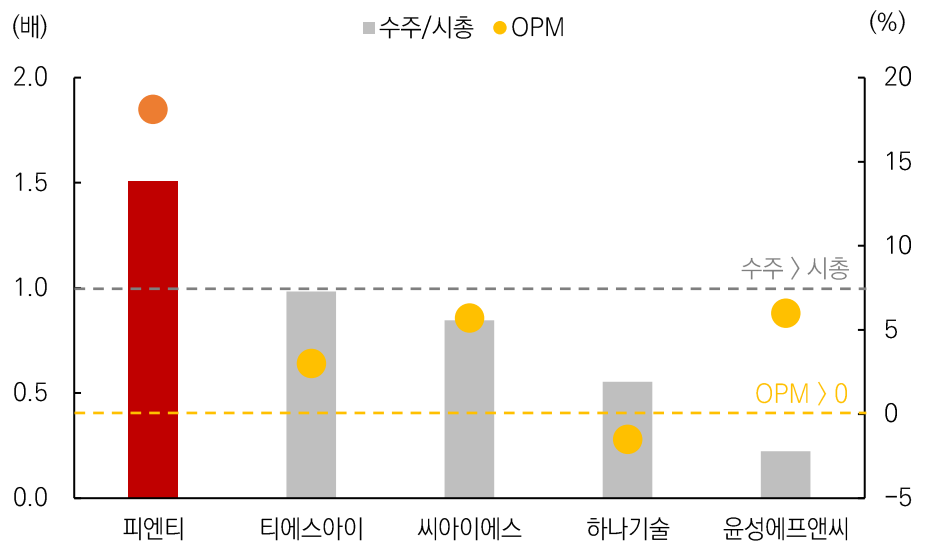
동사에 **목표주가 95,500원, 투자의견 Buy**를 제시한다. 목표주가는 2024F PER 13.04배를 적용하였다. 현재 주가(9/20, 68,100원) 기준 **Upside는 40.2%**이다.

동사의 Valuation에 **Peer PER Method를 적용**하였다. 장비 사이클의 도래와 IRA발 폭발적인 신규 수주로 가시화될 실적 성장성이 큰 기업이기 때문에 Peer PER method를 통한 Valuation이 정당하다고 판단하였다. Historical PER method의 경우 이번 장비 사이클은 유례 없는 사이클로, 벤치마킹할 과거 시점이 존재하지 않다고 판단하여 사용하지 않았다. 현 시점과 유사하게 장비 사이클과 폭발적인 신규 수주, 그리고 CAPA 증설이 동시에 발생한 Case는 이번이 처음이기 때문에 동일한 시장 상황에서 유사한 사업 방향성을 보이는 Peer를 선정하는 Peer PER method이 적합하다고 판단한다.

Peer는 다음과 같은 기준으로 선정하였다.

- 1) 국내: 동사와 동일한 공정을 영위하며 '수주잔고/시가총액'과 OPM이 동사와 유사한 수치를 보이는 기업들을 선정하였다.
- 2) 해외: 동사와 동일한 공정을 영위하며 유사한 고객사 레퍼런스를 보유한 기업들을 선정하였다.
- 3) 최종적으로 국내에서는 티에스아이와 씨아이에스를, 해외에서는 히라노 텍시드(Hirano Tecseed), 우시리드인텔리전트(Wuxi Lead Intelligent, 선도지능), 잉허커지(赢合科技, 잉허과기)를 Peer로 선정하였다.

그림 33. 피엔티 Peer 수주잔고/시가총액 및 OPM 비교



자료: QuantiWise, KUVIC 리서치 4팀

PER 적용 시점은 **신규수주 증가세가 최고점에 달하고 공장 증설 효과가 본격적으로 나타날 것으로 예상되는 2024년**을 선정하였다. 동사의 PER이 동일 업종 내 경쟁사들에 비해 낮은 수준을 보이고 있긴 하나, 1) 장비 산업 특성상 높은 멀티플을 유지하기 어렵다는 점 2) 23년 상반기 2차전지 섹터의 가파른 주가 상승으로 인해 현재 멀티플이 다소 고평가되어 있다는 점 등을 고려하여 글로벌 경쟁사들과의 비교를 통해 산출한 13.04배의 Target Multiple이 적정수준이라고 판단한다. 현재 CB, BW 등의 이슈는 존재하지 않아 별도로 반영하지 않았다.

표 38. 피엔티 Peer 12M fwd PER

	피엔티	씨아이에스	티에스아이	히라노	우시 리드	잉허커지	평균
2023F	18.75	34.38	224.44	15.44	11.91	15.4	19.18
2024F	13.40	21.46	19.24	9.72	9.13	13.70	13.04
2025F	13.21	-	11.64	8.84	7.2	11.4	10.46

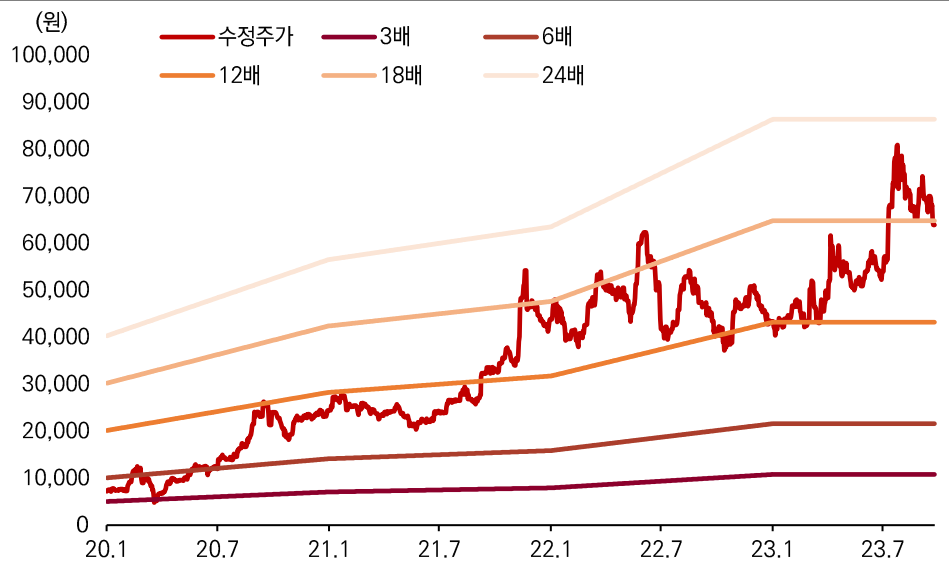
주1) 23F 평균 산출 시 티에스아이는 아웃라이어 제외
 주2) 24F 평균 산출 시 씨아이에스는 아웃라이어 제외
 주3) 25F 평균 산출 시 씨아이에스는 데이터 부재로 제외
 자료: Bloomberg, KUVIC 리서치 4팀

표 39. Valuation – Peer PER Method (2024E)

2024E 당기순이익 (단위: 원)	149,977,314,394
유통주식수	22,741,198
2024E EPS (단위: 원)	7,287
Target Multiple	13.04
현재주가	68,100
목표주가	95,500
상승여력	40.2%

자료: KUVIC 리서치 4팀

그림 34. 피엔티 PER Band Chart



자료: KUVIC 리서치 4팀

Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.